



ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო
უნივერსიტეტი
ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი

გელაშვილი გიორგი

მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი ასპექტები და მისი
თანამედროვე გამოწვევები

სამაგისტრო პროგრამა - ეკონომიკა
ნაშრომი შესრულებულია ეკონომიკის მაგისტრის
აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად

ხელმძღვანელი: მურმან ცარციძე
ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი,
ასოცირებული პროფესორი

თბილისი 2020

ანოტაცია

„მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი ასპექტები და მისი თანამედროვე გამოწვევები“

მონეტარული პოლიტიკა წარმოადგენს სახელმწიფოს მხრიდან ეკონომიკურ პროცესებზე ზემოქმედების ინსტრუმენტთა ერთობლიობას, რომლის მიზანია დაბალი და სტაბილური ინფლაციის უზრუნველყოფა. ზომიერი და პროგნოზირებადი ინფლაცია, თავის მხრივ, მნიშვნელოვანი ფაქტორია გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდისათვის.

მონეტარული პოლიტიკის შერბილებისა და გამკაცრების გზებით ქვეყნების ეროვნული ბანკები გავლენას ახდენენ ერთობლივ მოთხოვნაზე. კერძოდ, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის (რეფინანსირების განაკვეთი) ცვლილება გავლენას ახდენს ფულადი ბაზრის საპროცენტო განაკვეთზე, ფინანსური ინსტრუმენტების ფასებზე, ეკონომიკურ აგენტთა მოლოდინებზე, შინამეურნეობებისა და ფირმების ქცევაზე ხარჯვასთან, დაზოგვასა და ინვესტირებასთან მიმართებით.

მოცემულ სამაგისტრო ნაშრომში წარმოდგენილია მონეტარული პოლიტიკის მნიშვნელობა და თავისებურებები ზოგადად, ხოლო შემდგომ საქართველოს მაგალითზე განხილულია ქვეყანაში მოქმედი მონეტარული პოლიტიკა, მისი ძირითადი გამოწვევები, კავშირი ლარის სავალუტო კურსთან, აგრეთვე, ნამსჯელია ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის განვითარების მიმართულებებსა და პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმების ეფექტურობაზე.

The annotation

Giorgi Gelashvili „The main aspects and challenges of modern monetary policy “

Monetary policy is a set of tools used by the state to influence economic processes to ensure low and stable inflation. Moderate and predictable inflation, in turn, is a necessary factor for long-term economic growth.

National banks of different countries affect on aggregate demand by weakening and tightening monetary policy, In particular, a change in the monetary policy rate (refinancing rate) affects the money market interest rate, the prices of financial instruments, the expectations of economic agents, as well as functioning of the household sector and companies regarding spending, savings, and investments.

This master's thesis presents, the importance and features of monetary policy in general and afterward, on the example of Georgia, it's being discussed the current monetary policy in the country, its main problems, the relationship with the lari exchange rate, as well as the direction of development of monetary policy and the effectiveness of policy transfer mechanisms.

სარჩევი

შესავალი	5
თავი-I. მონეტარული პოლიტიკა, მისი როლი და მნიშვნელობა მაკროეკონომიკური სტაბილურობის პროცესში.....	8
1.1. მონეტარული პოლიტიკა და მისი თეორიულ-მეთოდოლოგიური საფუძვლები.....	8
1.2. მონეტარული პოლიტიკა და ეროვნული ბანკის ინსტრუმენტები.....	14
1.3. მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი პრინციპები.....	19
1.4. მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები	26
თავი-II. მონეტარული პოლიტიკის თავისებურებები და ძირითადი გამოწვევები საქართველოში	36
2.1. მონეტარული პოლიტიკა საქართველოში-ანალიზი და ძირითადი გამოწვევები	36
2.2. მონეტარული პოლიტიკა და გაცვლითი კურსი საქართველოში	43
2.3. ინფლაციის თარგეთირება და მონეტარული პოლიტიკის თავისებურებები საქართველოში	50
თავი-III. მონეტარული პოლიტიკის სრულყოფის ძირითადი მიმართულებები საქართველოში	56
3.1. მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმების ეფექტიანობის შეფასება საქართველოში.....	56
3.2. ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის სრულყოფის მიმართულებები.....	60
3.3. მონეტარული სტაბილიზაციის უზრუნველყოფის მაკროეკონომიკური ასპექტები საქართველოში.....	65
დასკვნა	69
გამოყენებული ლიტერატურა	72

შესავალი

თემის აქტუალობა. გასული საუკუნის განმავლობაში მსოფლიოში მომხდარმა ეკონომიკურმა კრიზისებმა არაერთხელ დაადასტურა ის ფაქტი, რომ ბაზარს არ შეუძლია ბოლომდე სრულყოფილად ფუნქციონირება და ამ კუთხით საჭიროებს სახელმწიფოს მონაწილეობას ეკონომიკურ პროცესებში. პრაქტიკული მაგალითებით დგინდება, რომ სწორ ფისკალურ და მონეტარულ პოლიტიკას შეუძლია ერთობლივი მოთხოვნის სტიმულირება, ინფლაციური პროცესების შეზღუდვა, საპროცენტო განაკვეთით მანიპულირება და სხვა მსგავსი ინსტრუმენტებით ქვეყნის გამოყვანა ასეთი ჩავარდნიდან. განსაკუთრებული ყურადღება ენიჭება მათ მნიშვნელობას ისეთი პოსტკომუნისტური ქვეყნებისათვის, როგორც საქართველოა. დღის წესრიგში დგას მდგრადი ეკონომიკური განვითარებისა და ქვეყნის მოსახლეობის კეთილდღეობის გაუმჯობესების საკითხი. ეს კი შეუძლებელი იქნება სახელმწიფოს მხრიდან ეკონომიკური ფუნქციების შესრულებისა და სწორი ეკონომიკური პოლიტიკის შემუშავებისა და განხორციელების გარეშე.

სახელმწიფოს მონეტარულ პოლიტიკას სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტის საშუალებით შეუძლია მნიშვნელოვანი ცვლილებების გამოწვევა ეკონომიკაში, როგორც მოკლევადიან, ისე საშუალოვადიან და გრძელვადიან პერიოდში. ბოლო პერიოდში მომხდარმა მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისებმა ცხადყო, რომ მონეტარულ პოლიტიკას დიდი ზეგავლენა შეუძლია მოახდინოს კაპიტალის ბაზრების ფუნქციონირებაზე და მთლიანობაში ქვეყნის განვითარებაზე.

მონეტარული პოლიტიკა ზოგადად ეს არის მაკროეკონომიკური მაჩვენებელი, რომელიც გულისხმობს ფულის მასისა და საპროცენტო განაკვეთს ცვლილებას ეკონომიკაში დასახული მიზნების მისაღწევად. ქვეყნების უმრავლესობაში მონეტარულ პოლიტიკას ახორციელებს ცენტრალური ბანკი. (ამერიკის შეერთებულ შტატებში- ფედერალური სარეზერვო სისტემა; გერმანიაში-ბუნდეს ბანკი; ინგლისში-ინგლისის ბანკი და ა.შ.). საქართველოში მისი განმახორციელებელია ეროვნული ბანკი. ამ უკანას-კნელის მთავარ მიზანს წარმოადგენს ინფლაციის თარგეთირება, რაც გულისხმობს წლიური ინფლაციის მაჩვენებლის პროგნოზს და მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუ-

მენტების ისე მომართვას, რომ შენარჩუნდეს მისი დაბალი ტემპი. (საქართველოში მიზნობრივი ინფლაციის მაჩვენებელი 3%-ია). ამ პოლიტიკის მიზეზი გახდა ინფლაციის მაღალი დანახარჯების არსებობა და მის უარყოფითი გავლენა ეკონომიკაზე. მსოფლიო პრაქტიკაში ეს მოვლენა 1990 წლიდან იწყება, საქართველოს ეროვნული ბანკი კი ამ პროცესებს 2009 წლიდან შეუერთდა. ეს უკანასკნელი დიდ გამოწვევად ევლინება ქვეყნის ეკონომიკას, რადგან მედლის ორი მხარის პრინციპის მსგავსად, რამდენადაც ცენტრალუტი ბანკი აღწევს დასახულ მიზანს, იმდენად უარყოფითად აისახება რეალურ სექტორზე. მაგალითად, თუ ინფლაციის პროგნოზირებული მაჩვენებელი აღემატება ინფლაციის მიზნობრივ დონეს (2019 წელს არის 3 %) მკაცრდება მონეტარული პოლიტიკა, იზრდება საპროცენტო განაკვეთი, შედეგად მცირდება ლარში გაცემული სესხები და მცირდება ერთობლივი მოთხოვნა ქვეყანაში. შესაბამისად ისმის კითხვა: არის თუ არა ინფლაციის თარგეთირება მონეტარული პოლიტიკის სწორი მიმართულება საქართველოსთვის და იწვევს თუ არა ეს პოლიტიკა ფასების სტაბილურობას? ამ თემაზე არაერთი ეკონომისტი საუბრობს და გამოთქვამს არგუმენტირებულ დამოკიდებულას მისდამი. თავის მხრივ, ქვეყნისათვის მონეტარული პოლიტიკის დიდი მნიშვნელობის გამო, საჭიროა სწორი ანალიზის გაკეთება, რაც დაგვეხმარება ეფექტური საშუალოვადიანი და გრძელვადიანი მიზნების დასახვაში და მრავალი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლის გაუმჯობესებაში.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, სახელმწიფო პოლიტიკა შედგება მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკისგან. მაღალი ეფექტურობის მისაღწევად საჭიროა მათი სინთეზი და შეთანხმებულად განხორციელება. შესაბამისად, დღის წესრიგში დგება კონკრეტული პოლიტიკის გატარებამდე მისი გავლენის გაანალიზება მეორე პოლიტიკაზე. მაგალითად ერთობლივი მოთხოვნის წახალისების მიზნით ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკა, როგორცაა გადასახადების შემცირება და/ან სახელმწიფო შესყიდვების ზრდა, იწვევს ინფლაციური პროცესების წახალისებას და ამის საპასუხოდ ცენტრალური ბანკი ატარებს შემზღვეველ მონეტარულ პოლიტიკას. მეორე მხრივ, სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტი და ეროვნული ვალის ზრდა უარყოფითად მოქმედებს მონეტარულ პოლიტიკაზე.

ნომინალურ სავალუტო კურსზე გავლენას ახდენს ვალუტებზე მოთხოვნა/ მიწოდება. მიუხედავად იმისა, რომ ფულის ემიტენტად გვევლინება ეროვნული ბანკი და ფარულად იღებს პასუხისმგებლობას მასზე, მხარს უჭერს მცურავ გაცვლით კურს, რაც გულისხმობს რომ ცენტრალური ბანკი გავლენას არ ახდენს გაცვლითი კურსის განსაზღვრის პროცესზე. ეს იწვევს ამ უკანასკნელის საგრძნობ მერყეობას და ვინაიდან საქართველო წარმოადგენს იმპორტდამოკიდებულ ქვეყანას, რეალური სექტორის მდგომარეობის უფრო მეტად დამძიმებას. ამიტომ ძალზე მნიშვნელოვანია მონეტარული პოლიტიკის ანალიზის სწორედ ამ კუთხით განხორციელება.

კვლევის მიზანია მონეტარული პოლიტიკისა და მისი თეორიულ-მეთოდოლოგიური საკითხების განხილვა, ფინანსური ინტრუმენტების საშუალებით მოქმედებათა შეფასება, საქართველოში მოქმედი მონეტარული პოლიტიკის ანალიზი და საშუალოვადიან პერიოდში მისი გავნითარების სტრატეგიის შეფასება.

კვლევის მიზნებიდან გამომდინარე ნაშრომში დასმულია და გადაწყვეტილია შემდეგი ძირითადი ამოცანები:

- ✓ განხილულია მონეტარული პოლიტიკის არსი და მისი ძირითადი ინსტრუმენტები;
- ✓ ჩამოყალიბებულია მონეტარული პოლიტიკის თეორიული საფუძვლები და მისი პრინციპები;
- ✓ განხილულია საქართველოში მონეტარული გადაცემის არხების თავისებურებანი და შეფასება;
- ✓ განხილულია ინფლაციის თარგეთირების პრინციპი;
- ✓ განხილულია საქართველოში არსებული მონეტარული პოლიტიკა და კავშირი მაკროეკონომიკურ სტაბილურობასთან;
- ✓ განხილულია მონეტარული პოლიტიკის საშუალოვადიანი სტრატეგია, ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებები.

კვლევის თეორიული და მეთოდოლოგიური საფუძვლები:

კვლევის თეორიული საფუძველია ადგილობრივ და უცხოელ მეცნიერთა, ეკონომისტთა, მკვლევართა პუბლიკაციები და ნაშრომები. კვლევის პროცესში გამოყენებულია ემპირიული, რაოდენობრივი და თვისებრივი კვლევის მეთოდები.

თავი-I. მონეტარული პოლიტიკა, მისი როლი და მნიშვნელობა მაკროეკონომიკური სტაბილურობის პროცესში

1.1. მონეტარული პოლიტიკა და მისი თეორიულ-მეთოდოლოგიური საფუძვლები

მონეტარული პოლიტიკა გულისხმობს დასახული მიზნების მისაღწევად ეკონომიკაში არსებული ფულის მასისა და საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას. ორი ტიპის მონეტარული პოლიტიკა გამოიყოფა: ექსპანსიური და შემზღუდველი. ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა იწვევს ფულის ლიკვიდურობას, რათა წარმოქმნას ეკონომიკური ზრდა; ამისათვის ცენტრალური ბანკი წევს საპროცენტო განაკვეთს, რაც აიაფებს დაკრედიტებას. ფირმები სასესხო საშუალებებს მიმართავენ მეტი საქონლისა და მომსახურების წარმოებისაკენ, ამისთვის ქირაობენ მეტ მუშახელს და ზრდიან კაპიტალურ ინვესტიციებს. ფიზიკური პირები სასესხო საშუალებებით ზრდიან მიმდინარე შემოსავლებს, რაც პირდაპირპროპორციულად აისახება ერთობლივი მოთხოვნის ზრდაში. ხოლო შემზღუდავი მონეტარული პოლიტიკა ამცირებს ფულის მასას ეკონომიკაში, შესაბამისად მცირდება ინფლაცია, დაკრედიტების მაჩვენებელი და კლებულობს ეკონომიკური ზრდა. ცენტრალურ ბანკს არ შეუძლია პირდაპირი ზეგავლენა მოახდინოს დასახულ მიზნებზე; ამისთვის მის განკარგულებაში არსებობს რიგი ინსტრუმენტები (მინიმალური სარეზერვო ნორმა, ოპერაციები ღია ბაზარზე, დისკონტური სესხები, ერთდღიანი სესხები და დეპოზიტები), რომელთა მეშვეობითაც შეუძლია არაპირდაპირ უზრუნველყოს მიზნების მიღწევა, დროის გარკვეული პერიოდის შემდეგ.

ძირითადად ცენტრალური ბანკები მონეტარული პოლიტიკით ცდილობენ შემდეგი სამი მიზნის მიღწევას: ყველაზე მნიშვნელოვანია მათ შორის ინფლაციის რეალური მაჩვენებლის მიზნობრივი მაჩვენებლის გარშემო რეგულირება, მეორე - უმუშევრობის შემცირება, მესამე მიზანია ხელი შეუწყოს ზომიერ გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთის ჩამოყალიბებას. ამერიკის შეერთებული შტატების მაგალითზე თუ განვიხილავთ; ფედერალური სარეზერვო სისტემის მიზნობრივ ინფლაცია არის 2%,

უმუშევრობის მიზნობრივი დონე ბუნებრივთან ახლოს ყოფნა, დაახლოებით 4 %-5%; ხოლო საპროცენტო განაკვეთის მიზნობრივი დონე წარმოადგენს - 2.25%-2.5%.

მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკა ერთობლიობაში ქვეყნის მაკროეკონომიკური პოლიტიკის ნაწილია. ფისკალური პოლიტიკა გულისხმობს მთავრობის გადაწყვეტილებებს გადასახადებსა და სამთავრობო დანახარჯებზე. ფისკალური პოლიტიკა ძირითადად ერთობლივ მოთხოვნაზე არის ორიენტირებული და მასზე ზემოქმედებს პირდაპირი და არაპირდაპირი არხების საშუალებით. ბიუჯეტის დეფიციტი ერთობლივი მოთხოვნის წახალისებას იწვევს, რაც შეიძლება ინფლაციური ზეწოლის გაძლიერების მიზეზი გახდეს თუ ეკონომიკას არა აქვს წარმოების ადექვატურად გაზრდის პოტენციალი. გადასახადების მატებას კი საპირისპირო შედეგი აქვს. მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის კოორდინირებულ ქმედებას მნიშვნელოვანი როლი აქვს ეროვნული ბანკისთვის მისი ძირითადი ამოცანის - დაბალი ინფლაციის მისაღწევად და მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურობის შესანარჩუნებლად, ვინაიდან მონეტარული პოლიტიკა არ წარმოადგენს ერთობლივ მოთხოვნაზე ზემოქმედების ერთადერთ ინსტრუმენტს. შესაბამისად, ბიუჯეტის ფორმირებისას აუცილებელია, რომ გათვალისწინებულ იქნას დეფიციტის შესაძლო გავლენა ერთობლივ მოთხოვნაზე. წინააღმდეგ შემთხვევაში, მხოლოდ ეროვნული ბანკის ძალისხმევა არ იქნება საკმარისი ფასების სტაბილურობის შესანარჩუნებლად, რადგან ბიუჯეტის დიდი დეფიციტის პირობებში ეროვნული ბანკის რესურსებით შეუძლებელი იქნება ერთობლივი მოთხოვნის შეზღუდვა და ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის მიღწევა. შესაბამისად, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო ბიუჯეტის პროექტის საქართველოს პარლამენტში წარდგენამდე ატარებს კონსულტაციებს ეროვნულ ბანკთან და საქართველოს პარლამენტში ბიუჯეტის განხილვა ხდება ეროვნული ბანკის დასკვნასთან ერთად.¹

მონეტარული პოლიტიკის მიმართ განსხვავებული შეხედულებები აქვთ კლასიკური სკოლის ეკონომისტებსა და კეინზიანელებს. კლასიკურ მოდელში ფასები განიხილება, როგორც სწრაფად ცვალებადი სიდიდე, ხოლო ფულის მიწოდება ნეიტრალური, რომელსაც არ აქვს რეალური ეფექტი. კეინზიანურ მოდელში ფასები

¹ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის კოორდინირება.
<https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=552>

მოკლევადიან პერიოდში განიხილება როგორც ხისტი სიდიდე, ფულის მასის ზრდა იწვევს გამოშვების ზრდას, რაც, თავის მხრივ, ზრდის დასაქმებას. რაც შეეხება გრძელვადიან პერიოდს, ფასები მოქნილია საერთო წონასწორობის უზრუნველსაყოფათ.

მონეტარიზმის თეორიულ საფუძვლებზე საუბრისას აღსანიშნავია მ. ფრიდმანის შეხედულებელი. მ. ფრიდმანმა და ანა შვარცმა შეისწავლეს ამერიკის მონეტარული ისტორია ერთი საუკუნის განმავლობაში და აჩვენეს, რომ ფული რეალურად არ არის ნეიტრალური; ფულის მასის ცვლილება ახლო კავშირში იყო ეკონომიკური პროცესების ცვლილებასთან და ეს ურთიერთობა იყო საკმაოდ სტაბილური. 1969 წელს გამოქვეყნებულ ნაშრომში - „ინფლაცია და ფულადი სისტემები“ ხაზს უსვამს ინფლაციის გამომწვევ მიზეზებსა და მისი აღმოფხვრის გზებზე. იგი აღნიშნავს: „ინფლაციის უშუალო მიზეზი ყველგან და ყოველთვის ერთი და იგივეა, ფულის რაოდენობის უზომო ზრდა, წარმოების მოცულობასთან შედარებით“ [მექვაბიშვილი, 2016:125].²

ინფლაცია წარმოადგენს გადასახადს ნაღდ ფულზე. ფულის ემისია, რომელიც არ არის დაბალანსებული წარმოებით(სენიორაჟი), იწვევს მიმოქცევაში ფულის ზრდას, გაზრდილ მოთხოვნებს და არსებულ საქონელზე ფასის ზრდას. მსგავსი ეფექტია, როდესაც მთავრობა ცდილობს სრული დასაქმების მიღწევას. ამ დროს იზრდება საბიუჯეტო ხარჯები და ხდება ინფლაციის პროვოცირება. მსგავს შემთხვევაში ფრიდმანი გამოსავალს მარტივად პოულობს, უნდა შემცირდეს დანახარჯები და უმუშევრობა დარჩეს მის ბუნებრივ დონეზე.

აღსანიშნავია მონეტარული პოლიტიკის მიზნების ცვლილება მე-20 საუკუნის მიწურულს. 1990 წლამდე მონეტარული პოლიტიკის მიზანს წარმოადგენდა საშუალოვადიან პერიოდში ნომინალური ფულის ზრდა. ეს შემდეგნაირად ხორციელდებოდა: ცენტრალური ბანკი ირჩევდა ფულის ზრდისა მიზნობრივ ტემპს. და ფულის მასას ზრდიდა ამ ტემპისა და გამოშვების მაჩვენებლის ჯამური სიდიდით. მოკლევადიან პერიოდში, ცენტრალური ბანკი ნომინალური ფულის ზრდის მიზნობრივისგან გადახრას უშვებდა. მაგ.თუ ეკონომიკა იყო რეცესიაში ზრდიდა ნომინალური ფულის მასას,რათა გაეუმჯობესებინა გამოშვება.[ო. ბლანშარი, 2010:802].³

² ე.მექვაბიშვილი - „თანამედროვე მაკროეკონომიკური თეორიები“ თბილისი. 2016;

³ ო.ბლანშარი - „მაკროეკონომიკა“ ; თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა. 2010.

მონეტარული თარგეთირება ფულისხმობდა ფულის მასის ზრდის ისეთი ტემპის არსებობას, რაც ინფლაციის სასურველ დონეს უზრუნველყოფდა. მონეტარული თარგეთირების რეჟიმის განმსაზღვრელ ფაქტორს წარმოადგენდა პროგნოზირებადი კავშირი ფულის მასასა და ინფლაციას შორის, რომელიც უზრუნველყოფდა ფულის მასის ცვლილების შესაბამის ასახვას ფასების დონეზე. თუმცა, დროთა ფინანსური სექტორის განვითარებასა და მონეტარული პოლიტიკის გააქტიურებასთან ერთად, ეს კავშირი გახდა მერყევი, რამაც, შესაბამისად, ფულის მასის საოპერაციო თარგეთად გამოყენება არაეფექტიანობა გამოიწვია. ეს მიზანი ჩანაცვლა ინფლაციის თარგეთირებამ. საშუალოვადიან პერიოდში მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი მიზანი ინფლაციის მოცემული ტემპის შენარჩუნებაა. თარგეთირებით ჩანაცვლების უშუალო მიზეზი იყო ინფლაციასა და ნომინალური ფულის ზრდას შორის არც თუ ისე მჭიდრო კავშირი საშუალო და გრძელვადიან პერიოდებში. დაბალი და სტაბილური ინფლაცია აუცილებელი პირობაა მაკროეკონომიკური სტაბილურობისთვის, რაც თავის მხრივ აუცილებელია მაღალი და მდგრადი ეკონომიკური ზრდისათვის, დაბალი საპროცენტო განაკვეთებისა და მაღალი დასაქმებისთვის. რაც უფრო ეფექტიანია მონეტარული პოლიტიკა, ფასების სტაბილურობის მიღწევა მით უფრო დაბალი საზოგადოებრივი დანახარჯით არის შესაძლებელი.⁴

დაბალ ინფლაციას აქვს ბევრი სარგებელი: დაბალი ინფლაცია არის მნიშვნელოვანი წინაპირობა გრძელვადიანი ეკონომიკური პოტენციალის და საზოგადოებრივი კეთილდღეობის გასაზრდელად. არასტაბილური და მაღალი ინფლაცია ან დეფლაცია ასოცირდება ქვეყნის ეკონომიკის სხვადასხვა სექტორის დანაკარგებთან. ასეთ ვითარებაში ფერხდება საქონლისა და მომსახურების და ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირება, რაც ხელს უშლის ქვეყანაში რესურსების ეფექტიან გადანაწილებას. ფასები საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ასრულებს სიგნალის ფუნქციას. ფასის ზრდა სიგნალს აძლევს მწარმოებლებს თუ რომელ საქონელსა და მომსახურებაზე გაიზარდა მოთხოვნა. ასეთ გარემოში ხდება წარმოების ფაქტორების ეფექტიანი გადანაწილება და მათი მიმართვა უფრო მაღალპროდუქტიული სექტორებისკენ. საინვესტიციო გარემოს გაუმჯობესება. დაბალი ინფლაცია აადვილებს გრძელვადიანი ბიზნეს პროცესებისა და

⁴ საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის სტრატეგია - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=628>

შედეგების (შემოსავალ-ხარჯების) დაგეგმვის შესაძლებლობას, რაც, თავის მხრივ, ზრდის ინვესტიციებს. „მენიუს ცვლილების ხარჯები“. მაღალი და მერყევი ინფლაცია ეკონომიკურ აგენტებს (მაგ. ფირმებს) იძულებულს ხდის მომსახურებასა თუ საქონელზე ხშირად ცვალონ ფასები, რაც ლოჯისტიკის კუთხით შესაძლოა მნიშვნელოვან ფინანსურ რესურსებს მოითხოვდეს და არ იყოს ეკონომიკურად გამართლებული. შესაბამისად, დაბალი ინფლაციის პირობებში ასეთი დანახარჯები მცირეა. დაბალი გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთები. ფულისა და კაპიტალის ბაზრებზე საინვესტიციო გადაწყვეტილებები ეფუძნება რეალურ საპროცენტო განაკვეთებს, ანუ უკუგებას ინფლაციის გათვალისწინებით. ბაზარზე არსებული ნომინალური საპროცენტო განაკვეთები მოიცავს რეალური საპროცენტო განაკვეთისა და ინფლაციის რისკების პრემიას (კომპენსაციას). რაც უფრო მაღალია ინფლაცია და/ან მისი მერყეობა, მით უფრო იზრდება ინფლაციის რისკის კომპენსაცია, რაც საბოლოოდ ფინანსურ ბაზრებზე ნომინალური საპროცენტო განაკვეთების ზრდაში აისახება. ამგვარად, დაბალი და სტაბილური ინფლაციის პირობებში მცირდება ინფლაციის რისკის კომპენსაცია, რაც აისახება საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობაზე და წახალისებს როგორც საშინაო, ასევე საგარეო ფინანსურ ინვესტიციებს. დანაზოგის ზრდა. მაღალი ინფლაცია ამცირებს რეალურ ეროვნულ დანაზოგს, ვინაიდან სწრაფად მცირდება ეროვნული ვალუტის მსყიდველობითი უნარი. მაღალი ინფლაცია იწვევს რეალური შემოსავლებისა და ქონების შემთხვევით გადანაწილებას ეკონომიკურ ჯგუფებს შორის (მიმწოდებლები და მომხმარებლები, მსესხებლები და გამსესხებლები). მაგალითად, მაღალი ინფლაციის პირობებში მცირდება ადებულ ფინანსურ ვალდებულებაზე რეალური საპროცენტო განაკვეთი, რაც მსესხებელს უპირატეს მდგომარეობაში აყენებს, ამცირებს რა მის სავალო ტვირთს. როგორც წესი, ინფლაციური პროცესების შედეგად ზიანდება საზოგადოების ის ჯგუფი, რომელიც უფრო სუსტია და ინფლაციის რისკებისგან დაზღვევის (ჰეჯირების) ნაკლები შესაძლებლობა აქვს. ფინანსური სტაბილურობის რისკები. მაღალმა ინფლაციამ შესაძლოა საგრძნობი გავლენა მოახდინოს ეკონომიკური აგენტების (ფირმებისა და შინამეურნეობების) აქტივებსა და ქონებაზე, რამაც შესაძლოა გამოიწვიოს მათი გადახდისუნარიანობის მკვეთრი კლება. ასეთი შემთხვევები ამცირებს ფინანსური სექტორის აქტივების ხარისხს

და საფრთხეს უქმნის მის სტაბილურობას. შესაბამისად, ინფლაციის დაბალ დონეზე შენარჩუნება ფინანსური სტაბილურობის ხელშემწყობი ფაქტორია. განსაკუთრებით მაღალმა ინფლაციამ შესაძლოა, ასევე, პროვოცირება გაუკეთოს სოციალურ და პოლიტიკურ პრობლემებს, ვინაიდან იგი განსაკუთრებულ ზიანს დაბალშემოსავლიან მოსახლეობას აყენებს, რომელსაც ფინანსური ინსტრუმენტებით ინფლაციის რისკის დაზღვევის ნაკლები შესაძლებლობა აქვს. მეორე მხრივ, დეფლაცია ასევე ხასიათდება უარყოფითი შედეგებით. ფასების შემცირებისა და ფულის ღირებულების კიდევ უფრო ზრდის მოლოდინების ფონზე მოსახლეობა ამცირებს ხარჯვას და ბიზნესი აჩერებს ინვესტიციებს, რაც კიდევ უფრო ამცირებს ეკონომიკურ ზრდას და, შედეგად, აღრმავებს დეფლაციას. ხანგრძლივი დეფლაციისას ფინანსური შუამავლობა ფერხდება. ხანგრძლივი დეფლაციის პირობებში სესხის რეალური ღირებულება შეიძლება ძალიან მაღალი გახდეს. შესაბამისად, რთულდება ვალდებულებების მომსახურება, იზრდება საკრედიტო რისკი და, შესაბამისად, იკლებს ახალი სესხების გაცემაც. ამდენად, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ფასების სტაბილურობა მნიშვნელოვანი ფაქტორია ეკონომიკის ეფექტიანი მუშაობისთვის, რაც საბოლოოდ დადებითად აისახება გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდაზე, დასაქმებასა და, ზოგადად, სოციალურ კეთილდღეობაზე.^{5,6}

ცენტრალურ ბანკს მოკლევადიან პერიოდში ყოველთვის არ შეუძლია მისთვის სასურველ ინფლაციის ტემპს მიაღწიოს, ასეთ შემთხვევაში მიზნის მიღწევას უნდა ეცადოს მიმდინარე პერიოდში, რაც უმუშევრობის ზრდას მოითხოვს. შეიძლება მოხდეს, რომ ინფლაცია გაიზარდოს, როცა უმუშევრობა თავის ბუნებრივ დონეზეა. ამ შემთხვევაში ცენტრალური ბანკი უფრო რთული არჩევანის წინაშე აღმოჩნდება: შეინარჩუნოს უმუშევრობა თავის ბუნებრივ დონეზე და ინფლაციას ზრდის საშუალება მისცეს, თუ უმუშევრობის ბუნებრივ დონეზე მაღალი ზრდა დაუშვას, რათა ინფლაციაზე კონტროლი შეინარჩუნოს [ო. ბლანშარი, 2010:807]⁷.

⁵ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_manual/mp_manual_final.pdf

⁶ Low Inflation or No Inflation: Should the Federal Reserve Pursue Complete Price Stability? - <https://www.brookings.edu/research/low-inflation-or-no-inflation-should-the-federal-reserve-pursue-complete-price-stability/>

⁷ ო. ბლანშარი - „მაკროეკონომიკა“ ; თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა. 2010.

1.2. მონეტარული პოლიტიკა და ეროვნული ბანკის ინსტრუმენტები

მონეტარულ პოლიტიკას დიდი გავლენა აქვს მთლიან მოთხოვნაზე და ძალიან მცირე ეკონომიკის მიწოდების მხარეზე. გრძელ ვადაში, მონეტარული პოლიტიკა განსაზღვრავს ფასების დონეს, ფულის ღირებულებას. ფასის საერთო დონის ცვლილება უჩვენებს თუ რამდენით შეიცვალა ფულის მსყიდველობითი უნარი. ამ გაგებით ინფლაცია არის მონეტარული ფენომენი. გარდა იმისა, რომ მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება პირდაპირ გავლენას ახდენს საქმიანობის რეალურ სფეროებზე, აქ არის სხვა მრავალი ფაქტორი, რომლებიც გავლენას ახდენენ თვით ფასების ცვლილებაზე შედარებით უფრო მოკლევადიან პერიოდებში.

ტიპიურად, მონეტარული პოლიტიკა იწყება ცენტრალური ბანკის ქმედებით, რომელიც ცვლის სარეზერვო ფულის მასას. განვითარებული ფინანსური სისტემის მქონე ქვეყნებში ეს ხდება ღია ბაზრის საშუალებით. მოკლე დროში, სახაზინო ვალდებულებების ყიდვა-გაყიდვის გზით, ძალიან მაღალი სიზუსტით ხდება სარეზერვო ფულის სასურველ რაოდენობით ცვლილება; ყიდვა იწვევს ბანკების ფულადი რეზერვების ზრდას, ხოლო გაყიდვა - შემცირებას. ინფლაციის მოსალოდნელი პროგნოზი განსაზღვრავს ყიდვა-გაყიდვის ტრანზაქციის მოცულობას და მის ხასიათს. როდესაც ინფლაციის პროგნოზი დასაშვებზე დაბალ მნიშვნელობას აჩვენებს, მოქმედებას იწყებს ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა – ცენტრალური ბანკი იწყებს სახაზინო ვალდებულებების შესყიდვას; ხოლო თუ პირიქით, პროგნოზი აჩვენებს ინფლაციის დასაშვებზე მაღალ დონეს, სრულდება საპირისპირო ტრანზაქცია, სახაზინო ვალდებულებების გაყიდვით მცირდება საბანკო რეზერვები.[გ. ლემონჯავა, 2016:81].⁸

საპროცენტო განაკვეთის შემცირება დიდ გავლენას ახდენს მომხარებლების ქცევაზე. საპროცენტო განაკვეთის შემცირება ნიშნავს მიმდინარე მოხმარების ალტერნატიულ ღირებულების შემცირებას, რაც მომხმარებელს უბიძგებს გაზარდოს მიმდინარე მოხმარება. არაინფლაციურ გარემოში, ამის შედეგი იქნება ერთობლივი მოთხოვნის ზრდა და ამის შესაბამისად მიწოდების, ანუ წარმოების ზრდა. ერთობლივ

⁸ გ. ლემონჯავა - „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები“, ჟურნალი „გლობალიზაცია და ბიზნესი“, N2, 2016;

მოთხოვნაზე საპროცენტო განაკვეთის შემცირება კიდევ ერთი არხით ახდენს გავლენას - რეზერვები.[გ. ლემონჯავა, 2016:81].⁹

კერძოდ, საპროცენტო განაკვეთის შემცირების თანმდევი ფინანსური და რეალური აქტივების ფასის ზრდა. ამის შედეგად, ამგვარი აქტივის პორტფელის მფლობელი ინდივიდი უფრო მდიდრად იგრძნობს თავს და მეტი არგუმენტი ეძლევა მიმდინარე მოხმარების გასაზრდელად.

საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტისთვის საოპერაციო ორიენტირს წარმოადგენს მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი, რომლის მიღწევაც აუცილებელია ფასების სტაბილურობის შესანარჩუნებლად. ოპერაციული ორიენტირის მისაღწევად სებ-ი იყენებს საოპერაციო ჩარჩოს რომელიც შედგება ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ინსტრუმენტებისა და პროცედურებისაგან. საოპერაციო ჩარჩო განსაზღვრავს თუ როგორ შეიძლება არსებული ინსტრუმენტებით ფულად ბაზარზე სასურველი საპროცენტო განაკვეთის მიღწევა. სებ-ის საოპერაციო ჩარჩო შედგება შემდეგი ინსტრუმენტებისაგან:

- რეფინანსირების სესხები,
- ღია ბაზრის ერთთვიანი ინსტრუმენტი,
- სადეპოზიტო სერტიფიკატების აუქციონები,
- ღია ბაზრის ოპერაციები მეორად ბაზარზე
- სახაზინო ობლიგაციების აუქციონები,
- ერთდღიანი სესხები და ერთდღიანი დეპოზიტები,
- მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნები
- სხვა ინსტრუმენტები.¹⁰

ღია ბაზრის ოპერაციები წარმოადგენს მონეტარული პოლიტიკის ერთ-ერთ ინსტრუმენტს, რომლის საშუალებითაც არაპირდაპირი გზით ხდება მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებზე ზეგავლენა მოკლევადიანი ლიკვიდობის მიწოდება ამოღებით. აღნიშნული ოპერაციებისთვის გამოიყენება რეფინანსირების სესხები, ღია ბაზრის ერთთვიანი ინსტრუმენტი, ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატები,

⁹ გ. ლემონჯავა - „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები“, ჟურნალი „გლობალიზაცია და ბიზნესი“, N2, 2016;

¹⁰ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტები - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=539>

მთავრობის სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები. ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა საშუალებას აძლევს ეროვნულ ბანკს ამოიღოს საშუალოვადიანი ჭარბი ლიკვიდური სახსრები საბანკო სისტემიდან. ეროვნული ბანკის და სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ემისია ხელს უწყობს ფულადი ბაზრის განვითარებას.

2008 წლის სექტემბრიდან საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა აამოქმედა მონეტარული პოლიტიკის ახალი ინსტრუმენტი – ერთკვირიანი რეფინანსირების სესხები. აღნიშნული ინსტრუმენტის საშუალებით ხორციელდება საბანკო სექტორისთვის მოკლევადიანი ლიკვიდობის საჭიროებისამებრ მიწოდება. რეფინანსირების ინსტრუმენტის მიზანია ბანკთაშორის ბაზარზე მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის მართვა. ეროვნული ბანკი არის ლარის ბაზარზე მოკლევადიანი ლიკვიდობის ერთადერთი მიმწოდებელი, ამდენად მას აქვს საშუალება რეფინანსირების ინსტრუმენტით მიაღწიოს ბანკთაშორის ბაზარზე სასურველ საპროცენტო განაკვეთს.

2016 წლის დეკემბრიდან საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა აამოქმედა მონეტარული პოლიტიკის ახალი ინსტრუმენტი – ღია ბაზრის ერთთვიანი ინსტრუმენტი. აღნიშნული ინსტრუმენტის საშუალებით ხორციელდება საბანკო სექტორისთვის მოკლევადიანი ლიკვიდობის, საჭიროებისამებრ მიწოდება. როგორც სხვა ღია ბაზრის ინსტრუმენტების, ასევე ერთთვიანი ინსტრუმენტის მიზანია ბანკთაშორის ბაზარზე მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის მართვა, რაც შესაბამისობაშია საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკისა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ტექნიკური დახმარების მისიის რეკომენდაციებთან.

სადეპოზიტო სერტიფიკატების გამოშვება, ეროვნული ბანკის მიერ 2006 წლის სექტემბრიდან ხდება. სადეპოზიტო სერტიფიკატების საშუალებით ხდება საშუალოვადიანი ლიკვიდური სახსრების ამოღება საბანკო სისტემიდან. სადეპოზიტო სერტიფიკატების გაყიდვა ხორციელდება აუქციონის მეშვეობით. აუქციონში მონაწილეობის უფლება აქვთ მხოლოდ კომერციულ ბანკებს. სადეპოზიტო სერტიფიკატების გამოშვება ხდება ეროვნული ვალუტით. აუქციონის ჩატარება ეფუძნება მრავალი ფასის მეთოდს. მიმდინარე ეტაპზე საქართველოს ეროვნული ბანკი უშვებს სამთვიან სადეპოზიტო სერტიფიკატებს. ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო

სერტიფიკატების ფლობის და განკარგვის უფლება აქვთ კომერციულ ბანკებს და საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებს. ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატების პირველად აუქციონზე შექმნა საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებს შეუძლიათ მხოლოდ კომერციული ბანკების მეშვეობით.

ეროვნული ბანკი სისტემისთვის საჭირო ლიკვიდობის მიწოდებას ასევე ახორციელებს მეორად ბაზარზე ღია ბაზრის ოპერაციებით. კერძოდ, ასეთ შემთხვევაში ხდება მეორად ბაზარზე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შესყიდვა. პირველადი ბაზრის სტანდარტული ოპერაციებისგან განსხვავებით, რომელიც ერთკვირიანი და ერთთვიანი ვადიანობისაა, ფასიანი ქაღალდების შესყიდვა მეორად ბაზარზე საშუალებას აძლევს ეროვნულ ბანკს ფინანსურ სექტორს მიაწოდოს უფრო გრძელვადიანი ლიკვიდური სახსრები, რომლებიც უფრო მეტად იქნება მორგებული ბაზრის ვადიანობის საჭიროებაზე. ოპერაციები ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე ხორციელდება აუქციონის მექანიზმით, რომელიც იმართება წინასწარ განსაზღვრული კალენდრის მიხედვით, ოთხშაბათობით. აუქციონზე მონაწილეობის უფლება აქვთ მხოლოდ კომერციულ ბანკებს. ეროვნული ბანკი, არანაკლებ ერთი საბანკო დღით ადრე, კომერციულ ბანკებს უგზავნის შეტყობინებას აუქციონის ჩატარების შესახებ. შეტყობინება მოიცავს ინფორმაციას აუქციონის ჩატარების თარიღის, დროის, შესასყიდი ან გასაყიდი ფასიანი ქაღალდების რაოდენობის, ვადიანობის, ანგარიშსწორებისა და დაფარვის თარიღის, განცხადების წარდგენის დროისა და საშუალების შესახებ. ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული ლარის შემოსავლიანობის მრუდის მეთოდოლოგიის საფუძველზე ყოველკვირეულად გაანგარიშდება და განისაზღვრება თითოეული სახაზინო ფასიანი ქაღალდის თეორიული საბაზისო საპროცენტო განაკვეთი.¹¹

ერთდღიანი სესხები და ერთდღიანი დეპოზიტები წარმოადგენს ეროვნული ბანკის მუდმივმოქმედ ინსტრუმენტებს, რომელთა შეთავაზება ხდება კომერციული ბანკებისთვის მათი მოთხოვნის საფუძველზე. ერთდღიანი სესხი გაიცემა კომერციულ ბანკებზე შესაბამისი უზრუნველყოფის საფუძველზე. სესხის უზრუნველყოფად შეიძლება გამოყენებულ იქნას სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, საერთაშორისო

¹¹ საქაროელს ეროვნულ ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტები - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=539>

საბანკო გარანტიები და ბანკების სასესხო აქტივები. სესხისა და მასზე დარიცხული პროცენტის დაფარვა ხდება საანგარიშსწორებო დღის დახურვამდე. ერთდღიან სესხზე საპროცენტო განაკვეთი განისაზღვრება როგორც მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს პლიუს 0.75 პროცენტული პუნქტი. ერთდღიანი დეპოზიტის ეროვნულ ბანკში განთავსება კომერციულ ბანკს შეუძლია წინასწარი შეტყობინების გარეშე ყოველ სამუშაო საბანკო დღეს, საანგარიშსწორებო დღის დახურვამდე. მომდევნო სამუშაო საბანკო დღეს, საოპერაციო დღის გახსნისთანავე, ერთდღიანი დეპოზიტის ძირითად თანხას და მასზე დარიცხულ პროცენტს ეროვნული ბანკი ჩარიცხავს ბანკის საკორესპოდენტო ანგარიშზე. ერთდღიან დეპოზიტზე საპროცენტო განაკვეთი განისაზღვრება როგორც მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს მინუს 0.75 პროცენტული პუნქტი. ერთდღიანი სესხებისა და ერთდღიანი დეპოზიტების ინსტრუმენტებით ფაქტობრივად დაწესდა საპროცენტო განაკვეთის 1.5 პროცენტიანი დერეფანი ბანკთაშორის ბაზარზე, რაც ხელს უწყობს ბანკთაშორისი ბაზრის საპროცენტო განაკვეთის მერყეობის შემცირებას.

მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების განსაზღვრა ხდება მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის მიერ ცალ-ცალკე ეროვნული და უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე (მაგ. ბანკში განთავსებულ დეპოზიტებზე, ნასესხებ სახსრებზე). მათი გაანგარიშება წარმოებს 14-დღიანი პერიოდის ინტერვალების საშუალო მოზიდულ სახსრებზე. ეროვნული ვალუტით საშუალო მოზიდული სახსრებისთვის კომერციული ბანკები ვალდებულები არიან 14-დღიანი დასაცავი პერიოდის განმავლობაში ეროვნულ ბანკში საკორესპოდენტო ანგარიშზე საშუალო ნაშთის სახით იქონიონ არანაკლებ მინიმალური სარეზერვო თანხისა. უცხოური ვალუტით საშუალო მოზიდული სახსრებისთვის მინიმალური სავალდებულო რეზერვების შენახვა წარმოებს უცხოური ვალუტის სარეზერვო ანგარიშებზე ეროვნულ ბანკში. ბანკები ვალდებულები არიან დაცვის 14-დღიანი პერიოდის განმავლობაში სარეზერვო ანგარიშზე იქონიონ სარეზერვო ნორმის შესაბამისი თანხა, რომელიც დაბლოკილია ამ პერიოდის განმავლობაში. სარეზერვო მოთხოვნების ცვლილებით ეროვნულ ბანკს შეუძლია გავლენა იქონიოს ბანკების მიერ დაკრედიტების მოცულობაზე და საპროცენტო განაკვეთებზე. უცხოური ვალუტით მოზიდული სახსრებისათვის

სარეზერვო მოთხოვნა შეიძლება გამოყენებულ იქნას, როგორც უცხოური ვალუტით სესხების საპროცენტო განაკვეთებზე ზემოქმედების საშუალება. მაგალითად, სარეზერვო მოთხოვნის ზრდა აძვირებს ბანკებისათვის რესურსის მოზიდვის ხარჯებს, რაც შესაბამისად იწვევს გაცემულ უცხოური ვალუტის სესხებზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდასაც. ბანკების მიერ სავალდებულო რეზერვების დაცვის შემთხვევაში, ეროვნული ბანკის მიერ ხდება მათზე პროცენტის დარიცხვა. აშშ დოლარით დენომინირებული რეზერვებისთვის საპროცენტო განაკვეთი შეადგენს აშშ-ს სარეზერვო სისტემის განაკვეთს მინუს 0.5 პროცენტული პუნქტი. ევროს რეზერვებისთვის კი საპროცენტო განაკვეთი ევროპის ცენტრალური ბანკის სადეპოზიტო განაკვეთს მინუს 0.2 პროცენტული პუნქტი. ეროვნული ვალუტის რეზერვებზე დარიცხული პროცენტი კი უტოლდება მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს. ამჟამად მოქმედი სარეზერვო მოთხოვნები შეადგენს 5%-ს ეროვნული ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე და 25%-ს - უცხოური ვალუტით ნასესხებ სახსრებზე. ამასთან, ნარჩენი ვადიანობების მიხედვით, ეროვნული ვალუტით 1 წელზე მეტი ვადიანობის და უცხოური ვალუტით 2 წელზე მეტი ვადიანობის ნასესხები სახსრები გათავისუფლებულია სარეზერვო მოთხოვნებისაგან, ხოლო უცხოური ვალუტით 1-დან 2 წლამდე ვადიანობის ნასესხები სახსრებისათვის სარეზერვო ნორმა შეადგენს 15 პროცენტს. აღსანიშნავია, რომ კაპიტალი და მასთან გათანაბრებული სახსრები გათავისუფლებულია აღნიშნული მოთხოვნისგან.¹²

1.3. მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი პრინციპები

ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული მონეტარული პოლიტიკა ეყრდნობა ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმს. ეროვნული ბანკის ინფლაციის გრძელვადიანი მიზნობრივი მაჩვენებელი 3 პროცენტს შეადგენს. იმის გათვალისწინებით, რომ ამჟამად საქართველო წარმოადგენს მზარდ ეკონომიკას და მსგავსი ტიპის ეკონომიკისთვის დამახასიათებელია ინფლაციის და ეკონომიკური ზრდის უფრო მაღალი ტემპი, 2015-

¹² საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტები - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=539>

2016 წლებისთვის ეროვნულმა ბანკმა მიზნობრივი ინფლაცია განსაზღვრა 5 პროცენტით, 2017 წლისათვის - 4 პროცენტით, ხოლო 2018 წლიდან - 3 პროცენტით. გრძელვადიან პერიოდში, საქართველოს ეკონომიკის განვითარებულ ქვეყნებთან დაახლოების პარალელურად, ეტაპობრივად შემცირდება ინფლაციის ოპტიმალური დონე და შესაბამისად, საქართველოს ეროვნული ბანკის ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი შემცირდება მის გრძელვადიან დონემდე. კაპიტალის თავისუფალი მობილობის (ლიბერალიზებული კაპიტალის ანგარიშის) პირობებში, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი მოითხოვს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის არსებობას. აღნიშნული რეჟიმის პირობებში სავალუტო ბაზარი ხასიათდება მოკლევადიანი რყევებით. ასეთი რყევები კიდევ უფრო დიდია საქართველოს მსგავს პატარა და ღია ეკონომიკის, მაღალი დოლარიზაციის მქონე ქვეყნებში, რაც უკავშირდება სავალუტო ბაზრის მცირე მოცულობასა და კაპიტალის მერყევ ნაკადებს. სამთავრობო თუ კერძო სექტორის ოპერაციებით გამოწვეული გაცვლითი კურსის გადაჭარბებული მერყეობის შემცირების მიზნით, საქართველოს ეროვნული ბანკი დროგამოშვებით ახორციელებს ინტერვენციებს სავალუტო ბაზარზე სავალუტო აუქციონების საშუალებით. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ საქართველოს ეროვნულ ბანკს არ გააჩნია გაცვლითი კურსის მიზნობრივი მაჩვენებელი. ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადასვლის შემდეგ საგრძნობლად გაუმჯობესდა მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობა. 2010 წლის აპრილში მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების გააქტიურების შემდგომ შემცირდა ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა და შედეგად გაიზარდა ლარის ფულადი ბაზრის მოცულობა. ფულადი ბაზრის განვითარებამ საშუალება მისცა კომერციულ ბანკებს, უფრო ეფექტიანად მართონ ლიკვიდობა, რამაც ლარის რესურსს ბანკებისთვის უფრო მეტი მიმზიდველობა შესძინა. აღნიშნულის შედეგად საგრძნობლად გაიზარდა ბანკების ვალდებულებების ლარიზაციის მაჩვენებელი. რეფინანსირების განაკვეთისადმი სანდოობის ზრდის პარარელურად კომერციულმა ბანკებმა დაიწყეს მსესხებლებისთვის ეროვნული ვალუტით ცვლადი განაკვეთით სესხების შეთავაზება, რამაც მნიშვნელოვნად გაზარდა მონეტარული პოლიტიკის გადაცემა.

ცალკე აღნიშვნის ღირსია გაცვლითი კურსის პოლიტიკის რეფორმა, რომელიც 2009 წელს განხორციელდა და რაც გულისხმობს სავალუტო ინტერვენციების მხოლოდ სავალუტო აუქციონებით განხორციელებას, რომელიც თავის მხრივ ემყარება საბაზრო მექანიზმს. სავალუტო აუქციონებზე გადასვლის შემდეგ შემცირდა სავალუტო ბაზარზე ეროვნული ბანკის ჩარევის საჭიროება, გაცვლითი კურსი მოკლევადიან პერიოდში გახდა არაპროგნოზირებადი, რამაც აღმოფხვრა სპეკულაციური წნეხი გაცვლით კურსზე. აღნიშნული ღონისძიებების შედეგად საგრძნობლად გაიზარდა მონეტარული პოლიტიკის გავლენა რეალურ ეკონომიკაზე და მისი როლი მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მიღწევაში.

საქართველოს ეროვნული ბანკის ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადასვლა 2009 წელს მოხდა. აღნიშნული რეჟიმი ითვალისწინებს ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის წინასწარ გამოცხადებას და ინსტრუმენტების მართვას იმგვარად, რომ მიღწეულ იქნას ინფლაციის მიზნობრივი დონე საშუალოვადიან პერიოდში. ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის ერთ-ერთ უპირატესობას მისი გამჭვირვალობა და საზოგადოებასთან კომუნიკაციის სიმარტივე წარმოადგენს, ვინაიდან წინასწარ დადგენილი ერთი მიზნობრივი მაჩვენებელი საშუალებას იძლევა ზუსტად განისაზღვროს ეროვნული ბანკის მთავარი მიზანი და შეიქმნას სწორი მოლოდინები მონეტარული პოლიტიკის მიმართულების შესახებ. ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის განსაზღვრა ხდება ყოველწლიურად, შემდგომი სამწლიანი პერიოდისთვის, საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ და მტკიცდება საქართველოს პარლამენტის მიერ. ეროვნული ბანკის მიზანი - ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა - დამოუკიდებელია მთავრობის სხვა მიზნებისაგან, რაც საქართველოს კონსტიტუციითა და „საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ“ ორგანული კანონით არის უზრუნველყოფილი. მსოფლიოს ყველა ძირითადი ცენტრალური ბანკის მსგავსად, საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო ინსტრუმენტად გამოიყენება მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი. მოკლევადიანი განაკვეთების ცვლილება შემდგომ გადაეცემა გრძელვადიან განაკვეთებს და გავლენას ახდენს ეკონომიკის მდგომარეობაზე. მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმს გააჩნია დროითი ლაგი, რომელიც, როგორც წესი, წარმოადგენს დაახლოებით 4-6

კვარტალს. მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტის ცვლილება გავლენას ახდენს მომავალ ინფლაციაზე. შესაბამისად, ფასების სტაბილურობის ეფექტიანად მიღწევისათვის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია საპროგნოზო ინფლაცია.

საპროცენტო განაკვეთების მართვისათვის ეროვნული ბანკის ძირითად ინსტრუმენტს წარმოადგენს რეფინანსირების სესხების საპროცენტო განაკვეთი, რომელსაც ადგენს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტი და ამტკიცებს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტი. რეფინანსირების, ანუ იგივე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, წარმოადგენს ეროვნული ბანკის მიერ კომერციულ ბანკებზე გაცემული ერთკვირიანი სესხების მინიმალურ საპროცენტო განაკვეთს. გარდა ამისა, ეროვნული ბანკის მიერ გამოიყენება მონეტარული პოლიტიკის სხვა ინსტრუმენტებიც. მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანად განხორციელებისთვის საქართველოს ეროვნული ბანკი ეყრდნობა ეკონომიკის მრავალმხრივ ანალიზსა და მაკროეკონომიკურ მოდელირებას. მონეტარული პოლიტიკის ენდოგენურობის გათვალისწინებით მაკროეკონომიკური მოდელირება ეფექტიან იარაღს წარმოადგენს პროგნოზირებისთვის. იგი, ერთი მხრივ, უზრუნველყოფს ინფლაციის სათანადო პროგნოზს, ხოლო მეორე მხრივ, იძლევა მკაფიო ინსტრუქციას მონეტარული ინსტრუმენტებით რეაგირებისთვის, რათა ინფლაცია დაბრუნდეს მიზნობრივ დონეზე.

საქართველოში მოქმედებს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი. საქართველო წარმოადგენს მცირე ზომის ღია ეკონომიკას, რომელიც არის მსოფლიო ეკონომიკის ნაწილი და არ გააჩნია ოპტიმალური სავალუტო სივრცე პარტნიორ ქვეყნებთან. შესაბამისად, მსოფლიო ეკონომიკის რყევები აისახება საქართველოს ეკონომიკაზეც. მცირე ღია ეკონომიკის ქვეყნებისათვის მცურავი გაცვლითი კურსი ასრულებს შოკების მშთანთქავ ფუნქციას, რამდენადაც საგარეო შოკის შემთხვევაში გაცვლითი კურსის ცვლილება ასუსტებს აღნიშნული შოკის გავლენას რეალურ ეკონომიკაზე - ეკონომიკურ ზრდასა და ინფლაციაზე. საქართველოსთვის მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი არის ყველაზე ოპტიმალური რეჟიმი. სავალუტო ბაზრის განვითარების მიზნით, ეროვნულმა ბანკმა გაატარა გაცვლითი კურსის რეფორმა და მანამდე არსებული თბილისის ბანკთაშორისი სავალუტო ბირჟა ჩაანაცვლა სავალუტო აუქციონებით, რომელიც ამჟამად წარმოადგენს სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციის ერთადერთ ინსტრუმენტს.

აღნიშნული რეფორმის შედეგად მნიშვნელოვნად შემცირდა ეროვნული ბანკის ინტერვენციების საჭიროება სავალუტო ბაზარზე და მისი წილი სავალუტო ვაჭრობებში. ახალმა პოლიტიკამ საგრძნობლად გაზარდა კურსის მოკლევადიანი მერყეობა, რაც სავალუტო ბაზრის დამახასიათებელი მნიშვნელოვანი ფაქტორია. ამგვარად, გაცვლითი კურსი გახდა არაპროგნოზირებადი მოკლევადიან პერიოდში, რამაც მოხსნა დესტაბილიზაციური სპეკულაციისადმი ინტერესი და შედეგად გაზარდა ლარის სტაბილურობა გრძელვადიან პერიოდში. ეროვნული ბანკის სავალუტო პოლიტიკა გულისხმობს სავალუტო ბაზარზე მინიმალურ ჩარევას. სავალუტო ინტერვენციების მიზანია კაპიტალის დროებითი, ჭარბი ნაკადების გამო გაცვლითი კურსის გადაჭარბებული რყევების შემცირება და კერძო და სახელმწიფო სექტორების საგარეო დაფინანსებებს შორის დისბალანსის ნაწილობრივ კორექტირება. გრძელვადიან პერიოდში, ეროვნული ბანკი მიზნად ისახავს სავალუტო ინტერვენციების კიდევ უფრო შემცირებას და საბოლოოდ გაუქმებას.

მონეტარული პოლიტიკის გაძლიერებისა და მისი ეფექტიანობის ზრდის კუთხით მნიშვნელოვან ნაბიჯს წარმოადგენდა 2009 წელს ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადასვლა. ინფლაციის თარგეთირებამდე საქართველოში მონეტარული თარგეთირების რეჟიმი მოქმედებდა, რაც ინფლაციის რეგულირების მიზნით ფულის მასის სასურველი ზრდის ტემპის მიღწევას გულისხმობდა. ვინაიდან დროთა განმავლობაში დაირღვა მანამდე არსებული სტაბილური კავშირი ეროვნული ბანკის მიერ მართვად მაჩვენებელსა (სარეზერვო ფული) და საბოლოო მიზანს (ინფლაცია) შორის, მონეტარული თარგეთირება გახდა ნაკლებად ეფექტიანი ინფლაციის წინააღმდეგ საბრძოლველად და წარმოიქმნა ახალ რეჟიმზე გადასვლის საჭიროება. ეფექტიანი მონეტარული პოლიტიკის გასატარებლად და რეალურ ეკონომიკაზე გადასაცემად მნიშვნელოვანია ქვეყანაში არსებული ლარიზაციის დონე. სტაბილური ეკონომიკური გარემოს შექმნის მიზნით, ეროვნული ბანკი მუდმივად ახორციელებს ეროვნული ვალუტის გამოყენების წახალისებისკენ მიმართულ ღონისძიებებს, რაც აისახება ლარიზაციის მაჩვენებლის ზრდაზე და შედეგად მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის გაუმჯობესებაზე. მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის ზრდის მიზნით, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის დანერგვასთან ერთად, 2010 წელს

გააქტიურებულ იქნა მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტები (რეფინანსირების სესხები, მუდმივმოქმედი ინსტრუმენტები). რეფინანსირების სესხების ინსტრუმენტის ამოქმედებამ საშუალება მისცა კომერციულ ბანკებს, უკეთ მართონ მიმდინარე ლიკვიდობა, რაც ბანკებს მნიშვნელოვანი საოპერაციო დანახარჯების ეკონომიის და შესაბამისად ლარით სესხების უფრო დაბალი საპროცენტო განაკვეთით შეთავაზების საშუალებას აძლევს. კომერციული ბანკებისათვის ლარით რესურსის მოზიდვის წახალისების მიზნით, მოხდა მინიმალური სავალდებულო რეზერვების მოთხოვნის დიფერენციაცია ვალუტების მიხედვით. ამასთან, ეროვნული ვალუტით სარეზერვო მოთხოვნების დაცვა ორკვირიანი დასაცავი პერიოდების განმავლობაში საკორესპონდენტო ანგარიშზე საშუალო ნაშთის მიხედვით წარმოებს, რაც კიდევ უფრო ამსუბუქებს სარეზერვო მოთხოვნის ტვირთს ლარის რესურსისთვის. სარეზერვო მოთხოვნების ამგვარი ფორმირება კომერციული ბანკებისათვის ლარით რესურსის მოზიდვას უფრო მიმზიდველს ხდის.

ბოლო წლებში ფულადი ბაზრის გაღრმავების ხელშეწყობა მნიშვნელოვანი იყო მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის ეფექტიანობის ზრდისთვის. ფულადი ბაზრის განვითარებაში მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა მიმოქცევაში არსებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მოცულობისა და ვადიანობის ზრდამ. ეროვნული ბანკის მიერ ასევე მნიშვნელოვანი ნაბიჯები გადაიდგა საკრედიტო და საოპერაციო რისკების შესამცირებლად. კერძოდ, ეროვნული ბანკის ორგანიზებით ბლუმბერგის სისტემაში შეიქმნა სავაჭრო პლატფორმა, სადაც ფასიანი ქაღალდების ყიდვა/გაყიდვა და ანგარიშსწორება ხდება ავტომატურად და შედეგად საოპერაციო და ტრანზაქციული რისკები ფაქტიურად ნულამდე არის დაყვანილი. ლარის ფულადი ბაზრის თანმიმდევრული განვითარების, მონეტარული პოლიტიკის პროგნოზირებადობის ზრდისა და სხვა გატარებული რეფორმების ფონზე, ადგილი ჰქონდა საპროცენტო განაკვეთების მერყეობის, ლიკვიდობისა და საოპერაციო რისკების შემცირებას. შედეგად, შემცირდა სხვაობა სხვადასხვა ვადიანობის საპროცენტო განაკვეთებს შორის და გამყარდა მათ შორის კავშირი, რაც აუმჯობესებს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის გავლენას გრძელვადიან განაკვეთებზე.

მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის ზრდისთვის მნიშვნელოვანია ეროვნული ვალუტით ცვლადი საპროცენტო განაკვეთებით სესხების წახალისება. აღნიშნული ტიპის სესხების პოპულარიზაციამ ხელი შეუწყო ეროვნული ვალუტით სესხების გაცემას, რის შედეგადაც საგრძნობლად გაიზარდა სესხების ლარიზაციის მაჩვენებელი. თუმცა საქართველოში ცვლადი საპროცენტო განაკვეთით სესხების წილი მთლიან სესხებში ჯერ კიდევ ძალიან მცირეა, მაშინ როცა სხვა განვითარებულ და ზრდადი ეკონომიკის ქვეყნებში საკმაოდ პოპულარულია. გარდა იმისა, რომ აღნიშნული ტიპის სესხების შემთხვევაში ბანკი დაცულია საპროცენტო განაკვეთის რისკისგან, რაც მას განაკვეთების შემცირების საშუალებას აძლევს, ისინი ასევე არ შეიცავს ვალუტების შეუსაბამობით გამოწვეულ საკრედიტო რისკებს (ისევე როგორც ეროვნული ვალუტის სხვა სესხები), რაც დამატებით ამცირებს ვალის მომსახურების ტვირთს.

ფულადი ბაზრის გაღრმავებასთან ერთად მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის ზრდისთვის ასევე მნიშვნელოვანია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ახალი ინსტრუმენტების გამოჩენა. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების პარალელურად ეროვნული ბანკი ხელს შეუწყობს კერძო ფიქსირებული შემოსავლის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ამუშავებას. პირველ ეტაპზე მნიშვნელოვანია საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ ადგილობრივ ბაზარზე ლარით დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ხელშეწყობა. აღნიშნული ინსტიტუტების მიმართ არსებული მაღალი ნდობის შედეგად ამ ტიპის ინსტრუმენტებზე ბაზრის მხრიდან მოთხოვნა მაღალი იქნება. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების შემდგომ ეტაპზე შესაძლებელია კორპორატიული სააქციო და სავალო ფასიანი ქაღალდების ემისიის წახალისება.

კომუნიკაცია საქართველოს ეროვნული ბანკისთვის ერთ-ერთ პრიორიტეტულ საკითხს წარმოადგენს მისი ძირითადი ამოცანების, მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებების და გატარებული ღონისძიებების საზოგადოებასთან კომუნიკაცია. ეფექტიანი მონეტარული პოლიტიკის გასატარებლად, კომუნიკაციის არსებული არხების განვითარებითა და ახალი გზების დანერგვით, ეროვნული ბანკი მოახდენს საზოგადოებაში ნდობის ამაღლებას და ინფლაციური მოლოდინების მართვას. ამ მიზნით განხორციელდა ეროვნული ბანკის პუბლიკაციების სტრუქტურის გადახედვა,

ვებ-გვერდის მონეტარული ნაწილის განახლება და კომუნიკაციის ახალი სტრატეგიის შემოღება. გარდა ამისა, ეროვნული ბანკის გამჭვირვალობის უზრუნველსაყოფად და საზოგადოების ინფორმირების მიზნით, მუდმივად ხდება მიღებული გადაწყვეტილებისა თუ ეროვნული ბანკის მიერ განხორციელებული მონეტარული ოპერაციის ან სავალუტო ინტერვენციის შესახებ ინფორმაციის პრესრელიზის სახით გამოქვეყნება უმოკლეს ვადებში. ახალი საკომუნიკაციო ციკლის თანახმად, კვარტალში ერთხელ, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის შეხვედრების შემდეგ ტარდება პრესკონფერენციები და ანალიტიკოსებთან შეხვედრა ინფლაციის მიმოხილვის გამოქვეყნებისას. პრესკონფერენცია და აღნიშნული შეხვედრა წარმოადგენს კომუნიკაციის ეფექტიან საშუალებას, სადაც ეროვნული ბანკი შეძლებს ანალიტიკოსების გუნდს დეტალურად გააცნოს ის ძირითადი საკითხები და პრობლემები, რომელიც წარმოიშვა მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის შეხვედრაზე და აუხსნას მიღებული გადაწყვეტილების მიზეზები. საზოგადოებაში ეკონომიკური ცოდნის ზრდისა და ეროვნული ბანკისადმი ნდობის ამაღლების მიზნით, მომავალში ასევე გაგრძელდება პრეზენტაციები და სემინარების სერიები მიმდინარე აქტუალური საკითხების შესახებ, როგორც ფინანსური ბაზრების ოპერაციების მონაწილეთათვის, ასევე საზოგადოების სხვა წევრებისათვის.¹³

1.4. მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმი ეს არის პროცესი, რომლის საშუალებითაც მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებები აისახება ეკონომიკაზე. შესაბამისად, ეროვნული ბანკის ძირითადი ამოცანის - მიზნობრივი ინფლაციის მისაღწევად გადამწყვეტ როლს თამაშობს გადაცემის მექანიზმის ეფექტიანობა, რომლის საშუალებითაც მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები ზეგავლენას ახდენს ერთობლივ მოთხოვნაზე და შემდგომ ინფლაციაზე. მონეტარული პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება ერთობლივ მოთხოვნაზე სხვადასხვა არხებით

¹³ საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის სტრატეგია - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc/strategia/mpc_geo.pdf

ზემოქმედებს. საქართველოში საპროცენტო განაკვეთების გადაცემა ეკონომიკაზე ხდება შემდეგი არხებით:

- საკრედიტო არხი
- გაცვლითი კურსის არხი
- საპროცენტო განაკვეთების არხი
- მოლოდინის არხი
- უძრავი ქონების ფასების არხი
- აქტივების ფასების ცვლილების არხი.

საკრედიტო არხი. ეროვნული ბანკის მიერ მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება (მაგ. პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთის ზრდა) ზეგავლენას ახდენს ქვეყნის ეკონომიკაზე კრედიტების მიწოდების ცვლილების საშუალებით. მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება შემდეგი პრინციპით ჰპოვებს ასახვას ეკონომიკაზე: პოლიტიკის განაკვეთის აწევა თავდაპირველად გადაეცემა ფულად ბაზარს და აისახება მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებზე. შემდგომ კი გავლენას მოახდენს გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებზე. გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთების პირობებში რთულდება კრედიტის ხელმისაწვდომობა, აგრეთვე მცირდება კარგი საკრედიტო პროექტების რაოდენობა, რაც იწვევს ბანკების მიერ გაცემული სესხების მოცულობის შემცირებას. საბოლოოდ კი ზეგავლენას ახდენს ერთობლივ მოთხოვნასა და ფასების დონეზე. ამასთანავე, საპროცენტო განაკვეთების ზრდის შედეგად მატულობს კომპანიების მიერ „მორალური რისკის“ (Moral Hazard) წარმოქმნის საფრთხე, ვინაიდან მათ უჩნდებათ დაინტერესება ჩაებან უფრო სარისკო საინვესტიციო პროექტებში დიდი შემოსავლიანობის მისაღებად. აქედან გამომდინარე, საპროცენტო განაკვეთების ზრდა არის სიგნალი ბანკებისათვის, რომ ეკონომიკაში გაიზარდა რისკები და შესაბამისად მკაცრდება სესხის გაცემის პირობები. ამავდროულად, გაზრდილი საპროცენტო გადასახადების ფონზე იზრდება სესხის მომსახურების მოცულობის თანაფარდობა მთლიან შემოსავლებთან, რაც ბანკების უფრო კონსერვატორული საკრედიტო პოლიტიკაზე გადასვლას განაპირობებს. აღნიშნულის შედეგად მცირდება ბანკების მხრიდან ეკონომიკის დაკრედიტება.

საბოლოოდ კი, შემცირებული დაკრედიტების ფონზე, კლებულობს ერთობლივი მოთხოვნა და ფასების დონე. პოლიტიკის განაკვეთის შემცირებას კი საპირისპირო შედეგი აქვს, და იწვევს დაკრედიტების ზრდას და ინვესტიციების წახალისებას. შედეგად იზრდება ერთობლივი მოთხოვნა.¹⁴

გაცვლითი კურსის არხი. საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება გავლენას ახდენს ფასების დონეზე ვალუტის კურსის ცვლილების გზით. სხვა თანაბარ პირობებში, საპროცენტო განაკვეთის ზრდა იწვევს ლარის ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტებზე მოთხოვნის ზრდას და ამყარებს ეროვნულ ვალუტას. გაცვლითი კურსის გამყარება ამცირებს იმპორტირებული საქონლის ფასს და პირიქით კურსის გაუფასურება იწვევს ადგილობრივ ბაზარზე იმპორტირებული საქონლის ფასების ზრდას. აღსანიშნავია, რომ კურსის გამყარება და გაუფასურება თანაბრად (სიმეტრიულად) არ აისახება ფასების დონის ცვლილებაზე: კურსის გაუფასურება უფრო მეტად გაზრდის ფასებს, ვიდრე კურსის გამყარება შეამცირებს მათ.

გარდა ამისა გაცვლითი კურსის გამყარება ზრდის იმპორტზე მოთხოვნას და შესაბამისად ამცირებს ადგილობრივ ბაზარზე მოთხოვნას. კურსის გაუფასურების პირობებში კი მოთხოვნა იმპორტიდან გადაინაცვლებს ადგილობრივ ბაზარზე.

ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას შეუძლია გავლენა იქონიოს გაცვლით კურსზე. თუმცა ეს გავლენა არ არის ცალსახა. ამის მიზეზია ის, რომ ეს გავლენა დამოკიდებულია მოლოდინებზე იმის შესახებ, თუ როგორი იქნება ადგილობრივ და უცხოური საპროცენტო განაკვეთები, და აგრეთვე ინფლაცია მომავალში. ამ მოლოდინებზე, რა თქმა უნდა, გარკვეულ გავლენას ახდენს თვით მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებები. როგორც წესი, ოფიციალური კურსის მოულოდნელი აწევა იწვევს სავალუტო კურსის აწევას, და საპირისპირო შედეგს იგივე განაკვეთის დაწევა.

სავალუტო კურსის ცვლილება იწვევს ადგილობრივი და უცხოური საქონლის ფასების ფარდობით ცვლილებას. ამგვარი ცვლილება გარკვეული დაგვიანებით შემდეგ აისახება ადგილობრივ ეკონომიკაზე, ხოლო უფრო მეტი დრო დასჭირდება მას მოახდინოს გავლენა მოხმარების არსებულ მოდელზე. აქ გვაქვს გავლენის ორი ხაზი,

¹⁴ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის არხები - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=541>

რომლებიც მოქმედებენ გაცვლითი კურსის საშუალებით. ერთი არის გაცვლითი კურსის გავლენა წმინდა ექსპორტზე, ხოლო მეორე – გავლენა ინდივიდებისა და ფირმების ბალანსზე, რაც იწვევს ეკონომიკური სუბიექტების წმინდა ღირებულების ცვლილებას. ექსპორტზე გავლენა: მაგალითად, ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა იწვევს ვალუტის გაუფასურებას, რაც იწვევს ადგილობრივი წარმოების საქონლის გაიაფებას უცხოური საქონლებთან შედარებით და იზრდება წმინდა ექსპორტი. საბოლოო ჯამში, იზრდება ერთობლივი მოხმარება. გადაცემის ამ არხის სიძლიერე დამოკიდებულია ქვეყნის გაცვლითი კურსის რეჟიმზე. თუ კურსი ფიქსირებულია, ეს არხი არ მუშაობს. ზოგადად, ამ არხის სიძლიერე დამოკიდებულია ქვეყნის გახსნილობის ხარისხზე.

გაცვლითი კურსის გავლენა ბალანსებზე: ამ გავლენის სიმძლავრე დამოკიდებულია ფირმების ბალანსის სავალუტო სტრუქტურაზე. ვალუტის გაუფასურების შემთხვევაში, როცა ფირმების ვალდებულებების რაღაც ნაწილი დენომირებულია უცხოურ ვალუტაში, მათი წმინდა ღირებულება მცირდება. ეს გამოიწვევს ინვესტიციების შემცირებას, რადგან ფირმებს ეზღუდებათ სესხების მიღების შესაძლებლობები. სესხების შემცირება კი გამოიწვევს საერთო მოთხოვნის შემცირებას.

საქართველოში ფირმების უმეტესობას სესხები აქვთ უცხოურ ვალუტაში – დოლარში, ამდენად ლარის გაუფასურება მათ საქმიანობაზე ვერ აისახება დადებითად. ვალუტის გაუფასურების რაღაც დონეზე, ჯამრთელი კომპანიებიც კი შეიძლება გახდნენ გადახდის უუნარო. ვალუტის გაუფასურება არანაკლებ მწვავედ აისახება ბანკებზეც. მაგალითად, რადგან საქართველოს ბანკების ვალდებულებების დიდი ნაწილი დოლარიზებულია, ამიტომ ლარის გაუფასურება შესაბამისად გამოიწვევს ვალდებულებების ზრდას. გარდა ამისა, ის კუმშავს ბალანსის აქტივების მხარეს, რადგან ვალუტის გაუფასურების შედეგად გარდაუვალია სესხების არ გადახდის მაჩვენებლის ზრდა. ბანკების წმინდა ღირებულების შემცირება ბოჭავს მათ, რადგან უმცირდებათ კაპიტალი, და ამცირებს მათ ახალი სესხების გაცემის შესაძლებლობებს.

ასე რომ, განვითარებად ქვეყნებში ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა დიდი რისკის მატარებელია, რადგან გარკვეულ პირობებში გაცვლითი კურსის არხით შეუძლია ერთობლივი მოთხოვნაზე უარყოფითად იმოქმედოს. განვითარებადი ქვეყნის ცეტრალური ბანკები, თუნდაც მიზნობრივ ინფლაციაზე ფოკუსირებულები, ვერ

გაექცევინა გაცვლითი კურსის ფლუქტუაციის პრობლემას, რადგან მკვეთრი გაუფასურების შედეგი ფინანსურ კრიზისამდეც კი შეიძლება მივიდეს. თუმცა, ისიც ფაქტია, რომ ვალუტის კურსის სტაბილურობის შენარჩუნება მხოლოდ საპროცენტო არხის მონეტარული პოლიტიკით შეუძლებელია.

გარდა ამისა, თუ გარკვეული ზომით იმპორტის ჩანაცვლებას ეკონომიკა ვერ მოახერხებს შიდა წარმოებით, ვალუტის კურსის გაუფასურება შესაძლებელია დააწვეს ინფლაციას. ამ რისკის ზომა დამოკიდებულია ქვეყნის იმპორტზე დამოკიდებულების ხარისხზე, რაც ძალიან დიდია საქართველოს შემთხვევაში, განასაკუთრებით მიმდინარე სამომხმარებლო კალათის ნაწილში. გაცვლითი კურსის მნიშვნელობიდან გამომდინარე, მონეტარული პოლიტიკის საზრუნავი აუცილებლად უნდა იყოს ვალუტის კურსის სტაბილურობა. მაგრამ, ისიც უნდა გვახსოვდეს, რომ ის სრულად ამ პრობლემას დამოუკიდებლად ვერ მოაგვარებს. ამის მიზეზია ის, რომ მონეტარული ფაქტორების გარდა, გაცვლითი კურსზე გავლენას ახდენს შემდეგი არამონეტარული ფაქტორებიც: ქვეყნებს შორის ფარდობითი ინფლაცია, რეცესია ან ეკონომიკის ნელი ზრდა, გადახდების მიმდინარე ბალანსი, ვაჭრობის პირობები – ექსპორტის ფასების თანაფარდობა იმპორტის ფასებთან, მთავრობის ვალეების ბალანსი, ბიუჯეტის დეფიციტი და პოლიტიკური სტაბილურობა.

ფაქტია, რომ მცირე ღია ეკონომიკის ქვეყნებისთვის გაცვლითი კურსის ვოლატილობა(აქტივის ფასის ცვლილება დროის გარკვეულ მონაკვეთში, ანუ დიპაზონის სიდიდე/მანძილი, რომელშიც მოძრაობს/ირხევა ფასი) შედარებით მაღალია და ძალიან რთულია ამის გამო სავალუტო კურსის ცვლილების დაკავშირება მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმებთან, რაც ართულებს გაცვლით კურსებზე გავლენების შედეგების პროგნოზირებას[Gali, 2005). ხშირად, ამის შედეგია შეცდომები მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებებში, რაც ამცირებს მისდამი ნდობას და ცვლის მოლოდინებს. მოლოდინების ცვლილება გადაცემის მექანიზმების შემადგენელი ნაწილია და გავლენას ახდენს პოლიტიკის მთავარი მიზნის მიღწევაზე. ამდენად, მოლოდინების მართვა მონეტარული პოლიტიკის მნიშვნელოვანი კომპონენტი უნდა იყოს.

საპროცენტო განაკვეთების არხი. ეროვნული ბანკის მიერ საპროცენტო განაკვეთის ზრდა პირდაპირ აისახება საბანკო სექტორის მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთზე. მოკლევადიანი განაკვეთების ცვლილება გადაეცემა უფრო გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს და საბოლოო ჯამში საბანკო სესხებზე საპროცენტო განაკვეთებს. გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთი იწვევს დანაზოგების ზრდას და ამცირებს ფირმების ინვესტიციებსა და სამომხმარებლო დანახარჯებს. სხვა თანაბარ პირობებში, აღნიშნული პროცესი ერთობლივი მოთხოვნის შეზღუდვას და შედეგად ფასების დონის შემცირებას უწყობს ხელს. აღსანიშნავია, რომ ეკონომიკის მაღალი დოლარიზაციის გამო აღნიშნული არხის მოქმედება შეზღუდულია მხოლოდ ლარის სესხებისთვის და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილებით ეროვნული ბანკი ვერ მოახდენს გავლენას უცხოური ვალუტის საპროცენტო განაკვეთებზე.

ინფლაციასა და საპროცენტო განაკვეთებს შორის არსებობს კავშირი და რაც უფრო მაღალია ეს კორელაცია, მით უფრო ეფექტიანი იქნება გატარებული მონეტარული პოლიტიკა.

მოლოდინის არხი. გარდა განხილული არხებისა, ერთობლივ მოთხოვნაზე ზემოქმედებას ახდენს ეკონომიკური აგენტების მოლოდინის ფაქტორი. როდესაც ქვეყანაში მოსალოდნელი ინფლაციის დონე აღემატება მიზნობრივ მაჩვენებელს და ეროვნული ბანკი ამკაცრებს მონეტარულ პოლიტიკას ერთობლივი მოთხოვნის შესაბოჭად, საზოგადოებაში შეიძლება წარმოიშვას ორგვარი მოლოდინი. ერთი მხრივ, ხალხს შეიძლება გაუჩნდეს დადებითი მოლოდინი, რომ მომავალი უარყოფითი ფაქტორები იქნება განეიტრალებული, ხოლო, მეორე მხრივ, შესაძლოა წარმოიშვას მოსაზრება, რომ ეკონომიკური სიტუაცია არის უფრო ცუდი ვიდრე ელოდნენ. თუ მაღალია ხალხის ნდობა მონეტარული პოლიტიკისადმი, მოლოდინები იქნება დადებითი და შემცირდება მოლოდინების მხრივ გამოწვეული ზეწოლა ფასების დონეზე. რაც უფრო დიდია ნდობა მონეტარული პოლიტიკისადმი, მით უფრო ეფექტური ხდება აღნიშნული არხი.¹⁵

ლარიზაცია, ანუ იგივე დედოლარიზაცია, გვიჩვენებს ქვეყანაში ლარის გამოყენების წილს ყველა სხვა ვალუტასთან მიმართებაში. მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურ

¹⁵ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის არხები - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=564>

განხორციელებასა და მისი ზეგავლენის ეკონომიკაზე გადაცემაში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ქვეყანაში არსებული ლარიზაციის დონე. ეროვნული ვალუტის გამოყენების ზრდა და შესაბამისად ლარიზაციის მაჩვენებლის მატება მნიშვნელოვანია ქვეყანაში სტაბილური ეკონომიკური გარემოს შესაქმნელად.¹⁶

საქართველოში დოლარიზაციის გამომწვევი სხვადასხვა მიზეზი არსებობს. ესენია: ისტორიული ფაქტორები, რომლებმაც შეასუსტეს ნდობა ეროვნული ვალუტისადმი, ინფლაციის მაღალი მაჩვენებელი, კურსის მკვეთრი მერყეობები წარსულში, განუვითარებელი ფინანსური ბაზრები, არამდგრადი პოლიტიკური ვითარება, ფულადი გზავნილები უცხოეთიდან.

მაღალი დოლარიზაციის პირობებში, მონეტარულ პოლიტიკაში განხორციელებული ცვლილებები მხოლოდ ნაწილობრივ გადაეცემა ეკონომიკას. საქართველოს ეროვნულ ბანკს მხოლოდ ლარის საპროცენტო განაკვეთების მართვა შეუძლია. განაკვეთის ცვლილება მხოლოდ ნაწილობრივ აისახება, ვინაიდან დიდია ურთიერთჩანაცვლება ეროვნულსა და უცხოურ ვალუტებს შორის. შესაბამისად, მცირდება მონეტარული პოლიტიკის ზეგავლენა ერთობლივ მოთხოვნასა და საბოლოოდ- ინფლაციაზე.

გარდა იმისა, რომ ლარიზაციის დაბალი დონე ამცირებს მონეტარული პოლიტიკის ზეგავლენას ეკონომიკაზე, იგი წარმოშობს სავალუტო რისკს საზოგადოების იმ ნაწილისთვის, რომელიც დაუცველია გაცვლითი კურსის მერყეობისგან. იმის გათვალისწინებით, რომ ქვეყანაში მოქმედებს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი, რომელიც გარე შოკების მშთანთქავ ფუნქციასაც ასრულებს, გაცვლითი კურსის მოკლევადიანი რყევები ბუნებრივ მოვლენას წარმოადგენს. თუმცა ამან შეიძლება საფრთხე შეუქმნას კრედიტების გადახდისუნარიანობას ეროვნული ვალუტის მკვეთრი გაუფასურების შემთხვევაში, ვინაიდან მსესხებელთა უდიდეს ნაწილს არ აქვს თანხვედრა აქტივებისა და ვალდებულებების ვალუტებში: მათი ვალდებულებები დომინირებულია უცხოური ვალუტით, მაშინ როდესაც შემოსავლების მიღება ხდება ძირითადად ეროვნული ვალუტით. ასეთ ვითარებაში კურსის მკვეთრი ცვლილება საფრთხეს შეუქმნის ქვეყნის ფინანსურ სტაბილურობას და შეაფერხებს ეკონომიკურ

¹⁶ საქართველოს ეროვნული ბანკი - ლარიზაცია - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=656>

ზრდას. ამასთანავე, იზღუდება ეროვნული ბანკის როლი, როგორც ბოლო ინსტანციის გამსესხებელი. მას არ აქვს შესაძლებლობა უცხოური ვალუტა მიაწოდოს ბაზარს საჭიროების წარმოქმნის შემთხვევაში.¹⁷

გაზრდილი ლარიზაციის პირობებში გაუმჯობესდება მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობა. ამდენად, ეროვნული ბანკის ერთ–ერთი ამოცანა სწორედ ლარიზაციის ზრდაა. ბოლო პერიოდის განმავლობაში ეროვნული ბანკის მიერ არაერთი ღონისძიება გატარდა, რაც მიზნად ისახავდა ქვეყანაში ლარიზაციის დონის ზრდასა და ეროვნული ვალუტისადმი ნდობის ამაღლებას. თუმცა აღსანიშნავია, რომ ლარიზაცია ეს არის ხანგრძლივი პროცესი, ვინაიდან ეკონომიკურ აგენტთა ქცევის შეცვლა მოითხოვს მდგრადი ფინანსური და ეკონომიკური სტაბილურობის არსებობას წლების განმავლობაში.

უძრავი ქონების ფასების არხი. საერთაშორისო პრაქტიკით მონეტარული გადაცემის მექანიზმში მნიშვნელოვანია უძრავი ქონების ფასების არხიც. ის გავლენას ახდენს ერთობლივი მოთხოვნის ზრდაზე. ეს გავლენა ხორციელდება სამი გზით:

- პირდაპირი გავლენა, რომელიც ხდება სახლების მშენებლობაზე,
- გავლენა შინამეურ- ნეობების სიმდიდრეზე,
- გავლენა ბანკების ბალანსებზე.

მონეტარული ექსპანსია ამცირებს საპროცენტო განაკვეთს, რაც ამცირებს სახლების მშენებლობის დაფინანსების ხარჯებს და ზრდის ფართების ფასს. ფასების ეს ზრდა კი იწვევს სამშენებლო ფირმების მომგებიანობას, რაც თავის მხრივ აფართოებს ახალ მშენებლობას და ამით იზრდება ერთობლივი მოთხოვნა. მეორე გავლენა რეალიზდება შინამეურნეობების ბალანსის ხაზით. მესამე გავლენა აისახება ბანკის ბალანსზე. ბანკის აქტივების ღირებულების ზრდა და ბანკის საკრედიტო დანაკარგების შემცირება ზრდის ბანკის კაპიტალს. კაპიტალის ზრდა ბანკს აძლევს საშუალებას გასცეს მეტი სესხი, რაც დადებითად აისახება ინვესტიციებისა და ერთობლივი მოხმარების საერთო დონეზე.

სხვა აქტივების ფასების არხი. მართალია, მონეტარული პოლიტიკის მთავარი ინსტრუმენტია საპროცენტო განაკვეთი, მაგრამ მისი გავლენა ეკონომიკაზე

¹⁷ საქართველოს ეროვნული ბანკი - ლარიზაცია - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=566>

ხორციელდება აგრეთვე სხვა აქტივების ფასების ცვლილებით. აქ გვაქვს ეკონომიკაზე გავლენის სამი ტიპის არხი:

- კაპიტალის ბაზრის ფასები,
- რეალური აქტივების ფასები,
- გაცვლითი კურსები, რომელიც არის ფულის ფარდობითი ღირებულება.

კაპიტალის ბაზრის ფასები: კაპიტალის ბაზარი ქმნის გავლენის ოთხ არხს, რომელთა საშუალებით ის გავლენას ახდენს ინვესტიციებზე, კომპანიების ბალანსზე, მოსა-ხლეობის ლიკვიდურობაზე და ქონებაზე. ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა იწვევს საპროცენტო განაკვეთების შემცირებას, ზრდის აქციებზე მოთხოვნას და მაღლა წევს მათ ფასებს. ამას მოსდევს ინვესტიციების ზრდა. ტობინის q – თეორიის თანახმად [Tobin, 1969], იზრდება ფირმების საბაზრო ფასის ფარდობა კაპიტალის აღდგენის ფასთან. ამ კოეფიციენტის სიდიდეზე გავლენას ახდენს ფირმის აქციების ფასი. თუ ის მაღალია, ეს იმას ნიშნავს, რომ ახალი საწარმოო სიმძლავრეების შექმნის ფასი ნაკლები იქნება ფირმების საბაზრო ფასზე. სხვა სიტყვებით, მცირდება დამატებითი კაპიტალის მოზიდვის ხარჯი. შედეგად, ფირმებს ეძლევა საშუალება გამოუშვან და გაყიდონ დამატებითი აქციები უფრო მაღალ ფასად, რაც ზრდის ინვესტიციების განხორციელების სურვილს და შესაძლებლობასაც. ინვესტიციების ზრდის საბოლოო შედეგი კი იქნება ერთობლივი მოთხოვნისა და შესაბამისად წარმოების საერთო დონის ზრდა.

როგორც ცნობილია, საკრედიტო ბაზარი ხასიათდება ინფორმაციის ასიმეტრიულობით. ამ პრობლემის არსებობა ქმნის მონეტარული პოლიტიკის კიდევ ერთ გადამცემ მექანიზმს, რომელიც მოქმედებს აქციის ფასების საშუალებით. ეს გავლენა აისახება ფირმის ბალანსზე, მის წმინდა ღირებულებაზე და ამიტომ იწოდება გავლენის ბალანსურ არხად. როდესაც ფირმების წმინდა ღირებულება მაღალია, ადვილდება წვდომა საკრედიტო რესურსებთან, რაც ზრდის ინვესტიციებს ბიზნესებში და ერთობლივ მოთხოვნას; პირიქით, როდესაც ის დაბალია, ბანკის მხარეს იზრდება ცუდი საკრედიტო არჩევანის გაკეთების რისკი, ხოლო მსესხებლების მხარეს, ჩნდება მოტივაცია, მიღებული ფინანსური რესურსი გადაამისამართონ არამიზნობრივი

დანიშნულებით – უფრო რისკიან პროექტებში. ორივე ამ რისკის ზრდა, უარყოფითად აისახება დაკრედიტების პროცესზე და ამცირებს მის მასშტაბებს.

ფირმების ბალანსის გარდა, ყურადღებას იმსახურებს შინამეურნეობების ბალანსი. აქციების ფასის ზრდისას აგრეთვე იზრდება ფინანსური აქტივების ღირებულება და შინამეურნეობების ბალანსი უფრო ლიკვიდური ხდება. როდესაც ფინანსური აქტივების ღირებულება მაღალია, მცირდება ფინანსური სირთულეების დადგომის ალბათობა. შედეგად, შედარებით დაბალი ლიკვიდურობის რისკის პირობებში, შინამეურნეობების მხრიდან იზრდება გრძელვადიანი მოხმარების საქონლებზე და საცხოვრებელ სახლებზე მოთხოვნა. ეს კი იწვევს ინვესტიციებისა და ერთობლივი მოთხოვნის ზრდას. და ბოლოს, კიდევ ერთი ბალანსის არხი მოქმედებს შინამეურნეობების სიმდიდრის ცვლილების გავლენით. მოდიგლიანის (Modigliani's) სიცოცხლის ციკლის მოდელის თანახმად [Modigliani 1986], მოხმარებას განსაზღვრავს მომხმარებლების ხელთ არსებული სასიცოცხლო რესურსები. ცხადია, აქციების ფასების ზრდა გამოიწვევს შინამეურნეობების სიმდიდრის ზრდას, რაც მათ უბიძგებს მიმდინარე მოხმარების ზრდისკენ. ანუ, ეს გამოიწვევს ინვესტიციებისა და ერთობლივი მოთხოვნის ზრდას.[გ. ლემონჯავა, 2016:81].¹⁸

¹⁸ გ. ლემონჯავა - „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები“, ჟურნალი „გლობალიზაცია და ბიზნესი“, N2, 2016.

თავი-II.მონეტარული პოლიტიკის თავისებურებები და ძირითადი გამოწვევები საქართველოში

2.1.მონეტარული პოლიტიკა საქართველოში-ანალიზი და ძირითადი გამოწვევები

საქართველოს ეროვნული ბანკი ხელახლა დაფუძნდა 1991 წელს, როდესაც საქართველოს უზენაესი საბჭოს გადაწყვეტილებით საქართველოს რესპუბლიკის საკუთრებად გამოცხადდა მის ტერიტორიაზე არსებული ყოფილი საბჭოთა საკრედიტო სისტემის შემადგენელი ყველა სტრუქტურა, მათ შორის სახელმწიფო ბანკი. 1993 წლიდან საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარულ პოლიტიკას ახორციელებს საქართველოს პარლამენტის მიერ განსაზღვრული ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებების შესაბამისად. იგი ფლობს, მართავს და განკარგავს ქვეყნის ოფიციალურ საერთაშორისო რეზერვებს. საქართველოს ეროვნული ბანკი პასუხისმგებელია, მის ხელთ არსებული მარეგულირებელი და მონეტარული ინსტრუმენტებით უზრუნველყოს მასზე კანონმდებლობით დაკისრებული ძირითადი ფუნქციებისა და მიზნების შესრულება, თუმცა უნდა აღინიშნოს რომ ეს ყოველივე ძირითადად მხოლოდ დეკლარირებული ამოცანებია. ჯერ კიდევ 1993 წლის გაზაფხულისათვის ხელისუფლება იძულებული გახდა მიემართა საგანგებო ღონიძობებისათვის და საქართველოს რესპუბლიკის მინისტრთა კაბინეტის და საქართველოს ეროვნული ბანკის გამგეობის დადგენილებების საფუძველზე, 1993 წლის 5 აპრილის ბრუნვაში შევიდა კუპონის კუპიურები, უკვე არსებული სსრკ-სა და რუსეთის ფედერაციის მიერ 1961-1992 წლებში გამოშვებული ფულის ნიშნების პარალელურად და ოფიციალური კურსით 1 კუპონი - 1 რუბლი. ქვეყანაში იმ დროს მიმდინარე ნეგატიური პროცესების გამო, როგორცაა წარმოების მოცულობის მკვეთრი შემცირება, მთავრობის უკიდურესად სუსტი ფინანსური მდგომარეობა, შინააშლილობა და მართლწესრიგის მოშლა, მთავრობას უჭირდა ერთის მხრივ საკუთარი ვალდებულებების გასტუმრება, ისე სამეწარმეო აქტივობების მხარდაჭერა. ამიტომ, გატარებული ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა უაღრესად ინტერვენციონისტული იყო - ფულის ემისიამ კოლოსალური მასშტაბი მიიღო. ეროვნული ბანკის მიერ გასაცემ

საკრედიტო რესურსებზე საპროცენტო განაკვეთი 1991 წელს გაოთხკეცდა. 1994 წლიდან 300 %-მდე გაიზარდა, ხოლო 1995 წლიდან საბაზრო სიდიდე 360%-ი გამოცხადდა. ამ გზით ფინანსდებოდა სახელმწიფო ხარჯები და კერძო კომპანიები. ლარი გაუფასურდა და მისი მსყიდველობითი უნდარი კატასტროფულად დაეცა. დაგვიანებული აღმოჩნდა მთავრობის 1993 წლის აგვისტოს დადგენილება საქართველოს ტერიტორიაზე ეროვნული ბანკის მიერ კუპონის ერთადერთ საგადამხდელო საშუალებად გამოცხადების შესახებ, რამდენადაც ამ დროისათვის მთელი საგადამხდელო სფერო რუსულ რუბლს იყენებდა. 1991-1994 წლებში წარმოების მოცულობა შემცირდა 70%-ით, რამაც თავის მხრივ, მკვეთრად შეზღუდა სახელმწიფო ბიუჯეტის შემოსავლები.¹⁹

1994 წლის დასაწყისიდან ფინანსურმა დისბალანსმა საშიშ მასშტაბებს მიაღწია. ინფლაციის დონემ თვეში 65-70%-ს გადაამეტა და მთავრობამ ამ შემთხვევაში დროულად მიიღო ქვეყნისათვის სასიცოცხლო მნიშვნელობის გადაწყვეტილება ეკონომიკური რეფორმის განხორციელების შესახებ. საბანკო რეფორმის ნორმალური გზით წარმართვა მთელი აუცილებლობით მოითხოვდა, რომ ქვეყანაში ყოველგვარ ზღვარს გადასული და პრაქტიკულად უმართავი ინფლაციური პროცესები როგორმე მართვადი და კონტროლირებადი გამხდარიყო. იმის გათვალისწინებით, 1994 წელს მთავრობამ დაიწყო საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მკაცრი რეკომენდაციების და ინსტრუქციების გათვალისწინება, ქვეყნის ეკონომიკაში გამოწვეულ იქნა პოზიტიური ძვრები, მიღწეული იქნა ფინანსური სფეროს გარკვეული სტაბილიზაცია, უკვე ერთ წელზე მეტი (1994-95 წწ.) ხნის მანძილზე აღარ ხდებოდა სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის დაბალანსება ფულადი ემისიის ხარჯზე, რადიკალურად შეიცვალა ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა, მკვეთრად დაეცვა ინფლაციის თვიური ტემპი, სტაბილური გახდა კუპონის კურსი თავისუფლად კონვენტირებადი ვალუტების მიმართ, ეროვნულმა ბანკმა შექმნა მყარი სავალუტო რეზერვი და არსებითად შეიცვალა ქვეყნის იმიჯი საერთაშორისო ფინანსურ წრეებში, საქართველოს სახელმწიფო მეთაურის ბრძანებულების შესაბამისად 1995 წლის 25 სექტემბრიდან ქვეყნის ტერიტორიაზე სამოქმედოდ შემოღებულ იქნა ეროვნული ფულადი ერთეული - ლარი, რომელიც გამოშვებულ იქნა მიმოქცევაში, როგორც შიდაკონვერტირებადი ვალუტა.

¹⁹ საქართველოს პარლამენტის ეროვნული ბიბლიოთეკა - საქართველოს ეროვნული ბანკის ისტორია.

ეროვნული ბანკის ახალი ხელმძღვანელობის ფულად-საკრედიტო საქმიანობის ძირითად მიმართულებად, შექმნილი ვითარების გათვალისწინებით, აღებულ იქნა ე.წ. „ძვირი ფულის“ პოლიტიკის განხორციელება, კერძოდ, მიმოქცევაში კუპონის მასის ზრდის შეჩერება და შემდეგ კი მისი შემცირება. მიუხედავად იმისა, რომ ამ ეტაპზე შეინიშნებოდა დადებითი ძვრები, რაც გამოიხატა საბაზრო ურთიერთობებისათვის საფუძვლის შექმნაში, პრივატიზაციის დაწყებაში, ფასების და ვაჭრობის ლიბერალიზაციებში და სხვა, ამ ეტაპს თან სდევდა ნეგატიური შედეგები, რაც აღინიშნა, 1.წარმოების მკვეთრ დაცემაში; 2.საფინანსო სისტემის მოშლაში; 3.ბიუჯეტის მაღალი დეფიციტის დაშვებაში; 4.კუპონის მოუმზადებლად შემოღებაში; 5.სწრაფი ინფლაციური პროცესში და 6.მოსახლეობის უდიდესი ნაწილის გადატაკებაში. საბანკო სისტემის განვითარების მესამე ეტაპი დაიწყო 1995 წლის მეორე ნახევრიდან და დღესაც გრძელდება. ამ ეტაპისათვის დამახასიათებელია საბანკო სისტემის ადაპტაცია ქვეყნის საქმიანობის შეცვლილ პირობებთან, რომელიც განპირობებულია სტაბილიზაციის პროცესის განვითარებით ჯერ საფინანსო სფეროში, შემდეგ კი მთლიანად ეკონომიკაში. საქართველოს ეროვნული ბანკის მიმდინარე ოფიციალური მონეტარული პოლიტიკის მთავარ მიზანს წარმოადგენს ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა. ფასების სტაბილურობა გულისხმობს ინფლაციის ზომიერი და პროგნოზირებადი ტემპის არსებობას, რაც ბანკის მმართველობის აზრით აუცილებელი ფაქტორია გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდისათვის. ამასთანავე, ეროვნული ბანკი ზრუნავს საფინანსო სისტემის სტაბილურ ფუნქციონირებაზე და ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდაზე თუ ეს შესაძლებელია ისე, რომ საფრთხე არ შეექმნას მისი ძირითადი ამოცანის შესრულებას. ამგვარად, ფულადსაკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკა ემსახურება ეროვნული ვალუტის მსყიდველუნარიანობის შენარჩუნებას, მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის პოტენციალის ამაღლებასა და საინვესტიციო გარემოს გაუმჯობესებას. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმი არის ინფლაციის თარგეტირება. მისი მიმდინარე მიზნობრივი ინფლაციის დონეს წარმოადგენს 3 პროცენტი. არსებული მაჩვენებელი საწყის ეტაპზე 6% იყო, 2015-2016 წლებში - 5% ; 2017 წელს -4 %, ხოლო 2018 წლიდან -3 %.²⁰

²⁰ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკა - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=533>

ინფლაცია იზომება სამომხმარებლო ფასების ინდექსის მეშვეობით, თუმცა მას გარკვეული ცდომილებები ახასიათებს. კერძოდ, ფასების ზრდა შესაძლოა ხარისხის გაუმჯობესებამ განაპირობოს. თუმცა, სფი ინდექსიდან ხარისხის ზრდით გამოწვეული ფასების მატების სრულყოფილად გამოყოფა შეუძლებელია. ამ ტიპის ცდომილება შედარებით მაღალია გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში, სადაც საქონლისა და მომსახურების ხარისხი მაღალი ტემპით უმჯობესდება. გასათვალისწინებელია ასევე, რომ ეკონომიკური აგენტები სწრაფად რეაგირებენ ფასების ცვლილებაზე. გარკვეულ საქონელზე გაზრდილი ფასების შედეგად შესაძლოა მომხმარებლებმა იგი სხვა, ახლო შემცვლელით ჩაანაცვლონ. გარდა ამისა, ბაზარზე მუდმივად გამოდის ახალი პროდუქცია, რომელმაც შესაძლოა შეცვალოს სამომხმარებლო კალათის სტრუქტურა. სამომხმარებლო კალათას გარკვეული პერიოდულობით აახლებენ და ცვლილებების ასახვა სფი ინდექსში დროში დაყოვნებით ხდება. იმის გათვალისწინებით, რომ მომხმარებელი მიდრეკილია არჩევანი გააკეთოს იაფ ალტერნატივაზე, ყოველივე ზემოთჩამოთვლილი ცდომილებიდან გამომდინარე, ვიღებთ, რომ რეალობაში ინფლაციის დონე ხშირ შემთხვევაში ნაკლებია სფი ინდექსით გამოსახულ მაჩვენებელზე.²¹

ზოგადად, ცენტრალური ბანკების მთავარი მიზანი - დაბალი და სტაბილური ინფლაციის შენარჩუნება - არ გულისხმობს ინფლაციის 0-პროცენტთან დონეს. რადგან სამომხმარებლო კალათის სხვადასხვა კომპონენტებზე ფასების ცვლილება არ არის ერთნაირი, ინფლაციის 0 პროცენტამდე შემცირება გულისხმობს, რომ ზოგიერთ საქონელსა და მომსახურებაზე ადგილი, ფაქტობრივად, ექნება დეფლაციას. ამგვარად, 0-პროცენტის მიზნობრივი მაჩვენებლის პირობებში, ფაქტობრივად მივიღებთ დეფლაციას, რაც უარყოფითად აისახება ეკონომიკურ მდგომარეობაზე. ხელფასების სიხისტე. კიდევ ერთი მიზეზი, თუ რატომაც სურთ პოლიტიკის გამტარებლებს ინფლაციის დაბალი და დადებითი მაჩვენებელი, არის ხელფასების სიხისტე შემცირების მიმართულებით. ეკონომიკური შოკების საპასუხოდ დამსაქმებლებს ხელფასების გაზრდა უფრო მარტივად შეუძლიათ ვიდრე შემცირება. 0-პროცენტის ინფლაციის პირობებში, შემცირებული მოთხოვნის საპასუხოდ ფირმებს ურთულდებათ

²¹ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_manual/mp_manual_final.pdf

რეალური ხელფასების შემცირება. ამის სანაცვლოდ ხარჯების ოპტიმიზაციისათვის დასაქმებულების შეკვეცას მიმართავენ, რის შედეგადაც იზრდება უმუშევრობა.²²

კაპიტალის თავისუფალი მობილობის (ლიბერალიზებული კაპიტალის ანგარიშის) პირობებში, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი მოითხოვს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის არსებობას. აღნიშნული რეჟიმის პირობებში სავალუტო ბაზარი ხასიათდება მოკლევადიანი რყევებით. ასეთი რყევები კიდევ უფრო დიდია საქართველოს მსგავს პატარა და ღია ეკონომიკის, მაღალი დოლარიზაციის მქონე ქვეყნებში, რაც უკავშირდება სავალუტო ბაზრის მცირე მოცულობასა და კაპიტალის მერყევ ნაკადებს. სამთავრობო თუ კერძო სექტორის ოპერაციებით გამოწვეული გაცვლითი კურსის გადაჭარბებული მერყეობის შემცირების მიზნით, საქართველოს ეროვნული ბანკი დროგამომშვებით ახორციელებს ინტერვენციებს სავალუტო ბაზარზე სავალუტო აუქციონების საშუალებით. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ საქართველოს ეროვნულ ბანკს არ გააჩნია გაცვლითი კურსის მიზნობრივი მაჩვენებელი. მსოფლიოს ყველა ძირითადი ცენტრალური ბანკის მსგავსად, საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო ინსტრუმენტად გამოიყენება მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი. საპროცენტო განაკვეთების მართვისათვის ეროვნული ბანკის ძირითად ინსტრუმენტს წარმოადგენს რეფინანსირების სესხების საპროცენტო განაკვეთი. რეფინანსირების, ანუ იგივე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, წარმოადგენს ეროვნული ბანკის მიერ კომერციულ ბანკებზე გაცემული ერთკვირიანი სესხების მინიმალურ საპროცენტო განაკვეთს. გადაწყვეტილების მიღებისას ფოკუსირება საშუალოვადიან პერიოდზე ხდება. როდესაც საშუალოვადიან პერიოდში საპროგნოზო ინფლაცია ჩამორჩება მიზნობრივ მაჩვენებელს, ეროვნული ბანკი შეარბილებს მონეტარულ პოლიტიკას და ამცირებს საპროცენტო განაკვეთს. შემცირებული პოლიტიკის განაკვეთი გადაეცემა სესხებისა და დეპოზიტების განაკვეთებს, შედეგად იზრდება მოთხოვნა სესხებზე და მცირდება დეპოზიტებზე, რაც ასტიმულირებს ერთობლივ მოთხოვნას და ზრდის ინფლაციას. ამის საპირისპიროდ, თუ საპროგნოზო ინფლაცია მიზნობრივ დონეს აღემატა, ფასების ზრდის მოსათოკად ეროვნული ბანკი ამკაცრებს მონეტარულ პოლიტიკას - გაზრდის პოლიტიკის

²² საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_manual/mp_manual_final.pdf

განაკვეთს. გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთების ფონზე, სესხები ნაკლებმიმზიდველი ხდება და შედეგად იზღუდება ერთობლივი მოთხოვნა, რაც ამცირებს ინფლაციის დონეს.

საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის განხორციელებისას ეყრდნობა მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო ჩარჩოს, რომელიც განსაზღვრავს თუ რა პროცედურებით და ინსტრუმენტებით მიიღწევა მთავარი მიზანი - ფასების სტაბილურობა. მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო ჩარჩო მოიცავს ლიკვიდობის მართვას, მოკლევადიანი ლიკვიდობის პროგნოზირებას, მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებსა და გირაოს მართვას. ლიკვიდობის მართვის ძირითადი მიზანია, რომ, ერთი მხრივ, საბანკო სისტემაში არ დაგროვდეს ჭარბი ლიკვიდობა, ხოლო, მეორე მხრივ, ბაზარზე არ იყოს ლიკვიდობის დეფიციტი. ამისათვის ეროვნულმა ბანკმა უნდა უზრუნველყოს, რომ ცალკეულ ბანკებს ჰქონდეთ მოთხოვნის შესაბამის ლიკვიდობაზე წვდომა და შეეძლოთ ჭარბი ლიკვიდობის საბაზრო განაკვეთებით განთავსება. ამისათვის ეროვნული ბანკი იყენებს როგორც ლიკვიდობის მიწოდების, ასევე ლიკვიდობის ამოღების ღია ბაზრის ოპერაციებს, მუდმივმოქმედ ინსტრუმენტებსა და სარეზერვო მოთხოვნებს. მაგალითად, როდესაც ეკონომიკურ სექტორში ჭარბი ფულის მასაა ეროვნულ ბანკს შეუძლია ღია ბაზარზე ოპერაციებით, ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის გზით მიმოქცევიდან ამოიღოს ჭარბი ფული, მსგავსი შედეგი მიიღება, როდესაც წესდება მაღალი სარეზერვო ნორმა, რაც გულისხმობს კომერციული ბანკებისთვის ცენტრალურ ბანკში განთავსებულ საკორესპოდენტო ანგარიშებზე მეტი ერთეული განთავსებას, ასევე არსებობს მესამე გზაც, ეს არის დისკონტის განაკვეთი, როდესაც ეს უკანასკნელი დაბალია, იზრდება ბანკთა სტიმული მეტი ფულადი მასის ქონის და იზრდება ლიკვიდურობა. საპირისპირო შედეგი მიიღება ამ ინსტრუმენტების უკუ გამოყენებისას.

მონეტარული პოლიტიკის გატარებისას ხშირად გამოიყენება საერთაშორისო პრაქტიკა და რეკომენდაციები სხვადასხვა ეკონომიკური ორგანიზაციებისაგან. ერთ-ერთი ასეთი ორგანიზაციაა საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, რომელიც აღნიშნავს რომ მონეტარული პოლიტიკა არის სწორად ორიენტირებული ფასების სტაბილურობაზე: ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი, მცურავი გაცვლითი კურსის

პირობებში, წარმატებით ემსახურება საქართველოს. არსებითია მოქნილი გაცვლითი კურსის შენარჩუნება და საქართველოს ეროვნული ბანკი განაგრძობს გაცვლითი კურსის მოქნილობის მხარდაჭერას. როგორც საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიმოხილვაშიც არის აღნიშნული, მიზანშეწონილია, რომ სავალუტო ინტერვენციები კვლავ მიმართული იყოს საერთაშორისო რეზერვების შევსებისა და გაცვლითი კურსის გადაჭარბებული რყევების შემცირებისკენ.

დადებითად აფასებს და „ბრწყინვალე რეფორმატორებს“ (Star Reformer) უწოდებს მსოფლიო ბანკი ქვეყნის ეკონომიკაში მიმდინარე პროცესების ავტორებს. როგორც საერთაშორისო მოხსენებებშია აღნიშნული ქვეყანა სწორ განვითარების გზას ადგას. მთავრობის სწორი გადაწყვეტილებითა და მიზანმიმართული ეფექტური ფისკალური-მონეტარული პოლიტიკით ზრდის მაღალ მაჩვენებელს ინარჩუნებს.

მიუხედავად იმისა, რომ ვალუტებით ვაჭრობა და სესხების გაცემა ხშირად ე.წ. „ღია ბაზრის ოპერაციებით“, მაგალითად, აუქციონებით ხდება, მისი შედეგები უფრო იურიდიულ სტატუსებს ადგენს (მყიდველებისა თუ მსესხებლების ვინაობა) და არა ფასებს (გაცვლითი კურსის თუ სარგებლის განაკვეთი). სინამდვილეში, „ფასებზე“ გადაწყვეტილებას „ცენტრალური ბანკი“, ან წინასწარ, როგორც სარგებლის ან დისკონტის განაკვეთის დადგენის შემთხვევაში, ან უშუალოდ აუქციონის დროს, მასში ჩარევა არ ჩარევის და თავად ჩარევის მასშტაბის შესახებ გადაწყვეტილებით იღებს. სავალუტო და საკრედიტო აუქციონებში მონაწილეობის უფლება, უკვე ნიშნავს ზოგადად გადაწყვეტილებებზე პირდაპირ გავლენას, მაშინაც კი თუკი რომელიმე კონკრეტულ აუქციონში უშუალოდ არ ვაჭრობს და პირდაპირ ინტერვენციას არ ანხორციელებს. ანუ მონეტარული პოლიტიკა გულისხმობს, რომ შესაბამის ინსტრუმენტებზე „ფასწარმოქმნის“ საბოლოო ინსტანცია მონეტარული პოლიტიკაზე პასუხისმგებელი ორგანო - „ცენტრალური ბანკია“ და არა ღია ბაზარი. შესაბამისად, შეიძლება ითქვას რომ „ცენტრალური ბანკი“ არსებითად „ცენტრალური საგემო კომიტეტია“, ოღონდ სპეციფიკურად ფულის, სესხებისა და საბანკო საქმიანობის საკითხებში. მეტიც, პასუხისმგებელია რა „ერთადერთი კანონიერი საგადამხდელო საშუალების“, ანუ ფულის მიწოდებაზე და მისი მასის რეგულირებაზე, ის არის საბაზო ფულის მიწოდების ხელოვნური მონოპოლისტი და ზოგადად ფულის მასის

მაკონტროლებელი ორგანო, აქედან გამოიმდინარე ყველა შედეგით - უპირველეს ყოვლისა, ფულის მუდმივი ინფლაციით (ფულის მასის ზრდა შესაბამისი უზრუნველყოფის გარეშე), თანმდევი გაუფასურებით (ფულის ერთეულის მსყიდველობითი უნარის შემცირებით), რასაც თან გარდაუვლად მოსდევს მსყიდველობითი უნარის პოლიტიკური გადანაწილება (ისინი, ვინც პირველი იღებენ დამატებულ ფულს, სარგებლობენ იმ უპირატესობით რომ საქონელი და მომსახურება შეუძლიათ ჯერ კიდევ მის გაუფასურებამდე შეიძინონ, ხოლო ვისაც ეს ფული მოგვიანებით შეხვდება, აღმოაჩენს რომ ის გაუფასურებულია) და ფასების საერთო დონის ზრდა (ფასების ინფლაცია).²³

2.2. მონეტარული პოლიტიკა და გაცვლითი კურსი საქართველოში

სავალუტო ბაზარი არის ადგილი, სადაც ხდება ვალუტებით ვაჭრობა. საქართველოში მოქმედებს მცურავი გაცვლითი კურსი. ასეთ შემთხვევაში გაცვლითი კურსი განისაზღვრება სავალუტო ბაზრის მიერ, სადაც აწვდიან ვალუტას და ქმნიან მოთხოვნას ის ფირმები და ინდივიდები, რომლებსაც ჭირდებათ ლარი ან უცხოური ვალუტა სხვადასხვა მიზნებით, მათ შორის ადგილობრივი ან საიმპორტო ოპერაციებისათვის. გაცვლით კურსზე მოკლევადიან პერიოდში მოქმედი ფაქტორები მნიშვნელოვნად განსხვავდება საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში მოქმედი ფაქტორებისგან. თუკი გაცვლით კურსზე გრძელვადიან პერიოდში სტრუქტურული ფაქტორების გავლენა დომინირებს, საშუალოვადიან პერიოდში მასზე ციკლური, ხოლო მოკლევადიან პერიოდში - ბაზრის მონაწილეთა მოლოდინები ახდენს გავლენას. გაცვლითი კურსის მერყეობა მოკლევადიან პერიოდში ხშირად ქაოტურია და გაცილებით უფრო მაღალი, ვიდრე მაკროეკონომიკური ცვლადებისთვის.

ვალუტის გაცვლითი კურსის არხი - ღია ეკონომიკაში მონეტარული პოლიტიკის მაკროეკონომიკური მოდელის მთავარ ელემენტს წარმოადგენს. იგი გამოხატავს ფასების დონის მგრძობელობას ვალუტის კურსის ცვლილებასთან მიმართებით.

²³ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_manual/mp_manual_final.pdf

ინფლაციის თარგეთირების პოლიტიკის თავისებურებად გვევლინება ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის მიზნობრივი ორიენტირების დაწესებაზე უარის თქმა და სამართავი პარამეტრის სახით რეფინანსირების განაკვეთის გამოყენება. მონეტარული ხელისუფლება აცხადებს, რომ ინფლაციის თარგეთირება გულისხმობს ეროვნული ვალუტის კურსის გადაყვანას თავისუფალ მცურავ რეჟიმში.

ფინანსური გლობალიზაციის პერიოდში, კიდევ უფრო გაიზარდა მოქნილი გაცვლითი კურსის აუცილებლობა მცირე ზომის ღია ეკონომიკის ქვეყნებისათვის. ფინანსური ბაზრების ლიბერალიზაციამ, კაპიტალის მობილობის ზრდამ, მიმდინარე ანგარიშის ლიბერალიზაციამ ძლიერი ბიძგი მისცა უფრო მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმების განვითარებისა და გავრცელების პროცესს. რაც უფრო მჭიდრო გახდა ქვეყნების კავშირი გლობალურ ფინანსურ სამყაროსთან და რაც უფრო მზარდია კაპიტალის ნაკადები, ღია ეკონომიკის ქვეყნებისათვის უფრო იზრდება მოქნილი გაცვლითი კურსის არსებობის აუცილებლობა. მოქნილი კურსის უპირატესობებია, ერთი მხრივ, საგარეო დისბალანსის დაკორექტირების ხელშეწყობა, ხოლო მეორე მხრივ, სპეკულაციური შეტევების ალბათობის შემცირება. კურსის დაფიქსირება, მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმისგან განსხვავებით, ზღუდავს ბოლო ინსტანციის მსესხებლის ფუნქციას, და ასევე მოითხოვს მაღალ ოფიციალურ საერთაშორისო რეზერვებს, რაც ასევე ხარჯიანია. ასევე, იმისათვის რომ კურსის დაფიქსირება ან სხვა ქვეყნის ვალუტის შემოღება ქვეყნისთვის იყოს სარგებლიანი, საჭიროა მას ჰქონდეს ოპტიმალური სავალუტო სივრცე იმ ქვეყანასთან, რომლის ვალუტის მიმართაც მოხდება ფიქსირება. ასეთ შემთხვევაში მოსახლეობის კეთილდღეობა იზრდება უფრო მეტად, ვიდრე მოქნილი გაცვლითი კურსის მოქმედებისას იქნებოდა. სავალუტო სივრცის ოპტიმალურობა მოითხოვს გარკვეული წინაპირობების დაკმაყოფილებას: საერთო ვალუტის მქონე ქვეყნები არ უნდა განიცდიდნენ ასიმეტრიულ მაკროეკონომიკურ შოკებს, ან ქვეყნებს შორის უნდა არსებობდეს ძალიან მჭიდრო სავაჭრო-ეკონომიკური კავშირები და მუშახელისა და კაპიტალის მაღალი მობილობა.²⁴

ეროვნული ბანკის განცხადებით: მოქნილი გაცვლითი კურსი ასრულებს საგარეო შოკების შემარბილებლის როლს და ხელს უწყობს გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდასა

²⁴ Nbg.gov.ge - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_manual/mp_manual_final.pdf

და დასაქმებას. ასეთ პირობებში სავალუტო კრიზისების ალბათობა მცირდება. მოქნილი კურსის დროს ნებისმიერი ახალი ინფორმაცია თუ შოკი მყისიერად აისახება გაცვლით კურსში და შედეგად არ ხდება დროთა განმავლობაში რისკების დაგროვება.

ეროვნული ბანკი სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციას ახორციელებს:

- საერთაშორისო რეზერვების შევსების მიზნით;
- თუ ადგილი აქვს კაპიტალის დროებით ნაკადებს, რომელიც კურსის მკვეთრ მოკლევადიან რყევას გამოიწვევს;
- სახელმწიფო საგარეო ოპერაციების დასაბალანსებლად;
- ფასების სტაბილურობის მხარდასაჭერად.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, მონეტარული პოლიტიკა გავლენას ახდენს უშუალოდ მოთხოვნაზე. ეს სქემა თავისთავში მოიცავს ტრანსმისიის მექანიზმის არხებს, მაგალითად როგორცაა: საპროცენტო განაკვეთების არხი; ვალუტის გაცვლითი კურსის არხი; კეთილდღეობის (სიმდიდრის) არხი; დაკრედიტების ფართო არხი; დაკრედიტების ვიწრო არხი; მონეტარული არხი. კურსის არხი - ღია ეკონომიკაში მონეტარული პოლიტიკის მაკროეკონომიკური მოდელის მთავარ ელემენტს წარმოადგენს. ის ასახავს მონეტარული პოლიტიკისა და სავალუტო პოლიტიკის გავლენას ერთობლივ მოთხოვნასა და წარმოების მოცულობაზე გაცვლით კურსის ცვლილების გავლენით. ანუ აღნიშნული არხი გამოხატავს ფასების დონის მგრძობელობას ვალუტის კურსის ცვლილებასთან მიმართებით. ეროვნული ბანკის ფულად - საკრედიტო პოლიტიკის მთავარ ინსტრუმენტს მონეტარული პოლიტიკის (რეფინანსირების სახსრების) განაკვეთი წარმოადგენს, რომლის მეშვეობითაც მონეტარული პოლიტიკის იმპულსები გადაეცემა ჯერ მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს, შემდეგ გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს, საბოლოოდ კი ერთობლივი მოთხოვნის შებოჭვის ან სტიმულირების გზით გავლენას ახდენს ფასების საერთო დონეზე (ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის ძირითად სტრატეგიულ მიზანზე). იმისათვის, რომ მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმმა გამართულად იმუშაოს აუცილებელია ლარის ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტების აქტიური გამოყენება და ლარის, როგორც ეროვნული ვალუტის მიმართ მაღალი ნდობის არსებობა. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებიდან კარგად ჩანს თუ რამდენად

აღმატება საქართველოში ბანკთაშორის ფულად ბაზარზე უცხოური ვალუტის რესურსის მოცულობა ეროვნული ვალუტით რესურსით მოცულობას. ქვეყანაში არსებული დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებელი აფერხებს მონეტარული იმპულსების გადაცემას, რადგანაც რეფინანსირების სესხების (რომელიც ლარში გაიცემა) მეშვეობით მხოლოდ ლარში გაცემული მოკლევადიანი სესხების საპროცენტო განაკვეთზე ვახდენთ ზეგავლენას, რაც საერთო საბაზრო საპროცენტო განაკვეთზე სრულად ზემოქმედების საშუალებას არ იძლევა. აღნიშნული პრობლემის გადალახვის და მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის გაზრდის მიზნით აუცილებელია ლარიზაციის პოლიტიკის ხელშეწყობა, რაც თავის მხრივ დოლარიზაციის შემცირების მეშვეობით შეამცირებს ფონანსური (სავალუტო) რისკების დონესაც ქვეყანაში.²⁵

როდესაც ეროვნულ ბანკს ფასებისა და ვალუტის კურსის სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება უხდება, მთავრობამ განსაკუთრებულად უნდა შეუწყოს ხელი ბიზნესის განვითარებას, ანუ საქონლისა და მომსახურების მიწოდების სტიმულირება უნდა მოახდინოს. ამ მიზნის მისაღწევად მთავრობას შეუძლია გადასახადებისა და რეგულაციების შემცირება, რაც წარმოებას ხარჯებს შეუმცირებს და შესაძლებლობას მისცემს, პროდუქციის გამოშვება არ შეამციროს. ასევე აუცილებელია შიდა ინვესტიციების სტიმულირება და რაც შეიძლება მეტი უცხოური ინვესტიციის მოზიდვა, რომელიც არა მხოლოდ ეკონომიკური ზრდის ტემპის ამაღლებაში დაგვეხმარება, არამედ ლარის კურსის გამყარებასაც შეუწყობს ხელს. სამწუხაროდ, საქართველოში პირიქით ხდება. მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებას თან ერთვის გადასახადების ზრდა (აქციზის გადასახადის ზრდა, ასევე საუბარია მიწის გადასახადის ზრდაზე) და რეგულაციების გამკაცრება (მაგალითად, ახალი კანონპროექტი შრომითი მიგრაციის შეზღუდვაზე). მთავრობას ეკონომიკის წახალისება სახელმწიფო ბიუჯეტის ხარჯების ზრდით, მათ შორის დეფიციტური ხარჯების ზრდით აქვს გადაწყვეტილი, რაც ეწინააღმდეგება გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის მიზნებს– ინფლაციის დაბალი დონის შენარჩუნებასა და ლარის კურსის სტაბილურობას. მთავრობა ვერ ახერხებს გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის ფონზე ეკონომიკური რეფორმების დაჩქარებასა და მეტი ინვესტიციის

²⁵ Nbg.gov.ge - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_manual/mp_manual_final.pdf

მოზიდვას. ვალუტის კურსის გაუფასურება იმპორტირებული საქონლის ფასებზე ჰპოვებს ასახვას, რაც იწვევს ინფლაციური მოლოდინის ზრდას, ამის საპასუხოდ ეროვნული ბანკი ამკაცრებს მონეტარულ პოლიტიკას.

ვალუტის კურსზე სწრაფი ეფექტის მოსახდენად ეროვნულ ბანკს მონეტარული პოლიტიკის სხვა ინსტრუმენტი აქვს – ინტერვენციები სავალუტო ბაზარზე. მას შეუძლია დოლარის რეზერვები სავალუტო აუქციონზე გაყიდოს, რის შედეგადაც გაზრდის მიმოქცევაში არსებული დოლარის მოცულობას და პირდაპირპროპორციულად შეამცირებს ლარის მოცულობას. რადგან ვალუტის კურსი ლარისა და დოლარის მასებს შორის თანაფარდობით დგინდება, ბუნებრივია, დოლარის გაყიდვას სავალუტო კურსზე დიდი გავლენა აქვს. კურსის გრძელვადიანი სტაბილურობა სავალუტო რეზერვების გაყიდვით ვერ მიიღწევა. ამისათვის საჭიროა იმ ფუნდამენტური ფაქტორების გაჯანსაღება, რაც ძირითადად განაპირობებს ლარის კურსის გაუფასურებას. ესენია: ეკონომიკური ზრდის დაბალი ტემპი, გაზრდილი საგარეო სავაჭრო დეფიციტი, შემცირებული შემოსავლები ტურიზმიდან, შემცირებული ფულადი გზავნილები უცხოეთიდან, სახელმწიფო ბიუჯეტის მაღალი დეფიციტი. ამასთან, არ უნდა დაგვავიწყდეს, რომ ეროვნული ბანკის ვალუტის ოფიციალური რეზერვების გამოყენებაც არ არის სასურველი, რადგან რეზერვები ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობის გარანტია და უკიდურეს შემთხვევაში უნდა იხარჯებოდეს. ეროვნული ბანკი წარმოადგენს მონოპოლისტს ფულის ემისიაში, შესაბამისად ვალუტის კურსის სისუსტეზეც ყველაზე მეტი პასუხისმგებლობა მას ეკისრება. მიზეზი, რის გამოც დღეს ეროვნული ვალუტა ასე სუსტდება, არის ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა. მაღალი დოლარიზაციის გამო საქართველოში მონეტარული პოლიტიკის გავლენა ეკონომიკაზე შეზღუდულია და საპროცენტო განაკვეთის ზრდა აისახება მხოლოდ ლარის სესხებზე: ნაკლები დოლარი ლარის უცვლელობის პირობებში აუფასურებს ლარს. მეტი ლარი დოლარის უცვლელობის პირობებში ასევე აუფასურებს ლარს.²⁶

თუკი გაცვლით კურსზე გრძელვადიან პერიოდში სტრუქტურული ფაქტორების გავლენა დომინირებს, საშუალო ვადიან პერიოდში ციკლური, ხოლო მოკლევადიან

²⁶ ბ. ნამჩავაძე - „გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკა – ქართული ეკონომიკის უკანასკნელი იმედის ჯარიმა“, ჟურნალი „ფორბსი“, 2015.

პერიოდში ბაზრის მონაწილეთა მოლოდინები და ვალუტის მიმდინარე ტრანზაქციებისთვის საჭიროება ახდენს გავლენას. საშუალოვადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის დინამიკას, ძირითადად ადგილობრივი და უცხოური ქვეყნის ბიზნეს ციკლი, მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკა განსაზღვრავს. ციკლური ძალები ხშირად იწვევს გაცვლითი კურსის წონასწორობიდან გადახრას, რომელიც, შესაძლოა, საკმაოდ ხანგრძლივი პერიოდით შენარჩუნდეს. თუმცა, გრძელვადიან პერსპექტივაში საშუალოვადიანი ციკლური ფაქტორები პრაქტიკულად უჩინარდება და მათი გავლენა მინიმალურია. უფრო კონკრეტულად, გაცვლითი კურსის საშუალოვადიან განმსაზღვრელ ძირითად ფაქტორებს მიეკუთვნება საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა ადგილობრივ და უცხოურ ბაზრებზე, საგარეო ვაჭრობის, მიმდინარე და კაპიტალის ანგარიშების ტენდენციები, მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკა, და სხვა. კვლევების მიხედვით, აღნიშნული ცვლადები კურსის საშუალოვადიანი ტენდენციას ყველაზე კარგად ხსნის. თუმცა, ზოგჯერ გარკვეული მიზეზებით არსებული კორელაციები ირღვევა და ამ ცვლადების გამოყენებაც არ კმარა პროგნოზირებისთვის. საშუალოვადიან პერიოდში გაცვლით კურსზე მოქმედ ფაქტორებს შორის ასევე მნიშვნელოვანი ადგილი უკავია მიმდინარე ანგარიშს. კერძოდ, ამ უკანასკნელის დისბალანსმა რამდენიმე არხით შეიძლება მოახდინოს გავლენა გაცვლით კურსზე. პირველი, დიდი საგარეო დისბალანსის არსებობამ შესაძლოა გავლენა მოახდინოს ადგილობრივი ვალუტის მოთხოვნა-მიწოდებაზე და შესაბამისად, პირდაპირი გავლენა იქონიოს გაცვლითი კურსის დინამიკაზე. მეორე, ზოგადი მოსაზრების მიხედვით, არსებობს ქვეყნის შესაძლებლობის გარკვეული ზღვარი, ანუ არ შეიძლება მიმდინარე ანგარიშის დიდი დეფიციტი მუდმივად შენარჩუნდეს, რადგან მაღალმა დეფიციტმა უნდა გამოიწვიოს ქვეყნის უცხოელი ინვესტორების მიმართ ვალის დაუსრულებელი ზრდა. ხოლო, თუ უცხოელი ინვესტორების შეფასებით საგარეო ვალი არამდგრადი გახდა, ეს გამოიწვევს ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურებას, რათა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი შემცირდეს და საგარეო ვალის მდგრად დონეზე სტაბილიზაცია მოხდეს.²⁷

²⁷ გ. ბაქრაძე, გ. ბარბაქაძე, ს. თვალაძე, ზ. ზედგენიძე - „გაცვლითი კურსის გამსაზღვრელი ფაქტორები“, ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, N1, 2014.

საქართველოს ეროვნული ბანკი სავალუტო ინტერვენციებისთვის იყენებს უცხოური ვალუტის პირდაპირი ყიდვის ან გაყიდვის სავალუტო აუქციონებს, ასევე სავალუტო ოფციონის აუქციონებს. რომლის მეშვეობით ეროვნული ბანკი ყიდის ან ყიდულობს უცხოურ ვალუტას ბანკთაშორის სავალუტო ბაზარზე. აუქციონები ტარდება ბლუმბერგის პლატფორმაზე. აუქციონზე მონაწილეობის უფლება აქვს ყველა კომერციულ ბანკს. აუქციონის ჩატარების შესახებ ეროვნული ბანკი აუქციონამდე მინიმუმ 1 საათით ადრე წინასწარ შეტყობინებას უგზავნის კომერციულ ბანკებს. აუქციონი ტარდება მრავალი ფასის მეთოდით⁴. სავალუტო აუქციონზე თითო ბანკიდან დასაშვებია მხოლოდ ერთი განაცხადის წარდგენა. აუქციონში გამარჯვებულ ბანკებთან ანგარიშსწორება ხდება მომდევნო საბანკო დღეს. აუქციონის დამთავრების შემდეგ, აუქციონის შედეგები ეგზავნება ყველა კომერციულ ბანკს და ქვეყნდება ეროვნული ბანკის ვებგვერდზე.

სავალუტო ოფციონი არის სავალუტო პოლიტიკის ინსტრუმენტი, რომელსაც ეროვნული ბანკი იყენებს რეზერვების შესავსებად 2019 წლიდან. სავალუტო ოფციონი უფლებას აძლევს მის მფლობელს (კომერციულ ბანკს) იყიდოს ლარი უცხოური ვალუტით (აშშ დოლარით ან ევროთი) ეროვნული ბანკისგან ყიდვის დღეს არსებული ოფიციალური გაცვლითი კურსით. ასეთ შემთხვევაში ბანკები ლარის ყიდვის უფლებას გამოიყენებენ იმ დღეებში, როდესაც ბაზარზე ლარს გამყარების ტენდენცია აქვს, ანუ ბაზარზე ლარი უფრო მყარია ვიდრე ოფიციალური გაცვლითი კურსი. ამასთან, სავალუტო ოფციონს აქვს დამატებითი პირობა, რომ მისი გამოყენება შესაძლებელია მხოლოდ იმ დღეებში, როდესაც ლარის ოფიციალური გაცვლითი კურსი უფრო მყარია, ვიდრე წინა 20 საბანკო დღის საშუალო. ეს პირობა უზრუნველყოფს, რომ ოფციონის გამოყენება არ მოხდება იმ დროს, როდესაც გაცვლითი კურსი მოკლევადიან რყევებს განიცდის. ეროვნული ბანკი სავალუტო ოფციონებს ყიდის ბლუმბერგის სავაჭრო სისტემის აუქციონის პლატფორმაზე. ოფციონის აუქციონზე მონაწილეობის უფლება აქვს ყველა კომერციულ ბანკს. ოფციონის აუქციონის ერთი წლის წინასწარი სავარაუდო განრიგი თვეების მიხედვით გამოქვეყნებულია ეროვნული ბანკის ვებგვერდზე. კონკრეტულ თვეს ეროვნული ბანკი უფლებას იტოვებს გაზარდოს ან შეამციროს აუქციონზე გასაყიდი სავალუტო ოფციონის მოცულობა. ოფციონის აუქციონი ტარდება

მრავალი ფასის მეთოდით, აუქციონზე ყოველი ბანკისგან დასაშვებია მხოლოდ ერთი განაცხადის წარდგენა. აუქციონში გამარჯვებული ბანკები ოფციონების პრემიას იხდიან აუქციონის შემდეგ საბანკო დღეს. თუ ოფციონების მოქმედების პერიოდში ბანკმა არ გამოიყენა ოფციონი, იგი უქმდება გადახდილი პრემიის ბანკისათვის დაბრუნების გარეშე.²⁸

ეროვნული ბანკი ახორციელებს მხოლოდ სტერილიზებულ სავალუტო ინტერვენციებს. უცხოური ვალუტის შესყიდვის შემთხვევაში იზრდება ბაზარზე ლიკვიდობის მიწოდება და პირიქით, უცხოური ვალუტის გაყიდვის შემთხვევაში ლიკვიდობა მცირდება. აღნიშნულმა, შეიძლება გამოიწვიოს საპროცენტო განაკვეთების არასასურველი მერყეობა, რაც, თავის მხრივ, გაზრდის საპროცენტო რისკებს, შესაბამისად გაიზრდება გრძელვადიან სესხებზე პროცენტი და შემცირდება გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდის პოტენციალი. იმისათვის, რომ სავალუტო ინტერვენციამ არ იქონიოს გავლენა საპროცენტო განაკვეთებზე, ცენტრალური ბანკები ახდენენ ინტერვენციების სტერილიზაციას. ეროვნული ბანკის სავალუტო ინტერვენციების სტერილიზაცია ხორციელდება ავტომატურად ღია ბაზრის ოპერაციების საშუალებით. უცხოური ვალუტის შესყიდვის შემთხვევაში რეფინანსირების სესხზე მოთხოვნა და შესაბამისად მიწოდება ავტომატურად მცირდება, ხოლო უცხოური ვალუტის გაყიდვის შემთხვევაში რეფინანსირების სესხზე მოთხოვნა ავტომატურად იზრდება. თუ ინტერვენციებით მიწოდებული ლარის რესურსი გადააჭარბებს რეფინანსირების სესხების მოცულობას, მაშინ ეროვნული ბანკი გაზრდის სადეპოზიტო სერთიფიკატების ემისიას და ამით მოახდენს სტერილიზაციას.

2.3. ინფლაციის თარგეთირება და მონეტარული პოლიტიკის თავისებურებები საქართველოში

ეროვნული ბანკის ძირითადი ამოცანაა ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა, ამასთან, ეროვნულმა ბანკმა უნდა უზრუნველყოს საფინანსო სისტემის სტაბილურობა, გამჭირვალობა და ხელი უნდა შეუწყოს ქვეყანაში მდგრად ეკონომიკურ ზრდას, თუ ეს შესაძლებელია ისე, რომ საფრთხე არ შეექმნას მისი ძირითადი ამოცანის შესრულებას.

²⁸ საქაროელს ეროვნულ ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_manual/mp_manual_final.pdf

ფასების სტაბილურობა არის ფუნდამენტური ფაქტორი, რომელიც აუცილებელია მაღალი და სტაბილური ეკონომიკური ზრდის მისაღწევად, ამას ეროვნული ბანკი ახორციელებს მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმის - ინფლაციის თარგეთირების გამოყენებით. ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი გულისხმობს ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის გამოცხადებას და შემდეგ ამ მაჩვენებლის შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის განსაზღვრას. აღნიშნული რეჟიმი უზრუნველყოფს საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელთან ახლოს არსებობას, და ამავე დროს, საშუალებას იძლევა ეგზოგენურ (გარე, მონეტარული პოლიტიკისგან დამოუკიდებელი ფაქტორები) შოკებზე საპასუხოდ, ინფლაცია დროებით გადაიხაროს მიზნობრივი მაჩვენებლისგან. ასეთი მიდგომით, ფასების სტაბილურობა ყველაზე დაბალი საზოგადოებრივი დანახარჯებით მიიღწევა, ხოლო გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდა სხვა ალტერნატივებთან შედარებით ყველაზე მაღალი და სტაბილურია.

ინფლაციის ოპტიმალური სამიზნე მაჩვენებლის განსაზღვრა მრავალ ფაქტორზე დამოკიდებული. ეკონომიკისთვის დამაზიანებელია როგორც მაღალი ინფლაცია, ასევე ნულოვანი ინფლაცია ან დეფლაცია. ზოგადად, განვითარებად ქვეყნებში ინფლაცია საშუალოდ უფრო მაღალია, ვიდრე განვითარებულ ქვეყნებში. განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით, განვითარებად ქვეყნებში ინფლაციის მაღალი დონე ძირითადად ამ უკანასკნელ ჯგუფში პროდიქტიულობის ზრდის უფრო მაღალი ტემპით აიხსნება. ქვეყნებში, სადაც პროდუქტიულობა ვაჭრობად სექტორში უფრო სწრაფი ტემპით იზრდება, ხელფასების ზრდის ტემპით უფრო მაღალია, რაც არავაჭრობად სექტორში ფასების ზრდასა და, საბოლოო ჯამში, შედარებით მაღალ ინფლაციას განაპირობებს.

საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ვაჭრობადი სექტორის ინფლაციის საშუალო შეწონილი დაახლოებით 2.5%-ს შეადგენს, რაც იმას ნიშნავს, რომ ვაჭრობადი სექტორის ინფლაცია საქართველოშიც დაახლოებით 2.5% იქნება იმ დაშვებით, რომ ვაჭრობად სექტორში ერთი ფასის პრინციპი მოქმედებს (ეკონომიკური კონცეფცია, რომლის მიხედვითაც ერთი და იგივე საქონელი სხვადასხვა ადგილას ერთსა და იმავე ფასად უნდა იყიდებოდეს; წარმოადგენს მსყიდველობითუნარიანობის პარიტეტის თეორიის საფუძველს).

საქართველოში ოპტიმალური ინფლაციის განსაზღვრისათვის მნიშვნელოვან კომპონენტს წარმოადგენს ვაჭრობად და არავაჭრობად სექტორებს შორის პროდუქტიულობების სხვაობა. დღესდღეობით ამ ორ სექტორს შორის პროდუქტიულობების ზრდის ტემპებს შორის განსხვავება დაახლოებით 1.5 პროცენტულ პუნქტს შეადგენს. თუ დავუშვებთ, რომ სამომხმარებლო კალათში არავაჭრობადი საქონლის წილი დაახლოებით 30%-ისშუალედშია, ოპტიმალური ინფლაციის მაჩვენებელი 3%-ს შეადგენს ($2.5\%+30\%*1.5\%=3\%$).

ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის განსაზღვრისას ასევე გასათვალისწინებელია ეროვნული ბანკის ხელთ არსებული საშუალებები ოპტიმალური სამიზნე მაჩვენებლის მისაღწევად. იქიდან გამომდინარე, რომ 2009 წელს, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადასვლისას, ეროვნული ბანკის ინსტრუმენტები საკმაოდ შეზღუდული იყო, ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის 3%-ის ფარგლებში განსაზღვრა და მისი ამ ფარგლებში შენარჩუნება ეროვნული ბანკის მიერ მკვეთრი ქმედებების განხორციელების საჭიროებას დააყენებლად, რაც, თავის მხრივ, ბანკთაშორის ბაზარზე რყევებს და საპროცენტო განაკვეთების არასტაბილურობას გამოიწვევდა. შესაბამისად, ინფლაციის თარგეთირების შემოღების პირველ წლებში ეროვნული ბანკის სტრატეგია მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებისა და გადაცემის არხების განვითარების პარალელურად ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის ეტაპობრივად შემცირებას ეფუძნებოდა. ეკონომიკური ზრდის, ეროვნული ბანკის ინსტრუმენტების და მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის განვითარებასთან ერთად, ეტაპობრივად იზრდება ეროვნული ბანკის შესაძლებლობები, შეინარჩუნოს ინფლაცია ოპტიმალურ მაჩვენებელზე, აქედან გამომდინარე, საქართველოს ეკონომიკის განვითარების არსებულ ეტეპზე, 2018 წლიდან სამიზნე მაჩვენებელი 3%-მდე მცირდება და შემდგომი წლების განმავლობაში საშუალოვადიანი პერიოდის მიზნობრივი მაჩვენებელი 3%-ი განისაზღვრა. ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის განსაზღვრა 3%-ზე და, შედეგად, მონეტარული პოლიტიკის განხორციელება ინფლაციის დონის ამ ნიშნულზე დამიზნებით ხელს შეუწყობს მომავალში ინფლაციის მოლოდინების შემცირებასა და, ზოგადად, მაკროეკონომიკური სტაბილურობის შენარჩუნებას. ინფლაციის მოლოდინების შემცირება მიზნობრივ მაჩვენებლამდე მნიშვნელოვანია

მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის ზრდისათვის. ასეთ დროს მონეტარული პოლიტიკის განხორციელება უფრო ნაკლებად ხარჯიანია ეკონომიკისათვის, რადგან სამიზნე მაჩვენებლის მიღწევა პოლიტიკის განაკვეთის მცირე ცვლილებით არის შესაძლებელი.

რაც შეეხება თავად ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმს, მრავალი საერთაშორისო კვლევა მოწმობს ამ რეჟიმის წარმატებულობას. მაგალითად, Vega and Winkelried(2005) - ის მიხედვით, ინფლაციის თარგეთირებამ შეამცირა ინფლაციის დონე, მისი მერყეობა და მისი ხანგრძლივობა როგორც განვითარებულ, ასევე განვითარებად ქვეყნებში. IMF (International Monetary Fund) კი ასკვნის რომ განვითარებად ქვეყნებში ინფლაციის თარგეთირებამ შეამცირა ინფლაციის დონე, მისი მერყეობა, ინფლაციის მოლოდინები და საპროცენტო განაკვეთებისა თუ გაცვლითი კურსის მერყეობა. Roger S. (2009) – ის მიხედვით, ინფლაციის თარგეთირების დამსახურებაა, რომ დაბალშემოსავლიანი ქვეყნებისათვის მიწოდების შოკები ნაკლებად დამაზარალებელი აღმოჩნდა. შეჯამებისთვის შეგვიძლია დავეყრდნოთ Mishkin and Schmidt-Hebbel (2007) - ის მიერ, ლიტერატურაში არსებული ემპირიული კვლევების შესრულებულ მიმოხილვას. ამ უკანასკნელის მიხედვით, ცალსახად იკვეთება, რომ ინფლაციის თარგეთირებამ შეამცირა ინფლაცია და მისი მერყეობა და ეს შემცირება ყველაზე გამოკვეთილი განვითარებადი ქვეყნების შემთხვევაში იყო. ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი დღეისათვის საერთაშორისოდ აღიარებულია როგორც პრაქტიკულად საუკეთესო რეჟიმი.

საქართველოში ინფლაციის თარგეთირების პირობებში ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის მიღწევა ხდება ეროვნული ბანკის კონტროლის ქვეშ არსებული ინსტრუმენტის - მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის - ცვლილებით. მონეტარული პოლიტიკის შესახებ გადაწყვეტილებას იღებს საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტი, რომელიც იკრიბება წელიწადში 8-ჯერ. გადაწყვეტილება მიიღება მაკროეკონომიკური გარემოს გაანალიზების, საფინანსო ბაზრებზე არსებული ვითარების განხილვის, ინფლაციის დინამიკის პროგნოზირებისა და ინფლაციაზე მოქმედი მაკროეკონომიკური რისკების შეფასების შედეგად. იმ შემთხვევაში, თუ ინფლაციის პროგნოზი აღემატება მიზნობრივ მაჩვენებელს, ხდება

პოლიტიკის გამკაცრება ან პირიქით, თუ ინფლაციის პროგნოზი ჩამორჩება მიზნობრივ დონეს, ხდება მონეტარული პოლიტიკის შერბილება.

ინფლაციის თარგეთირება შეიცავს რისკებს, როგორც ზრდის, ასევე შემცირების მიმართულებით. კერძოდ, ინფლაციის პროგნოზისთვის რისკის შემცველია ეკონომიკური აქტივობა, რომელიც მოსალოდნელზე მაღალი დონის შემთხვევაში, პროგნოზთან შედარებით უფრო მაღალ ინფლაციას განაპირობებს, ხოლო მოსალოდნელზე დაბალი ეკონომიკური აქტივობის შემთხვევაში, პროგნოზთან შედარებით უფრო დაბალ ინფლაციას გამოიწვევს. რისკის შემცველია ასევე სურსათისა და ნავთობპროდუქტების ფასები, რომლებიც სამომხმარებლო ფასების ინდექსის მნიშვნელოვან ნაწილს შეადგენს და მეტწილად მიწოდების ფაქტორებზეა დამოკიდებული. პროგნოზის საბაზისო სცენარი ნავთობისა და სურსათის საერთაშორისო ფასების მკვეთრ ცვლილებებს არ ითვალისწინებს. ასევე, მნიშვნელოვანია სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების კურსები, მათ შორის ევროს გაცვლითი კურსი, რომელიც ევროპის ცენტრალური ბანკის მიერ გატარებული რაოდენობრივი შემსუბუქების პოლიტიკის შენელების ტემპზე იქნება დიდწილად დამოკიდებული. სავაჭრო პარტნიორების კურსების მკვეთრი ცვლილება, შესაძლოა საქართველოში იმპორტირებული საქონლის ფასების ცვლილების წყარო გახდეს.

უნდა აღინიშნოს, რომ მონეტარული პოლიტიკის მიზანი ვერ იქნება ინფლაციაზე მოქმედი მოკლევადიანი და ერთჯერადი ფაქტორების სრულად განეიტრალება, აღნიშნული შესაძლებელი იქნებოდა მხოლოდ ეკონომიკური ზრდის მკვეთრად შემცირებისა და უმუშევრობის ზრდის ხარჯზე. ამდენად, ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის განსაზღვრისას ცდილობს დააბალანსოს ორი ფაქტორი: რამდენად სწრაფად დაუბრუნდება ინფლაცია მიზნობრივ დონეს და როგორი გავლენა ექნება მონეტარულ პოლიტიკას ეკონომიკურ ზრდაზე. საქართველოში, ისევე როგორც ყველა ქვეყანაში, მაკროეკონომიკური შოკები გარდაუვალია, რის გამოც ინფლაციის ფაქტორივი მაჩვენებელი შესაძლებელია განსხვავდებოდეს მიზნობრივი დონისგან. თუ რამდენად დიდი და ხანგრძლივი იქნება ეს გადახრა, დამოკიდებულია შოკის სიძლიერესა და ხასიათზე. რადგან მიწოდების შოკებზე რეაგირება ეკონომიკის მაღალ მერყეობას იწვევს და, შესაბამისად, მაღალია საზოგადოებრივი დანახარჯი, სწორედ

ამიტომ, ცენტრალური ბანკები, როგორც წესი, არ ახდენენ რეაგირებას დროებითი ხასიათის შოკებზე. ეს კი ნიშნავს, რომ მოკლევადიან პერიოდში შესაძლებელია ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრა, ხოლო საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციის მაჩვენებელი ეროვნული ბანკის მიერ განხორციელებული მონეტარული პოლიტიკის შედეგად დაუბრუნდება მის შოკამდელ დინამიკას. თუ შოკი არის იმდენად ძლიერი, რომ ინფლაციის მოლოდინის ზრდის(შემცირების) გამო, მან შესაძლებელია ინფლაციაზე გრძელვადიანი გავლენა მოახდინოს, მაშინ ეროვნული ბანკის რეაქცია დამოკიდებულია მის შეფასებაზე, თუ რა უფრო უარყოფით გავლენას მოახდენს გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდაზე - ინფლაცია თუ მოთხოვნის შესუსტება(გაზრდა).²⁹

²⁹ საქართველოს პარლამენტის დღეიწილება - „2018-2020 წლების ფულდსაკრედიტოდ სავალუტოპოლიტიკის ძირითად მიმაროულებების შესახებ“ (განმარტებით ბარათ) - http://parliament.ge/ge/ajax/downloadFile/74968/erovnuli_banki

თავი-III. მონეტარული პოლიტიკის სრულყოფის ძირითადი მიმართულებები საქართველოში

3.1. მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმების ეფექტიანობის შეფასება საქართველოში

ფასების სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი ინსტრუმენტია მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (რეფინანსირების განაკვეთი). პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილება სხვადასხვა არხებით გადაეცემა ერთობლივ მოთხოვნასა და იმპორტის ფასებს საბოლოოდ კი - ინფლაციას. მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტი პოლიტიკის განაკვეთის შესახებ გადაწყვეტილებას იღებს ინფლაციის პროგნოზზე დაყრდნობით. კომიტეტი ასევე ითვალისწინებს მიმდინარე ეკონომიკურ ტენდენციებსა და ფინანსური ბაზრების მდგომარეობას. გადაწყვეტილების მიღებისას ფოკუსირება საშუალოვადიან პერიოდზე ხდება. როდესაც საშუალოვადიან პერიოდში საპროგნოზო ინფლაცია ჩამორჩება მიზნობრივ მაჩვენებელს, ეროვნული ბანკი შეარბილებს მონეტარულ პოლიტიკას და ამცირებს საპროცენტო განაკვეთს. შემცირებული პოლიტიკის განაკვეთი გადაეცემა სესხებისა და დეპოზიტების განაკვეთებს, შედეგად იზრდება მოთხოვნა სესხებზე და მცირდება დეპოზიტებზე, რაც ასტიმულირებს ერთობლივ მოთხოვნას და ზრდის ინფლაციას. ამის საპირისპიროდ, თუ საპროგნოზო ინფლაცია მიზნობრივ დონეს აღემატა, ფასების ზრდის მოსათოკად ეროვნული ბანკი ამკაცრებს მონეტარულ პოლიტიკას - გაზრდის პოლიტიკის განაკვეთს. გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთების ფონზე, სესხები ნაკლებმიმზიდველი ხდება და შედეგად იზღუდება ერთობლივი მოთხოვნა, რაც ამცირებს ინფლაციის დონეს.

პოლიტიკის განაკვეთის შესახებ გადაწყვეტილება მიიღება მონეტარული პოლიტიკის რეაქციის ტეილორის ტიპის ფუნქციის მიხედვით. მონეტარული პოლიტიკის რეაქციის ფუნქცია ითვალისწინებს, რომ პოლიტიკის განაკვეთი იცვლება დიდწილად მოსალოდნელი ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრის საპასუხოდ და მცირედით მშპ-ს გაპის (გადახრა პოტენციური დონიდან) საპასუხოდ. ასევე გასათვალისწინებელია, რომ პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილებას გარკვეული

ინერციულობა ახასიათებს. პოლიტიკის განაკვეთის ეტაპობრივი ცვლილება ოპტიმალურია როგორც გაურკვეველობის პირობებში გადაჭარბებული რეაგირების თავიდან აცილებისთვის, ასევე გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების უკეთ მართვისათვის.

მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებები ფოკუსირებულია საშუალოვადიან პერიოდზე, რაც გამოწვეულია იმ მიზეზით, რომ მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებების სრული ეფექტი მისი რეალიზებიდან 4-6 კვარტალის შემდგომ მიიღწევა. ამასთანავე, მცირე ღია ტიპის ეკონომიკისათვის ეგზოგენური (მონეტარული პოლიტიკისაგან დამოუკიდებელი) შოკები გარდაუვალია, რაც მოკლევადიან პერიოდში ინფლაციის მიზნობრივი დონიდან გადახრას განაპირობებს. მონეტარული პოლიტიკა მოთხოვნაზე ზემოქმედების ინსტრუმენტია, შესაბამისად, ცენტრალური ბანკები, ძირითადად, მოთხოვნის შოკებზე რეაგირებენ, რადგან მიწოდების შოკებზე რეაგირება ეკონომიკისთვის დიდ დანახარჯებთან არის დაკავშირებული და ეკონომიკური ზრდის მერყეობას და, შედეგად, დასაქმების შემცირებას გამოიწვევს. შესაბამისად, მიზანშეწონილია მოკლევადიან პერიოდში ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრის დაშვება, თუ საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაცია მის მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუბრუნდება. ეროვნული ბანკის მიზანია მონეტარული პოლიტიკა წარმართოს ისე, რომ ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუახლოვდეს საშუალოვადიან პერიოდში.³⁰

მომავალზე ორიენტირებული მონეტარული პოლიტიკის ფორმირებიდან გამომდინარე საკვანძო მნიშვნელობა აქვს პროგნოზირებისა და მონეტარული პოლიტიკის ანალიზის სისტემას (FPAS), რომელიც მოიცავს რამდენიმე ანალიტიკურ ინსტრუმენტს. ესენია: მოკლევადიანი პროგნოზირების ინსტრუმენტები, ძირითადი მაკროეკონომიკური მოდელი და დამატებითი სატელიტური მოდელები. მოკლევადიანი პროგნოზირების ინსტრუმენტების მიზანი ძირითადი მაკროეკონომიკური ცვლადების პროგნოზირებაა მხოლოდ მოკლევადიან (ერთი-ორი კვარტალი) პერიოდში, ხოლო სატელიტური მოდელები პროგნოზირებული მშპ-ს კომპონენტების მიხედვით ჩაშლისათვის გამოიყენება. მაკროეკონომიკური მოდელი კი,

³⁰ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_manual/mp_manual_final.pdf

FPAS-ის მთავარი ნაწილი, ნახევრად სტრუქტურული მოდელია, რომელიც ახალ კეინზიანურ მიდგომაზეა დაფუძნებული. იგი მოიცავს, ერთი მხრივ, ემპირიულად სასურველ თვისებებს და, მეორე მხრივ, დინამიკური სტოქასტური ზოგადი წონასწორობის (DSGE) მიდგომას. მასში გათვალისწინებულია ბაზრის მოლოდინები, რაც მოდელს მომავალზე ორიენტირებულს ხდის. მოდელის განტოლებები არის სტრუქტურული, რამდენადაც მის შემადგენელ ყველა განტოლებას ეკონომიკური შინაარსი გააჩნია. ამასთან, მოდელი სტანდარტულ მახასიათებლებთან ერთად, მოიცავს საქართველოს ეკონომიკისთვის დამახასიათებელ თავისებურებებსაც (მაგალითად, ფინანსურ დოლარიზაციას), რაც ანალიზის ფართო შესაძლებლობებს იძლევა. აღნიშნული მოდელის საშუალებით ხდება როგორც საბაზისო საშუალოვადიანი მაკროეკონომიკური პროგნოზის შემუშავება, ასევე სხვადასხვა რისკ სცენარების ანალიზი.

ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის პირობებში, მონეტარული პოლიტიკის მთავარ ინსტრუმენტს პოლიტიკის განაკვეთი წარმოადგენს. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთით ეროვნული ბანკი სხვადასხვა არხით მოქმედებს ეკონომიკურ აქტივობასა და ინფლაციაზე, რასაც ეკონომიკურ ლიტერატურაში მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმს უწოდებენ. პირველ ეტაპზე, მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილება ფულადი ბაზრის საპროცენტო განაკვეთებზე ახდენს გავლენას, რაც, შემდგომში, სხვა ფინანსური ინსტრუმენტების საპროცენტო განაკვეთებზეც აისახება. ამავდროულად, მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებები ეკონომიკური სუბიექტების მოლოდინებზე და, შედეგად, მათ ქცევაზე აისახება. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილება ფასიანი ქაღალდების ფასებსა და გაცვლით კურსზეც ახდენს გავლენას.³¹

მეორე ეტაპზე, ზემოაღნიშნული ცვლილებები ცალკეული შინამეურნეობებისა და ფირმების ხარჯვის, დაზოგვისა და ინვესტირების ქცევას განაპირობებს. მაგალითად, საბაზრო საპროცენტო განაკვეთების ზრდა ეკონომიკურ სუბიექტებს უფრო მეტი დაზოგვისკენ უბიძგებს და სესხებს ნაკლებ მიმზიდველს ხდის, რადგანაც იზრდება სესხის მომსახურების ღირებულება. შესაბამისად, იცვლება ერთობლივი მოთხოვნა. საბოლოოდ, ერთობლივი მოთხოვნის ცვლილება ფასებზე აისახება.

³¹ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_manual/mp_manual_final.pdf

მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის ასამაღლებლად მნიშვნელოვან წინაპირობას წარმოადგენს გადაცემის მექანიზმის გაძლიერება. ამისთვის საჭიროა მრავალმხრივი ღონისძიებების გატარება, რომლებიც ხელს შეუწყობს ეკონომიკის დოლარიზაციის შემცირებას, ფინანსური სექტორის გაღრმავებასა და მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების აქტიურ გამოყენებას. მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის განვითარების კუთხით, ბოლო წლების განმავლობაში საქართველოში მნიშვნელოვანი პროგრესი შეინიშნება. პირველ რიგში აღსანიშნავია 2010 წლიდან მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების გააქტიურება (მუდმივმოქმედი რეფინანსირების სესხები, ერთდღიანი სესხები და დეპოზიტები), რამაც განაპირობა პოლიტიკის განაკვეთის გავლენის გაზრდა ფულად ბაზარზე და შესაბამისად უფრო მე-ტად გადაეცემა დანარჩენ ეკონომიკასაც. ასევე მნიშვნელოვანია დოლარიზაციის შემცირების დინამიკა, რომელიც ბოლო ათი წლის განმავლობაში შეინიშნება. მაღალი დოლარიზაცია გადაცემის მექანიზმის ეფექტიანი ფუნქციონირების შემაფერხებელი მნიშვნელოვანი ფაქტორია. მაღალი დოლარიზაციის პირობებში შესუსტებულია გადაცემის მექანიზმის არხები (რადგან ეროვნული ბანკის კონტროლის არეალში მხოლოდ ლარის საპროცენტო განაკვეთები), რის გამოც მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება ნაკლები შემცირებული სიმძლავრით ახდენს გავლენას ერთობლივ მოთხოვნასა და ფასების დონეზე[თ. ბაიაშვილი, 2015:42].³²

ბოლო წლების განმავლობაში შეინიშნება ფინანსური სექტორის გაღრმავების ტენდენციებიც (ძირითადად ფულადი და სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების ბაზრები), რაც ასევე ხელს უწყობს გადაცემის მექანიზმის გაძლიერებას. თუმცა, აუცილებელია, კაპიტალის ბაზრის შემდგომი გაღრმავება, რაც გულისხმობს ქვეყანაში კორპორატიული ობლიგაციების, წარმოებული ინსტრუმენტებისა თუ სხვა სააქციო კაპიტალის ბაზრების განვითარებას, რომელიც ამ ეტაპზე პრაქტიკულად არ არსებობს. რაც უფრო აქტიური იქნება კაპიტალის ბაზარი, მით უფრო ეფექტიანი იქნება მონეტარული პოლიტიკა. შესაბამისად, ეროვნული ბანკის (ისევე როგორც სახელმწიფოს) ინტერესებშია აღნიშნული ბაზრების განვითარება.

³² თ. ბაიაშვილი - „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები“, ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, N1, 2015.

3.2. ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის სრულყოფის მიმართულებები

მონეტარული პოლიტიკის შერბილების თუ გამკაცრების შედეგი ყოველთვის არ არის ცალსახა, და ამგვარი ცვლილების შედეგი რთულად პროგნოზირებადია. ეკონომიკა მუდმივად არის მრავალგვარი შოკის გავლენის ქვეშ, და მონეტარული პოლიტიკის მიზანი უნდა იყოს დააბრუნოს ეკონომიკა წონასწორობაში და არა თვითონ შექმნას დამატებითი შოკები. პრობლემაა ის, რომ პოლიტიკის ცვლილების გავლენების პროგნოზი ეფუძნება დაშვებას, რომ სხვა პირობები, რომელთაც გავლენა აქვთ შედეგებზე, მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებიდან ცვლილებამდე უცვლელია. რადგან სხვა პირობები მუდმივად ცვალებადია, ხშირად მონეტარული პოლიტიკის ცვლილების შედეგი აცდენილია ნავარაუდევს. პოლიტიკის ცვლილების ფაქტიური შედეგი დამოკიდებულია იმაზე თუ რამდენად სრულადაა გათვალისწინებული ფაქტორები, რომლებიც გავლენას ახდენენ მის შედეგებზე – ისეთები, როგორც არის ბიზნესისა და მომხმარებლის ნდობა, ფისკალური პოზიცია, მსოფლიო ეკონომიკის საერთო მდგომარეობა, ნდობა თვით მონეტარული პოლიტიკის მიმართ. ამ მიზეზის გამო, ძალიან რთულია, თუ შეუძლებელი არა, წინასწარ გაწერილი წესებით და გეგმებით ეფექტური მონეტარული პოლიტიკის წარმოება. მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურობა დამოკიდებული იქნება იმაზე, თუ რამდენად კარგად და სწორად არის გააზრებული და პროგნოზირებული კავშირები მის გადაცემის მექანიზმებსა და ინფლაციას შორის.

უნდა ითქვას, რომ განვითარებად ქვეყნებში მონეტარული პოლიტიკის წარმოებას ხშირად ართულებს სუსტი ფისკალური პოზიცია, ფინანსური სისტემის განვითარების დონე, ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის ხარისხი, პოლიტიკის მრავალმიზნობრიობა, მონეტარული პოლიტიკის ტრანსფარენტულობისა და ანგარიშვალდებულების ბუნდოვანება. ანგარიშვალდებულება ეფექტური რომ იყოს, საჭიროა პოლიტიკის ყოველი ცვლილების მიზანი იყოს მკაფიოდ გაცხადებული და ხდებოდეს ამ ცვლილებების შედეგების ფართოდ გამჟღავნება და განხილვა. ფისკალური პოზიციის ზოგიერთ ცვლილებას შეუძლია გავლენა მოახდინოს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმებზე და გაზარდოს ზეწოლა ინფლა-

ციაზე. როდესაც ქვეყნის ფისკალური პოზიცია სუსტია და მისი ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის ხარისხი არასათანადოა, მონეტარულ პოლიტიკაზე მთავრობის მხრიდან არასასურველი გავლენების რისკი მაღალია. განვითარებად ქვეყნებში ფინანსური სისტემის განვითარების დონეც შორს არის სასურველისაგან. მაგალითად, საქართველოში კაპიტალის ბაზარი, შეიძლება ითქვას, არც არსებობს, რაც თითქმის სრულად ხურავს საპროცენტო განაკვეთის ინვესტიციებზე გავლენის არხის მოქმედების შესაძლებლობებს. ამდენად, საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას მხოლოდ საბანკო არხების გავლით შეუძლია მოახდინოს გავლენა ინვესტიციების ნაკადზე. ამ ნაკადის სიძლიერე დამოკიდებულია ბანკების მდგომარეობაზე – კერძოდ, თუ საბანკო სექტორში კაპიტალის დეფიციტია, საპროცენტო განაკვეთის შემცირება ვერ გამოიწვევს ინვესტიციების ზრდას ეკონომიკაში.³³

საქართველოში მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები ჯერ კიდევ სუსტია, ამიტომ ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკა სრულად ვერ დაეყრდნობა ზემოთ აღწერილ პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმებს. მარტო ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის არხი ვერ შეძლებს სტაბილურად დაბალი ინფლაციის მიზნის მიღწევას. დამატებით, ამის პარალელურად, აუცილებელია სათანადო ყურადღება მიექცეს ფულად აგრეგატებსა, და მათ შორის სარეზერვო ფულის მასის ცვლილებებს. ამდენად, პოლიტიკის ფარგლებში უნდა იყოს ფულის მასის კონტროლის სათანადო მექანიზმები ჩადებული. გარდა ამისა, ამ პროცესში, ეროვნულმა ბანკმა უნდა გაითვალისწინოს ხაზინის ანგარიშის ბალანსის ცვლილების ტენდენციები და სათანადოდ ასახოს ისინი ფულადი აგრეგატების კორექტირების მექანიზმში.

მნიშვნელოვანია ყურადღება დავუთმოთ დედოლარიზაციას და მის მნიშვნელობას მონეტარული პოლიტიკის ჭრილში. როგორც თეორიული და ემპირიული კვლევების უმრავლესობიდან ცხადად ჩანს, დედოლარიზაცია ხელს შეუწყობს ღია ეკონომიკის მოქნილობის ზრდას საგარეო შოკებთან გამკლავების დროს, რაც რეალური ეკონომიკის მერყეობას შეამცირებს. იგი ასევე ხელს შეუწყობს ფინანსური სტაბილურობის რისკების შემცირებას, მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის ზრდას, გაცვლითი კურსის გადაჭარბებული მერყეობების შემცირებას, უარყოფითი გარეგანი ეფექტებისა და

³³ გ. ლემონჯავა - „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები“, ჟურნალი „გლობალიზაცია და ბიზნესი“, N2, 2016.

მორალური რისკის პრობლემების შერბილებას, საბანკო სექტორის მომგებოიანობის ზრდას და საერთაშორისო რეიტინგების გაუმჯობესებას. დედოლარიზაციის თითოეული ეს შედეგი კი ცალსახად დაეხმარება ეკონომიკის გრძელვადიან განვითარებას.

პირველ რიგში საჭიროა იმის განხილვა, თუ რა არის ფინანსური დოლარიზაციის მიზეზი. სამეცნიერო ლიტერატურაში განხილულია სამი ძირითადი მიზეზი:

- 1) მაკროეკონომიკური არასტაბილურობა, რაც, პირველ რიგში, გამოიხატება მაღალ და მერყევ ინფლაციაში; მერყევი ინფლაციის პირობებში კი ოპტიმალურია უცხოურ ვალუტაში შუამავლობა (ანუ ფინანსური დოლარიზაცია);
- 2) საბაზრო ჩავარდნები, რომელიც გამოიხატება უარყოფითი გარეგანი ეფექტების (externalities) და კოორდინაციის პრობლემების არსებობაში, რომლის დროსაც დოლარიზაცია არაოპტიმალური შედეგია და პრუდენციული რეგულირების გარეშე თავისით არ მცირდება;
- 3) ინსტიტუციონალური ჩავარდნები, რომელიც გამოიხატება ფინანსურ ბაზარზე თამაშის წესების გაუმართაობასა და ადგილობრივი ფინანსური ბაზრების განუვითარებლობაში.

ვინაიდან ეს არის ფინანსური დოლარიზაციის მიზეზები, სწორედ ამ სამი მიმართულებით გადადგული ნაბიჯები შეამცირებს დოლარიზაციის მოტივებს. საჭიროა:

- 1) ადგილობრივი ვალუტის რეალური უკუგების მერყეობის შემცირება უცხოურ ვალუტასთან შედარებით, რაც მიიღწევა დაბალი და სტაბილური ინფლაციის ხელშემწყობი მონეტარული / ფისკალური პოლიტიკებისა და (ორმხრივად) მცურავი გაცვლითი კურსის ერთობლიობით;
- 2) გაცვლითი კურსის რისკის ფასდადებაში არსებული უარყოფითი გარეგანი ეფექტების ინტერნალიზაცია და კოორდინაციის პრობლემების აღმოფხვრა;

3) ადგილობრივი ფინანსური ბაზრების განვითარება. ბაზარზე დაფუძნებული (market- driven) ასეთი მიდგომით არაერთმა ქვეყანამ შეძლო დედოლარიზაციის წარმატებით განხორციელება [შ. მხატრიშვილი, 2019:17].³⁴

საერთაშორისო გამოცდილებაზე დაყრდნობით ლიტერატურაში გამოყოფენ დოლარიზაციის შემცირების რამდენიმე გზას. მაკროეკონომიკურ სტაბილურობას, რომელიც გულისხმობს დაბალ და მცირე მერყეობის მქონე ინფლაციას. აღნიშნულის მიღწევაში ინფლაციის თარგეთირებამ შესაძლოა მნიშვნელოვანი როლი ითამაშოს. ასევე, მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის არსებობა ხელს შეუწყობს დეპოზიტებისა და სესხების ლარიზაციას. გარდა ამისა, მნიშვნელოვანია ფინანსური ბაზრისა და ფინანსური ინსტრუმენტების, მათ შორის ჰეჯირების ინსტრუმენტების, განვითარება, რაც დედოლარიზაციის განხორციელების ერთ-ერთ მთავარს წინაპირობას წარმოადგენს. ასევე, შესაძლებელია დამატებით ეროვნული ვალუტის სტიმულირება, უცხოურ ვალუტაზე მაღალი რისკის წონების, სარეზერვო და ლიკვიდობის მოთხოვნოვნების დაწესებით. გარდა ამისა, ზოგიერთმა ქვეყანამ გამოიყენა ადმინისტრაციული შეზღუდვები, რაც გულისხმობს უცხოურ ვალუტაში გარკვეული ტიპის სესხების გაცემის აკრძალვას და დეპოზიტების ეროვნულ ვალუტაში კონვერტირებას.

საქართველოს ეკონომიკა მაღალი დოლარიზაციით ხასიათდება. დოლარიზაციას საქართველოში რამდენიმე ფაქტორი განაპირობებდა. პირველ რიგში აღსანიშნავია 90-იანი წლების დასაწყისში ჰიპერინფლაციის შედეგად ეროვნული ვალუტისადმი, როგორც დაზოგვის საშუალებისადმი, ნდობის დაკარგვა. დოლარიზაციის ზრდას ხელს უწყობდა ასევე წლების განმავლობაში შინამეურნეობების დამოკიდებულება უცხოურ ფინანსურ ნაკადებზე (მაგალითად ფულადი გზავნილები). ნაკლებად განვითარებული ფინანსური ბაზრები დოლარიზაციის განმაპირობებელი კიდევ ერთი ფაქტორია.

ლარიზაციის ზრდა აუცილებელია ქვეყნის სავალუტო რისკის შემცირებისთვის. დოლარიზაციის მაღალი დონე საქართველოსთვის ერთ-ერთ ყველაზე მნიშვნელოვან

³⁴ შ. მხატრიშვილი - „როგორ განვახორციელოთ დე-დოლარიზაცია: ლიტერატურის მიმოხილვა, ჟურნალი „ეკონომიკა და ბიზნესი“, N1, 2019.

მაკროეკონომიკურ რისკფაქტორს წარმოადგენს. ასეთ ვითარებაში, გაცვლითი კურსის, როგორც საგარეო შოკების შემარბილებლის, როლი სუსტდება, რამდენადაც გაცვლითი კურსის გაუფასურება, რაც აუცილებელია საგარეო შოკის გავლენის შერბილებისთვის, ასევე იწვევს დოლარიზებული მსესხებლების ვალის მომსახურების ტვირთის ზრდას და დამატებით ხარჯს წარმოქმნის ეკონომიკისთვის. ლარიზაციის ზრდა ხელს შეუწყობს ქვეყნის სუვერენული საკრედიტო რეიტინგის გაუმჯობესებას. ლარიზაციის დაბალი დონე ერთ-ერთი კომპონენტია საქართველოს სუვერენული საკრედიტო რეიტინგის შეფასების დროს. საკრედიტო რეიტინგის გაუმჯობესება, თავის მხრივ, ქვეყნისთვის ნიშნავს, გრძელვადიანი რესურსის გაიაფებას.³⁵

ლარიზაციის პროცესის წახალისება ეროვნული ბანკისთვის მნიშვნელოვანი პრიორიტეტია. ეროვნული ბანკი, მაღალი დოლარიზაციის მქონე სხვა ქვეყნების ცენტრალური ბანკების მსგავსად, მუდმივად ცდილობს ეროვნული ვალუტის გამოყენების მხარდაჭერას დამატებითი ღონისძიებებით. ეს ღონისძიებები უკავშირდება ეროვნული ბანკის ინსტრუმენტებისა და რეგულაციების დახვეწას, ლარის გრძელვადიანი რესურსის ხელმისაწვდომობის ზრდას, კაპიტალის ბაზრის განვითარებას, სავალუტო რისკების შემცირებას, საზოგადოებრივი ცნობადობის ამაღლებას და სხვა.

³⁵ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_manual/mp_manual_final.pdf

3.3. მონეტარული სტაბილიზაციის უზრუნველყოფის მაკროეკონომიკური ასპექტები საქართველოში

კომუნიკაცია მონეტარული პოლიტიკის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტია. ფინანსურ სექტორთან და ფართო საზოგადოებასთან კომუნიკაცია მნიშვნელოვანია ნებისმიერი ცენტრალური ბანკისათვის და მას გაზრდილი მნიშვნელობა ენიჭება ბოლო ათწლეულების განმავლობაში. კომუნიკაცია ზრდის მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას, რაც, საბოლოოდ, ხელს უწყობს ცენტრალური ბანკის ძირითადი მიზნის მიღწევას.

მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის ერთ-ერთი ძირითადი მიზანი არის მოლოდინებზე ზეგავლენის მოხდენა, მოლოდინების მართვა. მიუხედავად იმისა, რომ დროის კონკრეტულ მომენტში შესაძლოა ფაქტიური ინფლაცია გადახრილი იყოს მიზნობრივი დონიდან, ეფექტური კომუნიკაციის პირობებში ბაზრის მოლოდინები მაინც ჩამოყალიბებულია ინფლაციის მიზნობრივი დონის ირგვლივ, რაც აადვილებს ინფლაციის დაბრუნებას მიზნობრივ დონემდე. ამას გარდა კომუნიკაცია უზრუნველყოფს ბაზარზე პროგნოზირებადი გარემოს შექმნას. როდესაც ცენტრალური ბანკი მონეტარული პოლიტიკის სათანადო კომუნიკაციას ახდენს, მაშინ მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილება აღარ წარმოადგენს სიურპრიზს ბაზრისთვის და, შესაბამისად, ბაზარზე ნაკლებ მერყეობას იწვევს; ბაზრის მონაწილეებს უკვე გათვალისწინებული აქვთ მონეტარული პოლიტიკის სავარაუდო გადაწყვეტილებები თავიანთ ქმედებებში.

კომუნიკაცია ეხმარება ეროვნულ ბანკს გააძლიეროს კონტროლი გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებზე. მონეტარული პოლიტიკის გავლენა გრძელვადიან განაკვეთებზე დამოკიდებულია არა მხოლოდ მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებზე, არამედ მოკლევადიანი განაკვეთების მომავალ ცვლილებაზეც. ამდენად გრძელვადიან განაკვეთებზე ზეგავლენის მოსახდენად მნიშვნელოვანია მოკლევადიანი განაკვეთების მომავალ ცვლილებაზე ბაზარს სწორი მოლოდინები ჰქონდეს ჩამოყალიბებული, რაც სათანადო კომუნიკაციით მიიღწევა. ამისათვის ეროვნული ბანკი აქვეყნებს პოლიტიკის განაკვეთის მოსალოდნელ დინამიკას. თუმცა

გასათვალისწინებელია, რომ პოლიტიკის განაკვეთის აღნიშნული დინამიკა არის დროის იმ მომენტისთვის არსებულ ინფორმაციაზე დაყრდნობით გაკეთებული პროგნოზი და ის არ არის დაპირება. საბაზრო პირობების ცვლილებასთან ერთად შეიცვლება პოლიტიკის განაკვეთის მოსალოდნელი დინამიკაც.

კომუნიკაციის სხვადასხვა არხის დანერგვა და განვითარება საქართველოს ეროვნული ბანკის ერთ-ერთი პრიორიტეტია. ეროვნული ბანკი მიზანმიმართული პუბლიკაციების, პრესს რელიზების, პრესკონფერენციების, მედია საშუალებებისა და თემატური შეხვედრების საშუალებით ამყარებს კომუნიკაციას საზოგადოებასთან. შედეგად, თანდათანობით იზრდება ცნობადობა ეროვნული ბანკის მიზნებისა და ამოცანების შესახებ. ამას გარდა, ეფექტიანი კომუნიკაციით ხდება ეროვნული ბანკის მიმართ სანდოობის ზრდისა და მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებების პროგნოზირებადობის გაუმჯობესების ხელშეწყობა, რაც რაციონალური მოლოდინების ფორმირების აუცილებელი წინაპირობებია.

მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის ძირითადი ინსტრუმენტია მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში. მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშში წარმოდგენილია მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, ინფლაციისა და ეკონომიკური ზრდის პროგნოზები. ამის გარდა, პროგნოზირებული ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრის შემთხვევაში, ანგარიშში მოცემულია გადახრის მიზეზებიც. დამატებით ანგარიშში განხილულია შესაძლო რისკ სცენარები და წარმოდგენილია რისკ სცენარის რეალიზების შემთხვევაში მონეტარული პოლიტიკის მოსალოდნელი საპასუხო რეაგირება და საბოლოო ზეგავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე და ინფლაციაზე. მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშს თან ერთვის ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის მოკლე ვიდეო მიმართვა, რომელშიც ის განიხილავს მიღებულ გადაწყვეტილებას და მიმდინარე პროგნოზებს. დამატებით, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა გამოაქვეყნა პროგნოზირებისა და მონეტარული პოლიტიკის ანალიზის დოკუმენტაცია (FPAS)¹², სადაც დეტალურად არის წარმოდგენილი მოკლევადიანი პროგნოზირების მოდელები, ძირითადი მაკროეკონომიკური მოდელი და დამატებითი სატელიტური მოდელები.

ეროვნული ბანკის ვიცე-პრეზიდენტი ბაზრის ანალიტიკოსებთან შეხვედრაზე წარადგენს მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშს. შეხვედრას ესწრებიან კომერციული

ბანკების, სხვადასხვა კომპანიების, კვლევითი ორგანიზაციების წარმომადგენლები და სხვა ექსპერტები. ეროვნული ბანკის ვიცე-პრეზიდენტი ანალიტიკოსებს წარუდგენს პრეზენტაციას იმ ძირითადი საკითხების შესახებ, რომლებიც განხილულია მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშში. შეხვედრის ვიდეოჩანაწერი ქვეყნდება ეროვნული ბანკის ვებგვერდზე.

2016 წლიდან ეროვნული ბანკი კომუნიკაციის ახალ ეტაპზე გადავიდა და მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშში მონეტარული პოლიტიკის საპროგნოზო განაკვეთის გამოქვეყნება დაიწყო. უნდა აღინიშნოს, რომ მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი არ გულისხმობს ეროვნული ბანკის დაპირებას მომავალ გადაწყვეტილებებთან დაკავშირებით. იგი წარმოადგენს მონეტარული პოლიტიკის სავარაუდო ოპტიმალურ რეაქციას, იმ კონკრეტული მომენტისთვის არსებულ მონაცემებსა და პროგნოზებზე დაყრდნობით, დამატებითი შოკების არარსებობის შემთხვევაში. საზოგადოებასთან კომუნიკაციის ამ არხის ამოქმედებამ გაზარდა მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილების პროგნოზირებადობა და გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებზე მონეტარული პოლიტიკის ზეგავლენა.

მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის სხდომის შემდეგ ვებგვერდზე ქვეყნდება პრესრელიზი, სადაც წარმოდგენილია კომიტეტის გადაწყვეტილება რეფინანსირების განაკვეთის შესახებ და განხილულია მიღებული გადაწყვეტილების ძირითადი მიზეზები და მიზნები. პრესრელიზში ასევე წარმოდგენილია ინფორმაცია მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მოსალოდნელი ტრაექტორიის შესახებ. 2016 წლიდან ეროვნულმა ბანკმა რეგულარული პრესკონფერენციების პრაქტიკა დანერგა. შედეგად, კვარტალში ერთხელ (კომიტეტის ყოველი მეორე სხდომის შემდეგ) ეროვნული ბანკის პრეზიდენტი მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის გადაწყვეტილებას პრესკონფერენციის საშუალებით ატყობინებს საზოგადოებას. იგი მიმოიხილავს მიღებული გადაწყვეტილების მიზეზებს, ეკონომიკურ მდგომარეობასა და ინფლაციაზე მოქმედ ფაქტორებს, რომელთაც, შესაძლოა, მომავალშიც მოახდინოს გავლენა ინფლაციაზე. პრესკონფერენციის მსვლელობისას მედიის წარმომადგენლებს საშუალება აქვთ დასვან კითხვები და მიიღონ პასუხი მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებასთან დაკავშირებით.

ეროვნული ბანკი დიდი ყურადღებას უთმობს თემატურ შეხვედრებს საზოგადოების სხვადასხვა ჯგუფებთან: ფინანსური სექტორის წარმომადგენლებთან, ჟურნალისტებთან, სტუდენტებთან და სხვა. ეს შეხვედრები ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის სტრატეგიის შემადგენელი ნაწილია და მათი მიზანია ეროვნული ბანკის საქმიანობისა და მიზნების შესახებ საზოგადოების ცნობადობის ზრდა და ფინანსური განათლების ამაღლება.

ეროვნული ბანკი ყოველწლიურად პარლამენტს წარუდგენს მისი საქმიანობის წლიურ ანგარიშს, სადაც აღწერილია საანგარიშო პერიოდის განმავლობაში ეროვნული ბანკის მიერ განხორციელებული ღონისძიებები, მათი შედეგები, მიმოხილულია ეკონომიკური და ფინანსური სექტორის მდგომარეობა. ეროვნული ბანკი გამჭვირვალობის მაღალი ხარისხით გამოირჩევა. ცენტრალური ბანკების გამჭვირვალობის შესაფასებლად ფართოდ გამოიყენება Dincer-Eichengreen-ის გამჭვირვალობის ინდექსი. ეს ინდექსი აფასებს ცენტრალური ბანკის გამჭვირვალობის დონეს ხუთ ძირითად ჭრილში: პოლიტიკური გამჭვირვალობა, ეკონომიკური გამჭვირვალობა, პროცედურული გამჭვირვალობა, პოლიტიკის გამჭვირვალობა და ოპერაციული გამჭვირვალობა. გამჭვირვალობის მაქსიმალური მაჩვენებელი 15-ს შეადგენს. მათი შეფასებით 2014 წლისათვის საქართველოს გამჭვირვალობის ინდექსი რვას უტოლდებოდა. თუმცა ბოლო წლებში ეროვნული ბანკი გამჭვირვალობის ზრდას განსაკუთრებულ ყურადღებას აქცევდა და მნიშვნელოვანი ნაბიჯები გადაიდგა მის გასაუმჯობესებლად. გამჭვირვალობის გაუმჯობესება ძირითადად უკავშირდება ეკონომიკური გამჭვირვალობის ზრდას. კერძოდ, 2016 წელს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა დაიწყო პოლიტიკის განაკვეთის საპროგნოზო ტრაექტორიის გამოქვეყნება. გარდა ამისა, ამავე წელს ეროვნულმა ბანკმა გამოაქვეყნა პროგნოზირებისა და მონეტარული პოლიტიკის ანალიზის დოკუმენტაცია (FPAS), სადაც დეტალურად არის წარმოდგენილი მოკლევადიანი პროგნოზირების მოდელი, ძირითადი მაკროეკონომიკური მოდელი და დამატებითი სატელიტური მოდელები.³⁶

³⁶ საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტ - https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_manual/mp_manual_final.pdf

დასკვნა

მონეტარული პოლიტიკა წარმოადგენს მაკროეკონომიკურ პროცესს, რომელიც მართავს ქვეყანაში ვალუტის მარაგს, რათა მიაღწიოს ისეთ ეკონომიკურ მიზნებს, როგორცაა ფასების სტაბილურობა, მოსახლეობის სრული დასაქმება, ფინანსური სტაბილურობა და სხვა. მონეტარულ პოლიტიკას ძირითადად წარმართავს ცენტრალური ბანკი მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების მეშვეობით. სადღეისოდ, ძირითადად, მონეტარული პოლიტიკის შემდეგი მოდელები გამოიყენება: ფიქსირებული გაცვლითი კურსი; პეგირებული გაცვლითი კურსი; მიზნობრივი ინფლაცია; ე.წ. „დოლარიზება“; შერეული მოდელი. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმი არის ინფლაციის თარგეტირება. აღნიშნული რეჟიმი გულისხმობს ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის წინასწარ გამოცხადებას (გრძელვადიან პერიოდში ფასების ცვლილების სასურველ დონედ საქართველოში განიხილება წლიური ინფლაცია 3%-ის ოდენობით), ხოლო მონეტარული ინსტრუმენტები იმართება იმგვარად, რომ მიღწეულ იქნას ინფლაციის მიზნობრივი დონე საშუალოვადიან პერიოდში.

საქართველო წარმოადგენს ერთ-ერთ იმ პოსტკომუნისტურ ქვეყანას, რომელიც განვითარების პირველ ნაბიჯებს დგამს და ამისათვის აქტუალურად იყენებს მონეტარულ და ფისკალურ პოლიტიკას. საბიუჯეტო გადასახადების შემცირება, სახელმწიფო შესყიდვების ზრდა ეხმარება ბაზარს ერთობლივი მოთხოვნის წახალისებაში, რაც იწვევს უმუშევრობის შემცირებას და ეკონომიკური ზრდის წახალისებას. მონეტარული პოლიტიკაც, ფისკალურის მსგავსად, მოქმედებს ერთობლივ მოთხოვნაზე, თუმცა შედეგი უფრო საშუალოვადიან ან გრძელვადიან პერიოდში მიიღწევა. საქართველოსნაირი ქვეყნისათვის მნიშვნელოვანი მსოფლიო პრაქტიკის გამოყენება, წამყვანი ორგანიზაციების რეკომენდაციების გათვალისწინება, წარსული გამოცდილების ანალიზი, არსებული ეკონომიკური თეორიის შესწავლა და ყოველივე ამის საფუძველზე ახალი, ინდივიდუალური მოდელის შექმნა. ასეთ მოდელად შეიძლება მოგვევლინოს შერეული მონეტარული პოლიტიკის მოდელი. რომელიც მოიცავს სხვადასხვა მონეტარულ მოდელთა სინთეზს. რა თქმა უნდა,

ეკონომიკა არ არის ადგილი, რომელიც მეცნიერებას აძლევს ექსპერიმენტების ჩატარების ფუფუნებას, ამის გამო პოლიტიკის შედეგებს ხშირ შემთხვევაში საზოგადოება დროის დიდი პერიოდის განმავლობაში იმკის.

ნაშრომში წარმოვადგინეთ ინფორმაცია საქართველოში მოქმედ მონეტარულ პოლიტიკაზე, მისი გადაცემის არხებსა და ინსტრუმენტებზე. აგრეთვე, ვისაუბრეთ მის თავისებურებებსა და განვითარების მიმართულებებზე. ეს უკანასკნელი კი შემდეგნაირად შეგვიძლია ჩამოვაცალიბოთ-ფასების სტაბილურობა არის ფუნდამენტური ფაქტორი, რომელიც აუცილებელია მაღალი და სტაბილური ეკონომიკური ზრდის მისაღწევად, მრავალი საერთაშორისო ემპირიული კვლევა და ქვეყნების პრაქტიკული გამოცდილება მოწმობს ამ რეჟიმის წარმატებულობას. თუმცა ეს მოდელი არ უნდა აღვიქვათ, როგორც უნივერსალური საშუალება მონეტარული პოლიტიკის გასატარებლად. განვითარებად ქვეყნებში მსგავსი მონეტარული პოლიტიკის წარმოებას ხშირად ართულებს სუსტი ფისკალური პოზიცია, ფინანსური სისტემის განვითარების დონე, ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის ხარისხი, პოლიტიკის მრავალმიზნობრიობა, მონეტარული პოლიტიკის ტრანსფარენტულობისა და ანგარიშვალდებულების ბუნდოვანება. მაგალითად, საქართველოში კაპიტალის ბაზარი, შეიძლება ითქვას, არც არსებობს, რაც თითქმის სრულად აბათილებს საპროცენტო განაკვეთის ინვესტიციებზე გავლენის არხის მოქმედების შესაძლებლობებს. ამდენად, საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას მხოლოდ საბანკო არხების გავლით შეუძლია მოახდინოს გავლენა ინვესტიციების ნაკადზე.

ისეთ მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებთან ერთად, როგორებიცაა მშპ, ინფლაცია და საპროცენტო განაკვეთები, გაცვლითი კურსი ასევე მნიშვნელოვან პარამეტრს წარმოადგენს ქვეყნის ეკონომიკისთვის. საქართველოს ტიპის მცირე ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყნის შემთხვევაში, რომელიც არ არის ინტეგრირებული რომელიმე სტაბილური მონეტარული პოლიტიკის მქონე ეკონომიკასთან და კაპიტალის თავისუფალი მობილობით ხასიათდება, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი მოითხოვს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის არსებობას კონკურენტუნარიანობის შენარჩუნებისა და გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდისთვის. ასეთ პირობებში გაცვლითი კურსი ასრულებს შოკების მშთანთქავ ფუნქციას, რამდენადაც საგარეო

შოკის შემთხვევაში გაცვლითი კურსის ცვლილება ასუსტებს აღნიშნული შოკის გავლენას რეალურ ეკონომიკაზე - ეკონომიკურ ზრდასა და ინფლაციაზე.

აქვე უნდა აღვნიშნოთ ლარიზაციის (დე-დოლარიზაციის) მაღალი მნიშვნელობა მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურობის ზრდისთვის. ეროვნული ვალუტის გამოყენების ზრდა და შესაბამისად ლარიზაციის მაჩვენებლის მატება მნიშვნელოვანია ქვეყანაში სტაბილური ეკონომიკური გარემოს შესაქმნელად. საქართველოს ეროვნულ ბანკს მხოლოდ ლარის საპროცენტო განაკვეთის მართვა შეუძლია, შესაბამისად რაც უფრო მაღალი იქნება ლარიზაციის კოეფიციენტი, მით უფრო ძლიერი იქნება ეროვნული ბანკის პოლიტიკის ზეგავლენა ერთობლივ მოთხოვნასა და ინფლაციაზე.

გამოყენებული ლიტერატურა

- 1) ა. ბლუაშვილი - „ოპტიმალური ინფლაციის დონე საქართველოში“, ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, N3, 2015;
- 2) ა. ბლუაშვილი - „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები საქართველოში: ბოლოდროინდელი დინამიკა“, ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, N3, 2013;
- 3) გ. ბაქრაძე, გ. ბარბაქაძე, ს. თვალაძე, ზ. ზედგენიძე - „გაცვლითი კურსის გამსაზღვრელი ფაქტორები“, ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, N1, 2014
- 4) გ. ლემონჯავა - „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები“, ჟურნალი „გლობალიზაცია და ბიზნესი“, N2, 2016;
- 5) დ.ჯავახიძე - „ლარის კურსზე მოქმედი ფაქტორების ანალიზი“ - ჟურნალი „ეკონომიკა და ბიზნესი“, N1 2016
- 6) ე.მექვაბიშვილი - „თანამედროვე მაკროეკონომიკური თეორიები“ თბილისი. 2016;
- 7) ე.მექვაბიშვილი - „გლობალიზაციის ეპოქის ფინანსური კრიზისები და საქართველოს ეკონომიკა“, გამომცემლობა „ინტელექტი“, თბილისი, 2018.
- 8) ე.მექვაბიშვილი - „ბანკები და „კაპიტალის თავდაპირველი დაგროვება“ პოსტკომუნისტურ საქართველოში“ - ჟურნალი „ეკონომიკა და ბიზნესი“, N, 2019წ.
- 9) ვ.პაპავა - „საქართველოს ეკონომიკა რეფორმები და ფსევდორეფორმები“, გამომცემლობა „ინტელექტი“, თბილისი, 2015წ.
- 10) ვ. პაპავა - „პოსტკომუნისტური კაპიტალიზმის პოლიტიკური და ეკონომიკა და საქართველოს ეკონომიკა“, საქართველოს სტრატეგიისა და საერთაშორისო ურთიერთობათა კვლევის ფონდი, თბილისი 2002.
- 11) თ. ბაიაშვილი - „ოპტიმალური სავალუტო პოლიტიკა საქართველოს ეკონომიკისათვის“, ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, N3, 2015;
- 12) თ. ბაიაშვილი - „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები“, ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, N1, 2015;
- 13) მ.გიგოლაშვილი - „მონეტარული პოლიტიკა და ლართან დაკავშირებული ზოგიერთი საკითხი“;

- 14) მ.ჩიქობავა - „ უზრუნველყოფს თუ არა ინფლაციის თარგეთირების პოლიტიკა ფასების სტაბილიზაციას“-ჟურნალი „ეკონომისტი“, N2,2019;
- 15) მ.ჩიქობავა - „კეინზიანური და მონეტარისტული თეორიების შედარებითი ანალიზი“ - ჟურნალი „ეკონომისტი“, N4, 2018წ.
- 16) მ.გოგობია - „საბანკო სექტორის საქმიანობის რეგულირების საკითხისათვის“ - ჟურნალი „ბიზნესი და ეკონომიკა“,N1,2019:
- 17) ნ.ხადური, ნ.კაკულია, მ.ჩიქობავა - „ღია ეკონომიკის მაკროეკონომიკა“ - ლექციების კურსი (მაგისტრატურა) -კლასიკური ეკონომიკური ციკლის ანალიზი;
- 18) ნ.ხადური, ნ.კაკულია, მ.ჩიქობავა - „მაკროეკონომიკა“, ლექციების კურსი. თბილისი, 2011;
- 19) ნ.ხადური, ნ.კაკულია, მ.ჩიქობავა - „ეკონომიკის სახელმწიფო რეგულირება“, ლექციების კურსი. თბილისი, 2012;
- 20) ო.ბლანშარი - „მაკროეკონომიკა“ ; თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა. 2010;
- 21) პ.შეშელიძე, გ.ჩიქოვანი - „მონეტარული პოლიტიკა ექს-კომუნისტურ ქვეყნებში“, 2017წ.;
- 22) რ.გველესიანი, ი. გოგორიშვილი - „ეკონომიკური პოლიტიკა“, გამომცემლობა „უნივერსალი“, თბილისი, 2009წ.
- 23) შ. მხატრიშვილი - „როგორ განვახორციელოთ დე-დოლარიზაცია: ლიტერატურის მიმოხილვა, ჟურნალი „ეკონომიკა და ბიზნესი“, N1, 2019;
- 24) შ. მხატრიშვილი - „ლარის გაცვლითი კურსი და საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის შეფასებები“, ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, N3, 2015;
- 25) „გლობალიზაცია და ბიზნესი“ - სამეცნიერო პრაქტიკული ჟურნალი, თბილისი, 2016.
- 26) ჟურნალი „ეკონომისტი“ - ტომი N3, 40-51 გვ, 2017 წ.
- 27) საქართველოს ეროვნული ბანკი -მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში 2017 (ნოემბერი)

- 28) საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში 2018 (ოქტომბერი)
- 29) საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში 2019 (ოქტომბერი)
- 30) საქართველოს ეროვნული ბანკი - მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში 2020 (მაისი)
- 31) საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის სტრატეგია - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=628>;
- 32) საქართველოს ეროვნული ბანკი, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=720>;
- 33) არატრადიციული მონეტარული პოლიტიკა- ჟურნალი „აუდიტი, აღრიცხვა, ფინანსები“, N4 (196), 2016წ. <http://european.ge/ra-aris-aratradiciuli-monetaruli-politika/>;
- 34) გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკა - ფორბს მოსაზრება , 2015წ.
- 35) <http://forbes.ge/news/580/gamkacrebuli-monetaruli-politika>;
- 36) ეროვნული ვალუტისა და მონეტარული პოლიტიკის კავშირი, ეკონომიკური მოსაზრება - „კომერსანტი“, 2016წ.; <https://commerciant.ge/ge/post/nodar-chichinadze-lars-gamyarebis-sashualebas-ar-adzlevs-monetaruli-politika>;
- 37) მიმოხილვა საქართველო მიმდინარე მონეტარული პოლიტიკის
- 38) <https://www.bm.ge/ka/article/quotmonetaruli-politika-sruliad-pasuxobs-mimdinare-gamowvevebsquot/21715>;
- 39) ლარის გაუფასურების ანატომია
- 40) <http://bfm.ge/laris-gaufasurebis-anatomia/>
- 41) საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის წლიური ანგარიშის წარდგენა პარლამენტში-http://www.parliament.ge/ge/saparlamento-saqmianoba/plenaruli-sxdomebi/plenaruli-sxdomebi_news/parlamentma-saqartvelos-erovnuli-bankis-2018-wlis-wliuri-angarishi-moismina.page
- 42) „ბიზნესპარტნიორი“ - ვ.პაპავას ინტერვიუ ქვეყნის ეკონომიკაზე

- 43) <https://1tv.ge/news/vladimer-papava-saqartvelos-ekonomikis-yvelaze-seriozuli-problema-aris-rom-chamoyalibda-rogorc-momkhmarebeli-da-tanac-gharibi-qveynis-ekonomika/>
- 44) Aukrust, Odd. Inflation in the open economy: A Norwegian model. Statistisk sentralbyra, 1977. - https://www.ssb.no/a/histstat/art/art_096.pdf
- 45) Internation Monetary Fund - <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/06/19/pr19227-georgia-imf-executive-board-completes-fourth-review-extended-arrangement-eff;>
- 46) Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story? - <https://www.ijcb.org/journal/ijcb05q4a5.pdf>
- 47) Low Inflation or No Inflation: Should the Federal Reserve Pursue Complete Price Stability? - <https://www.brookings.edu/research/low-inflation-or-no-inflation-should-the-federal-reserve-pursue-complete-price-stability/>
- 48) Monetary Policy and Exchange rate Volatility in a Small Open Economy - <http://www.crei.cat/wp-content/uploads/users/pages/roes8739.pdf>
- 49) World bank where we work-Georgia - <https://www.worldbank.org/en/country/georgia/overview#3;>
- 50) What is monetary policy <https://www.thebalance.com/what-is-monetary-policy-objectives-types-and-tools-3305867>.