

ԵՅՏԵՐԹՅՈՒՆ ԵՎ

# ՏՆՇՆԵՅՏ

ՏՆՄԹԵ

2016. ԵՐԹՈՒ 4, N2



სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი  
„ეკონომიკა და საბანკო საქმე“

**მთავარი რედაქტორი:**

გიორგი ბაქრაძე

**სარედაქციო კოლეგია:**

კობა გვენეტაძე

არჩილ მესტვირიშვილი

ოთარ ნადარაია

ლაშა ჯუღელი

მერაბ კაკულია

ვლადიმერ შაპავა

**საკონტაქტო ინფორმაცია:**

საქართველოს ეროვნული ბანკი,

თბილისი, 0114, სანაპიროს ქ. 2

ტელ: (032) 2-406-500

ელ-ფოსტა: bankjournal@nbg.ge

პუბლიკაციებში გამოთქმული მოსაზრებები  
და დასკვნები ეკუთვნის ავტორებს და  
არ წარმოადგენს საქართველოს  
ეროვნული ბანკის ოფიციალურ პოზიციას.

ISSN 2233-3509

UDC (უაკ) 33+336.71](051.2)

ე-491



## შინაარსი

ინტერვიუ საერთაშორისო სავალუტო ფონდის  
მისიის ხელმძღვანელთან, მერსედეს ვერა მარტინთან ..... 5

### შალვა მხატრიშვილი

ინფლაციის თარგმთირება: ძირითადი პრინციპი,  
მახასიათებლები, წინაპირობები და ემპირიული შეფასებები ..... 9

### თამარ მდივნიშვილი

მონეტარული „მდგომარეობის“  
ინდექსი საქართველოსთვის ..... 27

### გია ბერიძე

მთავრობის ზომის ეკონომიკურ  
გრძაზე გავლენის ანალიზი ..... 39

### ნანა ასლამაგიშვილი, ნინო ვახვახიშვილი

ეკონომიკის ცალკეულ სექტორში არსებული  
სავალუტო შეუსაბამობის ანალიზი: საბალანსო მიდგომა ..... 49

### შალვა მხატრიშვილი, თამარ მდივნიშვილი, აკაკი ლიქოკელი

გაცვლითი კურსი და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი ..... 67

საქართველოს ეკონომიკის მოზაიკა ..... 85

ინფორმაცია ავტორებისთვის ..... 95



## ინტერვიუ საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მისიის ხელმძღვანელთან, მერსედეს ვერა მარტინთან



„სსფ მიესალმება უცხოურ ვალუტაში მოზიდულ დეპოზიტებზე სარეზერვო მოთხოვნების ბოლოდროინდელ ზრდას და იმავდროულად ადგილობრივ ვალუტაში მოზიდულ დეპოზიტებზე სარეზერვო მოთხოვნების შემცირებას, რაც ხელს შეუწყობს დედოლარიზაციის პროცესს“, – ინტერვიუ საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მისიის ხელმძღვანელთან, ქალბატონ მერსედეს ვერა მარტინთან.

### როგორ აფასებს ფონდი საქართველოს ეროვნული ბანკის (სებ) ქმედებებს 2015 წელის საგარეო შოკის დროს?

2014 წლის მეორე ნახევრიდან საქართველო არაერთი საგარეო შოკის გავლენის ქვეშ აღმოჩნდა. ნედლეულისა და საქონლის ფასების კლებამ შეამცირა ეკონომიკის ზრდის ტემპი რუსეთში, კავკასიისა და ცენტრალურ აზიაში (CCA), ეს ქვეყნები მნიშვნელოვანი ბაზრებია ქართული ექსპორტისა და ტურიზმისთვის.

ამასთან ერთად, საქართველოს ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში გაუფასურდა ვალუტა, რის გამოც ქართული ექსპორტი შედარებით გაძვირდა. და ბოლოს, გამყარდა აშშ დოლარი, რამაც გაზარდა ფიზიკური პირებისა და კომპანიების მიერ დოლარში აღებული სესხების მომსახურების ღირებულება. თუმცა ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ საქონლის ფასების შემცირებამ დადებითად იმოქმედა საქართველოს ეკონომიკაზე, შეამცირა რა გაზისა და ნედლეულის იმპორტის ღირებულება.



საქართველოს ეროვნული ბანკის პასუხი შოკებზე ადეკვატური იყო. სებ-მა გაცვლით კურსს საშუალება მისცა ექსპორტსა და ეკონომიკაზე დამატებითი ზეწოლის გარეშე უზრუნველყო საგარეო შოკის შეწოვა და იმავდროულად შეინარჩუნა საერთაშორისო რეზერვები. ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის შესაბამისად, ეროვნულმა ბანკმა გაზარდა პოლიტიკის განაკვეთი, რათა ინფლაცია 5%-იანი სამიზნე მაჩვენებლის ფარგლებში შეენარჩუნებინა 2015 წლის მანძილზე. გაუფასურების მიუხედავად, კომერციული ბანკები ჯერჯერობით კარგად ართმევენ თავს არსებულ სიტუაციას. ეს, გარკვეულწილად, მიუთითებს სებ-ის ფინანსური რეგულირებისა და ზედამხედველობის მაღალ ხარისხზე და უნარზე, არ დაუშვას ბანკების მხრიდან ჭარბი რისკის აღება. ფონდი ასევე მიესალმება სებ-ისა და მთავრობის თანამშრომლობას დედოღარიმაციის ყოვლისმომცველ სტრატეგიასთან დაკავშირებით; ეს მნიშვნელოვნად გაზარდის ეკონომიკის მდგრადობას და შეამცირებს რისკებს, რომლებიც უკავშირდება უცხოურ ვალუტაში სესხებას.

**რამ გამოიწვია გაცვლითი კურსის ასეთი მაღალი ცვალებადობა? თქვენი აზრით, როგორი იქნება, ლარის გაცვლითი კურსის დინამიკა უახლოეს მომავალში?**

ბოლო ორი წლის მანძილზე გაცვლითი კურსის მერყეობები ასახავს ცვალებად ეკონომიკურ სიტუაციას და თავსებადია მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმთან. გაცვლითი კურსის დინამიკა უმეტესწილად საბაზრო მექანიზმებით იყო განპირობებული, და ხასიათდებოდა დროდადრო მერყეობით, რისი მიზეზიც იყო გაურკვევლობა მსოფლიო და რეგიონალურ დონეზე და ამ პროცესების გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე.

კერძოდ, 2015 წელს აშშ დოლარის ზოგადმა გამყარებამ და ნავთობის დაბალმა ფასებმა გამოიწვია ლარის მნიშვნელოვანი გაუფასურება აშშ დოლარის მიმართ. საქართველოსთვის ასევე მნიშვნელოვანია გაცვლითი კურსი სავაჭრო პარტნიორების მიმართ. ამ უკანასკნელთა ვალუტები ასევე გაუფასურდა დოლარის მიმართ და, შედეგად, საქართველოს გაცვლითი კურსის გაუფასურება მისი სავაჭრო პარტნიორების მიმართ შედარებით ნაკლები იყო. ამ გაუფასურებამ შეზღუდა ლარებში გამოხატული ექსპორტისა და გზავნილების შემცირება.

ბოლო პერიოდში ლარი გამყარდა, ძლიერი ტურისტული სეზონისა და ნავთობის ფასების ზრდის შედეგად (რამაც საქართველოს სავაჭრო პარტნიორთა პერსპექტივები გააუმჯობესა).

სსფ არ ახდენს გაცვლითი კურსის პროგნოზირებას მოკლევადიან პერიოდში. ვალუტის ღირებულება დამოკიდებულია როგორც საგარეო, ისე საშინაო პირობებზე, რომლებიც ვალუტის მოთხოვნა-მიწოდებაზე ახდენს გავლენას. ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმი ინფლაციის თარგეთირებაა, რაც იმას ნიშნავს, რომ ის ვერ აკონტროლებს ლარის კურსს მოკლევადიან პერიოდში. ჩვენ მხარს ვუჭერთ ეროვნული ბანკის არჩევანს და ჩვენი რეკომენდაცია სებ-ისთვის არის უცხოური ვალუტის ბაზარზე ჩაურევლობა (გარდა იმ შემთხვევებისა, როდესაც სახეზეა ჭარბი მერყეობა ან არსებობს რეზერვების დაგროვების საჭიროება), რაც სრულ შესაბამისობაშია ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმთან.

**სსფ-მ მხარი დაუჭირა საქართველოს გადაწყვეტილებას ჰქონდეს მცურავი გაცვლითი კურსი, თუმცა ზოგერთმა ქართველმა ექსპერტმა გააკრიტიკა სები გასულ წელს ლარის კურსის ხელოვნურ შენარჩუნებაზე უარის თქმის გამო. რა სარგებელი მოაქვს საქართველოსთვის მცურავ გაცვლით კურსს?**

საქართველო არის პატარა ღია ეკონომიკა, რომელიც ხშირი და მუდმივი საგარეო შოკების გავლენის ქვეშ ხვდება და მისთვის მცურავი გაცვლითი კურსი კარგი არჩევანი იყო. მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმმა საშუალება მისცა გამოეყენებინა გაცვლითი კურსი, როგორც ბუფერი, რითაც შეიზღუდა ადგილობრივი ფასებისა და ხელფასების კორექტირება. კერძოდ, როგორც ზემოთ აღვნიშნე, ლარის გაუფასურებამ დაიცვა ექსპორტის კონკურენტუნარიანობა, შეინარჩუნა გზავნილების ლარში გამოსახული ღირებულება და საგარეო ბუფერები. დროთა განმავლობაში გაცვლითი კურსის მოქნილობა ასევე იცავს ქვეყანას დიდი საგარეო დისბალანსებისგან. გაცვლითი კურსის დიდი მოქნილობა ასევე, ხელს უწყობს ფინანსური ბაზრების განვითარებას, დედოღარიმაციის პროცესს, ეკონომიკურ დივერსიფიკაციასა და მდგრად ზრდას, რაც კავკასიისა და ცენტრალური აზიის ყველა ქვეყნის ძირითად პრიორიტეტს წარმოადგენს.

**როგორ შეაფასებდით სებ-ის მიერ მონეტარული პოლიტიკის ბოლოდროინდელ შერბილებას?**

სებ-ის ბოლოდროინდელი ნაბიჯები პოლიტიკის განაკვეთის შემცირებათან დაკავშირებით (სულ ბოლოს 6.75%-მდე) მისასაღმებელია და თავსებადია დაბალი ინფლაციური წნეხისა და მოსალოდნელზე სუსტ ადგილობრივ და რეგიონალურ მოთხოვნასთან. ივლისში ინფლაციის მაჩვენებელი 1.5% იყო. წლიური ინფლაცია მნიშვნელოვნად ჩამორჩება 5% სამიზნე მაჩვენებელს.

ამ პირობებში, მოკლევადიან პერიოდში შესაძლოა მისაღები იყოს პოლიტიკის განაკვეთის კიდევ უფრო შემცირება, რაც, თავის მხრივ, გაზრდის სესხების ხელმისაწვდომობას და ხელს შეუწყობს ეკონომიკური აქტივობის ზრდას.

**რას ფიქრობთ დედოლარიზაციის პოლიტიკის ხელახალ გააქტიურებაზე, რომელზეც მთავრობა და სები ერთობლივად მუშაობენ?**

ფონდი მიესალმება ხელისუფლების ნაბიჯებს ეკონომიკის დოლარიზაციის შემცირებასთან დაკავშირებით. დოლარიზაცია, რომელიც გულისხმობს ფინანსურ სისტემასა და ზოგადად ეკონომიკაში უცხოური ვალუტის ფართო გამოყენებას, ზრდის ეკონომიკის მოწყვლადობას გაცვლითი კურსის მოძრაობის მიმართ. ის ასევე ზრდის ფინანსური სტაბილურობის რისკებს; როგორც საოჯახო მეურნეობების, ისე ფირმების საგარეო ვალის ტვირთი იზრდება ლარის გაუფასურებისას, ხოლო ბანკებმა შეიძლება განიცადონ ზარალი, თუკი მათი მსესხებლები ვერ უზრუნველყოფენ სესხის მომსახურებას. დოლარიზაცია ასევე ხელს უშლის სებ-ს, წარმართოს ეფექტიანი მონეტარული პოლიტიკა, რათა მიაღწიოს დაბალ და სტაბილური ინფლაციას და ასევე უზრუნველყოს ლიკვიდურობის მიწოდება უკიდურეს შემთხვევებში, თუკი საბანკო სექტორი პრობლემების წინაშე აღმოჩნდება.

სხვადასხვა ქვეყნების გამოცდილება ცხადყოფს, რომ მაკროეკონომიკური სტაბილურობა (მათ შორის დაბალი და სტაბილური ინფლაციის დონე) და გაცვლითი კურსის მოქნილობა ეხმარება ეკონომიკას წარმატებულ დედოლარიზაციაში. ამდენად, საქართველოს ეკონომიკური შედეგები (performance) იმედის მომცემია და ინფლაციის თარგეთირების წარმატებულმა რეჟიმმა თავისი როლი უნდა ითამაშოს დოლარში დაზოგვისა და სესხების მიმზიდველობის შემცირებაში. გაცვლითი კურსის მოქნილობა ნაკლებად მიმზიდველს ხდის უცხოურ ვალუტაში სესხებას და/ან გასესხებას. სსფ მიესალმება უცხოურ ვალუტაში მოზიდულ დეპოზიტებზე სარეზერვო მოთხოვნების ბოლოდროინდელ ზრდას და იმავდროულად ადგილობრივ ვალუტაში მოზიდულ დეპოზიტებზე სარეზერვო მოთხოვნების შემცირებას, რაც ხელს შეუწყობს დედოლარიზაციის პროცესს.

ჯანსაღ მაკროეკონომიკურ პოლიტიკასთან ერთად, ხელისუფლების დედოლარიზაციის სტრატეგია ფინანსურ სისტემაში ლარის გამოყენების დამატებით სტიმულს ქმნის. სტრატეგია სწორად არის ფოკუსირებული საბანკო დეპოზიტების ლარში განთავსების მიმზიდველობის

ზრდაზე; იმის უზრუნველყოფაზე, რომ ბანკებმა სრულად აღიარონ დოლარის სესხებთან დაკავშირებული რისკები; დოლარის სესხების შეზღუდვაზე იმ ფიზიკური პირებისთვის, რომელთაც არ აქვთ სტაბილური შემოსავალი დოლარში; იმ ხარჯებისა და რისკების შემცირებაზე, რომლებიც ბანკებს ლარში სესხების გაცემისას უჩნდება; და უძრავი ქონების სექტორის წახალისებაზე ფასები ლარში იყოს დენომინირებული.

**რა არის ფონდის პერსპექტივა საშუალოვადიან პერიოდში საქართველოს ეკონომიკურ ზრდასთან დაკავშირებით?**

როგორც თქვენ პირველ კითხვაზე პასუხისას აღვნიშნე, მიმდინარე ეკონომიკური შენელება პირველ რიგში საგარეო შოკის შედეგია და ეს შოკი, სავარაუდოდ, არ დასრულდება. საშუალოვადიან პერიოდში, როდესაც ეკონომიკური სიტუაცია მემობელ ქვეყნებში ნორმალიზდება, საქართველო უნდა დაუბრუნდეს წინა წლების ზრდის ტემპებს. უწყვეტი და სტაბილური ზრდის ძირითადი პირობა არის ძლიერი მაკროეკონომიკური საფუძვლები და ფონდი აწარმოებს მუდმივ დიალოგს საქართველოს ხელისუფლებასთან მაკროეკონომიკური სტაბილურობისა და ჯანსაღი მაკროპოლიტიკის ხელშეწყობასთან დაკავშირებით.

სტრუქტურული რეფორმები მეტად მნიშვნელოვანია იმისათვის, რომ საქართველომ საკუთარი პოტენციალი განავითაროს. ისეთი გარემოს ხელშეწყობა, სადაც ადვილია კომპანიების დაფუძნება და ბიზნესის წარმოება, ახალი, ექსპორტზე ორიენტირებული ბიზნესების განვითარება და მაღალი განათლებისა და კვალიფიკაციის მქონე სამუშაო ძალის უზრუნველყოფა უფრო მაღალი და ინკლუზიური ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფის ძირითადი ელემენტებია. კაპიტალის ბაზრისა და ფინანსური და საპენსიო სისტემის მთავრობის მიერ დაგეგმილი რეფორმები ასევე დაეხმარება ადგილობრივი დანაზოგის მობილიზებაში ინვესტიციებისა და ზრდის დასაფინანსებლად.

თუმცა, არსებობს რისკებიც. საგარეო გარემო კვლავ გაურკვევლობით ხასიათდება. მიუხედავად იმისა, რომ ნავთობის დაბალი ფასები კარგია საქართველოსთვის, აიაფებს რა ნავთობის იმპორტს, მათ უარყოფითი გავლენა აქვთ რუსეთზე, ხოლო შენელება ჩინეთის ეკონომიკაში უარყოფითად მოქმედებს საქართველოსა და რეგიონზე.



100 60 20

100 60 20



ასი ლარი

საბანკოპირი ბარათები 55610



BANK OF GEORGIA

სსიპ

100

100

100

100

100



# ინფლაციის თარგმთირება: ძირითადი პრინციპი, მახასიათებლები, წინაპირობები და ემპირიული შეფასებები

## შესავალი

ფასების სტაბილურობის მნიშვნელოვნებიდან გამომდინარე (რასაც ქვემოთ უფრო ვრცლად შევხებით), აუცილებელია ცენტრალური ბანკის მიერ მონეტარული პოლიტიკის იმ რეჟიმის გამოყენება მოხდეს, რომელიც ყველაზე უკეთ უზრუნველყოფს ფასების სტაბილურობის მიზანს, ხოლო ვინაიდან საქართველოს ეროვნული ბანკი იყენებს ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმს, ლოგიკურია იმის განხილვა, ინფლაციის თარგმთირება მართლაც სხვა ალტერნატივებზე უფრო ეფექტური რეჟიმია ფასების სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად თუ არა. სწორედ ამ საკითხს განვიხილავთ ამ სტატიის მიზნით, როგორც თეორიულ ასევე ემპირიულ დონეზე. თავდაპირველად, შევეხებით ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმის ძირითად პრინციპს, რომელიც ფასების სტაბილურობას, მაღალ ანგარიშვალდებულებასა და გამჭვირვალობას ეხება. შემდეგ უფრო დეტალურად შევამოწმებთ ამ რეჟიმის ოპერაციულ მახასიათებლებს და იმას, თუ რამდენად ეფექტიანად შეესაბამება ის ცენტრალური ბანკის მთავარ ფუნქციას. საბოლოოდ, ინფლაციის თარგმთირების წინაპირობების განხილვის შემდეგ მიმოვიხილავთ ემპირიულ შეფასებებს იმასთან დაკავშირებით, თუ რამდენად წარმატებული გამოდგა ეს რეჟიმი როგორც განვითარებულ, ასევე განვითარებად ქვეყნებში.

სავარაუდოდ, ლარის გაცვლით კურსთან დაკავშირებულმა განხილვებმა არაეკონომისტებისთვისაც კი ცხადი გახადა, რომ მცურავი გაცვლითი კურსის არსებობა, ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმის ერთ-ერთი მახასიათებელია. თუმცა, ვინაიდან საქართველოში გაცვლით კურსთან დაკავშირებით უკვე ბევრი დაიწერა, აქ გაცვლით კურსის მხოლოდ მოკლედ შევეხებით. მცურავი გაცვლითი კურსი საშუალებას აძლევს ცენტრალურ ბანკს კონცენტრირება მოახდინოს ფასების სტაბილურობაზე (რაც თავად შეუწყობს ხელს გაცვლითი კურსის გრძელვადიან სტაბილურობას). გარდა ამისა,

მცურავი გაცვლითი კურსის უპირატესობებში შედის საგადამხდელო ბალანსის კრიზისების წინააღმდეგ მოქნილი პასუხის შესაძლებლობა, საგარეო შოკების დროს უმუშევრობის მკვეთრი და ხანგრძლივი ზრდისგან დაცვა, სპეკულაციური შეტევების ალბათობის შემცირება, მორალური რისკის (moral hazard) პრობლემის შემცირება, ადრეული გაფრთხილების ინდიკატორის ფუნქცია, პოლიტიკის გამტარებელთა ანგარიშვალდებულების ზრდა, რომელთაგან თითოეული ლიტერატურაში ვრცლადაა განხილული. მაგ. იხ. Baldwin et al. (2015), სადაც განხილულია, თუ როგორ შეიძლება მივიღოთ საგადამხდელო ბალანსის კრიზისი, როდესაც არ გვაქვს საგარეო შოკის შემწოვი ისეთი მექანიზმი, როგორსაც მცურავი გაცვლითი კურსი გვაძლევს, ან Mishkin (1998), სადაც განხილულია, რომ ფიქსირებული გაცვლითი კურსის გამოყენება განვითარებადი ქვეყნებისთვის ძალზედ საშიში სტრატეგიაა და რომ უმჯობესია ცენტრალური ბანკისთვის დამოუკიდებლობის მინიჭება და ინფლაციის თარგმთირება მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში. რაც შეეხება ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმის სხვა (არანაკლებ მნიშვნელოვან) მახასიათებლებს, ისინი ეხება ინფლაციის პროგნოზის მნიშვნელობას, მოთხოვნისა და მიწოდების შოკებს შორის სხვაობის მნიშვნელოვნებას და ა.შ. მონეტარული პოლიტიკის შეფასებისას კი ყოველივე ამის გათვალისწინება აუცილებელია. თუმცა ამ მახასიათებლებსა და დეტალებზე გადასვლამდე, საინტერესოა ინფლაციის თარგმთირების ძირითადი პრინციპის განხილვა, რაც ფასების სტაბილურობის ირგვლივ ტრიალებს. ძირითადი პრინციპის განხილვა განსაკუთრებით საინტერესოა, როდესაც გვსმენია ერთი მხრივ, მოსაზრება, რომ თითქოს ფასების სტაბილურობის მოტივით ეროვნული ბანკი მკაცრი პოლიტიკით ინფლაციას ზრდის საშუალებას არ აძლევს და ამით ეკონომიკას ზღუდავს, და მეორე მხრივ, მოსაზრება, რომ თითქოს ფასების სტაბილურობის მოტივით ეროვნული ბანკი რბილი პოლიტიკით ინფლაციას ხელოვნურად ზრდის და ფასების შემცირების ბუნებრივ პროცესს უშლის ხელს.



## ძირითადი პრინციპი

ინფლაციის თარგმთირების, ისევე როგორც ნებისმიერი ტიპის მონეტარული რეჟიმის, მთავარი დანიშნულება არის ეკონომიკისთვის ნომინალური ლუბის ფუნქციის შესრულება. აღნიშნული, მარტივად რომ ვთქვათ, მიზნად ისახავს გრძელვადიან პერიოდში ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფას. ნომინალური ლუბის ფუნქციის შესრულების მიზნით, ცენტრალურმა ბანკებმა მრავალი ტიპის რეჟიმები სცადეს. აღნიშნული მცდელობების დროს რამდენიმე ათწლეულის წინ ფართოდ გავრცელებულმა ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმმა და მონეტარული თარგმთირების რეჟიმმა მნიშვნელოვანი ნაკლოვანებები გამოამჟღავნეს, რომელთაც მოქნილად უპასუხა ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმმა. შედეგად, ბოლო რამდენიმე ათწლეულია ინფლაციის თარგმთირება უფრო და უფრო ფართოდ არის მიღებული, როგორც აკადემიურ სფეროში, ასევე პრაქტიკაში. იხ. Hammond (2012).

რამდენიმე მიზეზი არსებობს იმისა, თუ რატომ უნდა იყოს ფასების სტაბილურობა (რის გარშემოც ინფლაციის თარგმთირებაა აგებული) მონეტარული პოლიტიკის მთავარი საზრუნავი. ამ მიზეზებს შორისაა ის ფაქტები, რომ შეუძლებელია უმუშევრობის პერმანენტული შემცირება მაღალი ინფლაციის შეწყნარებით, რომ ინფლაცია არის ის ერთადერთი ცვლადი გრძელვადიან პერიოდში, რომელიც ცენტრალურ ბანკს შეუძლია რეალურად მართოს; რომ დაბალი და სტაბილური ინფლაცია აუცილებელი წინაპირობაა მაღალი ეკონომიკური ზრდისთვის და რომ ფასების სტაბილურობისკენ სწრაფვა დისციპლინირებას უკეთებს როგორც მონეტარულ ასევე ფისკალურ ხელისუფლებას და სიცხადე შემოაქვს ეკონომიკაში. იხ. Bernanke, Laubach, Mishkin and Posen (2001).

უფრო კონკრეტულად, Mishkin (2000) განიხილავს თუ რა ძირითად ელემენტებს მოიცავს პრაქტიკაში ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმი, სადაც ჩამოთვლილია ხუთი ელემენტი, რომელიც უნდა სრულდებოდეს წარმატებისთვის. საქართველოს შემთხვევაში ეს ასეა: (1) არსებობს გაცხადებული ინფლაციის მიზანი, რომლისკენაც ეროვნული ბანკი იღებს ორიენტაციას, რაც ცხადს ხდის თუ თითოეულ შემთხვევაში რა იქნება მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებების მიმართულება; (2) კანონით ფასების სტაბილურობა ეროვნული ბანკის მთავარი ამოცანაა, რაც ხაზს უსვამს, რომ საუკეთესო კონტრიბუცია მონეტარული პოლიტიკის მხრიდან ეკონომიკური ზრდისთვის არის არა რეალური ეკო-

ნომიკის პერმანენტული წახალისების მცდელობა (რაც სინამდვილეში, პირიქით, უარეს შედეგს გამოიღებს), არამედ ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა; (3) პოლიტიკის გადაწყვეტილების მიღების დროს მხედველობაში მიიღება ყველა შესაბამისი ინფორმაცია და არა მხოლოდ გაცვლითი კურსი ან ფულადი აგრეგატი; (4) მიღებული გადაწყვეტილებების ახსნა ხდება სხვადასხვა გზით (პრეს-რელიზები, ინფლაციის მიმოხილვა, ანალიტიკოსებთან შეხვედრები, ეროვნული ბანკის პოლიტიკასთან დაკავშირებული კვლევების გამოქვეყნება და ა.შ.), რაც ხაზს უსვამს კომუნიკაციის მნიშვნელოვნებას; და (5) ეროვნული ბანკის პოლიტიკა აქტიური განხილვის საგანია საზოგადოებაში, რის გამოც ბანკის ანგარიშვალდებულება აშკარად გაზრდილია.

მოკლედ, ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმი აგებულია ფასების სტაბილურობის, მაღალი გამჭვირვალობის (აქტიური კომუნიკაციის) და მაღალი ანგარიშვალდებულების პრინციპების ირგვლივ. აღნიშნულის წარმატებულად განხორციელების შემთხვევაში კი, მონეტარული პოლიტიკა საუკეთესო წვლილს შეიტანს ქვეყნის ეკონომიკურ წინსვლაში, რაც კი მას შეუძლია შეიტანოს. თუ რატომ, ამას დეტალურად ქვემოთ განვიხილავთ.

## მაღალი ინფლაცია vs ფასების სტაბილურობა

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ინფლაციის თარგმთირების ძირითადი პრინციპი, მოკლედ რომ ვთქვათ, გულისხმობს მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლების მიერ ფასების სტაბილურობისთვის განსაკუთრებული მნიშვნელობის მინიჭებას. მიუხედავად იმისა, რომ ბევრისთვის ეს შეიძლება ბუნებრივად უღერდეს დღეს, ეს ასე არ იყო რამდენიმე ათწლეულის წინ, როდესაც, როგორც აკადემიურ სფეროში ასევე პოლიტიკის გამტარებლებს შორის, ეკონომისტებს სჯეროდათ აქტივისტური მონეტარული პოლიტიკის წარმატების. ასეთი აქტივისტური პოლიტიკა გულისხმობდა უმუშევრობის პერმანენტული გაუმჯობესების მცდელობას მაღალი ინფლაციის შეწყნარებით. აღნიშნულმა აქტივისტურმა მიდგომამ არა მხოლოდ პრაქტიკული კრაზი განიცადა, არამედ მისი რეპუტაცია მნიშვნელოვნად შეამცირა ცნობილმა აკადემიურმა ნაშრომებმა. ყოველივე ეს კი კარგადაა აღწერილი Bernanke et al. (2001)-ში.

აღნიშნული აკადემიური კონტრიბუციებიდან აღსანიშნავია ფრიდმანის მონეტარისტული კრიტიკა, რომ-

ლის მიხედვითაც მონეტარული პოლიტიკა მუშაობს მხოლოდ „გრძელი და ცვალებადი დროითი ლაგებით“, რაც ნიშნავს, რომ მონეტარული პოლიტიკის მოკლევადიან პერიოდში დიდი სიზუსტით გამოყენება რეალური ეკონომიკის სამართავად შეუძლებელია, ვინაიდან პოლიტიკის დღევანდელი ცვლილება მხოლოდ გარკვეული დროის შემდგომ აისახება ეკონომიკაზე. აღნიშნულ კრიტიკას აქტივისტური მონეტარული პოლიტიკის მომხრეებმა, დაუპირისპირეს ოპტიმალური კონტროლის მეთოდები, რომლებიც ინჟინერების მიერ გამოიყენება (Bernanke et al., 2001).

თავის მხრივ, ოპტიმალური კონტროლის მეთოდებზე მონეტარული პოლიტიკის დაყრდნობა გააკრიტიკა ლუკასმა, ცნობილი „ლუკასის კრიტიკით“, რომელიც ამბობს რომ წარსულში არსებული კორელაციები არაფერს გვეუბნება იმაზე თუ როგორ განვითარდება მოვლენები ეკონომიკაში თუ ეკონომიკური პოლიტიკა შეიცვლება. შესაბამისად, ეკონომიკურ პოლიტიკაში ცვლილებები მხოლოდ კორელაციებზე არ უნდა იქნას დაყრდნობილი, ვინაიდან (1) წარსული პერიოდის კორელაციები არის წარსული გარემოს შედეგი, (2) პოლიტიკის ცვლილებით სწორედ ეს გარემო იცვლება და იცვლება მოლოდინებიც და (3) შეცვლილი მოლოდინებისა და გარემოს გამო იცვლება კორელაციებიც. იხ. Lucas (1976).

ფასების სტაბილურობის წინა პლანზე წამოწევის თვალსაზრისით, მნიშვნელოვანია ასევე ფრიდმანის მიერ ფილიპსის მრუდის კრიტიკა, რომ მაღალი ინფლაცია გრძელვადიან პერიოდში იწვევს არა უფრო დაბალ უმუშევრობას, არამედ პირიქით – უფრო მაღალს. იხ. Friedman (1968), სადაც განხილულია, თუ რატომაც გრძელვადიანი ფილიპსის მრუდი ვერტიკალური და აღნიშნული დისკუსიის გაგრძელება Friedman (1977)-ში, სადაც ხაზგასმულია, რომ ინფლაციის მაღალი მერყეობა (რაც, როგორც წესი, ინფლაციის მაღალ ნიშნულს ახასიათებს) ეკონომიკას ნაკლებ ეფექტიანს ხდის და ზრდის უმუშევრობას გრძელვადიან პერიოდში.

საინტერესოა, მონეტარული პოლიტიკის სანდოობის პრობლემაც (ე.წ. „დროითი შეუსაბამობის პრობლემა“), რომელიც ასევე ინფლაციის თარგეთირების (ფასების სტაბილურობის) წინა პლანზე წამოწევის მიზეზი გახდა, ვინაიდან თუკი ეკონომიკური აგენტები დაინახავენ, რომ ცენტრალური ბანკი მუდმივად ცდილობს ინფლაციის ზედმეტი ზრდით ეკონომიკა წახალისოს, მაშინ ისინიც პერმანენტულად გაზრდიან საშუალო და გრძელვადიანი პერიოდის ინფლაციის მოლოდინებს და ამით ნეიტრალიზაციას გაუკეთებენ ცენტრალური ბანკის პოლი-

ტიკას. შედეგი კი იქნება სტიმულის უშედეგობა, ხოლო ინფლაცია – მაღალი. იხ. Kydland and Prescott (1977).

ყველა ამ კვლევის შედეგად მივიღეთ ის, რომ თანამედროვე მაკროეკონომიკაში დაბალი და სტაბილური ინფლაციის მიღწევა (რაც ინფლაციის თარგეთირების ძირითადი მიზანია) ითვლება ოპტიმალურ მონეტარულ პოლიტიკად. იხ. Clarida, Gali and Gertler (1999).

## მაღალი დეფლაცია VS ფასების სტაბილურობა

როდესაც საუბარია ფასების სტაბილურობაზე, ზოგჯერ აღიქმება ხოლმე, რომ თითქოს ფასების არასტაბილურობა გულისხმობს მხოლოდ მაღალ ინფლაციას. სინამდვილეში ის ნაშრომები, რომლებიც ფასების სტაბილურობის აუცილებლობას ასკვნიან, გულისხმობენ იმასაც, რომ ფასების არასტაბილურობა ესაა როგორც მაღალი ინფლაცია, ასევე მაღალი დეფლაცია. დეფლაციას ისევე ახასიათებს ხარჯები, როგორც ინფლაციას. მაგ. იხ. Fuhrer and Tootell (2004), სადაც განხილულია დეფლაციის მოკლევადიანი და გრძელვადიანი ხარჯები. გარდა ამისა, აღსანიშნავია, რომ ის ავტორები, რომლებიც ინფლაციას მკაცრად უარყოფითად აფასებდნენ, ასევე აფასებდნენ დეფლაციასაც. მაგ. იხ. Beckworth and Ruger (2010). სწორედ დეფლაციის მიზეზით ხსნიდა ფრიდმანი დიდი დეპრესიის მასშტაბს (იხ. Friedman and Schwarz, 1963) და ამიტომაც იყო იგი როგორც ინფლაციის, ასევე დეფლაციის მოწინააღმდეგე. მსგავს დასკვნამდე მივიდა ჰაიეკიც, იხ. Hayek (1975).

სწორედ ამიტომ გულისხმობს ინფლაციის თარგეთირება წერტილოვანი მიზნის დადგენას, სადაც ცხადი ხდება რომ ცენტრალური ბანკის მიზანია თავი აარიდოს, როგორც მაღალ ინფლაციას, ასევე – მაღალ დეფლაციას (ანუ იყოს მიზანთან ახლოს). სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ფასების სტაბილურობის მიზანი სიმეტრიულია (იხ. Hammond, 2012). კიდევ სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ინფლაციის მიზნის აცილება ზედა მიმართულებით ისევე საზიანოა, როგორც – აცილება ქვედა მიმართულებით (იხ. Mishkin, 2000).

ამგვარად ინფლაციის თარგეთი არ არის ინფლაციის ზედა ზღვარი, არამედ ორიენტირი საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში, რომელიც ეწინააღმდეგება როგორც მაღალ ინფლაციას, ასევე მაღალ დეფლაციას, ვინაიდან ერთსაც და მეორესაც ახასიათებს ხარჯები, რომელიც ეკონომიკას ნაკლებ ეფექტურს ხდის.



## ფასების სტაბილურობა – ანუ ნულოვანი სტატიისტიკური ინფლაცია?

როდესაც ვსაუბრობთ ფასების სტაბილურობაზე, აქ ავტომატურად იგულისხმება, რომ საუბარია ნულოვან ინფლაციაზე. თუმცა აღნიშნული ნულოვანი ინფლაცია არის თეორიული ანალიზის შედეგი. ხოლო ფასების სტაბილურობა თეორიაში, რამდენად უდრის პრაქტიკაში არსებული სტატისტიკის მიხედვით დათვლილ ნულოვან ინფლაციას ეს სხვა საკითხია. ამ საკითხში თეორიისა და პრაქტიკის დასაკავშირებლად რამდენიმე მნიშვნელოვანი საკითხი უნდა გავითვალისწინოთ: (1) ინფლაციის სტატისტიკა, როგორც წესი, გადახრილია რომ აჩვენოს ცოტა უფრო მაღალი დონე და, შესაბამისად, ერთსა და იმავე პირობებში ინფლაცია პრაქტიკაში (სტატისტიკაში) მცირედ უფრო მაღალი ჩანს ვიდრე ნამდვილი (თეორიული) ინფლაცია. აღნიშნულის მიზეზია ის ფაქტი, რომ როდესაც ერთსა და იმავე კალათას ვაკვირდებით სტატისტიკის შესადგენად, აქ ვერ ვითვალისწინებთ იმ ფაქტს, რომ როდესაც რომელიმე პროდუქტი ძვირდება (რომელიც კალათაში შედის), მომხმარებელი გადაერთვება სხვა პროდუქტზე, რომელიც არ გაძვირებულა (და რომელიც კალათაში არ შედის), მაშინ როდესაც თეორიული ინფლაცია ამის საშუალებას არ უნდა გვაძლევდეს, ვინაიდან ნამდვილი (თეორიული) ინფლაცია ნიშნავს აბსოლუტურად ყველა ნომინალური ცვლადის ერთდროულ და ერთი სიდიდის ცვლილებას; (2) გამართივებულ თეორიაში ინფლაციის თავიდან აცილება ისევეა შესაძლებელი, როგორც – დეფლაციის, თუმცა პრაქტიკაში ხშირად დეფლაციის წინააღმდეგ ბრძოლა უფრო რთულია ხოლმე, საპროცენტო განაკვეთებზე არსებული ნულოვანი ქვედა ზღვარის გამო. ამ პრობლემის საკომპენსაციოდ ოპტიმალურია დაბალი ინფლაციის თარგმთირება, ვიდრე ნულოვანი ინფლაციის თარგმთირება, ვინაიდან პირველ შემთხვევაში უფრო ნაკლებ სავარაუდოა შემზღუდავი ნულოვანი ქვედა ზღვრის პრობლემის შემთხვევა.

პირველი ეფექტი, ემპირიული შეფასებებით, გვიჩვენებს, რომ როდესაც სტატისტიკა გვეუბნება 1%-იან ინფლაციას, ეს ნიშნავს ნულოვან ნამდვილ (თეორიულ) ინფლაციას. მაგ. იხ. Cunningham (1996) ან Boskin (1996).

რაც შეეხება მეორე ეფექტს, სხვადასხვა კვლევის საფუძველზე მიღებულია, რომ ნულოვანი ქვედა ზღვრის პრობლემის ნაწილობრივ მაინც თავიდან ასაცილებლად ოპტიმალურია 1%-დან 2%-მდე ინფლაციის

თარგმთირება. იხ. Williams (2009), რომელიც 1%-ზე ცოტა მეტი თარგმთის სასურველობას ასკვნის, მაშინ როდესაც Coibion, Gorodnichenko and Wieland (2011) 2%-ზე ნაკლები თარგმთის სასურველობას ასკვნის.

განხილული ორი ფაქტორის გაერთიანებით მივიღებთ, რომ პრაქტიკაში ოპტიმალური ინფლაცია არის დაახ. 2-3% (1% + 1-2%). ამრიგად, თეორიაში ფასების სტაბილურობა უდრის პრაქტიკაში სტაბილურად 2%-იან ინფლაციას, მით უმეტეს, აღნიშნული დონე საკმარისად დაბალია იმისთვის, რომ ფასების სტაბილურობად აღიქმებოდეს მოსახლეობაში (და ასევე აღიქმება განვითარებულ ქვეყნებში, სადაც სრულ უმრავლესობას 2%-იანი თარგმთი აქვს). იხ. Hammond (2012).

აქვე უნდა აღვნიშნოთ, რომ აღნიშნული 2% მიჩნეულია ოპტიმალურად განვითარებული ქვეყნებისთვის, მაშინ როდესაც განვითარებადი ქვეყნებისთვის (მათი პროდუქტიულობის მაღალი ზრდის გამო) ოპტიმალური ინფლაცია სავარაუდოდ უფრო მეტი იქნება (ე.წ. ბალასა-სამუელსონის ეფექტი). ემპირიული შეფასებისთვის იხ. Mihaljek and Klau (2008).

აღნიშნული კვლევებიდან გამომდინარე, შეიძლება დავასკვნათ, რომ (პროდუქტიულობის ზრდის ტემპის შენელების შესაბამისად) საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ ინფლაციის თარგმთის შემცირება 4%-მდე 2017 წელს, ხოლო შემდეგ 3%-მდე 2018 წლიდან საკმაოდ კარგად შეესაბამება ფასების სტაბილურობის მიზანს საქართველოს მსგავს ქვეყანაში, რაც როგორც ზემოთ განვიხილეთ საუკეთესო კონტრიბუციაა მონეტარული პოლიტიკის მხრიდან ქვეყნის ეკონომიკური განვითარებისთვის.

## ინფლაციის თარგმთირება – ანუ პროდუქტების ფასების კონტროლი?

საინტერესოა ასევე განვიხილოთ ის ერთ-ერთი მცდარი მოსაზრება, რაც გვსმენია ფასების სტაბილურობის მიზანთან დაკავშირებით, რომ თითქოს მონეტარული პოლიტიკით ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა ფასების კონტროლს ნიშნავს და არა-საბაზრო ქმედებაა, ვინაიდან პროდუქტებზე ფასები ხან უნდა გაიზარდოს, ხან უნდა შემცირდეს. აღნიშნული მოსაზრების მიხედვით გამოდის, რომ თითქოს მონეტარული პოლიტიკა ფასების სტაბილურობისკენ

სწრაფვით ხელს უშლის ფასების სასიგნალო ფუნქციას, რაც საბაზრო ეკონომიკაში რესურსების ეფექტური განაწილებისთვის გადამწყვეტი მნიშვნელობისაა. ფასების სასიგნალო ფუნქცია საბაზრო ეკონომიკაში რესურსების ეფექტური განაწილებისთვის მართლაც გადამწყვეტი მნიშვნელობისაა, თუმცა იმის თქმა, რომ ფასების სტაბილურობის მიზნისკენ სწრაფვა ფასების სასიგნალო ფუნქციას აფერხებს, იმას ნიშნავს, რომ ერთმანეთში ვურევთ „ფასების საერთო დონეს“ და „შეფარდებით ფასებს“. ფასები სასიგნალო ფუნქციას ასრულებენ შეფარდებითი ფასების მეშვეობით. შეფარდებითი ფასების ცვლილება კი თვალსაჩინო განსაკუთრებით მაშინაა, როდესაც ფასების საერთო დონე სტაბილურია. ამ დროს ცხადია, რომ როდესაც რომელიმე პროდუქტზე ფასი იზრდება ეს არის შეფარდებითი ფასის ზრდა (რაც ამ კონკრეტული პროდუქტის ბაზარზე არსებული სიტუაციის შესახებ გარკვეულ ინფორმაციას იძლევა) და არა ფასების საერთო დონის ზრდა (რაც ამ კონკრეტული პროდუქტის ბაზარზე არსებული სიტუაციის შესახებ არანაირ ინფორმაციას არ იძლევა). შედეგად, ფასების საერთო დონის სტაბილურობის მიღწევა არათუ ხელს უშლის ფასების სასიგნალო ფუნქციას, არამედ პირიქით – ხელს უწყობს მას, ვინაიდან (1) ფასების საერთო დონის სტაბილურობა არანაირად არ გამორიცხავს პროდუქტებზე შეფარდებითი ფასების ცვლილებებს და (2) ფასების საერთო დონის სტაბილურობის დროს შეფარდებითი ფასების ცვლილება უფრო თვალსაჩინოა. იხ. Muto (2005). სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ფასების საერთო დონის სტაბილურობის უზრუნველყოფა ნიშნავს არა თითოეული პროდუქტის ფასის სტაბილურობის უზრუნველყოფას, არამედ მხოლოდ ერთი პროდუქტის ფასის სტაბილურობის უზრუნველყოფას, და ეს ერთი პროდუქტი არის ცენტრალური ბანკის პროდუქტი – კერძოდ, გაცვლის საშუალება (ანუ ვალუტა და მისი საერთო მსყიდველობითი უნარი). იხ. Mankiw (2009).

ამასთან, აღსანიშნავია, რომ მონეტარულმა პოლიტიკამ რომც მოინდომოს შეფარდებითი ფასების ცვლილება, ამას ვერ მოახერხებს, ვინაიდან მონეტარულ პოლიტიკას გავლენა მხოლოდ გაცვლის საშუალების ფასზე (ვალუტის საერთო მსყიდველობით უნარზე, ანუ ფასების საერთო დონეზე) აქვს და არა თითოეული პროდუქტის ფასზე. იხ. Bernanke et al. (2001). შესაბამისად, ინფლაციის თარგეთირება (რომელიც ფასების საერთო დონის სტაბილურობის უზრუნველყოფის მიზნის გარშემოა აგებული) ეხმარება ფასებს საბაზრო ეკონომიკაში სასიგნალო ფუნქციის უკეთ შესრულებაში.

## რეჟიმის ოპერაციული მახასიათებლები

ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის ძირითადი პრინციპის განხილვის შემდეგ მნიშვნელოვანია ასევე ამ რეჟიმის მახასიათებლების უფრო დეტალური განხილვა, ვინაიდან სხვაგვარად შეუძლებელია იმის შეფასება, თუ რამდენად წარმატებულია მონეტარული პოლიტიკა ფასების სტაბილურობის მიზნისკენ სწრაფვაში.

როგორც აღვნიშნეთ, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის ერთ-ერთი მახასიათებელია მცურავი გაცვლითი კურსის არსებობა. თუ რითი სჯობია მცურავი გაცვლითი კურსი ფიქსირებულს, შესავალში უკვე შევხვებთ. რაც შეეხება ინფლაციის თარგეთირების სხვა მნიშვნელოვან მახასიათებლებს, ისინი აქცენტს აკეთებენ ინფლაციის პროგნოზზე (რის მიხედვითაც უნდა შეფასდეს მონეტარული პოლიტიკის ადეკვატურობა); საპროცენტო განაკვეთის, როგორც ძირითადი ინსტრუმენტის სასურველობაზე; მოთხოვნისა და მიწოდების შოკებს შორის სხვაობის მნიშვნელოვნებაზე, ინფლაციის მოლოდინებზე რეაგირების საკითხებზე და ა.შ., რომელთაც ქვემოთ განვიხილავთ.

## ინფლაციის თარგეთირება – ანუ ინფლაციის პროგნოზის თარგეთირება

ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი მახასიათებელი არის ის, რომ ინფლაციის თარგეთირება სინამდვილეში არის ინფლაციის პროგნოზის თარგეთირება. აღნიშნულის მიზეზი არის ძირითადად ის, რომ მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებები ეკონომიკაზე სრულად მხოლოდ ერთი-ორ წლიანი პერიოდის შემდეგ (დროითი ლაგით) აისახება და შესაბამისად მას დღევანდელ ინფლაციაზე (როგორც უკვე მოცემულზე) გავლენა აღარ აქვს. აღნიშნული პერიოდი (დროითი ლაგი) კი საკმარისად გრძელია იმისთვის, რომ ინფლაციაზე გავლენა მონეტარული პოლიტიკის გარდა სხვა მრავალმა ეკონომიკურმა ფაქტორმა მოახდინოს. მონეტარული პოლიტიკის ლაგის ემპირიული შეფასებების ვრცელი მიმოხილვისთვის იხ. Havranek and Rusnak (2012), რომლებიც ასკვნიან, რომ განვითარებული ქვეყნებისთვის ლაგი უფრო დიდია (2-4 წელი), ვიდრე განვითარებადი ქვეყნებისთვის (1-1.5 წელი) და რომ აღნიშნული განსხვავების მიზეზი ძირითადად ფინანსური ბაზრების განვითარების სხვადასხვა დონეა (განვითარებული ფინანსური ბაზრები



მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებებისგან გარკვეული პერიოდი თავს იცავენ და ამიტომ უფრო ნელა რეაგირებენ).

მონეტარული პოლიტიკის ასეთი დროითი ლაგები ართულებს იმის შეფასებას, რომ დღევანდელი ინფლაციის კონკრეტული დონე ერთი-ორი წლის წინანდელმა მონეტარულმა პოლიტიკამ გამოიწვია, თუ ეკონომიკის სხვა ცვლილებებმა. თუმცა, არსებობს ამ პრობლემის მარტივი გადაწყვეტა: მონეტარული პოლიტიკის შეფასება უნდა მოხდეს ინფლაციის პროგნოზის მიხედვით. კერძოდ, თუ მონეტარული პოლიტიკის დღევანდელი გადაწყვეტილება მოსალოდნელია, რომ ერთი-ორი წლის შემდეგ მოგვცემს მიზნობრივი დონის ფარგლებში მყოფ ინფლაციას, მაშინ ეს გადაწყვეტილება ადეკვატურად შეიძლება ჩაითვალოს; მიუხედავად იმისა, ერთი-ორი წლის შემდგომი ინფლაცია ექსპოსტ მართლაც მოცემულ პროგნოზირებულ დონეზე აღმოჩნდება თუ არა. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ინფლაციის პროგნოზი გამოდის მონეტარული პოლიტიკის შუალედური მიზანი. იხ. Svensson (1997).

ინფლაციის თარგმთირების ეს მახასიათებელი (მაღალ გამჭვირვალობასთან და ანგარიშვალდებულებასთან ერთად) რომ ამ რეჟიმის საფუძველს წარმოადგენს, ამას მოწმობს აღნიშნული რეჟიმის ოფიციალური განმარტება. იხ. IMF (2008).

მიუხედავად იმისა, რომ ინფლაციის პროგნოზის თარგმთირების ტერმინის ფორმალიზება სვენსონმა მოახდინა, ეს იდეა მანამდეც არსებობდა, როდესაც განვითარებულმა ცენტრალურმა ბანკებმა დაიწყეს ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმზე გადასვლა. მაგ. იხ. King (1995) ან Bowen (1995).

უფრო ტექნიკურად, რამდენიმე ფაქტი განაპირობებს ინფლაციის პროგნოზის შუალედურ მიზანდ გამოყენების სასურველობას: ერთი-ორი წლის შემდგომი ინფლაციის პროგნოზი (შუალედური მიზანი) არის ის მიმდინარე ცვლადი, (1) რომელიც ყველაზე მეტადაა კორელირებული ერთი-ორი წლის შემდგომ ფაქტობრივ ინფლაციასთან (ანუ საბოლოო მიზანთან); (2) რომლის მართვაც კარგად შეუძლია ცენტრალურ ბანკს (მიმდინარე ფაქტობრივი ინფლაციისგან განსხვავებით); და (3) რომლის დაკვირვებაც უფრო ადვილია დღევანდელი მონეტარული პოლიტიკის შესაფასებლად, ვიდრე ერთი-ორი წლის შემდგომი ფაქტობრივი ინფლაციისა. შედეგად, როდესაც მონეტარული პოლიტიკა უზრუნველყოფს ინფლაციის პროგნოზის თარგმთთან ახლოს

ყოფნას (შუალედური მიზნის მიღწევას), ეს ყველაზე უკეთ მოგვცემს ფაქტობრივი ინფლაციის თარგმთთან ახლოს ყოფნას საშუალოდ (საბოლოო მიზნის მიღწევას). იხ. Svensson (1996).

აღნიშნული მახასიათებლიდან გამომდინარე, მონეტარული პოლიტიკის მარტივი შეფასება მაინც საკმაოდ ტრანსპარენტული რჩება: მონეტარული პოლიტიკა ადეკვატურია, თუკი ხდება მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება, როდესაც მოსალოდნელია, რომ ერთი-ორი წლის შემდგომი ინფლაცია იქნება თარგმთზე მაღლა და თუ მონეტარული პოლიტიკა შერბილებულია, როდესაც მოსალოდნელია პირიქით. მონეტარული პოლიტიკის უფრო სიღრმისეული შეფასებისთვის კი მნიშვნელოვანია ქვემოთ განხილული მახასიათებლების გათვალისწინება.

## ოპერაციული მიზანი – საპროცენტო განაკვეთი

მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებიდან საბოლოო მიზანმდე სქემა მარტივად შემდგენიარად შეიძლება წარმოვიდგინოთ: ცენტრალური ბანკი მისი ინსტრუმენტებით უზრუნველყოფს ოპერაციული მიზნის მიღწევას, რომელსაც ადგენს ისე, რომ შესაბამისობაში იყოს შუალედურ მიზანთან, ხოლო შუალედურ მიზანს განსაზღვრავს იმგვარად, რომ მიღწეოს საბოლოო მიზანს (ოპერაციული მიზანი => შუალედური მიზანი => საბოლოო მიზანი). ამ საკითხის უფრო ვრცელი განხილვისთვის იხ. Maehle (2014). როგორც ზემოთ განვიხილეთ, საბოლოო მიზანი ნებისმიერი ტიპის მონეტარული პოლიტიკისთვის ფასების სტაბილურობა უნდა იყოს. შესაბამისად, ინფლაციის თარგმთირება ამას არ ეხება – მისი საბოლოო მიზანი არის კიდევ ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა. თუმცა შუალედური მიზნისა და ოპერაციული მიზნის განსხვავებულობა კი ამ რეჟიმის მახასიათებელია. ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმის შუალედური მიზანი რომ ერთი-ორი წლის შემდგომი ინფლაციის პროგნოზია და რომ ეს შუალედური მიზანი ყველაზე უკეთ შეესაბამება საბოლოო მიზანს, ეს ზემოთ უკვე განვიხილეთ (სწორედ აქედან გამომდინარეობს ინფლაციის პროგნოზის თარგმთირების ტერმინი).

რაც შეეხება ოპერაციულ მიზანს, აქ შეიძლება განვასხვავოთ ორი ძირითადი მიდგომა: მონეტარული პოლიტიკის წარმართვა მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთებით ან მისი წარმართვა სარეზერვო ფულის

მოცულობით. ძირითადად ოპერაციულ მიზნად პირველს (მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთს) იყენებს ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი, ხოლო მეორეს (სარეზერვო ფულის მოცულობას) მონეტარული თარგეთირების რეჟიმი. სარეზერვო ფულის მოცულობის ოპერაციულ მიზნად გამოყენების კრახი კარგადაა განხილული Bindseil (2004)-ში.

მოკლედ რომ ვთქვათ, ინფლაციის თარგეთირების დადებითი მხარე არის ის, რომ იგი ხასიათდება სტაბილური დამოკიდებულებით არამხოლოდ შუალედურ მიზანსა და საბოლოო მიზანს (ანუ ინფლაციის პროგნოზსა და ფაქტობრივ ინფლაციას) შორის, არამედ ასევე ოპერაციულ მიზანსა და შუალედურ მიზანს (ანუ საპროცენტო განაკვეთსა და ინფლაციის პროგნოზს) შორის. ამისგან განსხვავებით მონეტარული თარგეთირების რეჟიმი ამ ორიდან არცერთით არ ხასიათდება: არაა სტაბილური დამოკიდებულება არც მის შუალედურ მიზანსა და საბოლოო მიზანს (ანუ ფართო ფულსა და ფაქტობრივ ინფლაციას) შორის, და არც მის ოპერაციულ მიზანსა და შუალედურ მიზანს (ანუ სარეზერვო ფულსა და ფართო ფულს) შორის. საერთაშორისო გამოცდილებისთვის იხ. IMF (2014).

ძირითადად, სწორედ აქედან გამომდინარეობს საპროცენტო განაკვეთის ძირითად ინსტრუმენტად (ოპერაციულ მიზნად) გამოყენების სასურველობა. ასეთი დასკვნა არსებობს თეორიაშიც. იხ. Clarida, Gali and Gertler (1999).

ამრიგად, როდესაც ოპერაციული მიზანი არის ფულადი აგრეგატის მოცულობა და არა საპროცენტო განაკვეთი, ამ დროს ფულზე მერყევი მოთხოვნის გამო საპროცენტო განაკვეთები ამჟღავნებს მნიშვნელოვან მერყეობას. ეს მერყეობა კი გარდა იმისა, რომ საბოლოო მიზნის მიღწევას ართულებს (რაც ზემოთ განვიხილეთ), გვაძლევს კიდევ სხვა მიზეზებსაც იმისთვის, რომ ოპერაციულ მიზნად ვამჯობინოთ საპროცენტო განაკვეთი. ერთ-ერთი ასეთი მიზეზია, ის რომ საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა ეკონომიკას ნაკლებ ეფექტურს ხდის და ზედმეტ რესურსებს მოითხოვს. იხ. Woodford (2002).

გარდა ზემოაღნიშნულისა საპროცენტო განაკვეთის მკვეთრმა მერყეობამ გარკვეულ შემთხვევებში შეიძლება ხელი შეუწყოს ფინანსურ კრიზისსაც. მაგალითად, 10-წლიანი სესხისთვის საპროცენტო განაკვეთის 20 პროცენტული პუნქტით ზრდა (მაგ. 8%-დან 28%-მდე) იმაზე მეტად მტკივნეულია (ვალის ყოველთვიური

მომსახურების ტვირთის მკვეთრი ზრდის გამო), ვიდრე უცხოური ვალუტის სესხის მქონესათვის ადგილობრივი ვალუტის 100%-ით გაუფასურება იქნებოდა. ამიტომ მნიშვნელოვანია მონეტარული პოლიტიკის იმგვარად წარმართვა, რომ საპროცენტო განაკვეთები სტაბილური იყოს იმ დონემდე, სადამდეც ამის საშუალებას ფასების სტაბილურობის მიზანი (ინფლაციის თარგეთი) მოგვცემს. იხ. Mishkin (1996).

ყოველივე ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარეობს შემდეგი ორი შედეგი: (1) უმჯობესია მონეტარული პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთების მეშვეობით წარმართვა, რაც იმას ნიშნავს, რომ არ უნდა არსებობდეს ცენტრალური ბანკის ინსტრუმენტებზე (მაგ. რეფინანსირების სესხების მოცულობაზე) რაოდენობრივი შეზღუდვები – ანუ ცენტრალურმა ბანკმა ფულად ბაზარს სრულად უნდა მიაწოდოს ლიკვიდობის ის მოცულობა, რისი მოთხოვნაც არსებობს მოცემული მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პირობებში; და (2) თუნდაც მონეტარული პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთების მეშვეობით წარმართვის დროს, ცენტრალურმა ბანკმა თავი უნდა აარიდოს საპროცენტო განაკვეთის იმაზე დიდ ცვლილებას, ვიდრე ამას ფასების სტაბილურობის მიზანი მოითხოვს. ეს ორივე შედეგი კი სწორედ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის შემადგენელი ნაწილია.

## მოთხოვნის შოკები VS მიწოდების შოკები

ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის შემდეგი მახასიათებელი ფაქტობრივი ინფლაციის თარგეთიდან მოკლევადიან გადახრებს ეხება. როგორც ზემოთ განვიხილეთ, ცენტრალური ბანკის მთავარი მიზანია ნომინალური ღირებულების ფუნქციის შესრულება; თუმცა, ეს იმას არ ნიშნავს, რომ ცენტრალურ ბანკს მოეთხოვება (ან საერთოდაც შეუძლია), რომ ინფლაციის დონე იყოს ყოველთვის ზუსტად თარგეთზე (ისე როგორც ნამდვილი ღირებულება ვერ უზრუნველყოფს იმას, რომ გემი სრულად გაუნძრევლად იყოს წყალში). ფაქტობრივი ინფლაციის თარგეთიდან გადახრა არის სხვადასხვა ტიპის შოკების შედეგი, რომლებიც პირობითად შეიძლება ორ ნაწილად დავყოთ: მოთხოვნის შოკები (რომელიც იწვევს რეალური ეკონომიკისა და ინფლაციის ერთიდაიგივე მიმართულებით მოძრაობას) და მიწოდების შოკები (რომელიც იწვევს რეალური ეკონომიკისა და ინფლაციის საპირისპირო მიმართულებით მოძრაობას). მონეტარული პოლიტიკით პირველი ტიპის შოკების ნეიტ-



რალიზაცია უფრო მარტივია, ხოლო მეორე – რთული. შედეგად, როგორც თეორიული ანალიზი, ასევე პრაქტიკა გვიჩვენებს, რომ ნომინალური ღირებულების ფუნქცია შეესაბამება მოთხოვნის შოკების (რომელიც ინფლაციის მოლოდინების შოკებსაც მოიცავს) ნეიტრალიზაციას, ხოლო მიწოდების შოკების ერთჯერადი ეფექტის დაშვებას. იხ. Bernanke et al. (2001).

მონეტარული პოლიტიკის გატარების დროს მიწოდების შოკებით მიღებული ერთჯერადი ცვლილების გათვალისწინება არ არის ინფლაციის თარგმნილების რეჟიმის უნიკალური მახასიათებელი; თუმცა ეს რეჟიმი უკეთესს საშუალებას იძლევა, ეკონომიკური აგენტები დავარწმუნოთ, რომ ფასების დონეზე მიწოდების შოკით გამოწვეული გავლენა მხოლოდ იმ ერთჯერადი ცვლილებით შემოიფარგლება და მას არ ექნება მეორე რიგის პერიოდული ცვლილებები. იხ. Reichlin and Baldwin (2013).

აღნიშნული მიდგომის ოპტიმალურობა მიღებულია როგორც თეორიულ მაკროეკონომიკურ ანალიზში, ასევე პრაქტიკაში. მაგ. თეორიული მიდგომისთვის იხ. Clarida, Gali and Gertler (1999), ხოლო პრაქტიკაში მიღებული შეხედულების შეჯამებას კი კარგად აკეთებს სინგაპურის ცენტრალური ბანკის კვლევა. იხ. David, Ghee, Mend and Eng (2011). საინტერესოა ასევე Broadbent (2015)-იც, რომლის მიხედვითაც მიწოდების შოკების გამო არ არსებობს ინფლაციის თარგმნილ ცენტრალური ბანკი, რომელიც უზრუნველყოფს ინფლაციის გამუდმებით თარგმნილ ყოფნას (მათ შორის არც განვითარებული ქვეყნები).

ყოველივე ზემოაღნიშნული არ ნიშნავს იმას, რომ მიწოდების შოკები არ მოითხოვს რეაგირებას, თუკი იგი გავლენას ახდენს ინფლაციის მოლოდინებზე. აქ მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ მიწოდების შოკების ერთჯერადი ეფექტი მით უფრო მეტად პრობლემური ხდება ხოლმე, რაც უფრო მცირეა ცენტრალური ბანკის ნდობა, ვინაიდან ასეთ დროს ეს ერთჯერადი ეფექტი გავლენას ახდენს გრძელვადიანი ინფლაციის მოლოდინებზე. შესაბამისად, უფრო მცირე სანდოობის მქონე ცენტრალურ ბანკს უფრო მეტი რეაგირება მოუწევს მიწოდების შოკით გამოწვეულ ფასების ერთჯერად ცვლილებაზე (პირველი რიგის ეფექტზე) იმისათვის, რათა თავიდან აიცილოს მეორე რიგის ეფექტები. იხ. Hammond (2012).

ექსტრემალურ შემთხვევაში, როდესაც საერთოდ არ აქვს სანდოობა ცენტრალურ ბანკს, მაშინ ნების-

მიერი ცვლილება, რომელიც თუნდაც ერთჯერადად ცვლის ფასების დონეს, იწვევს მეორე რიგის ეფექტებს და ამიტომ მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება საჭირო ხდება ნებისმიერი ტიპის შოკის დროს. მიუხედავად ასეთი შესაძლებლობისა, ეს მაინც არ ცვლის ზემოთ განხილულ ლოგიკას, რომ მონეტარულმა პოლიტიკამ ნეიტრალიზაცია უნდა გაუკეთოს მოთხოვნის შოკებს, ხოლო დაუშვას მიწოდების შოკების ერთჯერადი გავლენა, ვინაიდან ინფლაციის მოლოდინი (თუნდაც იგი წარმოიქმნას მიწოდების შოკის დროს მომხდარი ერთჯერადი ცვლილების შედეგად) ეკონომიკაზე გავლენის თვალსაზრისით მიეკუთვნება მოთხოვნის შოკების ტიპს (მაგ. იხ. Clarida, Gali and Gertler, 2000).

ბოლოს უნდა აღვნიშნოთ, რომ მიწოდების შოკის ერთჯერადი გავლენა ფასების დონეზე (რომლის ცალკე აღებულად კორექტირებასაც მონეტარული პოლიტიკა არ უნდა ეცადოს) შეიძლება იყოს როგორც ზედა მიმართულების, ასევე ქვედა მიმართულების (მაგ. ფასების ერთჯერადი დაწევა ნავთობის გაიაფების შედეგად).

## საპროცენტო განაკვეთი და ტეილორის პრინციპი

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ინფლაციის თარგმნილების დროს მონეტარული პოლიტიკა რეაგირებას არ უნდა ახდენდეს მიწოდების შოკების ერთჯერად ცვლილებაზე, მაგრამ რეაგირებას ნამდვილად უნდა ახდენდეს ინფლაციის მოლოდინების ცვლილებაზე (თუნდაც იგი მიწოდების შოკით იყოს გამოწვეული). ზოგადად, ნებისმიერი რამ რაც ინფლაციის მოლოდინების ცვლილებას იწვევს მონეტარული პოლიტიკის რეაგირებას მოითხოვს, თუ გვსურს ნომინალური ღირებულების არსებობა (რაც საბოლოო მიზნის, ფასების სტაბილურობის აუცილებელი წინაპირობაა). თუმცა, აქ შემდეგი კითხვაა თუ რამდენად ძლიერი უნდა იყოს ეს რეაგირება – ანუ საპროცენტო განაკვეთის რა ზომის ცვლილებას მოითხოვს ინფლაციის მოლოდინის ერთი ერთეულით ცვლილება? უფრო ზოგადად რომ ვთქვათ, როგორი უნდა იყოს ნომინალური საპროცენტო განაკვეთის რეაგირება იმისთვის, რომ მხოლოდ ინფლაციის მოლოდინმა არ გამოიწვიოს ფაქტობრივი ინფლაცია? ლიტერატურაში ამ კითხვაზე პასუხს ტეილორის პრინციპს უწოდებენ. სტანდარტული ტეილორის პრინციპის მიხედვით ინფლაციის მოლოდინის ერთი ერთეულით ცვლილების დროს მონეტარული პოლიტიკა მზად უნდა



იყოს ამ ცვლილებას ნომინალური საპროცენტო განაკვეთის ერთ ერთეულზე მეტი სიდიდის (და იგივე მიმართულების) ცვლილებით უპასუხოს. შედეგად, ამ პრინციპის დაკმაყოფილებს დროს ეკონომიკურმა აგენტებმა იციან, რომ ცენტრალური ბანკი ყოველი ინფლაციის მოლოდინს ერთი-ერთზე მეტი ნომინალური საპროცენტო განაკვეთის რეაგირებას დაუპირისპირებს (ანუ გაზრდილ ინფლაციის მოლოდინს დაუპირისპირებს გაზრდილ რეალურ საპროცენტო განაკვეთს), რაც საბოლოოდ მოგვცემს ინფლაციის მოლოდინის საწყის წერტილში დაბრუნებას, ხოლო ამ მიდგომის შედეგად მიღებული სტაბილურად დაბალი ინფლაციის მოლოდინები კი, თავის მხრივ, ფასების სტაბილურობის წინაპირობაა. იხ. Christiano (2015).

უფრო კონკრეტულად, ტეილორის პრინციპის შესრულებას ორი უპირატესობა აქვს: (1) ცენტრალური ბანკის პოლიტიკა უზრუნველყოფს ინფლაციის მოლოდინების სტაბილურობას; და (2) ეკონომიკის რეაქცია ფუნდამენტურ შოკებზე უფრო ნაკლებ მერყევი ხდება. პირველი გულისხმობს იმას რომ, მაგალითად, როდესაც მონეტარული პოლიტიკისგან დამოუკიდებლად ინფლაციის მოლოდინები იზრდება (მაგალითად, მნიშვნელოვანი შეფარდებითი ფასის ზრდის გამო), ამ მოლოდინებს ცენტრალური ბანკი ახშობს მისი სანდო დანაპირებით, რომ იგი იმ დოზით გაამკაცრებს მონეტარულ პოლიტიკას, რომ ინფლაციის ეს მოლოდინები ფაქტობრივ ინფლაციაში არ გადაიზრდება. ამით კი მოლოდინები ცხრება და ფასების ზედმეტი მერყეობის თავიდან აცილება ხდება. იხ. Woodford (2001). მეორე კი გულისხმობს იმას, რომ თუნდაც არ სჭირდებოდეს ინფლაციის მოლოდინებს მართვა და იგი თვითონ იყოს გრძელვადიან პერიოდში სტაბილური, ტეილორის პრინციპი მაინც გვაძლევს იმ უპირატესობას, რომ ფუნდამენტური შოკების დროს მონეტარული პოლიტიკა არ ხდება ამ შოკების პროპაგაციის (აქსელერაციის) მექანიზმი. იხ. Davig and Leeper (2007).

ემპირიული შეფასებებიდან საინტერესოა აშშ-ს მონეტარული პოლიტიკის შემთხვევა, ვოლკერამდე და მის შემდეგ პერიოდების შეფასება. მაგ. Clarida, Gali and Gertler (2000) აფასებს მონეტარული პოლიტიკის (საპროცენტო განაკვეთის) რეაქციის ფუნქციას ამ ორი პერიოდისთვის. მათი დასკვნა თანხვედრაშია გავრცელებულ აზრთან: ვოლკერამდე მონეტარული პოლიტიკა არ აკმაყოფილებდა ტეილორის პრინციპს და ინფლაცია იყო მერყევი, ხოლო მას შემდეგ რაც ვოლკერი გახდა ფედერალური სარეზერვო სისტემის მმართველი, მონეტარულმა პოლიტიკამ დაიწყო ტეილორის

პრინციპის დაკმაყოფილება, რამაც ინფლაციის სტაბილურობას შეუწყო ხელი. გარდა ემპირიული შეფასებისა Clarida, Gali and Gertler (2000) წარმოადგენს იმის თეორიულ ანალიზსაც თუ რატომ იყო 1979 წლამდე არსებული მონეტარული პოლიტიკა (რომელიც ტეილორის პრინციპს არ აკმაყოფილებდა) ინფლაციის (და მთლიანად ეკონომიკის) მერყეობის წყარო.

ამრიგად, შეიძლება დავასკვნათ რომ ერთი ერთეულით შეცვლილ ინფლაციის მოლოდინებზე მნიშვნელოვანია არსებობდეს იმის მოლოდინიც, რომ მონეტარული პოლიტიკა ამაზე რეაგირებას საპროცენტო განაკვეთის ერთი-ერთზე მეტი სიდიდის ცვლილებით მოახდენს. მაგალითად, თუ ინფლაციის მოლოდინი იზრდება 3 პროცენტული პუნქტით (მაგ. 2%-დან 5%-მდე), მაშინ (თუ გვსურს ტეილორის პრინციპის დაკმაყოფილება) ეკონომიკურ აგენტებს უნდა ჰქონდეთ იმის მოლოდინიც, რომ ნომინალური საპროცენტო განაკვეთები 3 პპ-ზე მეტად გაიზრდება (მაგ. 4%-დან 7%-ზე მეტ ნიშნულამდე). თუმცა ამ დასკვნასთან ერთად მნიშვნელოვანია ისიც აღვნიშნოთ, რომ საპროცენტო განაკვეთების ინფლაციის მოლოდინზე რეაგირება თუ ერთი-ერთზე მეტი უნდა იყოს, იგი არ უნდა იყოს არც ზედმეტად დიდი, ვინაიდან, როგორც ზემოთ განვიხილეთ, ზედმეტად მერყევე საპროცენტო განაკვეთებს თავისი უარყოფითი მხარეები აქვს. მითუმეტეს, ტეილორის პრინციპს თეორიულად აქვს ასევე ზედა ზღვარიც (ანუ საპროცენტო განაკვეთების როგორც სუსტი, ასევე ზედმეტად ძლიერი ცვლილებები არღვევს ტეილორის პრინციპს. იხ. Gali, 2008). ლიტერატურაში ფართოდაა გავრცელებული ნომინალური საპროცენტო განაკვეთის 1.5 კოეფიციენტიანი რეაგირება (იხ. Taylor, 1993) – ანუ ინფლაციის მოლოდინის 3 პპ-ით ზრდის შემდეგ ნომინალური საპროცენტო განაკვეთების (სხვა თანაბარ პირობებში) 4.5 პპ-იანი ზრდა.

საინტერესოა კიდევ ერთი საკითხი. როგორც ვთქვით, ტეილორის პრინციპი ინფლაციის მოლოდინზე ნომინალური საპროცენტო განაკვეთების ერთი-ერთზე მეტ რეაგირებას გულისხმობს. თუმცა აქამდე არაფერი გვითქვამს ეს რეაგირება როდის უნდა მოხდეს – მყისიერად (ერთბაშად) თუ ეტაპობრივად. ეს მეორე საკითხი მნიშვნელოვანი ხდება იქიდან გამომდინარე, რომ ეკონომიკა რეაგირებას ახდენს გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებსა და არა მოკლევადიანზე (რომელსაც ცენტრალური ბანკი განსაზღვრავს). თუმცა ვიცით, რომ გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთები წარმოადგენს მომავლის მოკლევადიანი განაკვეთე-



ბის მოლოდინების სურათს (პრემიუმებთან ერთად). იხ. Woodford (2003). აქედან გამომდინარე, ინფლაციის მოლოდინებზე საპროცენტო განაკვეთის ერთი-ერთზე მეტად რეაგირების თვალსაზრისით საკმარისია მოკლევადიანი ნომინალური განაკვეთების ეტაპობრივი ზრდა და ამავდროულად ფინანსური ბაზრისთვის იმ სანდო დანაპირების მიცემა მონეტარული პოლიტიკის მხრიდან, რომ აღნიშნული ეტაპობრივი ზრდა მანამ გაგრძელდება, სანამ ინფლაციის მოლოდინები კვლავ არ შემცირდება წონასწორულ წერტილამდე (რაც შემდეგ საპროცენტო განაკვეთებსაც შეამცირებს მის წონასწორულ წერტილამდე). სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ტეილორის პრინციპის მიღწევა სრულიად შესაძლებელია როგორც მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ერთბაშად ზრდით, ასევე მიმდინარე განაკვეთის ეტაპობრივი ზრდით და მომავლის განაკვეთების აქტიური კომუნიკაციით, მთავარია ეკონომიკურმა აგენტებმა იცოდნენ, რომ ინფლაციის მოლოდინზე ნომინალური საპროცენტო განაკვეთის გრძელვადიანი რეაგირების კოეფიციენტი ერთზე მეტია. ამრიგად, ლოგიკურია იმის კითხვა, თუ (ტეილორის პრინციპის გარდა) სხვა მიზეზები რას გვკარნახობს? მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ერთბაშად დიდი მოცულობის ცვლილება სჯობს თუ ეტაპობრივი ცვლილება მომავალი ცვლილებების კომუნიკაციით? ზოგადად, ლიტერატურა ეტაპობრივი ცვლილებებისკენ იხრება (თუმცა მნიშვნელოვანია, რომ ეს ეტაპობრიობა მონეტარული პოლიტიკის დროით ლაგთან შედარებით ზედმეტად ხანგრძლივი არ იყოს). ეტაპობრიობის მომხრე რამდენიმე არგუმენტის (და შესაბამისი ემპირიული) განხილვებისთვის იხ. Sack and Wieland (1999).

უფრო მეტიც, გარკვეულ შემთხვევებში, მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ერთბაშად მკვეთრმა ზრდამ შეიძლება, პირიქით, ტეილორის პრინციპის დარღვევა მოგვცეს და ინფლაციის ზრდა გამოიწვიოს. ეს მექანიზმი შემდეგ შემთხვევებში მოქმედებს: თუკი საპროცენტო განაკვეთები, გარდა მოთხოვნის არხისა, მუშაობს ასევე მიწოდების არხის გავლით (მაგ. როცა ფირმების დიდი ნაწილი მოკლევადიანი ხარჯების დასაფინანსებლად მოკლევადიან სესხებს იყენებს, ანუ როცა მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი ფირმების დიდი ნაწილის შუალედურ ხარჯს წარმოადგენს; ან როცა ფირმების დიდი ნაწილის სესხები მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთზეა მიბმული და ამ უკანასკნელის ზრდა ამ ფირმების ხარჯებს ზრდის), მაშინ საპროცენტო განაკვეთების მყისიერი ზრდა გახდება მიზეზი

ფირმების ზღვრული ხარჯების ზრდისა და, შესაბამისად, ინფლაციისა. შედეგად, თუკი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები მკვეთრად გაიზრდება ინფლაციის მოლოდინების ზრდის დროს, ამით, აღნიშნულ შემთხვევაში, მონეტარული პოლიტიკა არათუ ჩააცხრობს ინფლაციის მოლოდინებს, არამედ პირიქით მას ფაქტობრივ ინფლაციაში გადაიყვანს. თუმცა უნდა აღვნიშნოთ, რომ საპროცენტო განაკვეთების ასეთი (მიწოდების) არხი ყველაზე მეტად სავარაუდოდ იმ ქვეყნებში მუშაობს, სადაც ცვალებადგანაკვეთიანი სესხები ჭარბობს.

ტეილორის პრინციპის დასაცავად, მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ეტაპობრივი ცვლილების საჭიროების იდეა ჩემსა და კრისტიანოს შორის განხილვების დროს წარმოიშვა, რომელიც ლიტერატურაში შედარებით ახალი შედეგია და მასზე დაყრდნობა საფრთხილოა. ამ მექანიზმის მოდელზე დაფუძნებული ანალიზი წარმოდგენილია Christiano<sup>1</sup> (2015)-ში.

ამგვარად, როდესაც საპროცენტო განაკვეთები ფირმების ხარჯების მნიშვნელოვან ნაწილს წარმოადგენს, ხოლო მონეტარული პოლიტიკას ინფლაციის შემცირება უნდა, მაშინ განაკვეთების მკვეთრი ზრდის მაგივრად (რაც პირიქით ფირმების ხარჯების ზრდას გამოიწვევდა), უმჯობესია საპროცენტო განაკვეთის ეტაპობრივი ზრდა და იმის აქტიური კომუნიკაცია, რომ განაკვეთების ზრდა ეტაპობრივად გაგრძელდება უახლოეს მომავალში მანამ, სანამ ინფლაციის მოლოდინები არ შემცირდება. ასეთი მიდგომით მოკლევადიანი განაკვეთების ეტაპობრივი ზრდა ფირმების ხარჯებზე დიდ ზეწოლას აღარ შექმნის, თუმცა გრძელვადიან განაკვეთებზე მაინც სრულად აისახება და ამით მოთხოვნას შეზღუდავს ინფლაციის შემცირების მიზნით. მოკლედ რომ ვთქვათ, ცენტრალურ ბანკს მისი კომუნიკაციის ეფექტიანობის ზრდით უნდა დაამატებოთ „ინსტრუმენტი“ – მოკლევადიანი განაკვეთების გარდა იგი გარკვეულწილად მართავს გრძელვადიან განაკვეთებსაც (forward guidance).

საინტერესოა, რომ ამის საპირისპირო მიმართულებით (ანუ საკმარისად მაღალი მოკლევადიანი განაკვეთისა და მომავალში მისი ეტაპობრივად შემცირების სანდო მოლოდინის შექმნით) ამ მექანიზმის გამოყენება შესაძლოა გარკვეულ შემთხვევებში სხვა მიზეზებისთვისაც შეიძლებოდეს (მაგ. დედოფარობისასთან დაკავშირებული საკითხებისთვის, შემოსავლიანობის მრუდის დახრილობის შემცირებით), თუმცა ეს განხილვის სხვა თემაა.

<sup>1</sup> აღნიშნული კვლევა ხელმისაწვდომია შემდეგ მისამართზე: <http://faculty.wcas.northwestern.edu/~christ/research/AcemogluKcigitKerr/comment-a.pdf>

ბოლოს, აღსანიშნავია, რომ ზემოთ ტეილორის პრინციპს განვიხილავდით ინფლაციის მოლოდინების ზრდის მაგალითზე. ცხადია ეს პრინციპი ანალოგიურად ვრცელდება ინფლაციის მოლოდინების შემცირებაზე (დეფლაციის მოლოდინებზე). ანუ დეფლაციის მოლოდინისას საპროცენტო განაკვეთის ერთი-ერთზე მეტი სიდიდის შემცირებაა საჭირო და, რეალურად, დღეს სწორედ ესაა ბევრი განვითარებული ქვეყნის ცენტრალური ბანკის პრობლემა (ნულოვანი ქვედა ზღვრის გამო). თუმცა, ვინაიდან განვითარებად ქვეყნებს ეს პრობლემა მნიშვნელოვნად ჯერ არ გვიდგას, აქცენტი გაზრდილ ინფლაციურ მოლოდინებზე და მასზე რეაგირებაზე ლოგიკურია.

## წინაპირობები და ემპირიული შეფასებები

ინფლაციის თარგეთირების ოპტიმალურობის მტკიცების დროს ლოგიკურად წარმოიშვება ორი მთავარი კითხვა: (1) რა წინაპირობები უნდა სრულდებოდეს, რომ ეს რეჟიმი მართლაც წარმატებული გამოდგეს და (2) რას გვეუბნება ემპირიული კვლევები ამ რეჟიმის შესახებ – რეალურად გაამართლა თუ არა მან პრაქტიკაში (მათ შორის განვითარებადი ქვეყნებისთვის). სწორედ ამ ორ კითხვას შევხებით ქვემოთ.

## წინაპირობები (კოტენციური ნაკლოვანებები)

ინფლაციის თარგეთირება, როგორც განვიხილეთ, თანამედროვე მაკროეკონომიკაში მიჩნეულია ოპტიმალურ სტრატეგიად, თუკი მისი წინაპირობები სრულდება. მის წინაპირობებად კი განიხილავენ სამ ძირითად ფაქტორს: (1) მდგრადი ფისკალური პოლიტიკა; (2) განვითარებული ფინანსური სისტემა და (3) ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა.

რაც შეეხება პირველ და მეორე წინაპირობებს, ფისკალური პოლიტიკის მდგრადობაში იგულისხმება მიმდინარე სახელმწიფო ვალის მომავლის ბიუჯეტის შემოსავლებით დაფარვის შესაძლებლობა ფასების დონის მნიშვნელოვანი ცვლილების გარეშე (absence of fiscal dominance). მაგალითად იხ. Woodford (1998). ანალოგიურად მდგრადი ფინანსური სისტემის გარეშე შეუძლებელია ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა შოკების დროს. მიუხედავად ამისა, სტაბილური ფისკალური პოლიტიკისა და მდგრადი ფინანსური სისტემის არსებობა არის არა მხოლოდ ინფლაციის თარგეთირების წინაპირობა, არამედ ნებისმიერი ტიპის მონეტარული სტრატეგი-





სა (მათ შორის სავალუტო საბჭოს ან თუნდაც სრული დოლარიზაციის). ამგვარად, ფისკალურ პოლიტიკასთან ან ფინანსურ სისტემასთან დაკავშირებული არგუმენტების გამოყენება ინფლაციის თარგმთირების უარყოფისთვის და ფასების სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად სხვა სტრატეგიის არჩევისთვის, არასწორია. ასეთ შემთხვევებში ფასების სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად ფისკალური და ფინანსური სისტემების შეცვლა იქნება საჭირო და არა მონეტარული სისტემის. იხ. Mishkin (2000) ან Mishkin and Savastano (2002).

რაც შეეხება მესამე წინაპრობას (ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის შესაძლებლობას), აღნიშნული ნამდვილადაა ინფლაციის თარგმთირების წარმატებისთვის ისეთი წინაპრობა, რომელიც მაგალითად სრული დოლარიზაციის სტრატეგიას არ ესაჭიროება. იხ. Hammond (2012) ან Mishkin (1998). აღნიშნული დამოუკიდებლობა ნიშნავს, რომ ცენტრალურ ბანკს მისი მიზნების მიღწევისათვის გადაწყვეტილებების ხელისუფლებისაგან დამოუკიდებლად მიღების შესაძლებლობა უნდა ჰქონდეს, ხოლო თუ აღნიშნული გადაწყვეტილებები არ მოეწონება ხელისუფლებას, მაშინ ცენტრალური ბანკის ხელმძღვანელის გათავისუფლება მხოლოდ ამის გამო ვერ უნდა ხდებოდეს. იხ. Mishkin (2004).

საქართველოს შემთხვევაში ასეთი დამოუკიდებლობის ემპირიული შეფასება ან რაიმე ინდექსის აგება ამ სტატიის მიზნებს სცდება, თუმცა ვფიქრობ, რომ ამ კრიტერიუმებს საქართველოს ეროვნული ბანკი საკმაოდ კარგად აკმაყოფილებს, რაც ბოლო პერიოდში არაერთხელ დადასტურდა. ეს კი თავის მხრივ ნიშნავს იმას, რომ ინფლაციის თარგმთირება წარმოადგენს ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფის კარგ საშუალებას საქართველოსთვის. მითუმეტეს, აღნიშნული რეჟიმი თანდათან კიდევ უფრო აძლიერებს ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობას და, შედეგად, კიდევ უფრო ეფექტური გახდება (virtuous circle). იხ. Cowan and Do (2003) ან Reichlin and Baldwin (2013).

გემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, ინფლაციის თარგმთირება საქართველოსთვისაც შეიძლება ჩავთვალოთ მონეტარული პოლიტიკის იმ სტრატეგიად, რისი საშუალებითაც ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა ყველაზე ნაკლები დანახარჯებითაა შესაძლებელი დღეისათვის არსებულ ყველა ალტერნატივასთან შედარებით.

## ინფლაციის თარგმთირება და ფინანსური დოლარიზაცია

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა არის ის ძირითადი წინაპრობა ინფლაციის თარგმთირების წარმატებისთვის, რაც შესაძლოა სხვა სტრატეგიას არ მოეთხოვებოდეს (მაგ. სრულ დოლარიზაციას); თუმცა, ზოგი ეკონომისტის აზრით, ინფლაციის თარგმთირების წინაპრობაა ფინანსური დოლარიზაციის არარსებობაც. მართლაც, ფინანსური დოლარიზაციის დროს მცურავი გაცვლითი კურსი (რაც ინფლაციის თარგმთირების შემადგენელი ნაწილია) შესაძლოა საშიში იყოს, თუკი გაცვლითი კურსის ცვლილება იწვევს ფინანსურ არასტაბილურობას. იხ. Mishkin (2000). თუმცა საქართველოში შოკების მიმართ ფინანსური სექტორის მდგრადობა არაერთხელ დადასტურდა, მათ შორის გაცვლითი კურსის შოკების მიმართ, რაც ნიშნავს იმას, რომ თუკი ფინანსური დოლარიზაციის არგუმენტით ინფლაციის თარგმთირების უარყოფა მაინც გვინდა, მაშინ უნდა გვჯეროდეს, რომ ფინანსური დოლარიზაციის დროს დამოუკიდებელ მონეტარულ პოლიტიკას არაფერი დამატებითი წვლილი არ შეაქვს ფასების (და შედეგად მაკროეკონომიკურ) სტაბილურობაში. მაგრამ ეს ხშირად ასე არ არის. მიუხედავად იმისა, რომ ფინანსური დოლარიზაცია გარკვეულწილად მართლაც ცვლის მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმს, ამ მოტივით იმის მტკიცება, რომ ინფლაციის თარგმთირება ვერ იქნება უფრო წარმატებული ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფაში, არასწორი იქნება, ვინაიდან ფინანსური დოლარიზაციის დროს (როდესაც გაცვლითი კურსის მერყეობა ხარჯიანი ხდება) ინფლაციის თარგმთირების ცენტრალური ბანკისთვის რთულდება არა იმდენად ინფლაციის მართვა, არამედ ეკონომიკური აქტივობის მართვა. აქედან გამომდინარე, ფინანსური დოლარიზაცია არ გამოიციხავს ინფლაციის თარგმთირების წარმატების შესაძლებლობას ინფლაციის მართვის თვალსაზრისით. იხ. Leiderman, Maino and Parrado (2006). გარკვეულწილად ამას ადასტურებს Carranza, Galdon-Sanchez and Gomez Biscarri (2008)-ის ემპირიული კვლევაც, სადაც გაანალიზებულია ასზე მეტი სხვადასხვა დონის დოლარიზაციის მქონე ქვეყანა, და რომელიც ასკვნის, რომ გაცვლითი კურსიდან გადაცემა ინფლაციაზე (pass-through) მნიშვნელოვნად არ განსხვავდება ფინანსურად დოლარიზებული ქვეყნებისთვის არადოლარიზებული ქვეყნებისგან (არამედ განსხვავება არის გაცვლითი კურსის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენა).

ნაში) როდესაც ქვეყანა განიცდის დიდ საგარეო (გაცვ-  
ლითი კურსის) შოკს. ამის მიზეზია ის, რომ ფინანსური  
დოლარიზაციის დროს გაცვლითი კურსის ცვლილება  
იწვევს საბალანსო უწყისის (balance sheet) ეფექტებს,  
რომელიც მუშაობს როგორც მიწოდების მხარეს (რაც  
ინფლაციას ზრდის), ასევე მოთხოვნის მხარეს (რაც  
ინფლაციას ამცირებს). ეს თავის მხრივ ნიშნავს, რომ  
(მნიშვნელოვანი შოკების დროს) ფასების სტაბილუ-  
რობის უზრუნველსაყოფად დამოუკიდებელი მონეტა-  
რული პოლიტიკა მაინც სასარგებლოა, თუნდაც ფი-  
ნანსური დოლარიზაციის დროს. ქვემოთ განხილული  
ემპირიული კვლევების მიხედვით კი დამოუკიდებელი  
მონეტარული პოლიტიკით ფასების სტაბილურობის  
მიღწევის დღევანდელი საუკეთესო საშუალება სწო-  
რედ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმია.

ამასთან, იმ არგუმენტს, რომ ფასების სტაბილურო-  
ბის უზრუნველყოფა ინფლაციის თარგეთირებით მა-  
ინც უკეთ შეიძლება, ემატება ის არგუმენტიც, რომ დო-  
ლართან გაცვლითი კურსის ცვლილების ეკონომიკაზე  
გავლენის ნიშანი იცვლება მხოლოდ მაშინ, როდესაც  
თავად აშშ დოლარის კურსი იცვლება (ანუ როცა ად-  
გილობრივი ვალუტის გაცვლითი კურსი მნიშვნელოვ-  
ნად იცვლება მხოლოდ დოლართან მიმართებაში,  
მაგრამ არა სავაჭრო პარტნიორებთან მიმართებაში)  
და არა მაშინ, როდესაც თავად ადგილობრივი ვალუ-  
ტის ეფექტური გაცვლითი კურსი იცვლება. სხვაგვარად  
რომ ვთქვათ, საგარეო ფაქტორების მიერ გამოწვეულ  
გაცვლითი კურსის გაუფასურებას რომ მონეტარუ-  
ლი პოლიტიკით დავუწყოთ შებრძოლება, ეს რეალურ  
ეკონომიკას უფრო მეტად დააზარალებს, თუნდაც ღია  
ეკონომიკა ფინანსურად დოლარიზებული იყოს. ამას  
მოწმობს მრავალი ემპირიული კვლევა. მაგ. იხ. Ed-  
wards, Levy Yeyati (2003). თავის მხრივ, ამის მიზეზია ის,  
რომ თუნდაც ფინანსური დოლარიზაციის პირობებში  
იყოს ქვეყანა, მცურავი გაცვლითი კურსი მაინც სასარ-  
გებლოა ქვეყნის მოქნილობის გასაზრდელად მანამ,  
სანამ ეკონომიკა არ არის ძალზედ დახურული და დიდ  
ვალში მყოფი. იხ. Calvo, Izquierdo and Talvi (2003). თუმ-  
ცა, ცხადია, საქართველო არც დახურულია და არც ვა-  
ლებში ჩაფლული.

აღნიშნული კვლევებიდან გამომდინარე, შეიძლება  
დავასკვნათ, რომ ფინანსური დოლარიზაცია, მიუხედა-  
ვად იმისა, რომ გარკვეულ პრობლემებს უქმნის ინფ-  
ლაციის თარგეთურ ცენტრალურ ბანკს, საქართველოს  
მსგავს ქვეყნებში მაინც არ წარმოადგენს ინფლაციის  
თარგეთირების უარყოფის მყარ საფუძველს.

## წარმატების ემპირიული შეფასებები

იმ თეორიული მექანიზმების განხილვის შემდეგ თუ  
რატომღაც ინფლაციის თარგეთირება კარგი საშუ-  
ალება ფასების სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად,  
საინტერესოა ასევე სხვადასხვა ქვეყნებში ამ რეჟიმის  
შემოღებით მიღებული შედეგების ემპირიული ანალიზი  
– მართლაც გვაძლევს თუ არა ეს რეჟიმი დაპირებულ  
შედეგებს (ფასების სტაბილურობას და ინფლაციის და-  
ბალ მერყეობას). ასეთი ემპირიული კვლევა საკმაოდ  
ბევრია ლიტერატურაში, რომელთა დასკვნა ძირითა-  
დად ინფლაციის თარგეთირების სასარგებლოდ ერთი  
და იგივეა. მაგალითად, Vega and Winkelried (2005)-ის  
კვლევის მიხედვით (რომელიც ყველა ქვეყანას მოი-  
ცავს) ინფლაციის თარგეთირებამ შეამცირა ინფლაცი-  
ის დონე, მისი მერყეობა და მისი ხანგრძლივობა რო-  
გორც განვითარებულ ასევე განვითარებად ქვეყნებში.  
IMF (2005) თავის მხრივ კონცენტრირებას ახდენს კონ-  
კრეტულად განვითარებადი ქვეყნების მიერ ინფლაცი-  
ის თარგეთირების შემოღების შემდეგ მიღებული შე-  
დეგების ანალიზზე. კვლევის დასკვნით მთლიანობაში  
ინფლაციის თარგეთირებამ განვითარებად ქვეყნებში  
შეამცირა ინფლაციის დონე, მისი მერყეობა, ინფლაცი-  
ის მოლოდინები და საპროცენტო განაკვეთების, გაცვ-  
ლითი კურსისა და რეზერვების მერყეობა სხვა რეჟი-  
მებთან შედარებით. ინფლაციის თარგეთირებამ ასევე  
საშუალება მისცა დაბალშემოსავლიანი ქვეყნების ცენ-  
ტრალურ ბანკებს უფრო ნაკლებად მტკიცენული ყოფი-  
ლიყო მათი ქვეყნისთვის მიწოდების შოკები. იხ. Roger  
(2010): ასევე, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმს უნდა  
ვუმადლოდეთ ცენტრალური ბანკების გამჭვირვალო-  
ბის მნიშვნელოვან ზრდაში (ხოლო ფიქსირებული გაც-  
ვლითი კურსის რეჟიმს ყველაზე ნაკლებ გამჭვირვა-  
ლობაში). იხ. Geraats (2009).

ინფლაციის თარგეთირების ემპირიული შეფასებე-  
ბის მაგალითებით შორს რომ არ წავიდეთ, შეგვიძლია  
განვიხილოთ Mishkin and Schmidt-Hebbel (2007)-ის მი-  
მოხილვა, სადაც ლიერატურაში არსებული პრაქტიკუ-  
ლად ყველა ემპირიული შეფასებაა შეკამებული. მათი  
დასკვნით, ინფლაციის თარგეთირებით განსაკუთრე-  
ბით განვითარებადი ქვეყნები ხეირობენ (ცხადია, ზე-  
მთ განხილული წინაპირობის – ცენტრალური ბანკის  
დამოუკიდებლობის არსებობის შემთხვევაში), ვინაი-  
დან ამ რეჟიმის შედეგები (შემცირებული ინფლაცია და  
მისი მერყეობა) ყველაზე მეტად სწორედ ამ ქვეყნებს  
სჭირდებათ.



ბოლოს, საინტერესოა ასევე მოკლედ იმის განხილვაც, თუ როგორ შეიცვალა ინფლაციის თარგმთირებისადმი მიდგომა 2007-2009 წლების მსოფლიო ფინანსური კრიზისის შემდგომ. აღნიშნულ საკითხს სიღრმისეულად განიხილავს Reichlin and Baldwin (2013), სადაც შეჯამებულია მსოფლიოს 14 წამყვანი ეკონომისტის შეფასება ფინანსური კრიზისის შემდგომ ინფლაციის თარგმთირებაზე. როგორც ნაშრომშია აღნიშნული, ეკონომისტებს შორის არანაირი კოორდინაცია არ ყოფილა, თუმცა თითოეულის დაკანა საკმაოდ მსგავსია. აღნიშნული წამყვანი ეკონომისტების მიხედვით, ინფლაციის თარგმთირება ცოცხალია, იგი გაუმჯობესდა, ის არ არის უარყოფილი და სწორედ ახლა ყველაზე მეტად საჭირო, როდესაც ინფლაციის მოლოდინების სტაბილურობას განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს.

## დასკვნა

დასასრულს, რომ შევჯამოთ, ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმის ძირითადი პრინციპი გულისხმობს მონეტარული პოლიტიკის კონცენტრირებას ფასების სტაბილურობაზე, მაღალ გამჭვირვალობასა

(აქტიურ კომუნიკაციაზე) და მაღალ ანგარიშვალდებულებაზე. ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფით მონეტარული პოლიტიკა ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებაში საუკეთესო წვლილს შეიტანს, რაც კი მას შეუძლია შეიტანოს. ფასების სტაბილურობა თავის მხრივ გულისხმობს, როგორც მაღალი ინფლაციის, ასევე მაღალი დეფლაციის შეწინააღმდეგებას. ამასთან, უნდა აღინიშნოს, რომ პრაქტიკაში, სხვადასხვა ფაქტორების გამო, ფასების სტაბილურობა ნიშნავს არა ნულოვან სტატიტიკურ ინფლაციას, არამედ დაბალი და სტაბილური ინფლაციის შენარჩუნებას. საქართველოს ეროვნული ბანკის გრძელვადიანი ინფლაციის თარგმთია 3%, რაც კარგად შეესაბამება ფასების სტაბილურობის პრინციპს საქართველოს მსგავსი ქვეყნებისთვის. საბოლოოდ, მნიშვნელოვანია იმის აღნიშვნაც, რომ ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა მნიშვნელოვანი წინაპირობაა იმისთვის, რომ შეფარდებითმა ფასებმა თავისი სასიგნალო ფუნქცია (რაც საბაზრო ეკონომიკაში რესურსების ეფექტიანი ალოკაციისთვის აუცილებელია) წარმატებით შეასრულოს.

როგორც განვიხილეთ, ინფლაციის თარგმთირება მოიცავს მცურავი გაცვლითი კურსის არსებობასაც, რომლის უპირატესობებიც მრავალჯერ იქნა განხი-



ლული. თუმცა ინფლაციის თარგეთერი ცენტრალური ბანკის მონეტარული პოლიტიკის სრულფასოვანი შეფასებისთვის აუცილებელია ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის სხვა მნიშვნელოვანი მახასიათებლების გათვალისწინებაც. ზემოთ განვიხილეთ ამ რეჟიმის ოთხი მთავარი მახასიათებელი: (1) ინფლაციის თარგეთირების დროს ინფლაციის პროგნოზი არის მონეტარული პოლიტიკის შუალედური მიზანი და მასზე დაყრდნობით უნდა შეფასდეს მონეტარული პოლიტიკის ადეკვატურობა: როდესაც ინფლაციის პროგნოზი აჭარბებს მიზნობრივ დონეს, ხდება თუ არა მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება და ხდება თუ არა პირიქით – როდესაც პროგნოზი მიზნობრივზე დაბალია; (2) ინფლაციის თარგეთირების ოპერაციული მიზანი არის საპროცენტო განაკვეთი. გარდა იმისა, რომ ძირითად იარაღად საპროცენტო განაკვეთის გამოყენება უკეთეს შედეგს იძლევა ძირითადი მიზნის (ფასების სტაბილურობის) მიღწევის თვალსაზრისით, იგი ასევე ამცირებს საპროცენტო განაკვეთების მერყეობას, რაც ეკონომიკის ეფექტიანობას ზრდის და რისკებს ამცირებს. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებზე არ უნდა არსებობდეს არანაირი რაოდენობრივი (მაგ. რეფინანსირების სესხების მოცულობის) შეზღუდვები. მონეტარული პოლიტიკის წარმართვა უნდა ხდებოდეს საპროცენტო განაკვეთების ზომიერი ცვლილებებით; (3) ნომინალური ღუზის ფუნქციასთან (ანუ ფასების სტაბილურობის წინაპირობასთან) კარგ შესაბამისობაშია მოთხოვნის შოკების ნეიტრალიზაცია, ხოლო მიწოდების შოკების ერთჯერადი ეფექტის დაშვება. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ ნეიტრალიზაციას საჭიროებს ინფლაციის მოლოდინებიც (როგორც მოთხოვნის შოკის ერთგვარი სახე), თუნდაც იგი მიწოდების შოკით იყოს გამოწვეული; (4) იმისათვის, რომ მონეტარულმა პოლიტიკამ უზრუნველყოს ინფ-

ლაციის მოლოდინების სტაბილურობა ან/და არ გამოიწვიოს ფუნდამენტური შოკების პროპაგაცია (აქსელერაცია), მნიშვნელოვანია სრულდებოდეს ტეილორის პრინციპი – ანუ მონეტარული პოლიტიკა ინფლაციის მოლოდინებზე ახდენდეს ერთი-ერთზე მეტი სიდიდის რეაგირებას. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ ხშირად ოპტიმალურია ამ რეაგირების ეტაპობრივად განხორციელება (დროითი ლაგის შესაბამისად) და იმის აქტიური კომუნიკაცია, რომ ახლო მომავალშიც გაგრძელდება ნომინალური განაკვეთების ზრდა მანამ, სანამ ინფლაციის მოლოდინები კვლავ არ შემცირდება წონასწორულ დონემდე (რაც საბოლოოდ საპროცენტო განაკვეთების წონასწორულ დონემდე შემცირებასაც გამოიწვევს).

საბოლოოდ, იმისათვის, რომ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი იყოს წარმატებული, მნიშვნელოვანია ძირითადად ერთი წინაპირობის არსებობა, რომ ცენტრალურ ბანკს ჰქონდეს ოპერაციული დამოუკიდებლობა. მართალია, მდგრადი ფისკალური და ფინანსური სისტემების არსებობა მნიშვნელოვანია ფასების სტაბილურობისათვის; თუმცა ეს წინაპირობები არ ვრცელდება მხოლოდ ინფლაციის თარგეთირებაზე, არამედ სხვა სტრატეგიებზეც (მათ შორის სავალუტო საბჭოსა და სრულ დოლარიზაციაზეც). ამასთან, ფინანსური დოლარიზაციის არსებობაც არაა დამოუკიდებლად ის მყარი არგუმენტი, რომ ინფლაციის თარგეთირების ოპტიმალურობა უარყოფთ ღია ეკონომიკებისთვის, რასაც მოწმობს როგორც თეორიული, ასევე ემპირიული კვლევები. საერთაშორისო გამოცდილება ასევე მოწმობს, რომ ინფლაციის თარგეთირებამ მოგვცა ინფლაციის უფრო დაბალი დონე და მისი ნაკლები მერყეობა (რაც ეკონომიკის ეფექტიანობას ზრდის), რითიც ყველაზე მეტად სწორედ განვითარებადმა ქვეყნებმა იხიერეს.



## გამოყენებული ლიტერატურა

1. Beckworth, D. and Ruger, W., 2010. What Would Milton Friedman Say about Fed Policy Under Bernanke? Investor's Business Daily.
2. Bernanke, B., Laubach, T., Mishkin, F. and Adam, S., A. Posen,(2001), Inflation Targeting: Lessons from the International Experience. Princeton University Press.
3. Bindseil, U., 2004. The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine.
4. Boskin, M.J., 1996. Toward a more accurate measure of the cost of living: Final report to the Senate Finance Committee from the Advisory Commission to Study the Consumer Price Index. Advisory Commission to Study the Consumer Price Index.
5. Bowen, A., 1995. British experience with inflation targetry (pp. 53-68). Centre for Economic Policy Research.
6. Broadbent, B. (2015). The Monetary Policy Committee's forecasts and the yield curve – predictions versus promises. Speech at Reuters, London, 18 November 2015
7. Calvo, G.A., Izquierdo, A. and Talvi, E., 2003. Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's lessons (No. w9828). National Bureau of Economic Research.
8. Carranza, L., Galdon-Sanchez, J. E., & Gomez-Biscarri, J. (2009). Exchange rate and inflation dynamics in dollarized economies. *Journal of Development Economics*, 89(1), 98-108.
9. Christiano, L. J. (2015). Comment on“ Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration“. In *NBER Macroeconomics Annual 2015*, Volume 30. University of Chicago Press.
10. Clarida, R., Gali, J. and Gertler, M., 1999. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective (No. w7147). National bureau of economic research.
11. Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (2000). Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory.: Evidence and some theory. *Quarterly journal of economics*, 115(1), 147.
12. Coibion, O., Gorodnichenko, Y. and Wieland, J., 2011. The Optimal Inflation Rate in New Keynesian Models: Should Central Banks Raise Their Interest Rates in Light of the ZLB? NBER Working Paper 16093.
13. Cowan, K. and Do, Q.T., 2003. Financial dollarization and central bank credibility. *World Bank Policy Research Working Paper*, (3082).
14. Cunningham, A., 1996. Measurement Bias in Price Indices: An Application to the UK's RPI (No. 47). Bank of England.
15. Davig, O., Ghee, S., Meng, C., & Eng, N. (2011). A Review of the Core Inflation Measure for Singapore. Monetary Authority of Singapore, Staff Paper No. 51
16. Davig, T. and Leeper, E.M., 2007. Generalizing the Taylor principle. *The American economic review*, 97(3), pp.607-635.
17. Edwards, S. and Yeyati, E.L., 2005. Flexible exchange rates as shock absorbers. *European Economic Review*, 49(8), pp.2079-2105.
18. Friedman, M. and Schwartz, A., 1963. A monetary history of the United States.
19. Friedman, M., 1977. Nobel lecture: inflation and unemployment. *The Journal of Political Economy*, pp.451-472.
20. Friedman, M., 1995. The role of monetary policy. In *Essential Readings in Economics* (pp. 215-231). Macmillan Education UK.
21. Fuhrer, J. and Tootell, G.M., 2004. Issues in economics: what is the cost of deflation?. *Regional Review*, (Q 4 2003/Q1 2004), pp.2-5.
22. Galí, J. (2008). *Monetary Policy, Inflation, and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework*. Princeton University Press.
23. Geraats, P.M., 2009. Trends in monetary policy transparency. *International Finance*, 12(2), pp.235-268.
24. Hammond, G., 2012. State of the art of inflation targeting. *Handbooks*.
25. Havranek, T. and Rusnak, M., 2012. Transmission lags of monetary policy: A meta-analysis.
26. Hayek, F.A., 1975. A discussion with Friedrich von Hayek. Washington, DC: American Enterprise Institute for Public Policy Research.



27. International Monetary Fund, 2005. Does inflation targeting work in emerging markets?. *World Economic Outlook*, 161, p.186.
28. International Monetary Fund, 2014. Conditionality in Evolving Monetary Policy Regimes. IMF Policy Paper.
29. King, M., 1995. Do inflation targets work?. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 35(4), pp.392-4.
30. Kydland, F.E. and Prescott, E.C., 1977. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *The journal of political Economy*, pp.473-491.
31. Leiderman, L., Maino, R. and Parrado, E., 2006. Inflation targeting in dollarized economies. In *Financial Dollarization* (pp. 99-114). Palgrave Macmillan UK.
32. Lucas, R.E., 1976, December. Econometric policy evaluation: A critique. In *Carnegie-Rochester conference series on public policy* (Vol. 1, pp. 19-46). North-Holland.
33. Maehle, N., 2014. *Monetary Policy Implementation: Operational Issues for Countries with Evolving Monetary Policy Regimes*.
34. Mankiw, N.G., 2014. *Principles of macroeconomics*.
35. Mihaljek, D. and Klau, M., 2008. Catching-up and inflation in transition economies: the Balassa-Samuelson effect revisited (No. 270). Bank for International Settlements.
36. Mishkin, F.S. and Savastano, M.A., 2002. Monetary policy strategies for emerging market countries: lessons from Latin America. *Comparative Economic Studies*, 44(2-3), pp.45-82.
37. Mishkin, F.S. and Schmidt-Hebbel, K., 2007. Does inflation targeting make a difference? (No. w12876). National Bureau of Economic Research.
38. Mishkin, F.S., 1996. Understanding financial crises: a developing country perspective (No. w5600). National Bureau of Economic Research.
39. Mishkin, F.S., 2000. Inflation targeting in emerging market countries (No. w7618). National Bureau of Economic Research.
40. Mishkin, F.S., 2004. Can inflation targeting work in emerging market countries? (No. w10646). National Bureau of Economic Research.
41. Mishkin, F., 1998. *Exchange Rate Pegging in Emerging Market Countries?*. Graduate School of Business, Columbia University and NBER.
42. Muto, T., 2005. Price Stability and Central Banks' Responsibility. In *Speech at the Keizai Club in Tokyo on December*.
43. Reichlin, L. and Baldwin, R., 2013. Is inflation targeting dead? *Central banking after the Crisis*. Centre for Economic Policy Research.
44. Roger, S., 2010. Inflation targeting turns 20. *Finance and Development*, 47(1), pp.46-49.
45. Sack, B. and Wieland, V., 2000. Interest-rate smoothing and optimal monetary policy: a review of recent empirical evidence. *Journal of Economics and Business*, 52(1), pp.205-228.
46. Svensson, L.E., 1997. Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets. *European economic review*, 41(6), pp.1111-1146.
47. Taylor, J.B., 1993, December. Discretion versus policy rules in practice. In *Carnegie-Rochester conference series on public policy* (Vol. 39, pp. 195-214). North-Holland.
48. Vega, M. and Winkelried, D., 2005. Inflation targeting and inflation behavior: a successful story?. *International Journal of Central Banking*, 1(3), pp.153-175.
49. Williams, J.C., 2009. Heeding Daedalus: Optimal inflation and the zero lower bound. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2009(2), pp.1-37.
50. Woodford, M., 1998. Control of the public debt: A requirement for price stability?. In *The Debt Burden and Its Consequences for Monetary Policy* (pp. 117-158). Palgrave Macmillan UK.
51. Woodford, M., 2001. The Taylor rule and optimal monetary policy. *The American Economic Review*, 91(2), pp.232-237.
52. Woodford, M., 2002. Inflation stabilization and welfare. *Contributions in Macroeconomics*, 2(1).
53. Woodford, M., 2003. Optimal interest-rate smoothing. *The Review of Economic Studies*, 70(4), pp.861-886.



200



National Bank of Georgia

ლარი

200

## მონეტარული „მდგომარეობის“ ინდექსი საქართველოსთვის

### ანოტაცია

სტატიის ძირითადი მიზანია მონეტარული პირობების ერთ-ერთი მაჩვენებლის – მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის (MCI) შეფასება საქართველოსათვის, რისთვისაც გამოვიყენეთ როგორც მუდმივი, ასევე ცვლადი წონები. ცვლადი წონები შევადგინეთ კალმანის ფილტრის საშუალებით. როგორც ემპირიულმა შესწავლამ აჩვენა, საპროცენტო განაკვეთის არხი უფრო ძლიერია და შესაბამისად, ამ ცვლადს მეტი წონა აქვს მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის დათვლისას. აგრეთვე, სესხების მაღალი დოლარიზაციის გამო, გავითვალისწინეთ კურსის რყევებით გამოწვეული საკრედიტო ტვირთის ცვლილება. თუმცა, აღსანიშნავია ის სისუსტეებიც, რომელთა გამოც, წარმოდგენილი ინდექსის გამოყენება მონეტარული პოლიტიკის უშუალო ორიენტირად გამართლებული არ არის.

### შესავალი

ეკონომიკის მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობა შეიძლება შეფასდეს მის ნეიტრალურ მდგომარეობასთან შედარებით. მონეტარული პილიტიკა არის ექსპანსიური/შემზღუდავი (წინა პერიოდთან შედარებით) თუკი ის ხელს უწყობს წარმოებას პოტენციურ დონესთან შედარებით გაზრდას/შემცირებას. თუმცა, პრაქტიკაში რთულია ეკონომიკის ნეიტრალური დონის განსაზღვრა და შესაბამისად, რთულია ერთი ცვლადის გამოყოფა, რომელიც აღწერს მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობას.

გასული საუკუნის სამოცდაათიან წლებში სამეცნიერო ლიტერატურაში მონეტარული აგრეგატები მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობის ძირითადი მაჩვენებელი იყო (Fridman, Schwart 1963, Cagan 1971). თუმცა, ფული ენდოგენურია და ძნელია, განვასხვავოთ ფულის მოთხოვნის განმსაზღვრელი ფაქტორებისაგან ფულის მიწოდების შესაცვლელად გატარებული მონეტარული პოლიტიკის ზემოქმედება. ამასთან, მონეტარულ აგრე-

გატს, რომელიც მისაღებია პოლიტიკის ორიენტირის მაჩვენებლად, უნდა ჰქონდეს სტაბილური პროგნოზირებადი კავშირი ერთობლივ მოთხოვნასთან. თუმცა, ფინანსურმა ლიბერალიზაციამ და სიახლეებმა აღნიშნული დამოკიდებულების არასტაბილურობა გამოიწვია. შემდეგ, უკვე 90-იან წლებში სხვა ინდიკატორები უფრო მეტად ინფორმატიული აღმოჩნდა. კერძოდ კი, ფედერალურ ფონდებზე საპროცენტო განაკვეთები კარგად ასახავდა მაკროეკონომიკური ცვლადების სამომავლო დინამიკას და შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებების კარგი ინდიკატორი იყო (Bernanke, Blinder 1992). საპროცენტო განაკვეთი მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობის კარგი მაჩვენებელია; საპროცენტო განაკვეთის გაზრდა არ არის აუცილებელი რომ შემზღუდავი მონეტარული პოლიტიკის ნიშანი იყოს. შესაძლოა, ის მაღალ ინფლაციურ მოლოდინებს უკავშირდებოდეს, რაც უფრო ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკის შედეგია. საპროცენტო განაკვეთის ზრდა ხშირად კარგ საინვესტიციო გარემოს ასახავს და კაპიტალის შემოდინების მზარდი მოთხოვნის ნიშანია. ამ შემთხვევაში ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთი იზრდება და საპროცენტო განაკვეთის ზრდა იწვევს მის ნეიტრალურ საპროცენტო განაკვეთთან სხვაობის უცვლელობას, ხოლო საპროცენტო განაკვეთის უცვლელად დატოვება კი ექსპანსიურ მონეტარულ პოლიტიკას გულისხმობს. საპროცენტო განაკვეთის ზრდა არის მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება და არ არის აუცილებელი, რომ იგი შემზღუდავ პოლიტიკას გულისხმობდეს, რაც ეკონომიკის ნეიტრალური დონის ქვემოთ შესაბამის საპროცენტო განაკვეთამდე შემცირებაა.

რაც შეეხება ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთის შეფასებას, საშუალო საპროცენტო განაკვეთი ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთის მიახლოებულ მნიშვნელობად შესაძლებელია გამოვიყენოთ; თუმცა, მზარდი და ფინანსური ბაზრის განვითარების პროცესში მყოფი ეკონომიკისათვის ეს არც ისე ზუსტი მიახლოებაა; მასში არ აისახება რეალური სექტორისა და შრომის ბაზრის სტრუქტურული ცვლილებები. განვითარებული ქვეყნებისათვის გრძელვადიანი საპროცენტ-



ტო განაკვეთი ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთის კარგი მიახლოებაა, რაც ითვალისწინებს სტრუქტურულ ცვლილებებს, თუმცა არ ითვალისწინებს გარდამავალ, მოკლევადიან შოკებს. შემოსავლიანობის მრუდი (მოკლევადიან და გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა) მოკლევადიანსა და ნეიტრალურ საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობის კარგი მაჩვენებელია; თუმცა, მასში, აგრეთვე, ასახულია რისკის პრემია გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთიდან. მაღალი ინფლაციის, დიდი ვალისა და მაღალი დოლარიზაციის ქვეყნებში საპროცენტო განაკვეთები დიდი ცვალებადობით ხასიათდება, ამიტომ მათი ინტერპრეტაციისა და გამოყენებისას მეტი სიფრთხილეა საჭირო.

ღია ეკონომიკისათვის გაცვლითი კურსი მონეტარული მდგომარეობის კიდევ ერთი მაჩვენებელია; მაგ: გაუფასურება ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკის ნიშანია; თუმცა, როგორც საპროცენტო განაკვეთის შემთხვევაში, ეს ყოველთვის არ არის სავალდებულო, მაგ: თუკი ნეიტრალური გაცვლითი კურსიც გაუარესდა.

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი ასახავს როგორც რეალური საპროცენტო განაკვეთის, ისე რეალური გაცვლითი კურსის ნეიტრალური დონიდან გადახრას.

აღსანიშნავია, აგრეთვე, თუკი ეკონომიკაში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთმა ნულოვან ქვედა ზღვარს მიაღწია, იგი უკვე აღარ არის ინფორმატიული მონეტარული მდგომარეობის შესახებ. ამიტომ, აქტუალურია მონეტარული მდგომარეობის გასაზომად შესაბამისი/სწორი ინდექსის შერჩევა. ამ მიზნით სხვადასხვა მონაცემის გამოყენებით აფასებენ ე.წ. ჩრდილოვან საპროცენტო განაკვეთს, რომელიც ეკონომიკის მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობას ასახავს. მაგ. აშშ-სთვის ფედერალური სარეზერვო საბჭოს მიერ ფასიანი ქაღალდების შესყიდვები და სხვადასხვა ვადასაბრუნების პრემიის ცვლილება ჩრდილოვანი საპროცენტო განაკვეთის დინამიკის ძირითადი განმსაზღვრელი ფაქტორებია (Lombardi and Zhu 2014).

## მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი – თეორიული მიმოხილვა და სხვა ქვეყნების გამოცდილება

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი რეალური საპროცენტო განაკვეთისა და რეალური გაცვლითი კურსის საბაზო წელთან შედარებით ცვლილების

შეწონვით მიიღება, ხოლო წონები აღნიშნული ორი ცვლადის ერთობლივ მოთხოვნაზე ზეგავლენის სიდიდეზეა დამოკიდებული (დაახლოებით 2 წლის განმავლობაში) და შემდეგი სახე აქვს:

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

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

აღნიშნული მაჩვენებლის კონცეფცია ფრიდმანს ეკუთვნის (1994, 1995) და პირველად ეს ინდექსი მონეტარული პოლიტიკის გატარებისას მოქმედების მიზნობრივ მაჩვენებლად კანადის ბანკმა შემოიღო – 90 დღიანი ფასიანი ქაღალდების ნომინალური საპროცენტო განაკვეთისა და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის საბაზისო პერიოდთან ცვლილებების შეწონილი ჯამი. წონები შერჩეულია ამ ორი ცვლადის წარმოებაზე გავლენის სიდიდის შესაბამისად. კანადა იყენებს 3:1 წონებს, რაც ეკონომეტრიკული შეფასებით მიიღეს (განტოლებაში გამოიყენება რეალური საპროცენტო განაკვეთი და რეალური გაცვლითი კურსი). თუმცა, მოთხოვნის განტოლება რეალურ ცვლადებზე დაყრდნობით შეაფასეს, მონეტარულ ინდექსს ნომინალური ცვლადებით ითვლიან, რაც ინდექსის მხოლოდ მოკლევადიან პერიოდში გამოყენებით არის გამართლებული.

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

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსს ითვლიან და აქვეყნებენ საერთაშორისო ორგანიზაციები (IMF, OECD) და უმსხვილესი ფინანსური დაწესებულებები (Deutsche Bank, Merrill Lynch, JP Morgan)

იგი გამოიყენება როგორც შუალედური პოლიტიკის ნიშნული მოკლევადიან პერიოდში. ის მარტივია დასათვლელად და გასაგებად; ასევე გვიჩვენებს, როგორ მოქმედებს ერთობლივ მოთხოვნაზე გაცვლითი კურსი და საპროცენტო განაკვეთი.

წონების შესაფასებლად იყენებენ როგორც ცალკეულ განტოლებას, ისე მრავალცვლადიან სისტემებს, კონტეგრაციას – გრძელვადიან წონასწორობის დამზევას, ან ეკონომიკის ღიაობის მაჩვენებელს (მთლიანი ვაჭრობის წილი მშპ-სთან). შეფასება დამოკიდებულია მოდელის დაშვებებზე; შეფასებისას ყურადსაღებია ცვლადების არასტაციონარობა, ეგზოგენურობა და ცვლადებს შორის უკუკავშირი, პარამეტრების მუდმივობა, გამოტოვებული ცვლადების პრობლემა (Erika, Ericsson, Nymoen 1996). ცვლადების არჩევისას იყენებენ როგორც რეალურ, ისე ნომინალურ მაჩვენებლებს. თუმცა, ნომინალური ცვლადებით აგებული ინდექსის

გამოყენება შესაძლებელია დაბალი ინფლაციის პირობებში მოკლევადიან პერიოდში. იყენებენ მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს; თუმცა, განვითარებული ეკონომიკის ქვეყნები, უმეტესად, გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთს ირჩევენ და სხვა ინდიკატორებთან ერთად იყენებენ ფინანსური მდგომარეობის ინდექსს (FCI), რაც დაითვლება მონეტარული მდგომარეობის ინდექსში ფინანსური ბაზრის მაჩვენებლის გათვალისწინებით. ფინანსური აქტივების ფასების შეტანამ მონეტარული მდგომარეობის ინდექსში შესაძლებელია „ფილტრის“ მოვალეობა შეასრულოს, რაც უმეტესად საჭიროა მაღალი სიხშირის მქონე მონაცემებისათვის (Siklos 2000).

განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკებისათვის მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის წონების შეფასების მეთოდოლოგია და ავტორები წარმოდგენილია ცხრილში (Ellen Nedde, 2014, IMF, Lecture Notes)

ავტორი	ქვეყანა	ცვლადები	მეთოდი	წონები
Hansson (1993); Hansson, Lindberg (1994)	შვედეთი	რეალური საპროცენტო განაკვეთი (6M), რეალური გაცვლითი კურსი (vis-à-vis OECD)	სტრუქტურული მოდელი	3:1 4:1
Duguya (1994) Freedman (1994)	კანადა	ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი (90D), ეფექტური გაცვლითი კურსი, ნომინალური ცვლადები	სტრუქტურული მოდელი (+VAR)	3:1
Jore (1994)	ნორვეგია	მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი	ერთი განტოლება	2:1
Davis, Sompson (1996)	G7	მოკლევადიანი და გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთი, ეფექტური (რეალური და ნომინალური) გაცვლითი კურსი	VAR	სხვადასხვა (4:1)
Federal Reserve Bank of NZ (1996)	ახალი ზელანდია	საპროცენტო განაკვეთი (90D), ეფექტური გაცვლითი კურსი	ალტერნატიული მოდელები	(1:1) 2:1 (3:1)
Erika, Ericsson, Nymoen (1996)	შვედეთი, ნორვეგია	მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი, რეალური გაცვლითი კურსი (vis-à-vis OECD)	სტრუქტურული მოდელი	-
IMF 1996	საფრანგეთი, იტალია, გაერთიანებული სამეფო, გერმანია	მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი	სხვადასხვა	3:1 2.5:1
IMF 1998	G7	მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი	სხვადასხვა	3:1 4:1 10:1



მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის წონები (Ja-romir Hurnik et.al. 2014, calculations)

შვყანა	რეალური საპროცენტო განაკვეთის ფარდობითი წონა
ბელარუსი	0.67
ბოცვანა	0.5
ბულგარეთი	0.6
ჩეხეთი	0.7
უნგრეთი	0.6
ევვიპთე	0.67
მავრიკი	0.75
მოზამბიკი	0.67
რუსეთი	0.9
სერბეთი	0.2

აღნიშნული ინდექსი, შესაძლებელია, მნიშვნელოვანი იყოს მონეტარული პირობების შესაფასებლად, მაგრამ მისი, როგორც პოლიტიკის ორიენტირის გამოყენება სიფრთხილეს მოითხოვს. ამის მიზეზია ის დაშვებები, რომლებიც ერთობლივ მოთხოვნაზე საპროცენტო განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის გავლენის შესაფასებლად არის საჭირო. აგრეთვე, აღსანიშნავია, რომ მას შემდეგ, რაც ბანკებმა დაიწყეს ამ ინდექსის, როგორც პოლიტიკის ორიენტირის ან მონეტარული პირობების შესაფასებლად აგება, შეცვლილი ბაზრის მოლოდინების გამო გართულდა შესაბამისი წონების შეფასება. ამიტომ, უმჯობესია მასთან ერთად სხვა მაჩვენებლებიც გამოვიყენოთ და აგრეთვე, უნდა გავითვალისწინოთ დროითი ლაგებიც რაც მონეტარული პოლიტიკის შედეგებს აქვს (Svensson 1998).

## მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი საქართველოსათვის

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

საქართველოს ეკონომიკაში მაღალი დოლარიზაციის გამო, მონეტარული გადაცემის მექანიზმი შესუსტებულია (ბაიაშვილი თ., 2015); აგრეთვე, იმის გამო, რომ უმეტესობა მომხმარებელს შემოსავალი ლარში აქვს და სესხი დოლარში, დოლარის გაუფასურება ზრდის ვალის მომსახურების ტვირთს, რაც გასათვალისწინებელია მონეტარული ინდექსის დათვლისას.

მონეტარული ინდექსის ასაგებად გამოვიყენეთ საპროცენტო განაკვეთები სესხებზე (ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი ლარში გაცემულ სესხებზე და ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი დოლარში გაცემულ სესხებზე) და რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი. აღნიშნული ცვლადების წონების შესაფასებლად გამოვიყენეთ ორი მიდგომა:

1. სტრუქტურული მოდელის (FPASS) თანახმად მიღებული წონები (4:1) (პროგნოზირებისა და პოლიტიკის ანალიზის სტრუქტურული მოდელის აღწერა იხ. თუთბერიძე დ., თვალთქვე ს., მხატრიშვილი შ., ზედგინიძე ზ., 2016 ეკონომიკა და საბანკო საქმე).
2. ეკონომეტრიკული მიდგომა (კალმანის ფილტრი), რომლის მიხედვითაც შესაძლებელია ცვლადი ელასტიკურობების შეფასება.

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

წონების ემპირიულად შესაფასებლად ჯერ შევაფასეთ ერთობლივი მოთხოვნის განტოლება კალმანის ფილტრის გამოყენებით. შემდეგ, მიღებული ელასტიკურობები გამოვიყენეთ მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის ასაგებად.

საქართველოს ეკონომიკისთვის ერთობლივი მოთხოვნის განტოლების შეფასებებმა აჩვენა პარამეტრების არასტაბილურობა, რის გამოც უმცირეს კვადრატთა მეთოდის გამოყენება არ არის გამართლებული. რაც შეეხება აღნიშნული არასტაბილური დამოკიდებულების გამოწვევებზე მიზეზებს, აღსანიშნავია ეკონომიკური აგენტების ქცევის ცვლილება ბოლო პერიოდის განმავლობაში (დანართი 2), რაც აისახება:

- კრედიტების ვადიანობის მიახლოებაში ლარსა და დოლარში გაცემული სესხებისათვის;

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

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

## მონაცემების აღწერა და მიღებული შედეგები

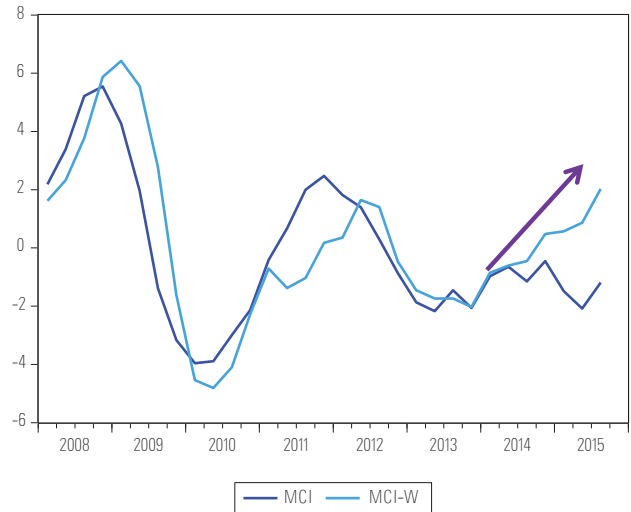
ერთობლივი მოთხოვნის შესაფასებლად გამოვიყენეთ რეალური მშპ-ს, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის, საპროცენტო განაკვეთების კვარტალური მონაცემების წლიური ზრდები 2003-2015 წლებისათვის.

დოლარიზაციის გასათვალისწინებლად (გამოყენებული საპროცენტო განაკვეთის დეტალური აღწერა იხ. დანართი 2) სესხების საპროცენტო განაკვეთს დოლარის სესხებისათვის დავუმატეთ წლიური გაუფასურების მესხუთედი, (რადგან საქართველოს ეკონომიკისათვის სესხების საშუალო ვადიანობა 5 წელია).

რაც შეეხება კალმანის ფილტრის ერთობლივი მოთხოვნის შესაფასებლად გამოყენებას, როგორც აღვნიშნეთ, საქართველოს ეკონომიკისათვის მოსალოდნელია შეფასებული პარამეტრების არასტაბილურობა, რაც მოთხოვნის განტოლების უმცირეს კვადრატულ მეთოდის გამოყენებით შეფასებისას გამოჩნდა. ამის გამო, ვიყენებთ კალმანის ფილტრს, რომლის საშუალებითაც შესაძლებელია ცვლადის პარამეტრების შეფასება. საპროცენტო განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის ცვლადი ელასტიკურობები გრაფიკულად წარმოდგენილია დანართში; მათი მნიშვნელობები, ნორმალიზაციის შემდეგ, სტრუქტურული მოდელით შეფასებულ კოეფიციენტებს უახლოვდება.

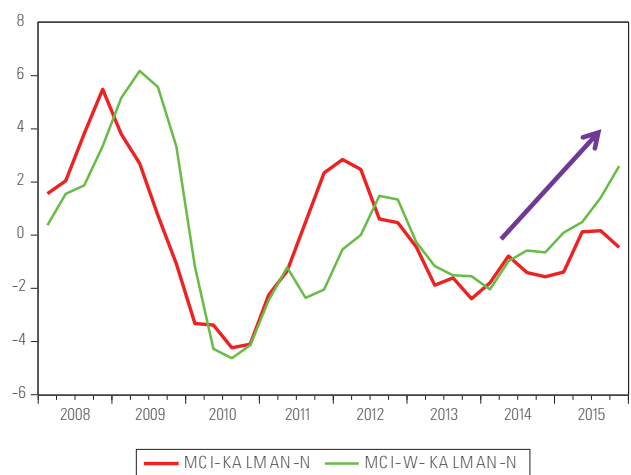
პირველი მოდგომით (სტრუქტურული მოდელის – FPASS-ის გამოყენებით) გამოთვლილი ინდექსები წარმოდგენილია გრაფიკზე:

გრაფიკი 1: მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი (FPASS)



MCI ინდექსში არ არის გათვალისწინებული დამატებითად ლარის დოლართან რყევები, ხოლო MCI-W-ში დამატებითად ასახულია გაუფასურება;

გრაფიკი 2: მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი (კალმანის ფილტრი)



ამ შემთხვევაშიც, MCI-KALMAN-N ინდექსში არ არის გათვალისწინებული დამატებითად ლარის დოლართან რყევები, ხოლო MCI-W-KALMAN-N-ში დამატებითად ასახულია ბალანსის ეფექტი.

წარმოდგენილი გრაფიკებიდან კარგად ჩანს 2014 წლის პირველი კვარტალიდან დაწყებული შერბილებული პოლიტიკის რეჟიმიდან გამოსვლა. აგრეთვე, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება 2015 წლის მაისიდან, რასაც, გარკვეულწილად, შესუსტებული კურსი არბილებდა 2015 წლის მეორე კვარტალამდე, რაც ასახულია MCI და MCI-KALMAN ინდექსებში; ხოლო ეს



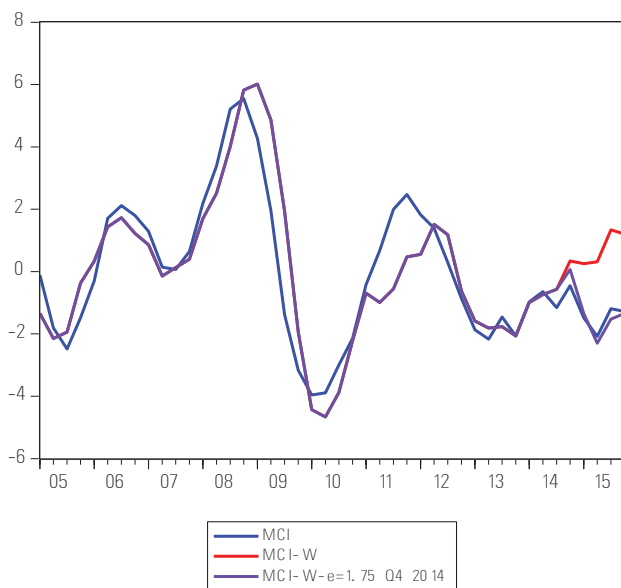
გაუფასურება MCI-W და MCI-W-KALMAN ინდექსებში გამკაცრებით არის წარმოდგენილი.

2013 წლის დასაწყისიდან აღსანიშნავია იმ ინდექსების შედარებით სტაბილური დინამიკა, სადაც არ არის გაუფასურების ტვირთი გათვალისწინებული.

მიღებული შედეგების უფრო თვალსაჩინოდ წარმოსადგენად მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი დავითვალეთ როგორც ისტორიული მონაცემებით, აგრეთვე, დაშვებით: ლარის აშშ დოლართან გაცვლითი კურსი სტაბილურია და 1.75-ს უტოლდება 2014 წლის მეოთხე კვარტალიდან.

მიღებული ინდექსები წარმოდგენილია გრაფიკზე:

გრაფიკი 3:  
მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი (FPASS)



სადაც, MCI აგებულია ბალანსის ეფექტის გათვალისწინებლად (გაუფასურებას არ ავსახავთ საპროცენტო განაკვეთის დინამიკაში):

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

ინდექსში MCI-W საპროცენტო განაკვეთის და გაცვლითი კურსის ცვლილებები შესაბამისად 0.8 და 0.2-ით შევწონეთ:

$$mci\_w = 0.8 * \Delta i_{weighted} + 0.2 * \Delta reer$$

საპროცენტო განაკვეთში გავითვალისწინეთ ბალანსის ეფექტი:

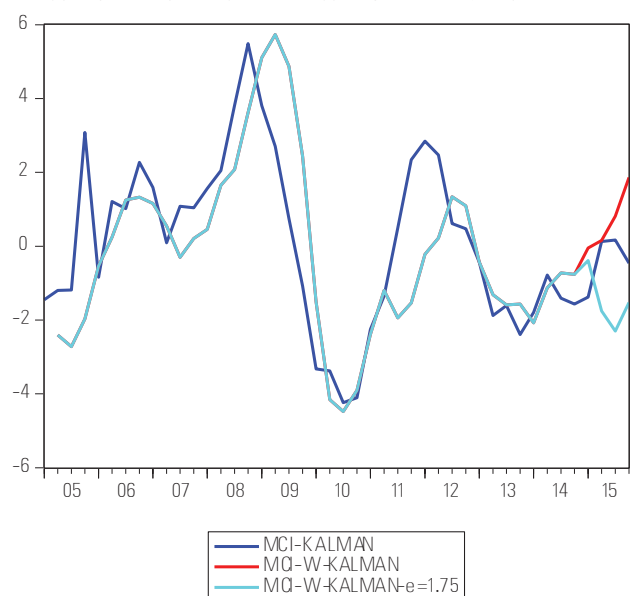
$$i_{weighted} = 0.4 * i_{GEL} + 0.6(i_{USD} + \% \frac{\Delta_4 e}{5})$$

ინდექსი MCI-W-e=1.75 წარმოადგენს საპროცენტო განაკვეთის და გაცვლითი კურსის ცვლილებებს წონებით 0.8 და 0.2, შესაბამისად, და ლარის გაცვლითი კურსი აშშ დოლართან 1.75-ს უტოლდება 2014 წლის მეოთხე კვარტალიდან და არ იცვლება.

ამრიგად, მიუხედავად მყარი გაცვლითი კურსისა, როგორც ეს ჩვენს დაშვებაშია, მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი უფრო მეტად არის შერბილებული, ვიდრე ეს ისტორიული მონაცემების გათვალისწინებით (ლარის აშშ დოლართან გაუფასურებით) იყო.

იგივე სავარჯიშო გავიმეორეთ კალმანის ფილტრით შეფასებული წონების გამოყენებით აგებული ინდექსისათვის; კერძოდ კი, დავთვალეთ მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი ბალანსის ეფექტის გარეშე, ბალანსის ეფექტის გათვალისწინებით და აგრეთვე, ბალანსის ეფექტით და გაცვლითი კურსის სტაბილურობით (გაცვლითი კურსის 1.75-ს უტოლდება 2014 წლის მეოთხე კვარტალიდან). მიღებული შედეგები წარმოდგენილია გრაფიკზე:

გრაფიკი 4:  
მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი (კალმანის ფილტრი)



MCI-KALMAN-ში არ ვითვალისწინებთ ბალანსის ეფექტს. ინდექსში MCI-W-KALMAN ვითვალისწინებთ ბალანსის ეფექტს და მასში შემავალ საპროცენტო განაკვეთში ბალანსის ეფექტი გავითვალისწინეთ.



ინდექსი MCI-W-KALMAN  $e=1.75$  წარმოადგენს საპროცენტო განაკვეთის და გაცვლითი კურსის ცვლილებებს ცვლადი წონებით, ხოლო და ლარის გაცვლითი კურსი აშშ დოლართან 1.75-ს უტოლდება 2014 წლის მეოთხე კვარტლიდან და არ იცვლება.

ამრიგად, ორივე მეთოდით აგებული მონეტარული ინდექსის დინამიკა გვიჩვენებს, რომ ბალანსის ეფექტის გათვალისწინება მნიშვნელოვანია ლარის აშშ დოლართან გაცვლითი კურსის მკვეთრი გაუფასურებისას, როდესაც ეკონომიკის მაღალი დოლარიზაციის გამო ლარის შემოსავლის მქონე დოლარის მსესხებელთათვის ვალის მომსახურების ტვირთი მნიშვნელოვნად იზრდება და შესაბამისად მონეტარული პირობები მკაცრდება. რაოდენობრივად კი, ლარის აშშ დოლართან 10% გაუფასურება ინდექსის საშუალოდ 0.85 პ.პ-ით გაზრდას იწვევს. თუ აღნიშნული 10% გაუფასურება მთლიანად გადაეცა რეალურ ეფექტურ გაცვლით კურსს, მაშინ ინდექსი 1.04 პ.პ-ით შემცირდება.

## დასკვნა

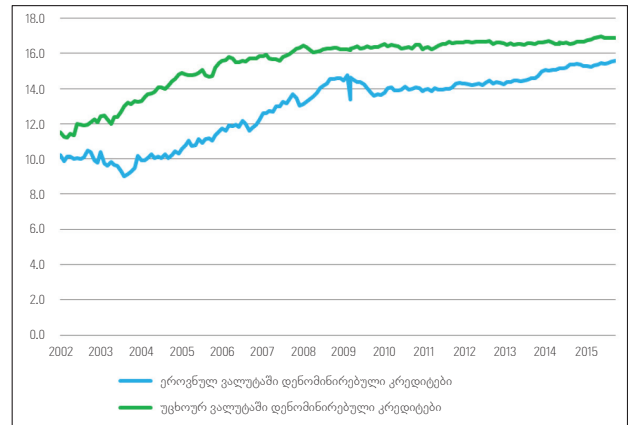
სტატიაში წარმოდგენილი მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი აფასებს ეკონომიკაში მონეტარულ პირობებს, რაც პოლიტიკის საშუალოვადიანი ორიენტირი და დამატებითი ინფორმაციის შემცველია. ამასთან ერთად, მნიშვნელოვანია მასში ლარის შემოსავლის მქონე დოლარის მსესხებელთათვის ლარის აშშ დოლართან გაცვლითი კურსის მერყეობის, როგორც სესხის ტვირთის ცვლილების განმსაზღვრელი ფაქტორის გათვალისწინება; აგრეთვე, საპროცენტო განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის ცვლადი ელასტიკურობების განსაზღვრა ინდექსში შესაბამისი წონების გასათვალისწინებლად. როგორც ემპირიულმა კვლევამ აჩვენა, საპროცენტო განაკვეთი უფრო მეტად მნიშვნელოვანია მონეტარული პირობების განსაზღვრისას, ვიდრე გაცვლითი კურსი.

აქვე აღსანიშნავია, რომ მონეტარული ინდექსი დროული და დამატებითი ინფორმაციის შემცველია; თუმცა, ზოგჯერ გამოუყენებელია ტურბულენტული ეკონომიკისათვის.

## დანართი 1:

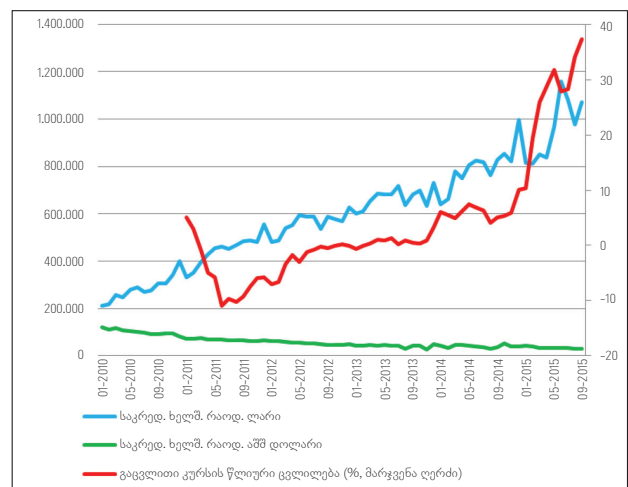
მომხმარებელთა ქცევის ცვლილება: სესხების ვადიანობის მიახლოება ბოლო პერიოდში.

გრაფიკი 5: კრედიტების საშუალო ვადიანობის დინამიკა

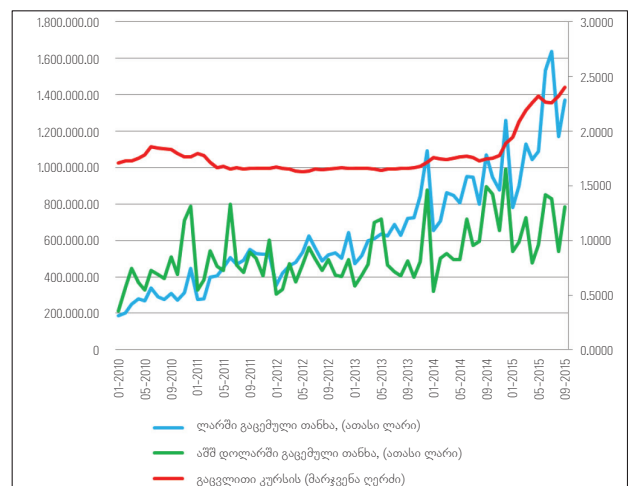


საკრედიტო ხელშეკრულებების რაოდენობის მნიშვნელოვანი ზრდა ლარში (ნაკადები).

გრაფიკი 6: საკრედიტო ხელშეკრულებების რაოდენობის დინამიკა

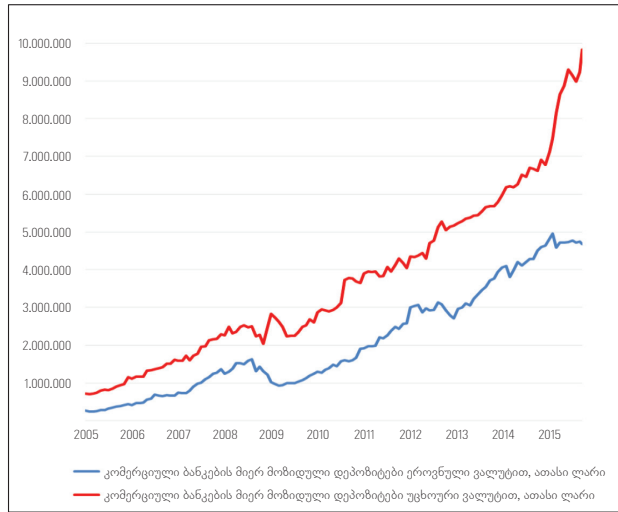


გრაფიკი 7: გაცემული სესხების დინამიკა





გრაფიკი 8:  
კომერციულ ბანკებში განთავსებული ვადიანი დეპოზიტები



## დანართი 2:

შეწონილი საპროცენტო განაკვეთით:

$$i_{weighted} = 0.4 * i_{GEL} + 0.6(i_{USD} + \% \frac{\Delta_4 e}{5})$$

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი ლარის საპროცენტო განაკვეთით:

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

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი შეწონილი საპროცენტო განაკვეთით:

$$mci\_w = 0.8 * \Delta i_{weighted} + 0.2 * \Delta reer$$

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი ლარის საპროცენტო განაკვეთით და ცვლადი წონებით:

$$mci\_kalman\_n = sv1k1n * \Delta i_{GEL} + sv1k1e * \Delta reer (-2)$$

$$mci\_w\_kalman\_n = sv1k2n * \Delta i_{weighted} (-1) + sv1k2e * \Delta reer(-1)$$

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი შეწონილი საპროცენტო განაკვეთით და ცვლადი წონებით:

$i_{GEL}$  - ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი ლარში გაცემულ სესხებზე

$i_{USD}$  - ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი დოლარში გაცემულ სესხებზე

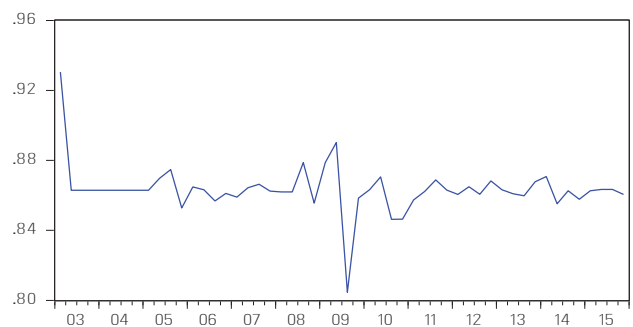
გრაფიკი 9:  
საპროცენტო განაკვეთის დინამიკა



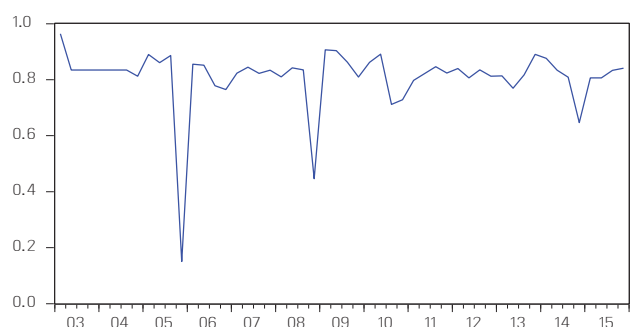
გრაფიკი 10:

საპროცენტო განაკვეთის ცვლადი ელასტიკურობა მოთხოვნის განტოლებაში გაუფასურების გათვალისწინებით და გაუფასურების ტვირთის გარეშე

SV1K2N



SV1K1N



ცვლადი ელასტიურობების შეფასების შედეგები გაუფასურების გათვალისწინებით:

პარამეტრი	ცვლადი
C(1)	მუდმივა
C(2)	მშპ-ს ზრდა
C(3)	მოთხოვნის განტოლების ვარიაციის ლოგარითმი
C(4)	ცვლადი ელასტიურობის განტოლების მუდმივა
C(10)	რეალური ეფ. გაცვლითი კურსის ზრდა
C(6)	ცვლადი ელასტიურობის განტოლების ვარიაციის ლოგარითმი

მეთოდი: მაქსიმალური მოსალოდნელობა

ამორჩევა: 2003Q1 2015Q4

დაკვირვებათა რაოდენობა: 52

მნიშვნელობა მიიღება 23 იტერაციის შემდეგ

	კოეფიციენტი	სტანდარტ. გადახრა	z-სტატისტიკა	ალბათობა
C(1)	1.923692	0.956368	2.011455	0.0443
C(2)	0.623731	0.145039	4.300419	0.0000
C(3)	2.121126	0.225180	9.419700	0.0000
C(4)	-0.470180	0.388948	-1.208851	0.2267
C(6)	-3.032848	4.812213	-0.630240	0.5285
C(10)	-0.078065	0.158994	-0.490994	0.6234
	საბოლოო მნიშვ.	ფესვი ცდომ. საშ. კვ	z-სტატისტიკა	ალბათობა
SV1	-0.470180	0.219495	-2.142096	0.0322
მაქს. მოსალოდნელობის ლოგ	-107.4351	აკაიკეს ინფ. კრიტერიუმი		5.276050
პარამეტრები	6	შვარცის კრიტერიუმი		5.521799
პრიორების გაბნევა	0	ჰანან კვინის კრიტერიუმი		5.366674



ცვლადი ელასტიურობების შეფასების შედეგები  
ლარზე საროცენტო განაკვეთით – გაუფასურების გა-  
უთვალისწინებლად:

პარამეტრი	ცვლადი
C(1)	მუდმივა
C(2)	შშპ-ს ზრდა
C(3)	მოთხოვნის განტოლების ვარიაციის ლოგარითმი
C(4)	ცვლადი ელასტიურობის განტოლების მუდმივა
C(10)	რეალური ეფ. გაცვლითი კურსის ზრდა
C(6)	ცვლადი ელასტიურობის განტოლების ვარიაციის ლოგარითმი
C(11)	საროცენტო განაკვეთის ზრდის ლაგი
C(14) C(15)	სტრუქტურული ცვლილების ცვლადები

მეთოდი: მაქსიმალური მოსალოდნელობა  
ამორჩევა: 2003Q1 2015Q3  
დაკვირვებათა რაოდენობა: 51  
დაკვირვება მიიღება 17 იტერაციის შემდეგ

	კოეფიციენტი	სტანდარტ. გადახრა	z-სტატისტიკა	ალბათობა
C(1)	1.332182	0.640900	2.078611	0.0377
C(2)	0.765930	0.086177	8.887818	0.0000
C(3)	1.606344	0.399242	4.023484	0.0001
C(4)	-0.378957	0.276470	-1.370701	0.1705
C(6)	-1.609479	3.242102	-0.496431	0.6196
C(10)	-0.030609	0.091784	-0.333490	0.7388
C(11)	-0.058564	0.266543	-0.219715	0.8261
C(14)	-10.66113	78.73611	-0.135403	0.8923
C(15)	-4.470910	339.5006	-0.013169	0.9895

	საბოლოო მნიშვ.	ფესვი ცდომ. საშ. კვ	z-სტატისტიკა	ალბათობა
SV1	-0.378957	0.447204	-0.847392	0.3968

Log likelihood მაქს. მოსალოდნელობის ლოგ	-101.4228	აკაიკეს ინფ. კრიტერიუმი	5.019219
პარამეტრები	9	შვარცის კრიტერიუმი	5.384167
პრიორების გაბნევა	0	ჰანან კვინის კრიტერიუმი	5.154560

## გამოყენებული ლიტერატურა

1. Friedman, M and A Schwartz A (1963):“A monetary history of the United States 1867–1960“, Princeton University Press, Princeton, NJ.Monetary policy stance;
2. Bernanke, B and A Blinder A (1992): „The federal funds rate and the channels of monetary transmission“, American Economic Review, 82, pp 901–921;
3. Duguay, P. (1994). Empirical Evidence on the Strength of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach“, Journal of Monetary Economics, 33 (1), 39-61;
4. Eika K, Ericsson N, and Nymoer R.,(1996): „Hazards in Implementing a Monetary Conditions Index“Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers Number 568;
5. Freedman, C. (1994): „The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index inCanada“. Chapter 18 in T. J. T.;
6. Freedman, C. (1995): „The Role of Monetary Conditions and the Monetary Conditions Index in the Conduct of Policy – Bank of CanadaReview,pp. 53-9;
7. Hansson, B. (1993). A Structural Model“, In Franzen, T., Andersson, K., Alexius, A., Berg, C., Hansson, B., Nilsson, C., and Nilsson, J. (eds.), Monetary Policy Indicators, Chapter 5, 55-64. SverigesRiksbank, Stockholm, Sweden;
8. Hansson, B., and Lindberg, H. (1994). \Monetary Conditions Index – A Monetary Policy Indicator“, Quarterly Review (SverigesRiksbank – Swedish Central Bank), 1994 (3), 12-17;
9. Jore, A. S. (1994). Calculation of an Indicator for Monetary Policy, PengerogKreditt, 94 (2), 100-105;
10. LombardiM., and Zhu F., (2014): „A shadow policy rate to calibrate US monetary policy at the zero lower Bound“, BIS Working Papers No 452;
12. Siklos P., (2000) „Is the MCI Useful Signal of Monetary Conditions? An Empirical Investigation“, International Finance 3:3, 413-437;
13. Siklar I., (2015) „Monetary Condition Index with Time Varying Weights: An Application to Turkish Data“Anadolu University, Faculty of Economics and Administrative Sciences Department of Economics, Macroeconomic Institute, Economic and Business Research;
14. Svensson, L. E. O. (1998). „Open-economy inflation targeting“. SverigesRiksbank Working Paper Series, 52;
15. ბაიაშვილი თ.,(2015) – მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმი, ეკონომიკა და საბანკო საქმე;
16. თვალაძე ს., თუთბერიძე დ., მხატრიშვილი შ., ზედგინიძე ზ., (2016): „პროგნოზირებისა და პოლიტიკის ანალიზის სტრუქტურული მოდელის აღწერა“, ეკონომიკა და საბანკო საქმე.



# მთავრობის ზომის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის ანალიზი

## შესავალი

ქვეყნის ეკონომიკის ზრდის ტემპი დამოკიდებულია მთავრობის ზომაზე, რაც საფუძვლად უდევს ეკონომისტთა ნაწილის მუშაობას ოპტიმალური მთავრობის ზომის დადგენის მიზნით. როგორც წესი, ამ ურთიერთმიმართების ასახვად სხვადასხვა მოდელები იქმნება.

წინამდებარე სტატია მთავრობის ზომის სიდიდესა და ეკონომიკურ ზრდას შორის კავშირის ანალიზსა და საქართველოს ეკონომიკური ზრდისა და მთავრობის ზომის ურთიერთმიმართებას ეძღვნება.

სტატიაში განხილულია ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელობა, ეკონომიკურ ზრდაზე მთავრობის ზომის გავლენის თეორიული ანალიზი, მიმოხილულია შესაბამისი ლიტერატურა და კვლევები, გაანალიზებულია საქართველოში მთავრობის ზომისა და ეკონომიკური ზრდის დამოკიდებულება; მოცემულია საქართველოს ეკონომიკური ზრდის ჰიპოთეტური მაჩვენებლები, იმ დაშვებით, რომ სახელმწიფო ზომის 1%-ით შემცირება სხვა თანაბარ პირობებში ზრდის მთლიან შიდა პროდუქტს 0.16%-ით, ხოლო სახელმწიფოს ოპტიმალური ზომა – საქართველოსთვის, მთლიანი შიდა პროდუქტის 17.3%-ს (+/-3%) შეადგენს, სტატისტიკის ბოლოს კი შესაბამისი დასკვნით შეჯამებულია მთავრობის ზომისა და ეკონომიკურ ზრდას შორის უარყოფითი კავშირი.

სტატიით განსახილველი თემა უცხოელ მკვლევართა დიდ ინტერესს იწვევს, მთავრობის ზომისა და ეკონომიკურ ზრდას შორის ურთიერთკავშირი შესწავლილი აქვთ (მაგალითად, Barro, 1991, 1994, 2004; Acemogly, 2009; Henrekson, 1999; Scarpetta, 2002) თემის აქტუალობას განაპირობებს ქართველი ეკონომისტების მიერ საკითხისადმი ნაკლები ინტერესი იმ პირობებში, როდესაც, განვითარებადი ქვეყნის ეკონომიკისთვის სტატიით განხილული თემა მნიშვნელოვან ასპექტს წარმოადგენს ეკონომიკური ზრდისათვის.

## ლიტერატურის მიმოხილვა

ეკონომიკური ანალიზის დროს ქვეყნის განვითარების დონის წარმოსაჩენად, განსხვავებულ მეთოდებს იყენებენ, თუმცა, ეკონომიკური ზრდა ყველაზე ნათლად გამოხატავს ქვეყნის განვითარების დონეს.

მთლიანი შიდა პროდუქტის სიდიდებით შეგვიძლია დავაკვირდეთ მდიდარი და ღარიბი ქვეყნების მოსახლეობის ცხოვრების დონეს, ამდენად მთლიანი შიდა პროდუქტი კეთილდღეობის მაჩვენებელიცაა. თუმცა არსებობს საპირისპირო აზრიც იმის შესახებ, რომ მთლიანი შიდა პროდუქტი ვერ ზომავს ყველაფერს. მაგალითად, დასვენებისა და სუფთა გარემოს ღირებულებას, ეკონომისტ ჯომეფ სტიგლიცის აზრით, მთლიანი შიდა პროდუქტი, არ არის ეკონომიკური აქტიურობისა და ადამიანების მდგომარეობის ამსახველი კარგი საზომი. (Stiglitz, 2016) თუმცა, ეკონომიკური მდგომარეობის გასაზომად, მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის ინდიკატორზე უკეთესი საზომი დღეს არ არსებობს.

მთავრობის ზომა იზრდებოდა მე-20 საუკუნეში და ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ქვეყნებში საშუალოდ მისი წილი მთლიან შიდა პროდუქტში 41%-ს აჭარბებდა, ინდუსტრიულ ქვეყნებში 1990 წლისთვის – 44.8%-ს მიაღწია, ხოლო 1994 წლისთვის 47.2%-ს (თანზი, 1996)

მთავრობა, მთლიან შიდა პროდუქტში თავისი წილის ზრდისას, უფრო მეტ რესურს ხარჯავს პოლიტიკური მიზნებისთვის, ვიდრე ეკონომიკური აქტივობის გასაზრდელად.

არსებული კვლევები ცხადყოფს ეკონომიკურ ზრდასა და მთავრობის ზომას შორის კავშირს და ადასტურებს სტატისტიკურად მნიშვნელოვან, უარყოფით ურთიერთმიმართებას მთავრობის ზომისა და ეკონომიკურ ზრდას შორის.



ამასთან, ეკონომისტთა ნაწილის აზრით, (ქენსიანელები) დიდი ზომის მთავრობა ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას, საზოგადოებრივი საქონლის უზრუნველყოფით და საბაზრო ჩავარდნების აღმოფხვრით. ქენსიანელების მიხედვით, სამთავრობო ხარჯების ზრდა ხელს უწყობს ინვესტიციების ზრდას, და უმუშევრობის შემცირებას, ერთობლივი მოთხოვნის გაზრდის გზით.

## მთავრობის ზომასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის კავშირის შესახებ კვლევები

ქართულ ენაში ტერმინი – მთავრობის ზომა (Government size), სახელმწიფო ინსტიტუტების ანგარიშებში დამკვიდრდა და შესაბამისად, სტატიაშიც მსგავსად გამოყენებული იქნება, თუმცა შესაძლებელია მისი როგორც მთავრობის სიდიდედ თარგმნაც.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში მთავრობის სიდიდის გასაზომად არსებული მეთოდები დაფუძნებულია მთავრობის შემოსავლებისა და ხარჯების პარამეტრებზე.

სამთავრობო დანახარჯები სახელმწიფო სექტორში არსებულ ყველა სახის ხარჯს მოიცავს, მათ შორის ყველა რეგიონალურ, ცენტრალურ და ადგილობრივ დონეზე არსებულ დანახარჯებს და მიიჩნევა სახელმწიფო ხარჯების ყოვლისმომცველ საზომად. სახელმწიფო შემოსავლები მოიცავს საგადასახადო (პირდაპირი და არაპირდაპირი გადასახადები) და არასაგადასახადო (სამთავრობო სესხები, შემოსავლები პრივატიზაციიდან, მოსაკრებლები და სხვა) შემოსავლებს.

მთავრობის ზომის გასაზომად არსებულ ერთ-ერთ მეთოდს წარმოადგენს ასევე სახელმწიფოს მთლიან დასაქმებაში დასაქმებულთა წილის განსაზღვრა.

1974 წელს ეკონომისტმა არტურ ლაფერმა შექმნა მრუდი, სადაც საგადასახადო განაკვეთებსა და საგადასახადო შემოსავლებს შორის კავშირი დაადგინა. ლაფერის მრუდის მიხედვით, საგადასახადო ტვირთის შემცირება, ზღვრულ წერტილამდე, საგადასახადო შემოსავლების ზრდას იწვევს.

მკვლევარების მიერ (Barro, 1989; Armey, 1995; Rahn, 1996; Scully, 1998, 2003) ჩატარდა თეორიული და ემპირიული კვლევები მთავრობის ზომის ოპტიმალური სიდიდის დასადგენად, მათ მიერ შემუშავებული იქნა

მრუდი, რომელსაც ეწოდა „L“. მრუდის მიხედვით, როცა მთავრობა ზრდის სახელმწიფო დანახარჯებს გარკვეულ ზღვრულ წერტილამდე, ის ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას, ხოლო როცა მთავრობა სცდება ამ წერტილს – ზრდის თავის წილს ეკონომიკაში და ეკონომიკური ზრდის ტემპი კლებულობს.

ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების (OECD) ორგანიზაციის წევრი სახელმწიფოების, რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის ერთ სულ მოსახლეზე და მთავრობის ზომას შორის დამოკიდებულება 1960-იანი წლებიდან შესწავლილია მკვლევართა მიერ (მათ შორის Heitger, 2001; Bassanini, 2001). ამ კავშირის მიხედვით შეიძლება დავასკვნათ, რომ ქვეყნები დიდი ზომის სამთავრობო ხარჯებით საშუალოდ იზრდებოდნენ უფრო ნელა, ვიდრე სახელმწიფოები, რომლებსაც მცირე სამთავრობო ხარჯები ჰქონდათ. (იხ. დანართი N1)

ემპირიული ანალიზი, ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების (OECD) ორგანიზაციის 23 წევრი სახელმწიფოს მაგალითზე აჩვენებს ძლიერ უარყოფით კავშირს მთავრობის ზომასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. 10 %-ით სამთავრობო დანახარჯების ზრდა დაახლოებით 1 %-ით რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის კლებას იწვევს (Gwartne, 1998). აღნიშნულ ქვეყნებში 1960, 1970, 1980, 1990 და 1996 წლების მთლიანი სამთავრობო დანახარჯები საშუალოდ ათწლეულის ჯამური მონაცემებით წარმოადგენდა მთლიანი შიდა პროდუქტის 27%, 33%, 43%, 46% და 48%-ს შესაბამისი წლების მიხედვით.

1971-1999 წლების მონაცემების მიხედვით, 19 განვითარებულ ქვეყანაზე (მათ შორის, ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების (OECD) ორგანიზაციის წევრი ქვეყნები) ჩატარებული კვლევით დადგინდა, რომ პროდუქტიულობის და კაპიტალის ზრდა, მცირეა იმ ქვეყნებში, სადაც მთავრობის ზომა, შედარებით დიდია. (Dar, 2002)

1980-იან წლებში ჩატარებული კვლევებით დადგინდა უარყოფითი დამოკიდებულება მთავრობის ზომასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის (მაგალითად: Cameron, 1982; Landau, 1983; Marlow, 1986).

შედარებით უფრო ახალი (მაგალითად, Grier and Tul-loc, 1989), 113 ქვეყანაზე ჩატარებული კვლევების მიხედვით 1951-1980 – წლებში, აზიის ქვეყნების გარკვეული გამონაკლისების გარდა, მთავრობის ზომა, უარყოფით კორელაციაშია ეკონომიკურ ზრდასთან.



შედარებით ახალ კვლევებში, შედეგები განსხვავებულია. ჰანს სანის (Hans-son) და ჰენრიკსონის (Henriksen) მიერ გაანალიზებულ იქნა სხვადასხვა ხარჯის შემოქმედება ეკონომიკურ ზრდაზე. მათ დაასკვნეს, რომ სამთავრობო ტრანსფერებსა და სამთავრობო ხარჯებს, მკვეთრად უარყოფითი შედეგი აქვს ეკონომიკურ ზრდაზე, ამავე დროს, დანახარჯებს განათლებაზე აქვს პოზიტიური ეფექტი.

ამასთან, მკვლევართა მცირე ნაწილმა ეკონომიკურ ზრდასა და სახელმწიფო ხარჯებს შორის სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი ვერ დაინახეს (მაგალითად, Gordon and Wang, 2004; Nelson and Singh, 1998; Agell and others, 1997) მეორე მხრივ, მნიშვნელოვნად უარყოფითი კორელაცია დაადგინეს მეცნიერთა სხვა ჯგუფმა (Knack and Keefer, 1995; Barro 1997, 1998; Gwartney 1998), ბაროუს (1977) კვლევის მიხედვით, რომელიც განვითარებულ და განვითარებად ქვეყნებს მოიცავდა, გამოიკვეთა მნიშვნელოვნად უარყოფითი კორელაცია მთლიან სამთავრობო ხარჯებსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის, მათ შორის ხარჯები განათლებაზეც.

ქვეყნებში, სადაც, დიდი ზომის სახელმწიფო ბიუჯეტია, ეკონომიკური ზრდის ტემპი ნელია, რასაც ამტკიცებს კიდევ ერთი კვლევა, რომელიც 1998 წელს ჩატარდა (Gwartney and others, 1998).

კორელაცია მთავრობის ზომასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის უარყოფითია, მაგრამ თუ სამთავრობო ხარჯები მთლიან შიდა პროდუქტში მცირეა, ეს ავტომატურად არ მიუთითებს ეკონომიკური ზრდის ტემპის მატებაზე.

პანელური კვლევებით დადგენილია, რომ უარყოფითი ეფექტი მთავრობის ზომასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის, უფრო დიდია არადემოკრატიულ, სოციალისტურ ქვეყნებში, ვიდრე დემოკრატიულ საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში (Guesh, 2007).

ბიქერტმა (Bekaert) (2005) 95 ქვეყნის მაგალითზე 1980-1997 წლებში დაადგინა მცირე უარყოფითი დამოკიდებულება სამთავრობო ხარჯებსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. ის ხაზს უსვამს ჩრდილოვანი ბაზრის არსებობას, სასამართლო ხელისუფლების ეფექტიანობას, ინსტიტუტების ხარისხს, კორუფციას და ბიუროკრატიის დონეს, როგორც ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედ ფაქტორებს (Bekaert, 2005).

„Journal of Macroeconomics-ის“ მიხედვით, მთავრობის ზომის 1 %-ით ზრდა 0.143%-ით შემცირებს ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელს“ (Guesh, 1997, pp. 175-192).

„Public Finance Review“-ის ანგარიშის მიხედვით, დიდი ზომის სამთავრობო დანახარჯები, მიუხედავად იმისა თუ როგორია მათი დაფინანსების წყარო, დაბალ ეკონომიკურ ზრდასთან ასოცირდება (Skinner, 1999).

„European Economic Review-ის“ კვლევის მიხედვით, სამთავრობო ხარჯების ზრდა, 10%-ით მთლიან შიდა პროდუქტში, გამოიწვევს 0.7-0.8 %-ით ნაკლებ ეკონომიკურ ზრდას. (Fölster, Henriksen, 2001, pp. 1501-1520.)

ეკონომიკური კვლევების ეროვნული ბიუროს თანახმად ერთი პროცენტით სამთავრო ხარჯების შემცირება იწვევს 0.16%-ით მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდას. (Skinner, 1999)

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის კვლევიტ, საშუალო ეკონომიკური ზრდა მაღალი იყო ისეთ ქვეყნებში, რომლებსაც ჰქონდათ მცირე ზომის მთავრობა. უმუშევრობის დონის, ჩრდილოვანი ეკონომიკის დონის, რეგისტრირებული პატენტების რაოდენობის მიხედვით თუ ვიმსჯელებთ მცირე ზომის მთავრობას აქვს მეტი ეფექტიანობა სახელმწიფო რეგულირების სფეროში, უფრო კარგად რეგულირებული ფუნქციონირებადი შრომის ბაზარი, მცირე ჩრდილოვანი ეკონომიკა და ინოვაციური, ტექნოლოგიურად განვითარებული ეკონომიკის სექტორები (Shuknecht, 2005).

„Economic Inquiry-ის“ ანგარიშის მიხედვით, ოპტიმალური მთავრობის ზომა, რომელიც ეკონომიკურ ზრდას ხელს შეუწყობს არის 23 %-იანი (+/-2 %) სამთავრობო ხარჯების წილით, მთლიან შიდა პროდუქტში, ეს რიცხვი, შეიძლება იყოს განსხვავებული სხვადასხვა ქვეყნისთვის ან რეგიონისთვის, მაგალითად OECD-ის წევრი ქვეყნებისთვის საშუალოდ 14 % (+/-4 პროცენტი), ხოლო 16 პროცენტი (+/-6 %) ჩრდილოეთ ამერიკაში. (Karras, 1996)

1990-2001 წლის მონაცემების საფუძველზე 20 გარდამავალი ქვეყნის მაგალითზე ოპტიმალური მთავრობის ზომად, საშუალო გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნისთვის, მიჩნეულია 17.3%-იანი (+/- 3 %) სახელმწიფოს წილი, მთლიან შიდა პროდუქტში (Dincer 2005)



## მეთოდოლოგია

კვლევები, მთავრობის ზომისა და ეკონომიკური ზრდის ურთიერთმიმართებას შორის, დაფუძნებულია მათემატიკურ მოდელებზე. Scully-ის მოდელით იანგარიშება მთავრობის ზომის და საგადასახადო შემოსავლების ოტიმალური ზომა, მთლიან შიდა პროდუქტში, რომელიც ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას. აღნიშნულ მოდელში, საწარმოო ფუნქცია ფორმულირებულია კობ დუგლასის ფუნქციაში.

ცალკეული კვლევები დაფუძნებულია კვადრულ განტოლებებზე (მაგალითად: Davies, 2008; chobarow, 2009; Pevcin, 2004; Vedder 1998; Vedder, 1998) და პანელურ კვლევებზე, ეს უკანასკნელი მრავალმხრივ ანა-

ლიზს აკეთებს, რადგან ერთობლივად ხდება ყველა იმ ცვლადის სიდიდის გავლენის შეფასება, რომლებიც ეკონომიკური ზრდის ტემპზე ახდენენ გავლენას.

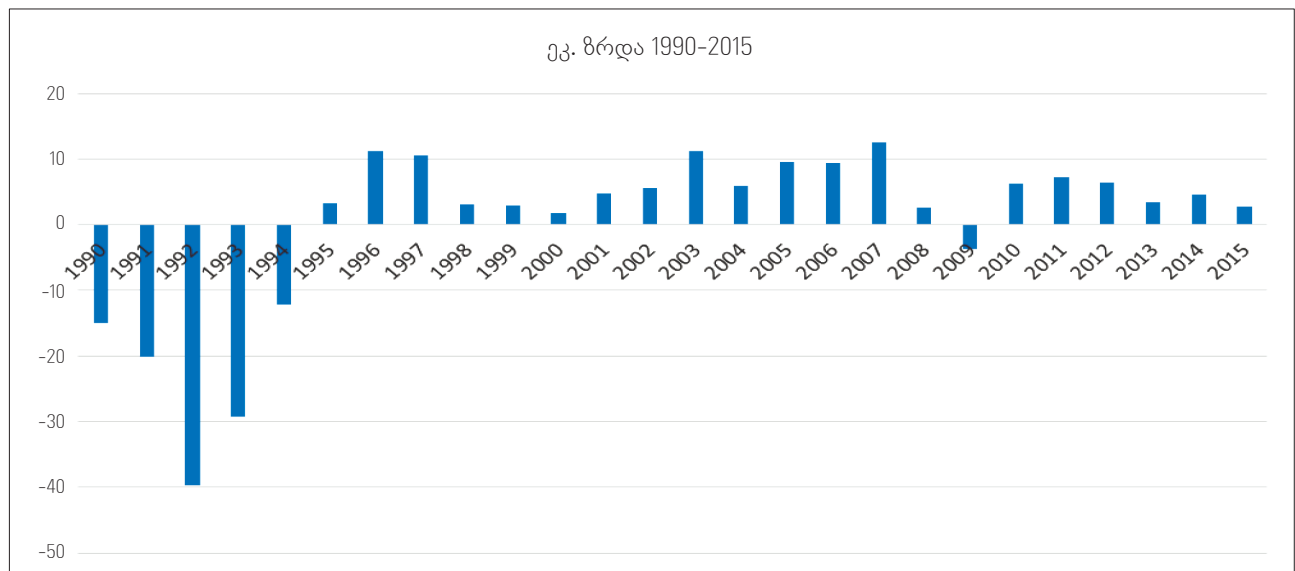
## მთავრობის ზომა და ეკონომიკური ზრდა საქართველოში

საქართველოში ეკონომიკური ზრდის ტემპი, პირობითად რამოდენიმე პერიოდად შეიძლება დაიყოს:

1990-1994, როცა საქართველოს ეკონომიკა საშუალოდ შემცირდა – 23.4 %-ით;

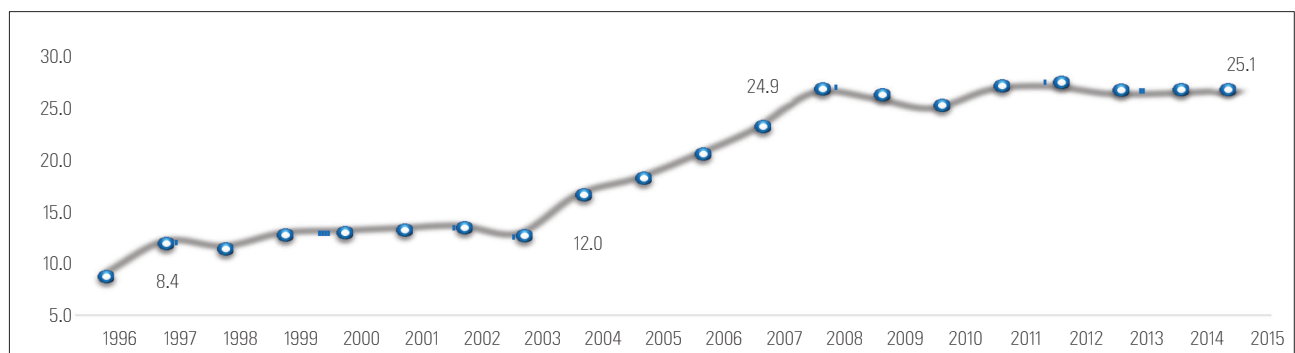
1995-2003 წლებში საქართველოს ეკონომიკა საშუალოდ 6 %-ით იზრდებოდა;

ნახაზი 2:  
ეკონომიკური ზრდა საქართველოში 1990-2015 წლებში



წყარო: გრაფიკი შედგენილია საქართველოს სტატისტიკის დეპარტამენტის და ჰუმანური განვითარების ანგარიშის (1998) მონაცემების მიხედვით.

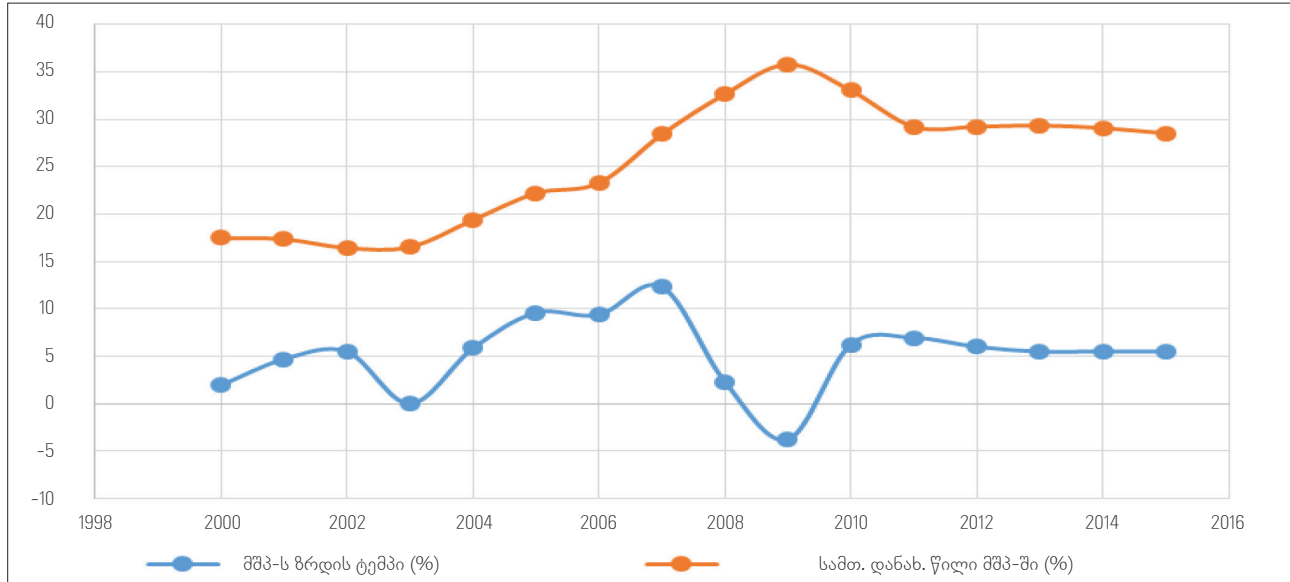
ნახაზი 3:  
საგადასახადო შემოსავლების წილი მშპ-სთან 1996-2015 წლებში



წყარო: პარალმენტის საბიუჯეტო ოფისი

ნახაზი 4:

მთავრობის წილი მთლიან შიდა პროდუქტში და საქართველოს ეკონომიკური ზრდის ტემპი 2000-2015 წლებში.



2004-2007 წლებში მთლიანი შიდა პროდუქტის, საშუალო წლიური ზრდა 9 %-ს აჭარბებდა;

2007-2012 წლებში კი ზრდა საშუალოდ 5.2 %-ს შეადგენდა; ხოლო 2012-2015 წლებში ზრდა 4.3 %-ს შეადგენდა.

1996-2003 წლებში საგადასახადო ტვირთი საშუალოდ მშპ-ის 8.4%-12%-ის ინტერვალში მერყეობდა, 2004-2009 წლებში საგადასახადო შემოსავლების წილმა მშპ-სთან საგადასახადო ადმინისტრირების კუთხით გატარებული ღონისძიებების გავლენით 25%-ს მიაღწია. 2009 წლიდან საგადასახადო ტვირთი სტაბილურ ტენდენციას ავლენს, რასაც ასევე ხელი შეუწყო ე.წ. ეკონომიკური თავისუფლების აქტის მიღებამაც, რომლის მიხედვით განისაზღვრა შემლუდვა საგადასახადო განაკვეთების ზრდამე. (პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი, 2016). (იხ. ნახაზი 3).

საქართველოში მთავრობის ზომის წილი მშპ-ში, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მონაცემებით 2015 წლისათვის 28.5 %-ს შეადგენს. (იხ. ნახაზი 4).

ჩვენ მიერ გამოთვლილია მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის ტემპის ჰიპოთეტური, საპროგნოზო მაჩვენებელი 2016-2020 წლებისთვის. მაჩვენებლები აღებულია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის საპროგნოზო მაჩვენებლების საფუძველზე, იმ დაშვებით, რომ სხვა თანაბარ პირობებში მთავრობის ზომის 1%-ით შემცირება მთლიან შიდა პროდუქტში, იწვევს ეკონომიკური ზრდის ტემპის 0.16 %-ით ზრდას (Skinner, 1999). ხოლო ოპტიმალური მთავრობის ზომად აღებულია Gunalp da Dincer-ის გარდამავალი ქვეყნებისთვის დადგენილი ოპტიმალური მთავრობის ზომა 17.3 % (+/- 3%).

ცხრილი 1:

მშპ-ს ზრდის საპროგნოზო ჰიპოთეტური მაჩვენებლები შემცირებული მთავრობის ზომის საფუძველზე

საპროგნოზო წელი (%)	2016	2017	2018	2019	2020
რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის ტემპი, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის პროგნოზი	3,01	4,52	5,03	4,98	4,99
მშპ-ს ზრდის საპროგნოზო მაჩვენებელი, 14.3%-იანი სამთავრობო დანახარჯებით მთლიან შიდა პროდუქტში	5,69	7,14	7,64	7,57	7,59
მშპ-ს ზრდის საპროგნოზო მაჩვენებელი 17.3%-იანი სამთავრობო დანახარჯებით მთლიან შიდა პროდუქტში	5,21	6,66	7,16	7,09	7,11
მშპ-ს ზრდის საპროგნოზო მაჩვენებელი 20.3%-იანი სამთავრობო დანახარჯებით მთლიან შიდა პროდუქტში	4,73	6,18	6,68	6,61	6,63
სამთავრობო დანახარჯების წილი მშპ-ში (საერთაშორისო სავალუტო ფონდის პროგნოზი)	31	30,69	30,585	30,475	30,56



სხვა თანაბარ პირობებში, გაანგარიშების საფუძველზე სახელმწიფო ზომის შემცირება მთლიან შიდა პროდუქტში, გამოიწვევს ეკონომიკური ზრდის დაჩქარებას (იხ. დანართი 1).

## დასკვნა

სახელმწიფოს ზომასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის შესახებ ჩატარებულ კვლევათა დიდი ნაწილი, რომელიც სხვადასხვა მეთოდოლოგიისა და სხვადასხვა ქვეყნის მონაცემთა საფუძველზე, მთავრობის ზომასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის უარყოფითი კავშირი დადგინდა.

ინსტიტუციები, საკუთრების უფლების დაცვა, კორუფციის დაბალი დონე, კანონის მმართველობა, ეკონომიკური ლიაობა არის მნიშვნელოვანი ეკონომიკური ზრდისთვის, რისი მიღწევა შესაძლებელია მცირე ზომის მთავრობის წილით, მთლიან შიდა პროდუქტში. დიდი ზომის სახელმწიფო ხარჯები, მოითხოვს გადასახადების ზრდას, რაც ამახინჯებს მოთხოვნა-მიწოდების ბაზარს; სამთავრობო ხარჯების ზრდა განდევნის კერძო ინვესტიციებს. მთავრობის ზომის ზრდა ამცირებს მწარმოებლურობას, რადგან სახელმწიფო სექტორში, კერძო სექტორიდან კაპიტალის გადინება ხდება, რეალური ხელფასების ზრდის გამო. გაზრდილი სახელმწიფო ხარჯების პირობებში იზრდება რენტის მაძიებელთა რიცხვი.

დანართი 1:

OECD-ის წევრი ქვეყნების მთავრობის ზომის სიდიდე, მთლიან შიდა პროდუქტის %-ში ათწლეულების მიხედვით

ქვეყანა	1960	1970	1980	1990	1996	ზრდა 1960-96
ავსტრალია	21,2	25,5	34	37,7	37,5	16,3
ავსტრია	35,7	39,2	48,9	49,3	52,7	17
ბელგია	34,5	36,5	50,7	54,6	54,5	20
კანადა	28,6	35,7	40,5	47,8	46,4	17,8
დანია	24,8	40,2	56,2	58,6	60,8	36
ფინეთი	26,6	31,3	36,6	46,8	59,4	32,8
საფრანგეთი	34,6	38,9	46,1	49,9	54,7	20,1
გერმანია	32,4	38,6	48,3	45,7	56	23,6
საბერძნეთი	17,4	22,4	30,5	49,6	49,4	32
ისლანდია	28,2	29,6	32,2	39,9	37,3	9,1
ირლანდია	28	39,6	50,8	40,9	37,7	9,7
იტალია	30,1	34,2	41,9	53,8	52,7	22,6
იაპონია	17,5	19,3	32,6	31,9	36,9	19,4
ლუქსემბურგი	30,5	33,1	54,8	45,5	49,3	18,8
ჰოლანდია	33,7	46	57,5	57,5	58,1	24,4
ახ. ზელანდია	27,7	34,4	47	50	42,3	14,6
ნორვეგია	29,9	41	48,3	51,3	46,4	16,5
პორტუგალია	17	21,6	25,9	41,9	46	29
ესპანეთი	13,7	22,2	32,9	43	45,4	31,7
შვედეთი	31	43,7	61,6	60,8	66,1	35,1
შვეიცარია	17,2	21,3	29,3	30,9	36,9	19,7
დ. ბრიტანეთი	32,2	39,2	44,9	42,3	43,7	11,5
აშშ	28,4	32,5	33,7	34,8	34,6	6,2
საშუალო	27	33,3	42,8	46,3	48	21

წყარო: Gwartney 1998



საქართველოში, სახელმწიფო ზომის წილის შემცირება მთლიან შიდა პროდუქტში იმ დაშვებით, რომ სხვა თანაბარ პირობებში მთავრობის ზომის 1 %-ით შემცირება მთლიან შიდა პროდუქტში, იწვევს ეკონომიკური ზრდის ტემპის 0.16%-ით ზრდას, ხოლო ოპტიმალური მთავრობის ზომად ავიღებთ Gunalp da Dincer-ის გარდამავალი ქვეყნებისთვის დადგენილი ოპტიმალური მთავრობის ზომას (17.3 %; +/- 3 %) აჩვენებს, რომ საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქ-

ტის ზრდის ტემპი, შესაძლოა, გაიზარდოს საერთაშორისო სავალუტო ფონდის საპროგნოზო მაჩვენებელზე 4 %-ზე მეტად.

მთავრობის ზომის შემცირება, უნდა მოხდეს არაპროდუქტიული საბიუჯეტო ხარჯების ხარჯზე და დარჩენილი ნაწილი ისე უნდა გადანაწილდეს, რომ მან ხელი შეუწყოს ადამიანური და ფიზიკური კაპიტალის განვითარებას, რათა ეკონომიკური ზრდა დაჩქარდეს.



## ბიბლიოგრაფია

1. Acemogly D., (2009). Introduction to Modern Economic growth. Princeton an Oxford: Princeton University Press.
2. Barro R. J., (1991). Economic Growth in a Cross Section of Countries, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 106, No. 2 viewed 10 July 2016,< <http://www.econ.nyu.edu/user/debraj/Courses/Readings/BarroGrowth.pdf>, 407-443.
3. Bekaert G. R., (2005). Does Financial Liberalization Spur Growth? Journal of Financial Economics 77 (1):. 3–55.
4. Benhua, Y. (2008). A Varying Relationship Across Regions and Over Time. Applied Economics Letters 15 (. FDI and Growth:, 2): 105–8
5. Blanchard O. J., (2008). The New Palgrave Dictionary of Economics, 2nd Edition. Abstract.
6. Dong Fu, L. L. (2003). „Fiscal Policy and Growth,. „Federal Reserve Bank of Dallas Working Paper 0301, January 2003, p. 10., 10-11. viewed 10 July 2016,< <https://www.google.ge/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKewjgsqPn7enNAhWJNhoKHc-4BL8QFggeMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.dallasfed.org%2Fassets%2Fdocuments%2Fresearch%2Fpapers%2F2003%2Fwp0301.pdf&usg=AFQjCNEJm-jwc05MSah46QoP6woqwT19pOw&cad=rja>
7. Ehrlich I. a. ,(1999). Bureaucratic Corruption and Endogenous Economic Growth. . Journal of Political Economy 107 (6): S270–S293. viewed 10 July 2016 < <http://siteresources.worldbank.org/INTEASTASIAPACIFIC/Resources/226262-1253782457445/6449316-1261623644460/bureaucratic-corruption-and-endogenous-economic-growth.pdf>
8. European Commission (2003). „Public Finances in EMU, 2003“, Euro – pean Economy, . No. 3, 2003, at viewed 10 July 2016 [europa.eu.int/comm/economy-finance/publications/european-economy/2003/ee303en.pdf](http://europa.eu.int/comm/economy-finance/publications/european-economy/2003/ee303en.pdf) (Febru – ary 2, 2005).
9. Gunalp B., and Dincer, O. (2005). „The Optimal Government Size in Transition Countries“, Department of Economics, Hacettepe University Beytepe, Ankara and Department of Commerce, Massey University, Auckland viewed 10 July 2016 <https://www.researchgate.net/publication/228289915-The-Optimal-Government-Size-in-Transition-Countries>
10. Gwartney J., (2014). Economic freedom of the world viewed 10 July 2016 <http://www.freetheworld.com/2014/EFW2014-POST.pdf>.
11. Henrekson S. F., (1999). „Growth and the Public Sector: A Critique of the Critics“, (June 1999), pp. 337–358. European Journal of Politi – cal Economy, Vol. 15, No. 2 . viewed 10 July 2016 <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0176268099000105>
12. James Gwartney, R. L., (2005). The Size and Functions of Government and Economic Growth, Economic Committee, U.S. Congress, April 1998, p. 20, viewed 10 July 2016 at [www.house.gov/jec/growth/function/function.pdf](http://www.house.gov/jec/growth/function/function.pdf).
13. Marlow M., (1986). Private Sector Shrinkage and the Growth of Industrialized Economies. Public Choice 49 (2): 143–54. viewed 10 July 2016 at <https://www.jstor.org/stable/30024935>
14. Office of Management and Budget, B. o. (2005). viewed 10 July 2016 [www.gpoaccess.gov/usbudget/fy05/pdf/hist.pdf](http://www.gpoaccess.gov/usbudget/fy05/pdf/hist.pdf)
15. Shuknecht V. T., (2005). „Reforming Government in Industrial Countries“, International Monetary Fund Finance & Development, September 1996,. viewed 10 July 2016 [www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/09/pdf/tanzi.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/09/pdf/tanzi.pdf)
16. Stiglitz J., (2016). Beyond GDP – is it time to rethink the way we measure growth? viewed 10 July 2016 <https://www.weforum.org/agenda/2016/04/beyond-gdp-is-it-time-to-rethink-the-way-we-measure-growth>
17. Tanzi and Shuknecht (1996), Reforming Government in Industrial Countries. viewed 10 July 2016 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1996/09/pdf/tanzi.pdf>.
18. Tullock J. M., (1980). the Rent-Seeking Society. Texas A&M University Press.

19. Wilkinson B.,(2004). Restraining Leviathan: A Review of the Fiscal Responsibility Act of 1994. New Zealand Business Roundtable.
20. Zee V. T.,(1997). „Fiscal Policy and Long-Run Growth“, International Monetary Fund Staff Papers, , Vol. 44, No. 2 (June 1997), p. 5.)
21. ბალცეროვიჩი ლ., (2002). სახელმწიფო გარდამავალ პერიოდში / ლ. ბალცეროვიჩი; პოლონ. თარგმნა ამბროსი გრიშკაშვილმა. – თბ., 2002. – 216გვ. ; 20სმ. . თბილისი.
22. ბლანშარი ო., (2010). მაკროეკონომიკა. თბილისი: თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა.
23. მენქეუ გ., (2007). ეკონომიკის პრინციპები. თბილისი: დიოგენე.
24. პაპავა ვ., (2014). მკვეთრი ზრდის ეფექტი და პოსტკრიზისული ეკონომიკური ზრდა, ტომი 2 N1. თბილისი: ეკონომიკა და საბანკო საქმე. viewed 10 July 2016 <https://www.nbg.gov.ge/uploads/journal/2014/statia3.pdf>

for similar functions.

Symbol	Price	Change
WTI	105.20	+0.50
Brent	115.80	+0.80
WTI	105.10	+0.40
Brent	115.70	+0.70
WTI	105.00	+0.30
Brent	115.60	+0.60
WTI	104.90	+0.20
Brent	115.50	+0.50
WTI	104.80	+0.10
Brent	115.40	+0.40
WTI	104.70	+0.00
Brent	115.30	+0.30
WTI	104.60	-0.10
Brent	115.20	+0.20
WTI	104.50	-0.20
Brent	115.10	+0.10
WTI	104.40	-0.30
Brent	115.00	+0.00
WTI	104.30	-0.40
Brent	114.90	-0.10
WTI	104.20	-0.50
Brent	114.80	-0.20
WTI	104.10	-0.60
Brent	114.70	-0.30
WTI	104.00	-0.70
Brent	114.60	-0.40
WTI	103.90	-0.80
Brent	114.50	-0.50
WTI	103.80	-0.90
Brent	114.40	-0.60
WTI	103.70	-1.00
Brent	114.30	-0.70
WTI	103.60	-1.10
Brent	114.20	-0.80
WTI	103.50	-1.20
Brent	114.10	-0.90
WTI	103.40	-1.30
Brent	114.00	-1.00
WTI	103.30	-1.40
Brent	113.90	-1.10
WTI	103.20	-1.50
Brent	113.80	-1.20
WTI	103.10	-1.60
Brent	113.70	-1.30
WTI	103.00	-1.70
Brent	113.60	-1.40
WTI	102.90	-1.80
Brent	113.50	-1.50
WTI	102.80	-1.90
Brent	113.40	-1.60
WTI	102.70	-2.00
Brent	113.30	-1.70
WTI	102.60	-2.10
Brent	113.20	-1.80
WTI	102.50	-2.20
Brent	113.10	-1.90
WTI	102.40	-2.30
Brent	113.00	-2.00
WTI	102.30	-2.40
Brent	112.90	-2.10
WTI	102.20	-2.50
Brent	112.80	-2.20
WTI	102.10	-2.60
Brent	112.70	-2.30
WTI	102.00	-2.70
Brent	112.60	-2.40
WTI	101.90	-2.80
Brent	112.50	-2.50
WTI	101.80	-2.90
Brent	112.40	-2.60
WTI	101.70	-3.00
Brent	112.30	-2.70
WTI	101.60	-3.10
Brent	112.20	-2.80
WTI	101.50	-3.20
Brent	112.10	-2.90
WTI	101.40	-3.30
Brent	112.00	-3.00
WTI	101.30	-3.40
Brent	111.90	-3.10
WTI	101.20	-3.50
Brent	111.80	-3.20
WTI	101.10	-3.60
Brent	111.70	-3.30
WTI	101.00	-3.70
Brent	111.60	-3.40
WTI	100.90	-3.80
Brent	111.50	-3.50
WTI	100.80	-3.90
Brent	111.40	-3.60
WTI	100.70	-4.00
Brent	111.30	-3.70
WTI	100.60	-4.10
Brent	111.20	-3.80
WTI	100.50	-4.20
Brent	111.10	-3.90
WTI	100.40	-4.30
Brent	111.00	-4.00
WTI	100.30	-4.40
Brent	110.90	-4.10
WTI	100.20	-4.50
Brent	110.80	-4.20
WTI	100.10	-4.60
Brent	110.70	-4.30
WTI	100.00	-4.70
Brent	110.60	-4.40
WTI	99.90	-4.80
Brent	110.50	-4.50
WTI	99.80	-4.90
Brent	110.40	-4.60
WTI	99.70	-5.00
Brent	110.30	-4.70
WTI	99.60	-5.10
Brent	110.20	-4.80
WTI	99.50	-5.20
Brent	110.10	-4.90
WTI	99.40	-5.30
Brent	110.00	-5.00
WTI	99.30	-5.40
Brent	109.90	-5.10
WTI	99.20	-5.50
Brent	109.80	-5.20
WTI	99.10	-5.60
Brent	109.70	-5.30
WTI	99.00	-5.70
Brent	109.60	-5.40
WTI	98.90	-5.80
Brent	109.50	-5.50
WTI	98.80	-5.90
Brent	109.40	-5.60
WTI	98.70	-6.00
Brent	109.30	-5.70
WTI	98.60	-6.10
Brent	109.20	-5.80
WTI	98.50	-6.20
Brent	109.10	-5.90
WTI	98.40	-6.30
Brent	109.00	-6.00
WTI	98.30	-6.40
Brent	108.90	-6.10
WTI	98.20	-6.50
Brent	108.80	-6.20
WTI	98.10	-6.60
Brent	108.70	-6.30
WTI	98.00	-6.70
Brent	108.60	-6.40
WTI	97.90	-6.80
Brent	108.50	-6.50
WTI	97.80	-6.90
Brent	108.40	-6.60
WTI	97.70	-7.00
Brent	108.30	-6.70
WTI	97.60	-7.10
Brent	108.20	-6.80
WTI	97.50	-7.20
Brent	108.10	-6.90
WTI	97.40	-7.30
Brent	108.00	-7.00
WTI	97.30	-7.40
Brent	107.90	-7.10
WTI	97.20	-7.50
Brent	107.80	-7.20
WTI	97.10	-7.60
Brent	107.70	-7.30
WTI	97.00	-7.70
Brent	107.60	-7.40
WTI	96.90	-7.80
Brent	107.50	-7.50
WTI	96.80	-7.90
Brent	107.40	-7.60
WTI	96.70	-8.00
Brent	107.30	-7.70
WTI	96.60	-8.10
Brent	107.20	-7.80
WTI	96.50	-8.20
Brent	107.10	-7.90
WTI	96.40	-8.30
Brent	107.00	-8.00
WTI	96.30	-8.40
Brent	106.90	-8.10
WTI	96.20	-8.50
Brent	106.80	-8.20
WTI	96.10	-8.60
Brent	106.70	-8.30
WTI	96.00	-8.70
Brent	106.60	-8.40
WTI	95.90	-8.80
Brent	106.50	-8.50
WTI	95.80	-8.90
Brent	106.40	-8.60
WTI	95.70	-9.00
Brent	106.30	-8.70
WTI	95.60	-9.10
Brent	106.20	-8.80
WTI	95.50	-9.20
Brent	106.10	-8.90
WTI	95.40	-9.30
Brent	106.00	-9.00
WTI	95.30	-9.40
Brent	105.90	-9.10
WTI	95.20	-9.50
Brent	105.80	-9.20
WTI	95.10	-9.60
Brent	105.70	-9.30
WTI	95.00	-9.70
Brent	105.60	-9.40
WTI	94.90	-9.80
Brent	105.50	-9.50
WTI	94.80	-9.90
Brent	105.40	-9.60
WTI	94.70	-10.00
Brent	105.30	-9.70
WTI	94.60	-10.10
Brent	105.20	-9.80
WTI	94.50	-10.20
Brent	105.10	-9.90
WTI	94.40	-10.30
Brent	105.00	-10.00
WTI	94.30	-10.40
Brent	104.90	-10.10
WTI	94.20	-10.50
Brent	104.80	-10.20
WTI	94.10	-10.60
Brent	104.70	-10.30
WTI	94.00	-10.70
Brent	104.60	-10.40
WTI	93.90	-10.80
Brent	104.50	-10.50
WTI	93.80	-10.90
Brent	104.40	-10.60
WTI	93.70	-11.00
Brent	104.30	-10.70
WTI	93.60	-11.10
Brent	104.20	-10.80
WTI	93.50	-11.20
Brent	104.10	-10.90
WTI	93.40	-11.30
Brent	104.00	-11.00
WTI	93.30	-11.40
Brent	103.90	-11.10
WTI	93.20	-11.50
Brent	103.80	-11.20
WTI	93.10	-11.60
Brent	103.70	-11.30
WTI	93.00	-11.70
Brent	103.60	-11.40
WTI	92.90	-11.80
Brent	103.50	-11.50
WTI	92.80	-11.90
Brent	103.40	-11.60
WTI	92.70	-12.00
Brent	103.30	-11.70
WTI	92.60	-12.10
Brent	103.20	-11.80
WTI	92.50	-12.20
Brent	103.10	-11.90
WTI	92.40	-12.30
Brent	103.00	-12.00
WTI	92.30	-12.40
Brent	102.90	-12.10
WTI	92.20	-12.50
Brent	102.80	-12.20
WTI	92.10	-12.60
Brent	102.70	-12.30
WTI	92.00	-12.70
Brent	102.60	-12.40
WTI	91.90	-12.80
Brent	102.50	-12.50
WTI	91.80	-12.90
Brent	102.40	-12.60
WTI	91.70	-13.00
Brent	102.30	-12.70
WTI	91.60	-13.10
Brent	102.20	-12.80
WTI	91.50	-13.20
Brent	102.10	-12.90
WTI	91.40	-13.30
Brent	102.00	-13.00
WTI	91.30	-13.40
Brent	101.90	-13.10
WTI	91.20	-13.50
Brent	101.80	-13.20
WTI	91.10	-13.60
Brent	101.70	-13.30
WTI	91.00	-13.70
Brent	101.60	-13.40
WTI	90.90	-13.80
Brent	101.50	-13.50
WTI	90.80	-13.90
Brent	101.40	-13.60
WTI	90.70	-14.00
Brent	101.30	-13.70
WTI	90.60	-14.10
Brent	101.20	-13.80
WTI	90.50	-14.20
Brent	101.10	-13.90
WTI	90.40	-14.30
Brent	101.00	-14.00
WTI	90.30	-14.40
Brent	100.90	-14.10
WTI	90.20	-14.50
Brent	100.80	-14.20
WTI	90.10	-14.60
Brent	100.70	-14.30
WTI	90.00	-14.70
Brent	100.60	-14.40
WTI	89.90	-14.80
Brent	100.50	-14.50
WTI	89.80	-14.90
Brent	100.40	-14.60
WTI	89.70	-15.00
Brent	100.30	-14.70
WTI	89.60	-15.10
Brent	100.20	-14.80
WTI	89.50	-15.20
Brent	100.10	-14.90
WTI	89.40	-15.30
Brent	100.00	-15.00
WTI	89.30	-15.40
Brent	99.90	-15.10
WTI	89.20	-15.50
Brent	99.80	-15.20
WTI	89.10	-15.60
Brent	99.70	-15.30
WTI	89.00	-15.70
Brent	99.60	-15.40
WTI	88.90	-15.80
Brent	99.50	-15.50
WTI	88.80	-15.90
Brent	99.40	-15.60
WTI	88.70	-16.00
Brent	99.30	-15.70
WTI	88.60	-16.10
Brent	99.20	-15.80
WTI	88.50	-16.20
Brent	99.10	-15.90
WTI	88.40	-16.30
Brent	99.00	-16.00
WTI	88.30	-16.40
Brent	98.90	-16.10
WTI	88.20	-16.50
Brent	98.80	-16.20
WTI	88.10	-16.60
Brent	98.70	-16.30
WTI	88.00	-16.70
Brent	98.60	-16.40
WTI	87.90	-16.80
Brent	98.50	-16.50
WTI	87.80	-16.90
Brent	98.40	-16.60
WTI	87.70	-17.00
Brent	98.30	-16.70
WTI	87.60	-17.10
Brent	98.20	-16.80
WTI	87.50	-17.20
Brent	98.10	-16.90
WTI	87.40	-17.30
Brent	98.00	-17.00
WTI	87.30	-17.40
Brent	97.90	-17.10
WTI	87.20	-17.50
Brent	97.80	-17.20
WTI	87.10	-17.60
Brent	97.70	-17.30
WTI	87.00	-17.70
Brent	97.60	-17.40
WTI	86.90	-17.80
Brent	97.50	-17.50
WTI	86.80	-17.90
Brent	97.40	-17.60
WTI	86.70	-18.00
Brent	97.30	-17.70
WTI	86.60	-18.10
Brent	97.20	-17.80
WTI	86.50	-18.20
Brent	97.10	-17.90
WTI	86.40	-18.30
Brent	97.00	-18.00
WTI	86.30	-18.40
Brent	96.90	-18.10
WTI	86.20	-18.50
Brent	96.80	-18.20
WTI	86.10	-18.60
Brent	96.70	-18.30
WTI	86.00	-18.70
Brent	96.60	-18.40
WTI	85.90	-18.80
Brent	96.50	-18.50
WTI	85.80	-18.90
Brent	96.40	-18.60
WTI	85.70	-19.00
Brent	96.30	-18.70
WTI	85.60	-19.10
Brent	96.20	-18.80
WTI	85.50	-19.20
Brent	96.10	-18.90
WTI	85.40	-19.30
Brent	96.00	-19.00
WTI	85.30	-19.40
Brent	95.90	-19.10
WTI	85.20	-19.50
Brent	95.80	-19.20
WTI	85.10	-19.60



# ეკონომიკის ცალკეულ სექტორში არსებული სავალუტო შეუსაბამობის ანალიზი: საბალანსო მიდგომა<sup>1</sup>

## შესავალი

საერთაშორისო ურთიერთობების მზარდი გლობალიზაცია არაერთი გამოწვევის წინაშე აყენებს ეროვნულ ეკონომიკებს. ასეთ გამოწვევათა შორის აღსანიშნავია სხვადასხვა ტიპის წონასწორობის დარღვევა ფინანსურ აქტივებსა და ვალდებულებებს შორის, რომელთა ადრეულ სტადიაზე გამოვლენას და სათანადო პრევენციული ზომების მიღებას ძალიან დიდი მნიშვნელობა აქვს.

ერთ-ერთი ასეთი გამოწვევა სავალუტო შეუსაბამობას (currency mismatches) უკავშირდება. საქმე ის არის, რომ როგორც შინამეურნეობები, ისე საწარმოები, ბანკები და სხვა ინსტიტუციური ერთეულები, თავიანთი საქმიანობის პროცესში იღებენ შემოსავლებს და ეწევიან ხარჯებს, რომლებიც, ჩვეულებრივ, ადგილობრივი და/ან უცხოური ვალუტით ხორციელდება. შესაბამისად შესაძლებელია, რომ დროთა განმავლობაში მათი უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივებისა და ვალდებულებების შესაბამისობა ღირებულებით გამომხატულებაში მკვეთრად დაირღვეს და სექტორი მოწყვლადი გახდეს გაცვლითი კურსის მკვეთრი ცვალებადობის მიმართ.

როდესაც საქმე ფინანსურ აქტივებსა და ვალდებულებებს ეხება, არანაკლებ პრობლემატურია მათი ვადიანობის შეუსაბამობის (maturity mismatches) საკითხი. ასეთ შეუსაბამობას ადგილი აქვს მაშინ, თუ ინსტიტუციური ერთეული გრძელვადიან აქტივებს (მაგალითად, იპოთეკურ სესხებს) აფინანსებს მოკლევადიანი ვალდებულებებით (მაგალითად, მოკლევადიანი დეპოზიტებით). ბაზრის პირობების პერმანენტულმა

ცვალებადობამ შესაძლოა განაპირობოს ვადიანობის შეუსაბამობის წარმოქმნა ცალკეული სექტორის საბალანსო უწყისებში.

ფინანსური ბაზრების არნახული ტემპებით ზრდა და გაფართოება არაერთ რისკს წარმოშობს, რომელთა თავიდან აცილება შესაძლებელია დროული და ობიექტური ინფორმაციის ხელმისაწვდომობით. ამა თუ იმ ინსტიტუციური სექტორის ფინანსური სტაბილურობა მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული იმაზე, თუ რა გზებით ახდენს იგი ეკონომიკური აქტივების დაფინანსებას – სავალუტო ინსტრუმენტებით (debt financing), თუ კაპიტალის ინსტრუმენტებით (equity financing). თუ იგი პირველი სახის ინსტრუმენტებს ანიჭებს უპირატესობას, თავს იჩენს კაპიტალის სტრუქტურის პრობლემები (capital structure problems). ამასთან, ჩნდება გადახდისუნარიანობის პრობლემები (solvency problems), როდესაც აქტივები (მოიცავს მომავალი ნაკადების მიმდინარე ღირებულებასაც) არ არის საკმარისი ვალდებულებების (მოიცავს პირობით ვალდებულებებსაც) დასაფარად.

ბემოაღნიშნული და სხვა ფინანსური საკითხებისადმი ინტერესი, მათი რაოდენობრივი შესწავლის აუცილებლობა აქტუალურია ისე, როგორც არასდროს. შესაბამისად, სხვადასხვა ქვეყნები და საერთაშორისო ორგანიზაციები თავიანთი სტატისტიკური პრიორიტეტების რიგში სულ უფრო წინა პოზიციებზე აყენებენ ფინანსური სტატისტიკის წარმოებისა და მისი სრულყოფის საკითხებს.

რას და როგორ შეისწავლის ფინანსური სტატისტიკა? რამდენად მასშტაბურია მისი შესწავლის სფეროე-

<sup>1</sup> სტატიაში გამოთქმული მოსაზრებები ეკუთვნის ავტორებს და შესაძლოა არ გამოხატავდეს საქართველოს ეროვნული ბანკის პოზიციებს.



ბი? რა ინსტრუმენტებით ახდენს იგი ზემოაღნიშნული პრობლემატიკის კვლევას? ეს და სხვა მრავალი საკითხი ჩვენი ქვეყნის სტატისტიკური სისტემის პრაქტიკაში ჯერ-ჯერობით გაშუქებული არ არის. ჩვენ გადავწყვიტეთ სტატიების სერია მივუძღვნათ ამ თემას. წინამდებარე ნაშრომიც სწორედ ამ მიზანს ემსახურება.

## რას წარმოადგენს ფინანსური სტატისტიკა?

ფინანსური სტატისტიკა, მონეტარულ სტატისტიკასთან ერთად, ერთ-ერთია იმ მაკროეკონომიკურ სტატისტიკურ სისტემებს შორის, რომლებიც შეისწავლიან ამა თუ იმ ეკონომიკის ფუნქციონირების პრაქტიკულად ყველა მხარეს: რეალურ, ფინანსურ და საგარეო სექტორებს და მათში მიმდინარე პროცესებს.

ფინანსური სტატისტიკა ამა თუ იმ ეკონომიკის ფინანსური სტაბილურობისა და სისტემური რისკების ანალიზის საკმაოდ კომპლექსური ინსტრუმენტია. რაში მდგომარეობს მისი კომპლექსურობა?

ფინანსური სტატისტიკა ეროვნულ ანგარიშთა სისტემის ორგანული შემადგენელი ნაწილია. როგორც ცნობილია, ეროვნული ანგარიშების ლოგიკური თანმიმდევრობა შესაბამისობაშია წარმოების ციკლთან: მიმდინარე ანგარიშების ჯგუფს (წარმოების ანგარიში, შემოსავლების ფორმირების ანგარიში, შემოსავლების განაწილების ანგარიში, შემოსავლების გადანაწილების ანგარიში, შემოსავლების გამოყენების ანგარიში) მოსდევს დაგროვებითი ანგარიშები (კაპიტალის ანგარიში, ფინანსური ანგარიში, გადაფასების ანგარიში, აქტივების სხვა ცვლილებების ანგარიში) და საბალანსო უწყისები (იხ. სქემა 1). სწორედ ანგარიშების ბოლო ორი ჯგუფი (კაპიტალის ანგარიშის გარდა) წარმოადგენს ფინანსური სტატისტიკის კვლევის საგანს, სწორედ ეს ანგარიშები შე-

სქემა 1: ეროვნული ანგარიშების შემოკლებული სქემა, დამატებითი მუხლების მითითებით



საწყისი საბალანსო უწყისი		დაგროვებითი ანგარიშები		საბოლოო საბალანსო უწყისი		
არაფინანსური აქტივები	+	კაპიტალის ანგარიში	+	გადაფასება	=	არაფინანსური აქტივები
		<i>წმინდა გასესხება/სესხება</i>				
ფინანსური აქტივები და ვალდებულებები	+	ფინანსური ანგარიში	+	აქტივების სხვა ცვლილება	=	ფინანსური აქტივები და ვალდებულებები

ისწავლის ეროვნული ეკონომიკის ყველა სექტორის ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების მდგომარეობას დროის ამა თუ იმ მომენტისათვის (საბალანსო უწყისები), აგრეთვე იმ ნაკადებს, რომლებიც იწვევენ ცვლილებებს საწყისსა და საბოლოო საბალანსო უწყისებს შორის (დაგროვებითი ანგარიშები). ფინანსური ანგარიში წარმოადგენს ბოლო ანგარიშს, რომლითაც სრულდება ეროვნული ანგარიშების მწკრივი. ის ასახავს ფინანსური ინსტრუმენტების მოცულობების ცვლილებებს, რომლებიც გამოწვეულია ფინანსურ აქტივებთან და ვალდებულებებთან დაკავშირებული ოპერაციებით. ფინანსური ანგარიშის დამაბალანსებელი მუხლია წმინდა დაკრედიტება, ანუ „წმინდა გასესხება (+)/წმინდა სესხება (-)“, რომელიც ეროვნული ანგარიშების აგების ზოგადი პრინციპებიდან გამომდინარე, ტოლია წინა ანგარიშის, ანუ კაპიტალის ანგარიშის, დამაბალანსებელი მუხლისა. სწორედ ამ მუხლით უკავშირდება ფინანსური ანგარიში ეროვნული ანგარიშების ყველა წინა ანგარიშს და ამდენად ასახავს მიმდინარე ანგარიშებსა და კაპიტალის ანგარიშში ასახული ეკონომიკური პროცესების საბოლოო შედეგებს.

ამდენად, ეკონომიკური ანგარიშების ზემოთ აღწერილი სტრუქტურა და ურთიერთკავშირები ნათლად მიუთითებს ფინანსური სტატისტიკის ღრმა და კომპლექსურ შინაარსზე, რომლის დანიშნულებაც ეკონომიკის ყველა სექტორს და ამ სექტორებსა და დანარჩენ სამყაროს შორის ფინანსური ნაკადების მოძრაობის ასახვა, ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების მდგომარეობის შესწავლა, მათ შორის შეუსაბამობის გამოვლენა და ამ შეუსაბამობით განპირობებული მოწყვლადობის ანალიზი.

## შეუსაბამობა უცხოურ ფინანსურ აქტივებსა და ვალდებულებებს შორის და მისი გამოვლენის სტატისტიკური ინსტრუმენტები

იქიდან გამომდინარე, თუ რამდენად ხელმისაწვდომია საჭირო მონაცემთა წყაროები, ფინანსური

სტატისტიკა მონაცემთა დეტალიზაციის სხვადასხვა ხარისხით ხასიათდება. კერძოდ, ის ისეა ორგანიზებული, რომ საშუალებას იძლევა მონაცემების წარმოება მოხდეს არა მარტო ფინანსური ინსტრუმენტების ნაშთებისა და ნაკადების მიხედვით, არამედ ცალ-ცალკე: ცალკე ნაშთების და ცალკე – ნაკადების მიხედვით სექტორების ჭრილში; აგრეთვე ინსტიტუციური სექტორების ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების ნაშთებისა და ნაკადების მიხედვით, კონტრაგენტი სექტორების ჭრილში. აქედან გამომდინარე, ფინანსური სტატისტიკის წარმოება შესაძლებელია ორ- და სამ-განზომილებიან პარამეტრებში, ანუ როგორც შედარებით ნაკლებად, ისე საკმაოდ დეტალურ ჭრილებში.

ორ-განზომილებიანი ფინანსური სტატისტიკა ასახავს: ფინანსური ინსტრუმენტების ნაშთებს და ნაკადებს (ოპერაციები, ღირებულების ცვლილებები, სხვა ცვლილებები ცალ-ცალკე) სექტორების მიხედვით.

საბალანსო უწყისი ფინანსური სტატისტიკის სამ-განზომილებიან ჭრილში წარმოდგენის ინსტრუმენტია, რაც იმას ნიშნავს, რომ იგი „ვისგან-ვის“ („from whom-to whom“) მექანიზმის გამოყენებით ასახავს დებიტორებსა და კრედიტორებს შორის ურთიერთობებს, ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით. შესაბამისი მონაცემების ანალიზი ე.წ. საბალანსო მიდგომის ანალიზის (Balance Sheets Approach; BSA) სახელითაა ცნობილი. იგი საშუალებას გვაძლევს თვალი მივადევნოთ ვინ ვის აფინანსებს, რომელი ფინანსური ინსტრუმენტით, რომელი ვალუტით (ადგილობრივი/უცხოური) და რა მოცულობით. თუმცა, საბალანსო უწყისის სამ-განზომილებიანი მატრიცაც კი შესაძლებელია, რომ სასურველი დეტალიზაციით იქნეს წარმოდგენილი. მაგალითად, სექტორები ჩაიშალოს ქვესექტორებად (მაგალითად, დეპოზიტური კორპორაციების სექტორი – ცენტრალურ ბანკად და კომერციულ ბანკებად) და აგრეთვე საჯარო და კერძო სექტორებად; ფინანსური ინსტრუმენტები შესაძლოა ჩაიშალოს ქვეინსტრუმენტების, ასევე ცალკეული ვადიანობის დონეზე და ა.შ.

ქვემოთ მოცემულია საბალანსო უწყისის წარმოდგენის ფორმის ორი ნიმუშის სტრუქტურა<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> წარმოდგენილ მატრიცებში ჰორიზონტალურად მოცემულია სექტორების ვალდებულებები სხვა სექტორების მიმართ, ხოლო ვერტიკალურად – სექტორების მოთხოვნები სხვა სექტორების მიმართ.



მაგალითი 1:  
საბალანსო უწყისი (სექტორების, ინსტრუმენტებისა და ვალუტების ჯრილში)

კრედიტორი საქმორები	ცენტრალური ბანკი			...			დანარჩენი სამყარო		
	მოთხოვნა	ვალდებუ- ლება	წმინდა მდგომა- რეობა	მოთხოვნა	ვალდებუ- ლება	წმინდა მდგომა- რეობა	მოთხოვნა	ვალდებუ- ლება	წმინდა მდგომა- რეობა
<b>ცენტრალური ბანკი</b>									
ინსტრუმენტი									
ადგილობრივი ვალუტა									
უცხოური ვალუტა									
...									
...									
...									
<b>დანარჩენი სამყარო</b>									
ადგილობრივი ვალუტა									
უცხოური ვალუტა									
<b>სულ</b>									
ადგილობრივი ვალუტა									
უცხოური ვალუტა									

ეს მიდგომა გამოიყენება ქვეყნის საბალანსო უწყისის მდგომარეობისა და მასში წარმოქმნილი შეუსაბამობებით განპირობებული მოწყვლადობის ანალიზისათვის, ისევე როგორც ასეთი შეუსაბამობებით წარმოქმნილი შოკების ერთი სექტორიდან მეორეზე შესაძლო გადაცემის კვლევისათვის. თუ ზემოთ მოტანილ საბალანსო უწყისში თითოეულ ინსტრუმენტს (ადგილობრივი და უცხოური ვალუტით) დამატებით ჩავშლით ვადიანობის ჯრილში, ცხადია იგი მეტ ანალიტიკურ დატვირთვას შეიძენს. ანალოგიური მიდგომა ფი-

ნანსური ნაკადების შემთხვევაში ფონდების ნაკადების სტატისტიკის („flow-of-funds“ statistics) სახელითაა ცნობილი. ამდენად, საბალანსო უწყისს აქვს უზარმაზარი შესაძლებლობა და უპირატესობა – იყოს ადაპტირებადი ანალიზის მიზნებისადმი, ერთი მხრივ, და მოქნილი – მონაცემების ხელმისაწვდომობისადმი, მეორე მხრივ (ეს უკანასკნელი გულისხმობს, რომ საბალანსო უწყისი შესაძლებელია იყოს იმდენად კომპლექსური, რამდენის საშუალებასაც მონაცემების ხელმისაწვდომობა იძლევა).

მაგალითი 2:  
საბალანსო უწყისი (სექტორების, ვალუტებისა და ვადიანობის ტრილში)

კრედიტორი სექტორები	ცენტრალური ბანკი	მთავრობა	სხვა დეპოზიტური კორპორაციები	სხვა ფინანსური კორპორაციები	არაფინანსური კორპორაციები	სხვა რეზიდენტი სექტორები	დანარჩენი სამყარო
<b>დებიტორი სექტორები</b>							
<b>ცენტრალური ბანკი</b>							
სარეზერვო ფული							
სხვა ვალდებულებები							
მოკლევადიანი							
ადგილობრივი ვალუტა							
უცხოური ვალუტა							
გრძელვადიანი							
ადგილობრივი ვალუტა							
უცხოური ვალუტა							
<b>მთავრობა</b>							
ვალდებულებები, სულ							
მოკლევადიანი							
ადგილობრივი ვალუტა							
უცხოური ვალუტა							
გრძელვადიანი							
ადგილობრივი ვალუტა							
უცხოური ვალუტა							
<b>სხვა დეპოზიტური კორპორაციები</b>							
.							
.							
.							

საბალანსო უწყისის კიდევ ერთი დიდი უპირატესობა მდგომარეობს იმაში, რომ მას ძალუძს გამოავლინოს, ერთი მხრივ, თუ რამდენად ძლიერია დოლარიზაციის გავლენა ცალკეული სექტორისა თუ მთლიანად ეკონომიკის მოწყვლადობაზე, და მეორე მხრივ, რა რისკების შემცველია ამ თვალსაზრისით საბალანსო უწყისის წონასწორობის დარღვევა ქვეყნის საგარეო სექტორის ანგარიშების (საგადასახდლო ბალანსისა და საერთაშორისო ინვესტიციური მდგომარეობის) წონასწორობის მიმართ.

კონკრეტული მაკროეკონომიკური ანალიზის მიზნებიდან გამომდინარე, ქვეყნები<sup>3</sup> საბალანსო უწყისის უფრო მეტ დეტალიზაციასაც მიმართავენ. მაგალითად, კოლუმბიის ცენტრალური ბანკი ამ მიზნით იყე-

ნებს 9 სექტორს/ქვესექტორს. ესენია: არაფინანსური საჯარო სექტორი, ცენტრალური ბანკი, კერძო ბანკები, საჯარო ბანკები, კერძო არასაბანკო შუამავლები, საჯარო არასაბანკო შუამავლები, დიდი და საშუალო ზომის კომპანიები, შინამეურნეობები და მცირე საწარმოები, საგარეო სექტორი (Lima, Juan Manuel, Enrique Montes, Carlos Varela, and Johannes Wiegand, 2006).

ამდენად, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა დაიწყო ამ მეტად საჭირო და კომპლექსური სტატისტიკის დანერგვისა და წარმოების სამუშაოები, რომლის შედეგებიც ძალიან ბევრ კითხვას გასცემს პასუხს ქვეყნის მაკროეკონომიკური და ფინანსური მოწყვლადობის ანალიზის პროცესში.

<sup>3</sup> ზოგადად, ფინანსური სტატისტიკის წარმოების სირთულისა და საჭირო ინფორმაციული რესურსების ნაკლებხელმისაწვდომობის გამო, დღეისათვის სტატისტიკის ამ მიმართულების წარმოების პრაქტიკა ბევრ ქვეყანას არ აქვს.



## სავალუტო შეუსაბამობის მიზეზები

სავალუტო შეუსაბამობა ზრდის არა მარტო ფინანსური კრიზისის რისკებს, არამედ ზრდის გამოშვებისა და მოხმარების ხარჯებს (Goldstein M., Turner Ph., 2004).

რა ფაქტორები განაპირობებს ჩვენს ეკონომიკაში სავალუტო შეუსაბამობის გაჩენას, რა რისკებთანაა იგი დაკავშირებული და შესაძლებელია თუ არა მისი თავიდან აცილება?

ამ პრობლემატიკაზე მომუშავე სპეციალისტები სავალუტო შეუსაბამობის წარმოქმნის რამდენიმე ფაქტორს ასახელებენ.

უმთავრესი ფაქტორი, რომელიც განაპირობებს სავალუტო შეუსაბამობას, მდგომარეობს იმაში, რომ ხშირად სხვადასხვა ინსტიტუციური ერთეულები დაფინანსებას, როგორც არარეზიდენტებისაგან, ისე რეზიდენტებისაგანაც კი იღებენ უცხოური ვალუტით, თუმცა, შემოსავლები ადგილობრივ ვალუტაში აქვთ (Johan Mathisen, Anthony Pellechio, 2006). მეტიც, ერთი სექტორის მცდელობა დააზღვიოს საკუთარი სავალუტო რისკი შეუსაბამობას გადასცემს სხვა ადგილობრივ სექტორებს. მაგალითად, თუ კომერციული ბანკები სესხულობენ დოლარით და არაფინანსური კორპორაციების სექტორზე დოლარითვე გაასესხებენ რესურსს, აღნიშნული ქმედებით ამცირებენ საბანკო სექტორში არსებულ სავალუტო შეუსაბამობას, თუმცა ზრდიან ასეთი შეუსაბამობის რისკს არაფინანსური კორპორაციების სექტორში, რადგანაც ამ უკანასკნელთ, როგორც აღვნიშნეთ, შემოსავლები ადგილობრივ ვალუტაში აქვთ.

სავალუტო შეუსაბამობის დასადგენად სხვადასხვა მაჩვენებელი გამოიყენება, თუმცა, აღნიშნულ საკითხთან დაკავშირებულ სპეციალურ ლიტერატურაში ავტორები გამორჩეულად რომელიმე მათგანს პრიორიტეტს არ ანიჭებენ. ეს გასაგებია, თუ გავითვალისწინებთ იმას, რომ თითოეული მათგანის გაანგარიშება, ინფორმაციის მოპოვების თვალსაზრისით, გარკვეულ სიძნელეებთან არის დაკავშირებული, რაზედაც ზემოთ გვქონდა საუბარი. თუმცა, ყველაზე გავრცელებული მაჩვენებელი

ლები შემდეგია: წმინდა ფინანსური პოზიცია<sup>4</sup>, წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია<sup>5</sup> და წმინდა მოკლევადიანი პოზიცია<sup>6</sup> (Johan Mathisen, Anthony Pellechio, 2006).

წინამდებარე სტატიაში ჩვენ სავალუტო შეუსაბამობის ერთ-ერთი ყველაზე გავრცელებულ ინდიკატორს შევხებით. ეს არის წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია, რომელიც უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსურ აქტივებსა და ვალდებულებებს შორის სხვაობას წარმოადგენს. აღნიშნული ინდიკატორი კურსის მერყეობის პირობებში წარმოქმნილი შესაძლო რისკებისადმი სექტორის მდგრადობის ხარისხს გვიჩვენებს. სექტორი უარყოფითი წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციით მოწყვლადია ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურების მიმართ, ხოლო სექტორი დადებითი წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციით – ადგილობრივი ვალუტის გამყარების მიმართ. მოწყვლადობის ანალიზი მნიშვნელოვანია იმდენად, რამდენადაც სავალუტო შეუსაბამობით გამოწვეული რეფინანსირებისა და ლიკვიდობის პრობლემები, ეროვნული ვალუტის გაუფასურების პირობებში, უცხოური ვალუტით დენომინირებული ვალის მომსახურებას ართულებს.

სავალუტო შეუსაბამობის წარმოქმნის რისკები განსაკუთრებით განვითარებადი ქვეყნებისათვის არის დამახასიათებელი. საქართველოც მათ რიგშია. ამდენად, საბალანსო უწყისის წარმოების პრაქტიკაში დანერგვა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ამ და სხვა ტიპის შეუსაბამობების დასადგენად. თუმცა, ასეთი სტატისტიკის სრულყოფილად ორგანიზება მოკლე პერიოდში შეუძლებელია. აქედან გამომდინარე, ზოგადად რეკომენდებულია ფინანსური სტატისტიკის წარმოების პრაქტიკის ეტაპობრივად დანერგვა. შესაბამისად, მონაცემთა სწორი ინტერპრეტაციის მიზნით, თითოეულ ეტაპზე მნიშვნელოვანია მიდგომებისა და დაშვებების მკაფიოდ იდენტიფიცირება.

## მონაცემთა წყაროები და დაშვებები

საბალანსო უწყისების ანალიზისათვის ეკონომიკა დაგვავით 7 სექტორად/ქვესექტორად: ცენტრალური ბანკი – საქართველოს ეროვნული ბანკი, სხვა დეპოზი-

<sup>4</sup>სხვაობა ფინანსურ აქტივებსა და ვალდებულებებს შორის; დიდი მოცულობის ნეგატიური წმინდა ფინანსური პოზიცია გადახდისუნარიანობის პრობლემების მანიშნებელია, განსაკუთრებით, როცა მთლიან ვალდებულებებში მაღალია ვალის წილი.

<sup>5</sup>უცხოური ვალუტით დენომინირებულ აქტივებსა და ვალდებულებებს შორის სხვაობა; ნეგატიური (პოზიტიური) პოზიცია მოწყვლადია გავლითი კურსის გაუფასურების (გამყარების) მიმართ.

<sup>6</sup>მოკლევადიან აქტივებსა და მოკლევადიან ვალდებულებებს შორის სხვაობა; დიდი მოცულობის ნეგატიური მოკლევადიანი პოზიცია მიუთითებს საპროცენტო განაკვეთის ზრდის მიმართ მოწყვლადობაზე.

ტური კორპორაციები – კომერციულ ბანკები<sup>7</sup>; სხვა ფინანსური კორპორაციები – მიკროსაფინანსო ორგანიზაციები<sup>8</sup>; მთავრობა – ცენტრალური და ადგილობრივი მთავრობა; არაფინანსური კორპორაციები – კერძო და სახელმწიფო სამეწარმეო კორპორაციები; შინამეურნეობები და შიშკაოები – შინამეურნეობები და შინამეურნეობების მომსახურე კერძო არაკომერციული ორგანიზაციები; არარეზიდენტები – დანარჩენი მსოფლიო.

ინფორმაციის ძირითად წყაროებს საქართველოს ეროვნული ბანკი და ფინანსთა სამინისტრო წარმოადგენს. მონაცემები, ძირითადად, ამოღებულია მონეტარული სტატისტიკის სტანდარტული ფორმებიდან (SRF-Standardized Report Forms), საერთაშორისო ინვესტიციური პოზიციიდან (IIP – International Investment Positions) და მთავრობის ფინანსების სტატისტიკიდან (GFS – Government Financial Statistics). თუმცა, ვინაიდან არსებობს გარკვეული ჩამორჩენა მონაცემებში (data gaps), საბალანსო უწყისების ანალიზისათვის გაკეთდა შემდეგი დაშვებები:

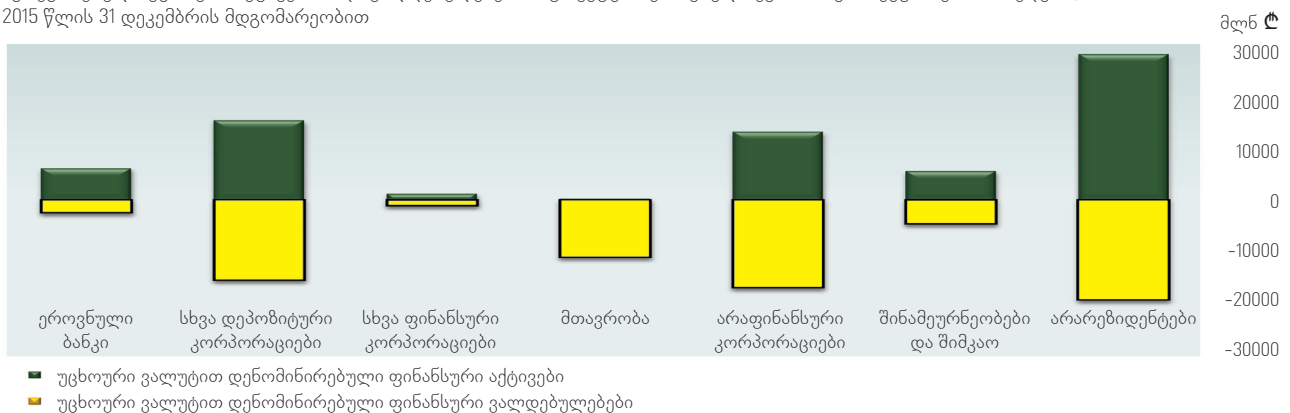
- მთავრობას არ აქვს (ან აქვს უმნიშვნელო) უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივები და ვალდებულებები არაფინანსური კორპორაციების მიმართ;
- მთავრობას არ აქვს (ან აქვს უმნიშვნელო) უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივები და ვალდებულებები შინამეურნეობებისა და შინამეურნეობების მომსახურე კერძო არაკომერციული ორგანიზაციების მიმართ;

- არაფინანსური კორპორაციებისა და შინამეურნეობების ფინანსური კავშირები უმნიშვნელოა (მოიცავს მხოლოდ უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ფინანსურ ინსტრუმენტებს);
- შინამეურნეობებისა და შინამეურნეობების მომსახურე კერძო არაკომერციული ორგანიზაციებისა და არარეზიდენტების ფინანსური კავშირები უმნიშვნელოა (მოიცავს მხოლოდ უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ფინანსურ ინსტრუმენტებს);
- სადაზღვეო კომპანიების, საბროკერო კომპანიების და სხვა ფინანსური კორპორაციების უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივები და ვალდებულებები, სხვა ფინანსური კორპორაციების სექტორის აგრეგირებულ მაჩვენებლებში შედარებით უმნიშვნელოა.

## წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის და მისი ტენდენციები

ქვემოთ მოტანილია (ეროვნული ეკონომიკისა და მისი სექტორების მიხედვით) ზემოთ აღნიშნული დაშვებების საფუძველზე გაანგარიშებული საბალანსო უწყისის მიხედვით აგებული გრაფიკები, რომლებიც ასახავს უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების მოცულობას და წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციების დინამიკას, ცალკეული სექტორების/ქვესექტორების მიხედვით.

გრაფიკი 1: აგრეგირებული უცხოური აქტივებისა და ვალდებულებების სტრუქტურა ეროვნული ეკონომიკის სექტორების მიხედვით, 2015 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით



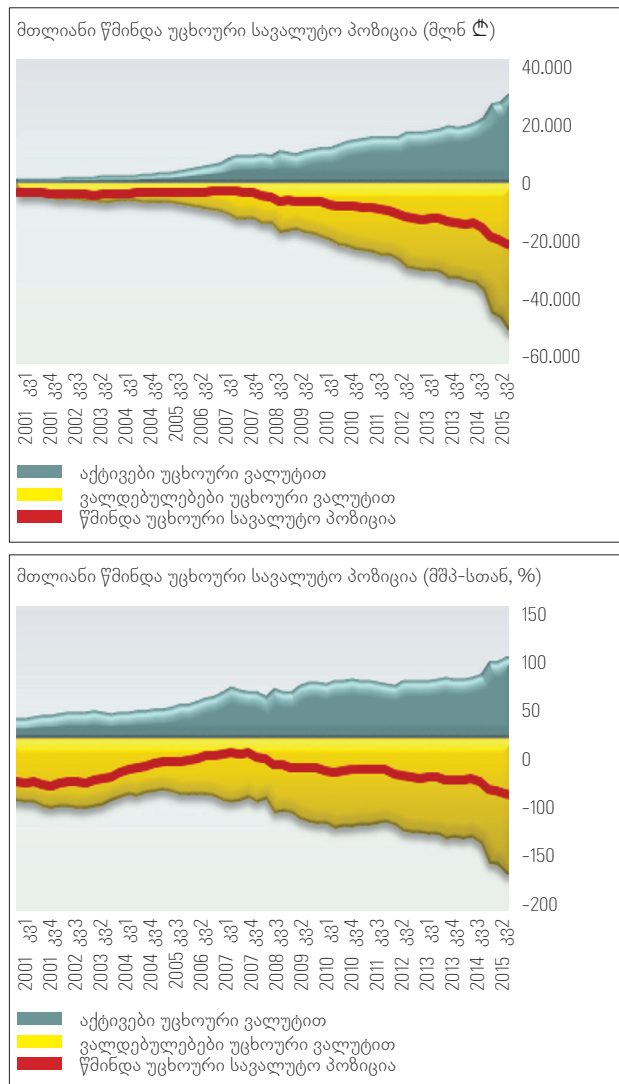
<sup>7</sup> ჩვენთან სხვა დეპოზიტური კორპორაციების სექტორი, კომერციულ ბანკებთან ერთად, მოიცავს საკრედიტო კავშირებსაც, თუმცა, ამ უკანასკნელის ძალიან მცირე ხვედრითი წილის გამო სექტორის აქტივებში, მისი შესწავლა ჯერ-ჯერობით პრიორიტეტულად არ მიიჩნევა.

<sup>8</sup> ამ ეტაპზე სხვა ფინანსური კორპორაციების ქვესექტორი მოიცავს მხოლოდ მიკროსაფინანსო ორგანიზაციებს და არ მოიცავს სადაზღვეო კომპანიებს, საბროკერო კომპანიებს და სხვა ფინანსურ კორპორაციებს.



**გრაფიკი 1:** აგრეგირებული უცხოური აქტივებისა და ვალდებულებების სტრუქტურა ეროვნული ეკონომიკის სექტორების მიხედვით, 2015 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით ასახავს ეკონომიკის ცალკეული სექტორის აქტივებისა და ვალდებულებების მოცულობას. როგორც გრაფიკიდან ჩანს, ადგილობრივ სექტორებს შორის ყველაზე დიდი მოცულობის უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივები სხვა დეპოზიტურ კორპორაციებსა და არაფინანსურ კორპორაციებს აქვთ. მთავრობის უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივების მოცულობა მინიმალურია.

**გრაფიკი 2:** სავალუტო შეუსაბამობა მთლიანი ეკონომიკისათვის



საქართველოს ეკონომიკას აგრეგირებულად მკვეთრად გამოხატული უარყოფითი წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია აქვს, რომლის ოდენობამ 2015 წლის

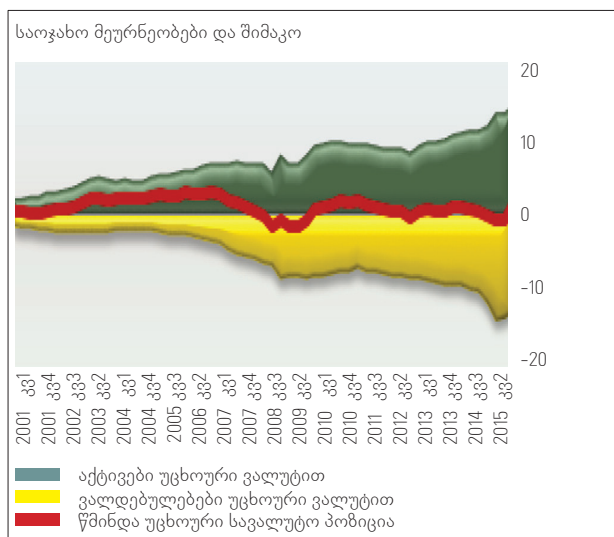
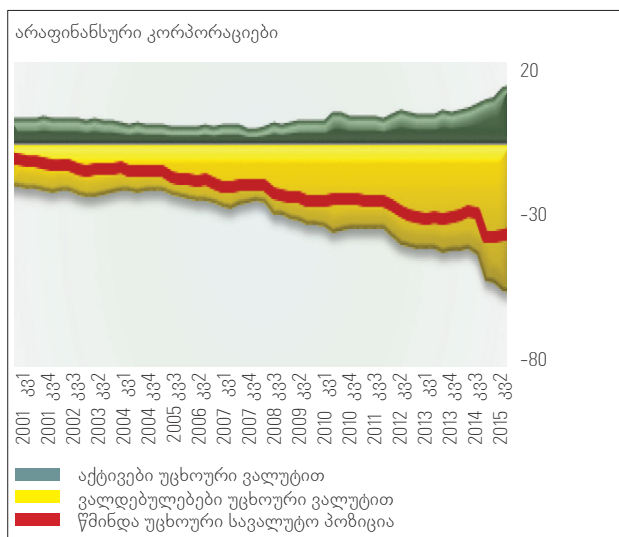
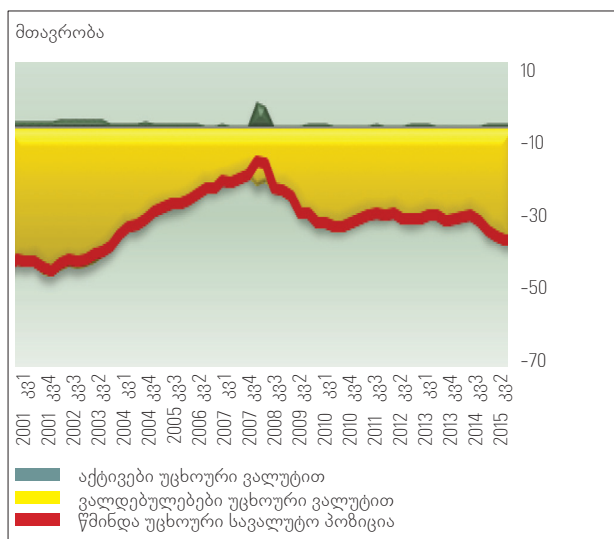
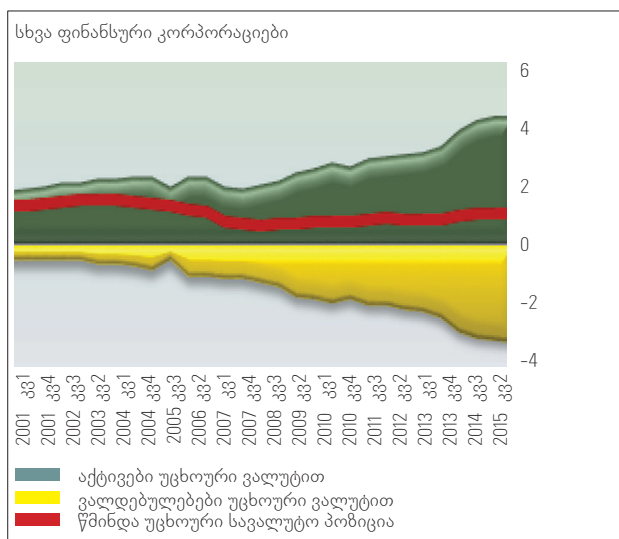
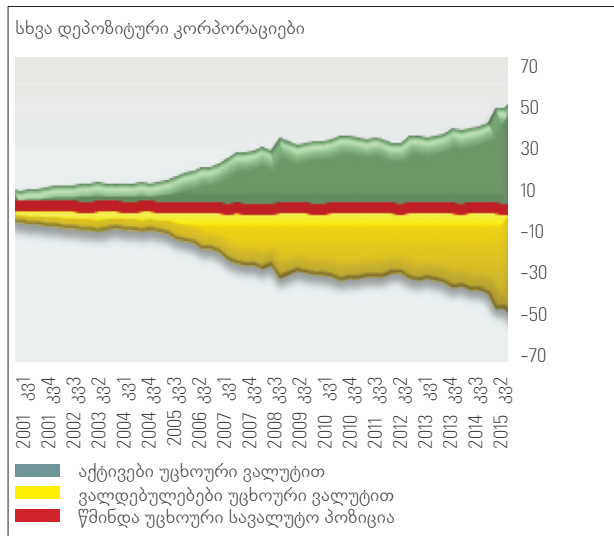
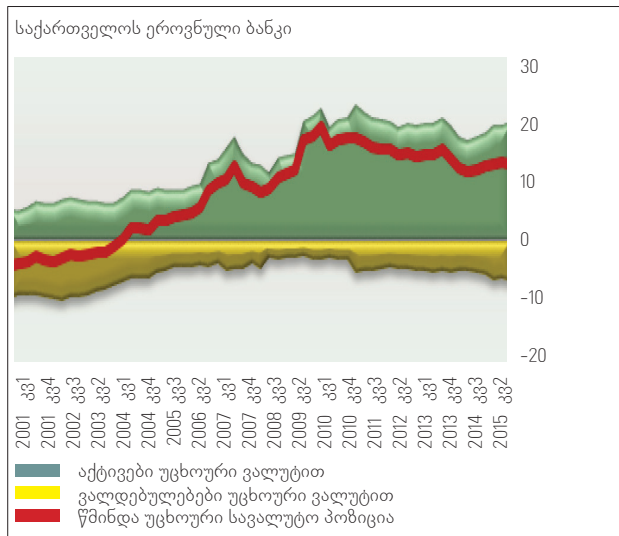
მე-4 კვარტალისათვის მთლიანი შიდა პროდუქტის – 64% შეადგინა.

უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივები და ვალდებულებები განსაკუთრებით 2005 წლის შემდეგ გაიზარდა. უცხოურ ბაზრებზე ხელმისაწვდომობის ზრდამ საქართველოს საშუალება მისცა იმაზე მეტად დაეფინანსებინა ეკონომიკური აქტივობა, ვიდრე ამის საშუალებას ადგილობრივი დანაზოგები იძლეოდა. აგრეგირებული უარყოფითი წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია 2007 წლამდე დახურვის მიმართულებით მიდიოდა, რაც ძირითადად მთავრობის მიერ საგარეო დავალიანების დაფარვით იყო განპირობებული. თუმცა, 2008 წლის სამხედრო კონფლიქტმა და გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა უცხოური ვალუტით დენომინირებული ვალდებულებების მკვეთრი ზრდა განაპირობა, რამაც, ბუნებრივია, უარყოფითი წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის კიდევ უფრო გაუარესება გამოიწვია.

იმის დასადგენად, თუ როგორია ცალკეული ინსტიტუციური სექტორის როლი აგრეგირებული წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის უარყოფითი ტენდენციის გაღრმავებაში, საჭიროა თითოეული მათგანის საბალანსო უწყისის ანალიზი. **გრაფიკი 3:** სავალუტო შეუსაბამობები სექტორების მიხედვით (მშპ-ის პროცენტი) ეკონომიკის ცალკეულ სექტორში არსებულ სავალუტო შეუსაბამობას გვიჩვენებს. 2015 წლის მე-4 კვარტალის მდგომარეობით საქართველოს ეროვნული ბანკის წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია მთლიანი შიდა პროდუქტის 12 პროცენტი იყო. საქართველოს ეროვნული ბანკის წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია 2004 წლამდე უარყოფითი იყო. 2004 წლიდან მკვეთრად გაიზარდა უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივები, რამაც წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის ტენდენციის საპირისპირო მიმართულებით გადანაცვლება განაპირობა. ცვლილებისათვის მნიშვნელოვანი იყო ფისკალური ადმინისტრირების გამკაცრება, ასევე ეკონომიკის სხვა სექტორებში განხორციელებული რეფორმები კორუფციის დაძლევისა და ჩრდილოვანი ეკონომიკის შემცირების მიმართულებით, რამაც მნიშვნელოვნად გაზარდა ლარზე მოთხოვნა. ეროვნული ვალუტის ზედმეტად გამყარების თავიდან ასაცილებლად, ეროვნულმა ბანკმა უცხოური ვალუტის შესყიდვა დაიწყო, რასაც უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივების ზრდა და წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის გაუმჯობესება მოჰყვა.



გრაფიკი 3:  
სავალუტო შეუსაბამობები სექტორების მიხედვით (შშპ-ის პროცენტი)





სხვა დეპოზიტური კორპორაციების (ამ შემთხვევაში კომერციული ბანკების) წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის რყევები უმნიშვნელოა. აღნიშნული განპირობებულია საქართველოს ეროვნული ბანკის მოთხოვნით, რომ კომერციული ბანკის ღია სავალუტო პოზიცია არ უნდა აღემატებოდეს საზედამხედველო კაპიტალის<sup>9</sup> 20 პროცენტს<sup>10</sup>. შესაბამისად, სხვა დეპოზიტური კორპორაციების ქვესექტორის წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია თითქმის დახურულია. 2015 წლის მე-4 კვარტალში სხვა დეპოზიტური კორპორაციების წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია მშპ-ის 0.2 პროცენტი იყო.

სხვა დეპოზიტური კორპორაციების მსგავსად, დადებით წმინდა უცხოურ სავალუტო პოზიციას ინარჩუნებს სხვა ფინანსური კორპორაციების ქვესექტორიც. 2015 წლის მე-4 კვარტალის მონაცემებით, სხვა ფინანსური კორპორაციების წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია მშპ-ის 1.0 პროცენტს შეადგენდა.

ფინანსური სექტორისაგან განსხვავებით, მთავრობის უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივებისა და ვალდებულებების და წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის დინამიკა მკვეთრად გამოხატული უარყოფითი ტენდენციით ხასიათდება. 2003 წლიდან დაწყებული წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის შემცირების ტენდენცია 2008 წლიდან მკვეთრად შეიცვალა გაუარესების მიმართულებით, რაც ერთდროულად სამხედრო კონფლიქტისა და მსოფლიოში დაწყებული ფინანსური კრიზისის ფონზე მთავრობის უცხოური ვალდებულებების მკვეთრმა ზრდამ გამოიწვია. 2014 წლიდან უარყოფითი წმინდა სავალუტო პოზიციის ვარდნა გაძლიერდა აშშ დოლარის მიმართ ეროვნული ვალუტის გაუფასურების შედეგად<sup>11</sup>. 2015 წლის მე-4 კვარტალის მდგომარეობით, მთავრობის უცხოური ვალუტით დენომინირებული ვალდებულებების მოცულობამ მშპ-ის 33 პროცენტი შეადგინა, ხოლო წმინდა უცხოურმა სავალუტო პოზიციამ კი -32% პროცენტი.

2003 წლიდან დაიწყო არაფინანსური კორპორაციების უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივებისა და ვალდებულებების შესამჩნევი ზრდა. უცხოურ ბაზ-

რებთან კავშირების გამყარებამ უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივების მოცულობის ზრდა განაპირობა, თუმცა ვალდებულებების წინმსწრები ტემპებით მატებამ წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის ნეგატიური განვითარება გამოიწვია, რომლის გაღრმავების ტენდენცია კვლავ გრძელდება. შედეგად, 2015 წლის მე-4 კვარტალში არაფინანსური კორპორაციების წმინდა უცხოურმა სავალუტო პოზიციამ მშპ-ის მიმართ -33% პროცენტი შეადგინა.

რაც შეეხება ეკონომიკის დანარჩენ სექტორებს – შინამეურნეობებსა და შინამეურნეობების მომსახურე კერძო არაკომერციულ ორგანიზაციებს (შიმკაო), მათი წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია ძირითადად დადებითია, თუ არ ჩავთვლით 2008-2009 წლების პერიოდს<sup>12</sup>. 2015 წლის მე-4 კვარტალის ბოლოს შინამეურნეობებისა და შინამეურნეობების მომსახურე არაკომერციული ორგანიზაციების წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია მშპ-ის -3.5% პროცენტი იყო.

ამდენად, ინსტიტუციური სექტორების საბალანსო უწყისების ემპირიული კვლევით დგინდება, რომ სამთავრობო და არაფინანსური კორპორაციების სექტორები მკვეთრად გამოხატული უარყოფითი წმინდა სავალუტო პოზიციით ხასიათდებიან და შესაბამისად საკმაოდ მოწყვლადნი არიან ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურების მიმართ.

## აგრეგირებული საბალანსო უწყისის მატრიცა

აგრეგირებული საბალანსო უწყისის მატრიცა სექტორებს შორის არსებულ ფინანსურ კავშირებს გვიჩვენებს. მატრიცის სტრუქტურა შემდეგნაირია: ეკონომიკა დაყოფილია 7 სექტორად/ქვესექტორად (ეროვნული ანგარიშთა სისტემასთან შესაბამისობაში): ეროვნული ბანკი, სხვა დეპოზიტური კორპორაციები – კომერციული ბანკები; სხვა ფინანსური კორპორაციები – მიკროსაფინანსო ორგანიზაციები<sup>13</sup>; მთავრობა – მოიცავს ცენტრალურ და ადგილობრივ მთავრობას; არაფინან-

<sup>9</sup> საზედამხედველო კაპიტალი – პირველადი და მეორადი კაპიტალის ჯამი დაქვითვების გამოკლებით.

<sup>10</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2013 წლის № 69/04 ბრძანება „კომერციული ბანკების საქმიანობის ზედამხედველობისა და რეგულირების წესის დამტკიცების შესახებ“.

<sup>11</sup> აქ და ყველგან უცხოური აქტივები და ვალდებულებები გამოხატულია ეროვნული ვალუტით.

<sup>12</sup> დაშვების მიხედვით, მოცემული აქტივები და ვალდებულებები არ მოიცავს სექტორის უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ფინანსურ აქტივებსა და ვალდებულებებს არარეზიდენტებისა და არაფინანსური კორპორაციების მიმართ.

<sup>13</sup> ამ ეტაპზე სხვა ფინანსური კორპორაციების სექტორი მოიცავს მხოლოდ მიკროსაფინანსო ორგანიზაციებს და არ მოიცავს სადაზღვეო კომპანიებს, საბროკერო კომპანიებს და სხვა ფინანსურ კორპორაციებს.

სური კორპორაციები – კერძო და სახელმწიფო სამეწარმეო კორპორაციები; შინამეურნეობები და შიმკაო – შინამეურნეობები და შინამეურნეობების მომსახურე არაკომერციული ორგანიზაციები; არარეზიდენტები – დანარჩენი მსოფლიო. სვეტებში წარმოდგენილია კრედიტორი სექტორები, ხოლო სტრუქტურებში – დებიტორი სექტორები. ვინაიდან მატრიცა კონსოლიდირებულ ბალანსებს ემყარება, სექტორის შიგნით ოპერაციები ბათილდება და შესაბამისად, მატრიცის დიაგონალზე მონაცემები არ იწერება.

საბალანსო მიდგომის მიხედვით, კრიზისი წარმოიქმნება, როდესაც ეკონომიკის ერთ ან რამდენიმე სექტორში ხდება ფინანსურ აქტივებზე მოთხოვნის მყისიერი შემცირება. მაგალითად, კრედიტორებს შესაძლოა ჩამოუყალიბდეთ ნეგატიური განწყობა და უნდობლობა:

- ზოგადად, სავალუტო კურსის სტაბილურობის მიმართ ქვეყანაში და ქვეყნის მიერ უცხოური ვალის მომსახურების პერსპექტივების მიმართ;
- სამთავრობო სექტორის მიმართ, თუ რამდენად შესწევს მას უნარი მოემსახუროს აღებული ვალდებულებებს;
- საბანკო სისტემის მიმართ, თუ რამდენად მდგრადი იქნება იგი დეპოზიტების გადინების მიმართ;
- არაფინანსური კორპორაციების მიმართ, თუ რამდენად შეძლებენ ისინი ფინანსური ვალდებულებების დაფარვას.

საბოლოოდ, ინვესტორების ნდობისა და ადგილობრივი აქტივების ფლობის სურვილის შემცირება ქვეყნის აქტივებზე მოთხოვნის მყისიერ ვარდნასა და კაპიტალის გადინებას განაპირობებს, რაც თავის მხრივ ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურებას, საპროცენტო განაკვეთების ზრდას და რეცესიის პროვოცირებას იწვევს (Mark Allen, 2002)

სექტორის გადახდისუნარიანობის ანალიზისას განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია სექტორებს შორის კავშირებზე ინფორმაციის მოძიება, რათა წინასწარ მოხდეს პოტენციური შოკების გადაცემის მექანიზმის შესწავლა. მაგალითად: თუ არსებობს ეჭვი სამთავრობო სექტორის გადახდისუნარიანობის შესუსტებაზე, შესაძლოა დაიწყოს დეპოზიტების გადინება მთავრო-

ბის კრედიტორი ბანკებიდან. ამასთან, თუ გაუფასურდა ეროვნული ვალუტა და არაფინანსური კორპორაციების სექტორს აქვს მკვეთრად გამოხატული უარყოფითი წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია, გაჩნდება ეჭვი აღნიშნული სექტორის გადახდისუნარიანობის შესუსტებაზე, რაც თავისთავად გამოიწვევს კრედიტორ ბანკებზე შოკის გადაცემას ორი არხიდან: არარეზიდენტი კრედიტორებიდან, რომლებიც შეწყვეტენ დაფინანსებას უხარისხო პორტფელის გამო და რეზიდენტებიდან, რომლებიც გაზრდილი რისკების პარალელურად დაიწყებენ დეპოზიტების გატანას.

საბალანსო უწყისების ანალიზისათვის ინფორმაციის ძირითად წყაროს საქართველოს ეროვნული ბანკი და ფინანსთა სამინისტრო წარმოადგენს. ამ მონაცემებისა და ზემოაღნიშნული დაშვებების საფუძველზე შედგა აგრეგირებული საბალანსო უწყისის მატრიცა 2015 წლის მე-4 კვარტალის მდგომარეობით. ვინაიდან წინამდებარე სტატია მხოლოდ სავალუტო შესაბამისობის ანალიზს ემსახურება, მატრიცა მხოლოდ უცხოური ვალუტით დენომინირებულ აქტივებსა და ვალდებულებებს მოიცავს<sup>14</sup> (ცხრილი1: უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების საბალანსო უწყისების აგრეგირებული მატრიცა, 2015 IV კვ, მლნ).

ამგვარად მიღებული მონაცემებიდან ირკვევა, რომ 2015 წლის მე-4 კვარტალის მდგომარეობით საქართველოს ეროვნულ ბანკს უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივები მხოლოდ ერთი სექტორის (არარეზიდენტების) მიმართ აქვს 5562 მლნ ლარის ოდენობით. რაც შეეხება უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ვალდებულებებს, საქართველოს ეროვნულ ბანკს გააჩნია ვალდებულებები სხვა დეპოზიტური კორპორაციების მიმართ (დაახლოებით 1992 მლნ ლარის ოდენობით), მთავრობის მიმართ (დაახლოებით 262 მლნ ლარის ოდენობით), არარეზიდენტების მიმართ (დაახლოებით 48 მლნ ლარის ოდენობით) და სხვა რეზიდენტი სექტორების მიმართ (დაახლოებით 0.3 მლნ ლარის ოდენობით). ანალოგიურად შეგვიძლია დავაკვირდეთ ეკონომიკის სექტორებს შორის არსებულ ფინანსურ კავშირებს.

როგორც გრაფიკული ანალიზიდან ირკვევა, ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურების მიმართ ყველაზე მეტად მოწყვლადი არაფინანსური კორპორაციებისა და მთავრობის სექტორები არიან.

<sup>14</sup> უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივები და ვალდებულებები კონვერტირებულია ლარში 2015 წლის მე-4 კვარტალის ბოლოს არსებული ოფიციალური გაცვლითი კურსით.



2015 წლის მე-4 კვარტალში მთავრობის უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივების მოცულობამ 354 მლნ ლარი შეადგინა: მათ შორის ეროვნულ ბანკის (262 მლნ), სხვა დეპოზიტურ კორპორაციების (12 მლნ), არარეზიდენტების (80 მლნ). იგივე პერიოდისათვის მთავრობის უცხოური ვალუტით დენომინირებული ვალდებულებების მოცულობა 10502 მლნ ლარს შეადგენდა (დავალიანება არარეზიდენტების მიმართ). შესაბამისად, მთავრობას აქვს მკვეთრად გამოხატული უარყოფითი სავალუტო პოზიცია (354-10502=-10148), რაც ეროვნული ვალუტის გაუფასურების პირობებში საფრთხის შემცველია ამ სექტორისათვის, ხოლო, მეორე მხრივ, იგი რისკს გადასცემს ვალდებულებების გამცემ სექტორებს (ამ შემთხვევაში არარეზიდენტებს).

როცენტო განაკვეთების ზრდას და გაცვლითი კურსის შემდგომ გაუფასურებას განაპირობებს და წარმოშობს ლიკვიდობის პრობლემებს არაფინანსურ კორპორაციებსა და სხვა დეპოზიტურ კორპორაციებში. ამის შემდეგ ხდება შოკის გადაცემა სხვა რეზიდენტ სექტორებზე. შესაბამისად, მთავრობის სექტორის გადახდისუნარიანობა მთლიანი ეკონომიკის მდგრადობას უქმნის საფრთხეს. ფინანსთა სამინისტროს ინფორმაციით<sup>15</sup>, მთავრობის საგარეო ვალი გრძელვადიანია და ძირითადად შეღავათიანი; საგარეო ვალის 71 პროცენტს მრავალმხრივი კრედიტორები ფლობენ; საგარეო ვალის 54 პროცენტი საინვესტიციო პროექტების დასაფინანსებლად გამოყოფილი ხესხებია; ვალის ძირითადი ნაწილის საპროცენტო განაკვეთი ფიქსირებულია; შესაბამისად, მთავრობის მკვეთრად გამოხატული უარ-

ცხრილი:

უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების საბალანსო უწყისების აგრეგირებული მატრიცა, 2015 IV კვ, მლნ

კრძალვები	ეროვნული ბანკი	სხვა დეპოზიტური კორპორაციები	სხვა ფინანსური კორპორაციები	მთავრობა	არაფინანსური კორპორაციები	შინა მუდრეობები და შიდაკრედიტი	არარეზიდენტები	სულ
ეროვნული ბანკი	N/A	1992	0	262	0	0.3	48	2303
სხვა დეპოზიტური კორპორაციები	0	N/A	222	12	3166	5397	5961	14757
სხვა ფინანსური კორპორაციები	0	66	N/A	0	19	123	741	949
მთავრობა	0	0	0	N/A	0	0	10502	10502
არაფინანსური კორპორაციები	0	6274	22	0	N/A	-	10048	16344
შინა მუდრეობები და შიდაკრედიტი	0	3607	787	0	-	N/A	-	4395
არარეზიდენტები	5562	2805	30	80	3255	-	N/A	11731
სულ	5562	14745	1061	354	6440	5520	27300	

თუ დავუშვებთ, რომ გაცვლითი კურსის გაუფასურების გამო პრობლემები ექმნება, პირველ რიგში, უცხოური ვალუტით დენომინირებული ვალდებულებების მომსახურებას, პირველ ეტაპზე სექტორის რისკი არარეზიდენტებს გადაეცემა; მეორე ეტაპზე, იწყება ინვესტორების მხრიდან ადგილობრივი აქტივებისადმი ნდობის შესუსტება, რაც კაპიტალის გატანას, საპ-

ყოფითი სავალუტო პოზიციის მიუხედავად, ვალდებულებების სტრუქტურა მთავრობის ლიკვიდობის რისკს ამცირებს, თუმცა, ვალის ალტერნატიული მართვის სტრატეგიებისა და ფისკალური პოლიტიკის განხილვა უცხოური ვალუტით დენომინირებული ვალდებულებების შესამცირებლად მნიშვნელოვანია ეკონომიკის მდგრადობის შესანარჩუნებლად.

<sup>15</sup> საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი №4, ივნისი 2015, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო.

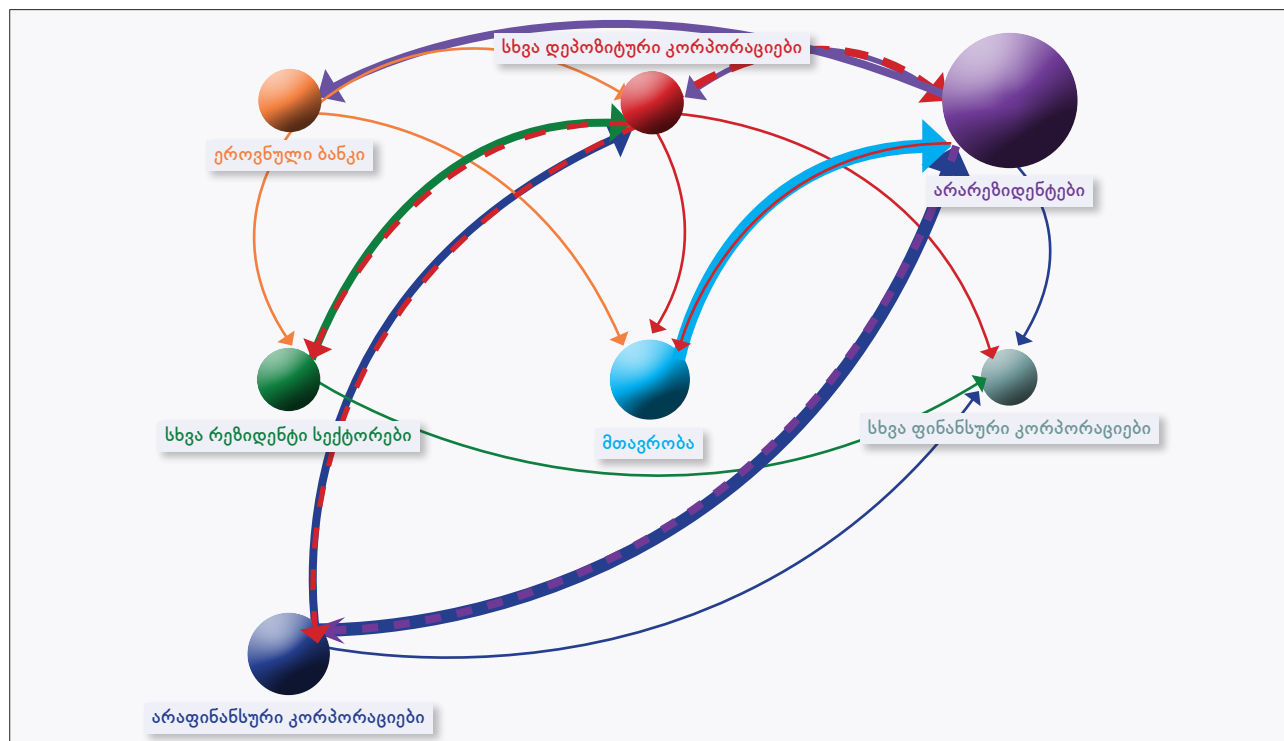
მეორე საყურადღებო სექტორი არაფინანსური კორპორაციების სექტორია. აგრეგირებული მატრიციდან ვხედავთ, რომ 2015 წლის მე-4 კვარტალში არაფინანსური კორპორაციების უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივების მოცულობამ 6440 მლნ ლარი შეადგინა<sup>16</sup> (აქედან: ფინანსურმა მოთხოვნებმა სხვა დეპოზიტური კორპორაციების მიმართ შეადგინა 3166 მლნ, სხვა ფინანსური კორპორაციების მიმართ – 19 მლნ და არარეზიდენტების მიმართ – 3255 მლნ). რაც შეეხება ვალდებულებებს, იგივე პერიოდისათვის სექტორის უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსური ვალდებულებების მოცულობა 16344 მლნ ლარს შეადგენდა, მათ შორის სხვა დეპოზიტური კორპორაციების მიმართ (6274 მლნ), სხვა ფინანსური ორგანიზაციების მიმართ (22 მლნ) და არარეზიდენტების მიმართ (10048 მლნ). შესაბამისად, არაფინანსურ კორპორაციებს 2015 წლის ბოლოსათვის ჰქონდათ უარყოფითი სავალუტო პოზიცია 9904 მლნ ლარის ოდენობით (6440-16344=-9904), რაც ეროვნული ვალუტის გაუფასურების პირობებში საფრთხის შემცველი იქნება ამ სექტორისათვის და ანალოგიური დაშვებით<sup>17</sup> პირველ ეტაპზე რისკს ვალდებულების გამცემ სექტორებს გადასცემს: სხვა

დეპოზიტურ კორპორაციებს, სხვა ფინანსურ კორპორაციებს (თუმცა, ნაკლებად, ამ ვალდებულებების შედარებით სიმცირის გამო) და არარეზიდენტებს. სხვა დეპოზიტური კორპორაციების სექტორს, მეორე ეტაპზე, შოკი არარეზიდენტი კრედიტორებიდან (შეწყვეტენ დაფინანსება უხარისხო პორტფელის გამო) და რეზიდენტებიდან (დაიწყება დეპოზიტების გადინებას) გადაეცემა. სხვა დეპოზიტურ კორპორაციებზე შოკის გადაცემა დანარჩენ ადგილობრივ სექტორებს გადასცემს შოკს და საბოლოოდ ეკონომიკის ყველა სექტორის მდგრადობას საფრთხე დაემუქრება. ძირითადი სტრატეგიები, რაც არაფინანსურ სექტორში მოწყვლადობას შეამცირებს უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივების ზრდა (ბუფერები), ვალდებულებების შეზღუდვა (ჰეჯები) და პირობითი აქტივების შექმნაა (დაზღვევა).

## სექტორული კავშირების რუკა

აგრეგირებულ მატრიცაზე დაკვირვება და პირდაპირი კავშირების ანალიზი საშუალებას გვაძლევს ავაგოთ სექტორული კავშირების რუკა (network map).

სექტორული კავშირების რუკა 1



<sup>16</sup> დაშვების მიხედვით, აქ არ შედის არაფინანსურ კორპორაციებისა და სხვა რეზიდენტი სექტორების ფინანსური კავშირები.

<sup>17</sup> დაშვება: უცხოური ვალუტის გაუფასურებით წარმოქმნილი რისკები, პირველ რიგში, უცხოური ვალუტით დენომინირებული ვალის მომსახურებას ართულებს.



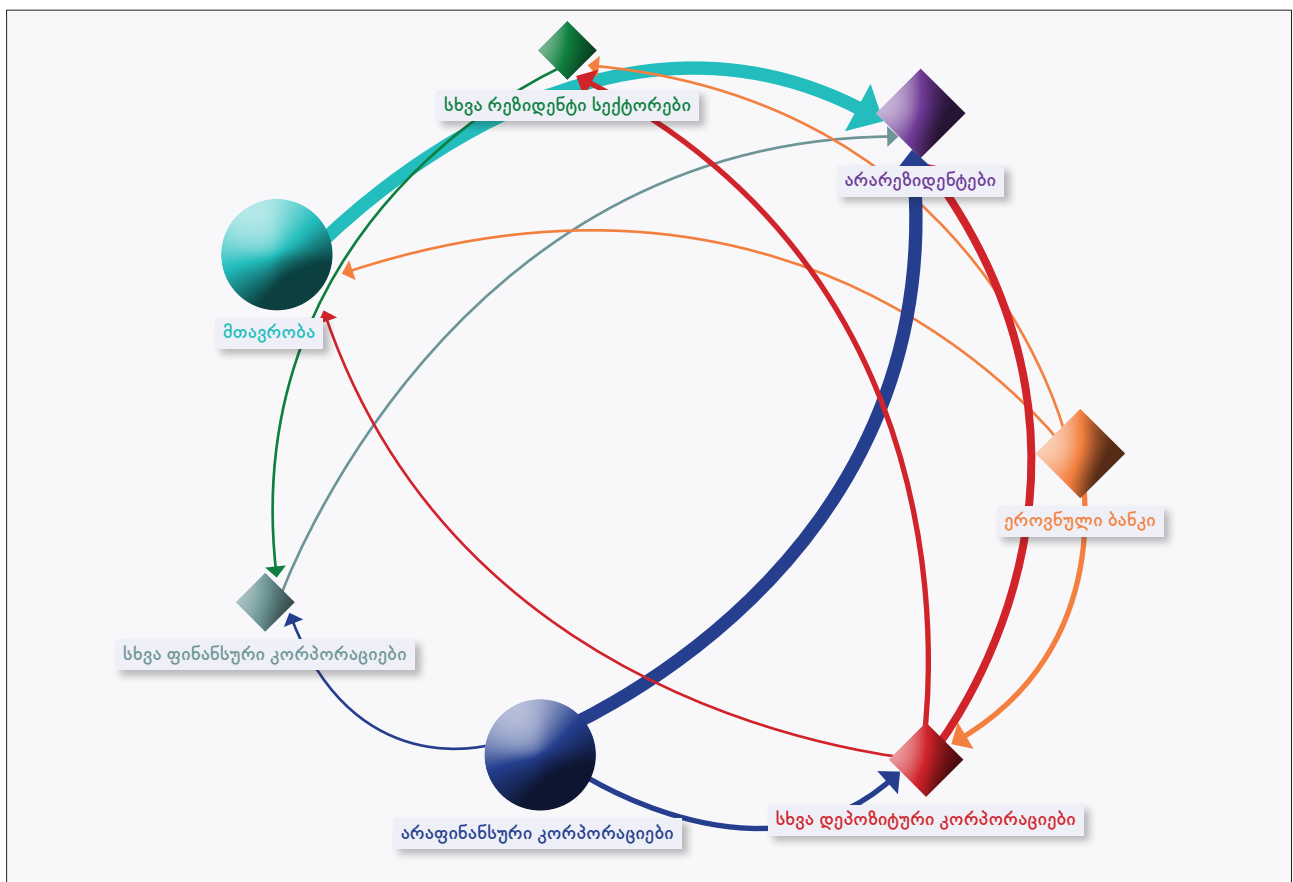
კავშირების რუკა სექტორებს შორის არსებული ფინანსური ვალდებულებების ვიზუალურად წარმოჩენის ყველაზე ეფექტური მეთოდია. თითოეული სექტორის საბალანსო უწყისის გამოყენებით შესაძლებელია სექტორებს შორის არსებული ფინანსური კავშირების შესწავლა. სექტორული კავშირების რუკა 1 გვიჩვენებს ეკონომიკის სხვადასხვა სექტორის უცხოური ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების არსებობას სხვა სექტორების მიმართ.

რუკა შემდგენიარად არის შედგენილი: კონკრეტული ფერი აღნიშნავს კონკრეტულ სექტორს; გრაფიკის (ამ შემთხვევაში, სფეროების) მოცულობა პროპორციულად იცვლება მოცემული სექტორის აგრეგირებული წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის მოდულის

რუკა სექტორებს შორის ფინანსურ კავშირებს გვიჩვენებს. რაც უფრო მეტ სექტორთან არის დაკავშირებული კონკრეტული სექტორი აქტივებითა თუ ვალდებულებებით, მით უფრო მნიშვნელოვანია მისი მდგრადობის შენარჩუნება, ვინაიდან გადახდისუნარობის შემთხვევაში, უფრო მეტი სექტორის ფინანსურ სტაბილურობას შეუქმნის საფრთხეს.

იმისათვის, რომ კავშირების რუკა მაქსიმალურად ანალიტიკური იყოს, ჩვენ მოვახდინეთ თითოეული სექტორის სხვა სექტორის მიმართ წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციების შეფასება და აღნიშნულის შესაბამისად ახალი კავშირების რუკის აგება. სექტორებს შორის არსებული წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის სიდიდე განსაზღვრავს ისრის სისქეს, ხოლო წმინ-

სექტორული კავშირების რუკა 2



მიმართ; ისარი მიმართულია ვალდებულებების გამცემი სექტორისაკენ, მისი ფერი ემთხვევა დებიტორი სექტორის აღნიშნული სფეროს ფერს და სისქე პროპორციულად იცვლება სექტორის მიმართ უცხოური ვალუტით დენომინირებული ვალდებულებების მოცულობის მიხედვით.

და უცხოური სავალუტო პოზიციის ნიშანი – ისრის მიმართულებას.

სექტორული კავშირების რუკა 2 შედგენილია შემდგენიარად: კონკრეტული ფერი აღნიშნავს კონკრეტულ სექტორს, „წრე“ აღნიშნავს სექტორს უარყოფითი

წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციით, „რომბი“ აღნიშნავს სექტორს დადებითი წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციით, წრის/რომბის მოცულობა პროპორციულად იცვლება წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციის მოდულის მიმართ, ისრის მიმართულება აღნიშნავს პოტენციური შოკის გადაცემას სექტორიდან სექტორზე<sup>18</sup>.

2015 წლის მე-4 კვარტალის მდგომარეობით, საქართველოს ეროვნულ ბანკს, სხვა დეპოზიტურ კორპორაციებს, სხვა ფინანსურ კორპორაციებს, სხვა რეზიდენტ სექტორებს და არარეზიდენტებს ჰქონდათ დადებითი წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია, ხოლო მთავრობასა და არაფინანსურ კორპორაციებს ჰქონდათ უარყოფითი წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია (სექტორული კავშირების რუკა 2). შესაბამისად ეროვნული ვალუტის გაუფასურების მიმართ ყველაზე არამდგრადი მთავრობისა და არაფინანსური კორპორაციების სექტორები არიან. თუ მთავრობის სექტორმა ვერ გაუძლო ეროვნული ვალუტის გაუფასურებას, შოკს გადასცემს არარეზიდენტებს<sup>19</sup>. ცისფერი ისრის სისქე მიუთითებს შოკის სიძლიერეზე. არსებული მონაცემებით ყველაზე საყურადღებო სექტორი არაფინანსური კორპორაციების სექტორია. იგი მოწყვლადია ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურების მიმართ და გადახდისუნარიანობის შემთხვევაში შოკს გადასცემს არარეზიდენტებს, სხვა დეპოზიტურ კორპორაციებსა და სხვა ფინანსურ კორპორაციებს. როგორც რუკიდან ჩანს, შოკის გადაცემის ალბათობა არარეზიდენტი სექტორებისათვის გაცილებით მაღალია (ისრის სისქე უფრო დიდია). წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია სხვა დეპოზიტურ კორპორაციებს დადებითი აქვთ, აღნიშნული სექტორი ეკონომიკის ყველა სექტორს უკავშირდება და შესაბამისად მისი მდგრადობა სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანია. ერთ-ერთი ლურჯი ისარი არაფინანსური კორპორაციების სექტორიდან სწორედ სხვა დეპოზიტურ კორპორაციებისკენ მიემართება. სხვა დეპოზიტურ კორპორაციებზე შოკის გადაცემა კი, თავის მხრივ, გამოიწვევს სხვა ფინანსურ კორპორაციებზე, მთავრობაზე, სხვა რეზიდენტ სექტორებზე და არარეზიდენტებზე შოკის გადაცემას. სექტორული კავშირების რუკის ეფექტიანობა იმაში მდგომარეობს, რომ თვალსაჩინ-

ოდ გვიჩვენებს, თუ რომელ სექტორებს შეიძლება შეექმნას საფრთხე და როგორ შეიძლება მოხდეს შოკის გადაცემა სექტორიდან სექტორზე სხვადასხვა ეტაპზე.

სექტორული კავშირების რუკა პოლიტიკის გამტარებლებს მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილების მიღებაში ეხმარება. პირველი: წინასწარ არის შესაძლებელი იმ სექტორების დაზღვევა, რომლებიც მოწყვლადნი არიან ეროვნული ვალუტის გაუფასურების მიმართ; მეორე: თუკი თავდაპირველი შოკის აცილება შეუძლებელია, შესაძლოა მოხდეს იმ სექტორების დახმარება, რომლებსაც ყველაზე მეტი და ყველაზე მნიშვნელოვანი სექტორების „დასწეულება“ შეუძლიათ.

ეროვნული ბანკის მიერ თავისუფალი მცურავი გაცვლითი კურსის უზრუნველყოფა მნიშვნელოვანია სავალუტო რისკის შეზღუდვისა და ჰეჯირების ინსტრუმენტების წახალისებისათვის. თუმცა, მხოლოდ მცურავი გაცვლითი კურსი ვერ უზრუნველყოფს საბალანსო უწყისებში შეუსაბამობის აღმოფხვრას, განსაკუთრებით იმ პირობებში, როდესაც კაპიტალის ბაზრები და ფინანსური ინსტრუმენტები განვითარებული არ არის და ფინანსური განათლების დონე დაბალია. ეროვნულ ბანკს შოკების შესარბილებლად კონტრციკლური მონეტარული პოლიტიკისა და რეზერვების გამოყენებაც შეუძლია. პოლიტიკის ეფექტიანობა, სხვა ფაქტორებთან ერთად, ქვეყნისა და ცალკეული სექტორის საბალანსო უწყისების სწორ ანალიზზეა დამოკიდებული. გაუფასურების არიდება ადგილობრივ მოთხოვნას ნაკლებად ზღუდავს, ვიდრე საპროცენტო განაკვეთის ზრდა შეზღუდავდა, თუმცა საერთაშორისო რეზერვების შემცირებამ შესაძლოა გააღრმავოს სავალუტო და ვადიანობის შეუსაბამობის რისკები საჯარო სექტორის<sup>20</sup> საბალანსო უწყისში.

## ძირითადი მიზნებები

საქართველოს ეკონომიკა მთლიანობაში მოწყვლადია ეროვნული ვალუტის გაუფასურების მიმართ. მოწყვლადობას, ძირითადად, არაფინანსური კორ-

<sup>18</sup> მაგ: არაფინანსური კორპორაციების სექტორიდან გამოშვებული ლურჯი ისარი მიმართულია რა რეზიდენტი სექტორისაკენ ნიშნავს, რომ არაფინანსური კორპორაციების წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიცია არარეზიდენტების მიმართ არის უარყოფითი, შესაბამისად, ეროვნული ვალუტის გაუფასურებისა და არაფინანსურ კორპორაციების გადახდის უუნარიანობის პირობებში, არაფინანსური კორპორაციების შოკი შესაძლოა გადაეცეს არარეზიდენტ სექტორს.

<sup>19</sup> არარეზიდენტებზე შოკის გადაცემაში იგულისხმება, რომ მთავრობას გაუჭირდება არარეზიდენტების მიმართ არსებული ვალდებულებების ნაწილობრივ ან სრულად დაფარვა. აქ ვიყენებთ ანალოგიურ დაშვებას, რომ გაუფასურება პირველ რიგში უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ვალის მომსახურებას ართულებს.

<sup>20</sup> ამ შემთხვევაში მთავრობისა და ეროვნული ბანკის.



პორაციებისა და მთავრობის სექტორების საბანანსო უწყისებში არსებული სავალუტო შეუსაბამობა განაპირობებს. მიუხედავად მთავრობის სექტორის მკვეთრად გამოხატული უარყოფითი წმინდა უცხოური სავალუტო პოზიციისა, ვალდებულებების სტრუქტურა (ძირითადად შეღავათიანი და ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთები და მრავალმხრივი კრედიტორები) გადახდისუნარობის ალბათობას ამცირებს. რაც შეეხება არაფინანსურ კორპორაციების სექტორს, აქტივების

ზრდა (ბუფერები), ვალდებულებების შეზღუდვა (ჰეჯები) და პირობითი აქტივების შექმნა (დაზღვევა) აუცილებელია სექტორის მოწყვლადობის შესამცირებლად.

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, ფინანსური ანგარიშის წარმოება, მისი ანალიზი და შედეგების პრაქტიკაში რეალიზება უდავოდ დიდი მნიშვნელობის ამოცანაა ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობის საკითხების ღრმა და ყოვლისმომცველი ანალიზისათვის.



## გამოყენებული ლიტერატურა

1. Andreas Billmeier, John Mathisen. (2006). Analyzing Balance-Sheet Vulnerabilities in a Dollarized Economy: The Case of Georgia. IMF.
2. Johan Mathisen, Anthony Pellechio. (2006). Using the Balance Sheet Approach in Surveillance: Framework, Data Sources, and Data Availability.
3. Lima, Juan Manuel, Enrique Montes, Carlos Varela, and Johannes Wiegand. (2006). Sectoral Balance Sheet Mismatches and Macroeconomic Vulnerabilities in Colombia, 1996-2003.
4. Mark Allen, Christoph Rosenberg, Christian Keller, Brad Setser, and Nouriel Roubini (2002). A Balance Sheet Approach to Financial Crisis. IMF.
5. Andreas Billmeier, and Johan Mathisen (2006). Analyzing Balance-Sheet Vulnerabilities in a Dollarized Economy: The Case of Georgia. IMF.
6. Matthieu Bussiere, Marcel Fratzscher, Winfried Koeniger. (2004). Currency Mismatch, Uncertainty and Debt Maturity Structure. Frankfurt am Main: European Central Bank.
7. Monetary and Financial Statistics Manual. (2000). Washington D.C.: IMF.
8. Morris Goldstein, Philip Turner. (2004). Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets. Washington D.C.: Peterson University.
9. Romain Ranciere, Aaron Tornell, Athanasios Vamvakidas. (2010). A new Index of Currency Mismatch and Systematic Risk. Washington D.C.: IMF.
10. System of National Accounts 2008. (2009). New York: EU, IMF, OECD, UN, WB.
11. Tobal, M. (2013). Currency Mismatch: New Database and Indicators for Latin America and the Caribbean . Mexico: Regional Association of Central Banks.
12. Yair Haim, Roee Levy. (2007). Using the Balance Sheet Approach in Financial Stability Surveillance: Analyzing the Israeli economy's resilience to exchange rate risk. Jerusalem: Bank of Israel.



## შალვა მხატრიშვილი

საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკისა და სტატისტიკის დეპარტამენტის  
მაკროეკონომიკური კვლევების განყოფილების მთავარი სპეციალისტი

## თამარ მდივნიშვილი

საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკისა და სტატისტიკის დეპარტამენტის  
მაკროეკონომიკური კვლევების განყოფილების მთავარი სპეციალისტი

## აკაკი ლიქოკელი

საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკისა და სტატისტიკის დეპარტამენტის  
მაკროეკონომიკური კვლევების განყოფილების სპეციალისტი

# გაცვლითი კურსი და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი

## შესავალი

მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი იწვევს ქვეყნის საგარეო ვალდებულებების ზრდას, რაც საგარეო შოკების მიმართ მოწყვლადობას განაპირობებს. მიმდინარე ანგარიშის ზრდად დეფიციტს შეიძლება თან ახლდეს საგარეო ვალდებულებების ისეთი დოზით აკუმულირება, როდესაც ქვეყნის გადახდისუნარიანობა ეჭვქვეშ დგება. ეს კი თავის მხრივ ამცირებს უცხოელი ინვესტორების ნდობას ადგილობრივი ეკონომიკისადმი და ზრდის ინვესტიციების მასობრივი გადინების რისკს, რასაც როგორც წესი ადგილობრივი ვალუტის მკვეთრი გაუფასურება, საინვესტიციო გარემოს გაუარესება და მათთან დაკავშირებული ნეგატიური სოციალურ-ეკონომიკური პროცესების კასკადი მოყვება.

შესაბამისად, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირების თანმიმდევრული პოლიტიკა მნიშვნელოვანია ქვეყნის გრძელვადიანი სტაბილური ზრდისთვის. საგარეო დისბალანსის აღმოფხვრისთვის შეიძლება გამოყენებულ იქნას სხვადასხვა ინსტრუმენტი, რომლებიც ერთი მხრივ ექსპორტის წახალისებას ემსახურება, ხოლო მეორე მხრივ ზღუდავს მოხმარებას ან ეხმარება ადგილობრივ პროდუქციას იმპორტის ჩანაცვლებაში. აქ მოიაზრება როგორც მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის რეაგირება, ასევე ეკონომიკის კონკურენტუნარიანობის ამაღლებისკენ მიმართული საბაზრო რეფორმები ან/და რეალური გაცვლითი კურსის გაუფასურება. დასახელებული ინსტრუმენტებიდან ცალკე უნდა გამოიყოს გაცვლითი კურსი, რომელსაც ღია ეკონომიკის შემთხვევაში განსაკუთრებული დატვირთვა ენიჭება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირებისათვის.

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

გაცვლითი კურსისა და სავაჭრო ბალანსის შორის დახასიათებული კავშირის შესწავლა განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს საქართველოს ეკონომიკისთვის, რომელმაც 2014 წლის ბოლოს მძლავრი და ხანგრძლივი საგარეო შოკი განიცადა, რომელიც ექსპორტის მკვეთრ შემცირებაში გამოიხატა და ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურება გამოიწვია. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია გაირკვეს თუ რამდენად შეიძლება გაცვლითი კურსის მექანიზმი სავაჭრო დისბალანსის შერბილებას საქართველოს შემთხვევაში და რა დოზით დგას მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შესამცირებლად ალტერნატიული ზომების გამოყენების საჭიროება.

წინამდებარე კვლევის ძირითად მიზანს სწორედ გაცვლითი კურსისა და მიმდინარე ანგარიშის შორის კავშირის შესწავლა წარმოადგენს, რათა დადგინდეს საქართველოს შემთხვევაში შესაძლებელია თუ არა გაუფასურების გზით სავაჭრო დისბალანსისა და შესაბამისად მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირება. გარდა ამისა, განხილულია საგარეო დისბალანსის აღმოფხვრის ალტერნატიული მეთოდები და გაანალიზებული



ბულია მათი გამოყენების მიზანშეწონილობა საქართველოს შემთხვევაში.

## ლიბერალური მიმოხილვა

გაცვლითი კურსის მერყეობასა და სავაჭრო ბალანსს შორის კავშირის შესასწავლად ჩატარებული ემპირიული კვლევების უმეტესობა მიუთითებს, რომ გაცვლითი კურსის გავლენა ექსპორტისა და იმპორტის დინამიკაზე ძლიერი და მდგრადია. თუმცა, ავტორები იქვე მიუთითებენ იმ ფაქტორებზეც, რომლებმაც შეიძლება ეს კავშირი შეასუსტოს.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის 2015 წლის მსოფლიო ეკონომიკურ მიმოხილვაში (IMF, 2015) ავტორებმა დაასკვნეს, რომ გაცვლითი კურსი მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს წმინდა ექსპორტზე. კერძოდ, 10%-იანი რეალური გაუფასურება საშუალოდ რეალური წმინდა ექსპორტის მშპ-სთან თანაფარდობის 1.5%-ით გაუმჯობესებას განაპირობებს. ასევე აღსანიშნავია, რომ ამავე კვლევის შედეგებით წმინდა ექსპორტის რეაგირება გაუფასურებაზე ყველაზე ძლიერია იმ ქვეყნებში, რომლებიც საწყის ეტაპზე საწარმოო რესურსების არასრული გამოყენებით ხასიათდება და სადაც ფინანსური სისტემები გამართულად ფუნქციონირებს. ავტორები ასევე მიუთითებენ, რომ კორექტირება დიდწილად გაუფასურებიდან პირველივე წელს ხდება. Freund and Pierola (2012) ასკვნის, რომ მიმდინარე ანგარიშის გაცვლით კურსზე რეაგირება შედარებით უფრო ძლიერია განვითარებადი ქვეყნებისთვის. როგორც ავტორები მიუთითებენ, საკმარისად დიდი რეალური გაუფასურება და შედეგად გაზრდილი კონკურენტუნარიანობა ექსპორტის გრძელვადიანი ზრდის მნიშვნელოვანი განმაპირობებელი ფაქტორია სწორედ განვითარებად ქვეყნებში. ემპირიული კვლევები ასევე მიუთითებენ გაუფასურების ძლიერ გავლენას მიმდინარე ანგარიშზე ისეთი ტიპის ეკონომიკაში, სადაც მომსახურების ექსპორტს მნიშვნელოვანი წვლილი აქვს. Eichengreen and Gupta (2013)-ის ემპირიული ანალიზის მიხედვით, რეალური გაცვლითი კურსის გაუფასურება ექსპორტის ზრდის მნიშვნელოვან განმაპირობებელ ფაქტორს წარმოადგენს. კერძოდ, კი რეალური კურსის ცვლილება მომსახურების ექსპორტზე აისახება, ვინაიდან მომსახურების ექსპორტი წარმოების შუალედურ ეტაპზე შედარებით უფრო ნაკლებ იმპორტულ ფაქტორს იყენებს ვიდრე საქონლის ექსპორტი.

ემპირიული კვლევების მეორე ჯგუფი ყურადღებას ამახვილებს იმ ფაქტორებსა და ეკონომიკის მახასია-

თებლებზე, რომლებიც ასუსტებენ გაუფასურების გავლენას მიმდინარე ანგარიშზე. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ზემოთ განხილულ კვლევაში (IMF, 2015) ასევე ნახსენებია, რომ გლობალური მიწოდების ჯაჭვების როლის ზრდას თან ახლავს საქსპორტო საქონელში იმპორტირებული შუალედური საქონლის წილის მატება, რაც გაუფასურების პირობებში ართულებს ექსპორტის კონკურენტუნარიანობის ზრდას და შესაბამისად ასუსტებს კავშირს გაცვლით კურსსა და მიმდინარე ანგარიშს შორის. ეს ეფექტი განსაკუთრებით რელევანტურია მცირე ზომის ეკონომიკისთვის. რაც უფრო მცირე ზომისაა ეკონომიკა, მით მეტადაა იგი წარმოებაში დამოკიდებული იმპორტულ შუალედურ ფაქტორზე. მაგ. Pierola, Fernandes and Farole (2015) ასკვნის, რომ პერუში ექსპორტის ზრდა მნიშვნელოვნადაა დაკავშირებული იმპორტული შუალედური საქონლის ზრდაზე. თუმცა ემპირიული მტკიცებულებები გაცვლით კურსსა და მიმდინარე ანგარიშს შორის კავშირის შესუსტების სასარგებლოდ მწირობა, ვინაიდან შუალედური საქონლით ვაჭრობის ზრდის ტემპი მოკრძალებულია და მისი მოცულობა ბევრად ჩამორჩება საბოლოო საქონლით ვაჭრობას.

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

განხილულ კვლევებზე დაყრდნობით შეგვიძლია წინასწარ შევაფასოთ რამდენად მოსალოდნელია, რომ გაცვლითი კურსის გაუფასურებას არსებითი გავლენა ექნება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შერბილებაზე საქართველოს შემთხვევაში. ვინაიდან საქართველოში ფინანსური სისტემა სტაბილურია; ამასთან, ქვეყანა იმყოფება განვითარებად სტადიაში და საწარმოო სიმძლავრეების ზრდის პოტენციალი დიდია; მიზანშეწონილია ვივარაუდოთ, რომ რეალური გაცვლითი კურსის, როგორც კონკურენტუნარიანობის საზომის, გავლენა სავაჭრო ბალანსზე და აქედან გამომდინარე მიმდინარე ანგარიშზე მნიშვნელოვანი იქნება. ამ ჰიპოთეზას ერთი მხრივ, ის გარემოებაც ამყარებს, რომ საქართველო უმნიშვნელოდაა ინტეგრირებული გლობალური მიწოდების ჯაჭვებში, რასაც ევროპასთან ღრმა და ყოვლისმომცველი ვაჭრობის შეთანხმება უწყობს ხელს, თუმცა მეორე მხრივ, ფინანსური სექტორის მაღალი დოლარიზაცია გაცვლითი კურსის მასტაბილიზებელ გავლენას ნაწილობრივ ზღუდავს.

აღნიშნულ საკითხს განიხილავს ასევე საბიუჯეტო ოფისის კვლევა („ექსპორტისა და იმპორტის ძირითადი განმსაზღვრელი ფაქტორები“, 2016), რომელიც 1996-2015 წლების მონაცემებზე დაყრდნობით ასკვნის, რომ საქართველოს შემთხვევაში გაცვლით კურსს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტზე სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს. მიმდინარე კვლევის მსგავსი შედეგებია მიღებული Craimon-Taubadel (2015)-ის ეკონომეტრიკულ ანალიზშიც, სადაც ასევე შესწავლილია გაცვლით კურსსა და მიმდინარე ანგარიშს შორის კავშირი საქართველოსთვის, თუმცა იგი აანალიზებს მხოლოდ საქონლის ექსპორტსა და იმპორტს.

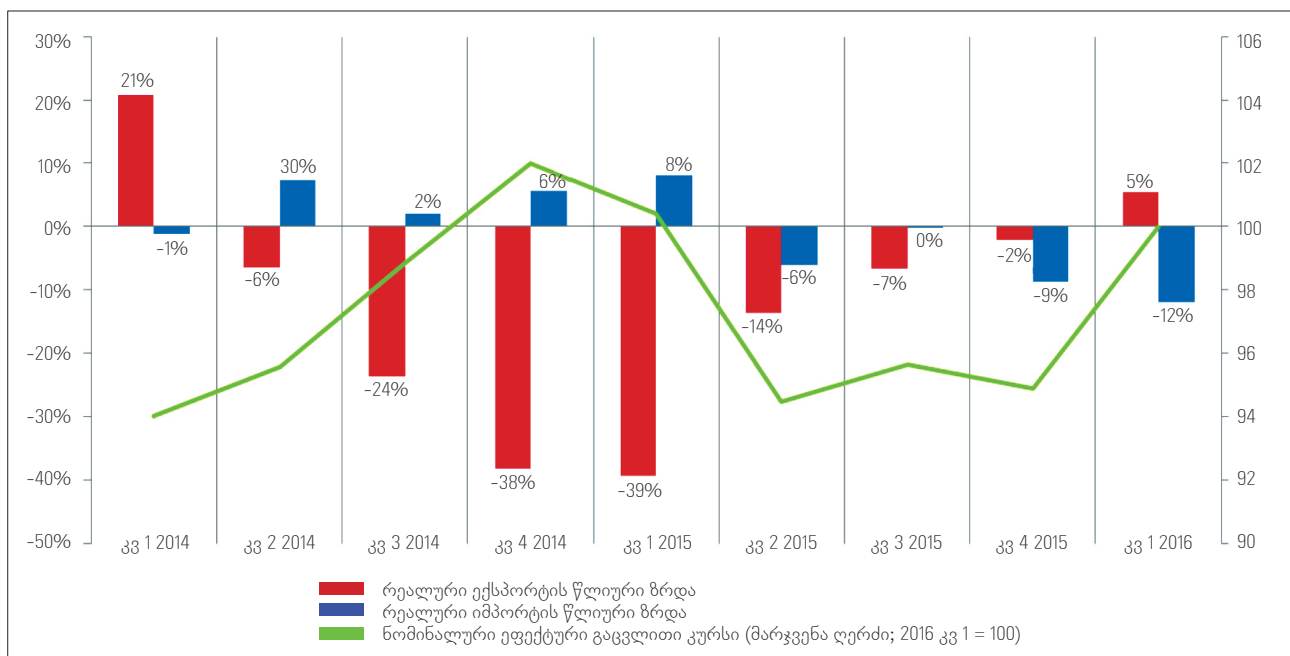
## გაცვლითი კურსის გავლენა სავაჭრო ბალანსზე

ღია ეკონომიკაში გაცვლით კურსს საგარეო დისბალანსის კორექტირებისთვის მნიშვნელოვანი დატვირთვა ენიჭება. ამდენად საჭიროა, ემპირიულად შევისწავლოთ თუ როგორი გავლენა აქვს გაცვლითი კურსის ცვლილებას ექსპორტსა და იმპორტზე. ბოლო პერიოდის საგარეო შოკი აღნიშნულ ურთიერთკავშირზე დაკვირვების (ისევე როგორც ემპირიული შეფასებისას იდენტიფიკაციის) საშუალებას იძლევა. როდესაც 2014 წლის ბოლოს საქართველომ მიიღო ძლიერი და ხანგრძლივი საგარეო შოკი, რომელიც ექსპორტის მკვეთრ შემცირებაში გამო-

იხატა, ამას მოჰყვა ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურება. აღნიშნული ეფექტური გაუფასურების შემდეგ კი გამოიკვეთა რეალური ექსპორტის გაუმჯობესება, ხოლო რეალური იმპორტის შემცირება, რამაც, სხვა ფაქტორებთან ერთად, საგარეო დისბალანსის აღმოფხვრას შეუწყო ხელი. აღნიშნული კარგად ჩანს დიაგრამა 1-ზე. კერძოდ, გაუფასურების შემდეგ ექსპორტის დოლარით გამოხატული ფასები შემცირდა, რამაც ხელი შეუწყო ექსპორტზე მოთხოვნის გაუმჯობესებას და შედეგად რეალური ექსპორტის უარყოფითი ზრდის ტემპი დადებითი გახდა. ანალოგიურად, იმპორტზე გაუფასურების პარალელურად ადგილობრივი ვალუტით გაზრდილმა ფასებმა ხელი შეუწყო იმპორტზე მოთხოვნის შემცირებას და, შედეგად, იმპორტის ზრდის ტემპი უარყოფითი გახდა.

მიუხედავად ამისა, მხოლოდ აღნიშნულ დაკვირვებაზე დაყრდნობით დასკვნის გამოტანა არასაკმარისია, რამდენადაც დიაგრამებზე წარმოდგენილია მხოლოდ საქონლით ვაჭრობის მონაცემები და არ მოიცავს მომსახურების ვაჭრობას<sup>1</sup>, ასევე გაცვლითი კურსის გარდა წმინდა ექსპორტზე გავლენას ახდენს სხვა ფაქტორებიც, რომელთა გათვალისწინებაც აუცილებელია და მხოლოდ ერთ პერიოდზე დაკვირვება შესაძლოა არასაკმარისი იყოს. ამდენად შეფასების უფრო სრულყოფილი სურათისთვის საჭიროა ეკონომეტრიკული ანალიზი გამოვიყენოთ.

დიაგრამა 1: საქონლის ექსპორტისა და იმპორტის წლიური ცვლილება და გაცვლითი კურსი



<sup>1</sup> თუმცა ვინაიდან მომსახურების ექსპორტი და იმპორტი უფრო მეტად მგრძობიარეა გაცვლით კურსთან მიმართებაში, აღნიშნულმა, პირიქით, უნდა გაამყაროს ზემოთ წამოყენებული მოსაზრება.



## Marshall-Learner-ის პირობა

გაცვლითი კურსის წმინდა ექსპორტზე გავლენისა და შედეგად საგარეო დისბალანსის აღმოფხვრის შესაძლებლობა დამოკიდებულია Marshall-Learner-ის პირობაზე. კერძოდ, გაუფასურება თუკი ზრდის რეალურ წმინდა ექსპორტს (მოცულობის ეფექტი), იგი ამავდროულად ამცირებს მის მოცულობას უცხოური ვალუტის ერთეულებში (საფასო ეფექტი). ამდენად, სავაჭრო ბალანსისა და აქედან გამომდინარე მიმდინარე ანგარიშის გაუმჯობესებისთვის მნიშვნელოვანია რეალურ ერთეულებში ზრდის ეფექტი აჭარბებდეს საფასო ეფექტს. აღნიშნულ პირობას შემდეგი სახე აქვს<sup>2</sup>:

$$ERPT^x (1 + \rho^x) - [1 + ERPT^m (1 + \rho^m)] < 0$$

სადაც  $ERPT^x$  და  $ERPT^m$  არის გაცვლითი კურსის გადაცემა (pass-through) ექსპორტისა და იმპორტის ფასებზე, ხოლო  $\rho^x$  და  $\rho^m$  არის რეალური ექსპორტისა და რეალური იმპორტის ელასტიურობები მათივე ფასების მიმართ<sup>3</sup>. იმისათვის, რომ შევადგინოთ  $\rho^x$  და  $\rho^m$  გვეტირდება ექსპორტისა და იმპორტის ფასების ინდექსები, რომელიც საქართველოს შემთხვევაში ნაკლებად ზუსტია და მოკლე ისტორია გააჩნია (საქსტატის მიერ დათვლილი ინდექსი 2014 წლიდან იწყება).

Marshall-Learner-ის პირობის შეფასება შესაძლებელია იმპორტისა და ექსპორტის ფასების ინდექსის გვერდის ავლითაც, ნომინალური ექსპორტი/იმპორტისა და ნომინალური გაცვლითი კურსის საშუალებით (აღნიშნული გარემოების დეტალური დამტკიცებისთვის იხ. დანართი). ექსპორტის ელასტიურობის შესაფასებლად ვეყრდნობით შემდეგ ტოლობას:

$$\epsilon^x = ERPT^x (1 + \rho^x)$$

სადაც  $\epsilon^x$  არის ნომინალური ექსპორტის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის მიმართ ელასტიურობა.

იმპორტის ელასტიურობის შესაფასებლად, კი შემდეგ ტოლობას ვიყენებთ:

$$\epsilon^m = 1 + ERPT^m (1 + \rho^m)$$

სადაც  $\epsilon^m$  ნომინალური იმპორტის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის მიმართ ელასტიურობაა. შესაბამისად, Marshall-Learner-ის პირობა გულისხმობს, რომ:

$$\epsilon^x - \epsilon^m < 0$$

$\epsilon^m$  შეფასებულია ნომინალური იმპორტის შემდეგი კონტინენტური განტოლებიდან:

$$\begin{aligned} \Delta \log M_t = & \gamma_1 EC\_M_{t-1} + \gamma_2 \Delta \log M_{t-1} + \gamma_3 \Delta \log S_t \\ & + \gamma_4 \Delta \log Y_t + \gamma_5 \Delta \log DXY_{t-1} + \gamma_6 \Delta \log X_t \\ & + \gamma_7 D2_t + \gamma_8 D3_t + \gamma_9 trend_t + \gamma_{10} D0804_t + v_t \end{aligned}$$

სადაც

$$\begin{aligned} EC\_M_{t-1} = & \log M_{t-1} + \theta_1 \log S_{t-1} + \theta_2 \log Y_{t-1} \\ & + \theta_3 \log DXY_{t-1} + \theta_4 \log X_{t-1} + \theta_5 trend_{t-1} + c \end{aligned}$$

სადაც  $M_t$  იმპორტის ღირებულებაა (მლნ. აშშ დოლარი),  $X_t$  – ექსპორტის ღირებულება (მლნ. აშშ დოლარი),  $Y_t$  – ადგილობრივი მშპ,  $S_t$  – კორექტირებული ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი (წონების კორექტირება ხორციელდება სასაქონლო პროდუქციის ვაჭრობისა და ტურიზმის ექსპორტის გათვალისწინებით), ხოლო  $DXY_t$  აშშ დოლარის ნომინალური გაცვლითი კურსის ინდექსია, რომელიც მოცემულ რეგრესიაში ასახავს დოლარის გაცვლითი კურსის გლობალურ დინამიკას. ეს უკანასკნელი წარმოადგენს დოლარის კურსის გლობალურად ცვლილებით გამოწვეულ იმპორტისა და ექსპორტის დოლარით გამოსახული ღირებულების ცვლილების აღწერას. თავის მხრივ,  $D2_t$  და  $D3_t$  ფიქტიური ცვლადებია, რომლებიც შესაბამისად მეორე და მესამე კვარტლების სეზონურ ეფექტს აღრიცხავს, ხოლო  $D0804_t$  კი 2008 წლის კრიზისის (მე-4 კვარტალის) ფიქტიური ცვლადია. განტოლება შეფასებულია 2000-2016 წლების კვარტალური მონაცემებისთვის.

გაცვლითი კურსის მიმართ ექსპორტის ელასტიურობის ( $\epsilon^x$ ) შესაფასებლად გამოიყენება შემდეგი განტოლება<sup>4</sup>:

<sup>2</sup> ფორმულის ზუსტ ვერსიაში გასათვალისწინებელია ექსპორტისა და იმპორტის ფარდობაც, როგორც ეს დანართშია ნაჩვენები, თუმცა ამ უკანასკნელს საბოლოო შედეგზე გავლენა არ აქვს.

<sup>3</sup> თუკი დავუშვებთ, რომ გაცვლითი კურსიდან ფასებზე გადაცემა (pass-through) სრულყოფილია, მაშინ მივაღწევთ Marshall-Learner-ის უფრო სტანდარტულ პირობასთან, რომელიც ამბობს, რომ ექსპორტისა და იმპორტის ფასისმიერი ელასტიურობების აბსოლუტური მნიშვნელობის ჯამი ერთზე მეტი უნდა იყოს. კერძოდ,  $\rho^x + \rho^y > 1$ .

<sup>4</sup> ექსპორტის აღნიშნულ განტოლებაში ჩართული იყო ასევე სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეფექტური მშპ-ც, თუმცა იგი სტატისტიკურად უმნიშვნელო იყო, ამიტომ საბოლოო განტოლებაში არ იქნა გათვალისწინებული.

$$\begin{aligned} \Delta \log X_t &= \beta_1 EC\_X_{t-1} + \beta_2 \Delta \log X_{t-1} \\ &+ \beta_3 \Delta \log X_{t-2} + \beta_4 \Delta \log S_{t-1} + \beta_5 \Delta \log M_t \\ &+ \beta_6 D2_t + \beta_7 D3_t + \beta_8 D0804_t + u_t \end{aligned}$$

სადაც

$$\begin{aligned} EC\_X_{t-1} &= \log X_{t-1} + \alpha_1 \log S_{t-1} \\ &+ \alpha_2 \log DXY_{t-1} + \alpha_3 \log M_{t-1} + c \end{aligned}$$

ეკონომეტრიკული შეფასების შედეგები, რომლის დეტალებიც დანართშია წარმოდგენილი, მიუთითებს, რომ ნომინალური იმპორტის გაცვლითი კურსის მიმართ გრძელვადიანი ელასტიურობა  $\epsilon^m = 0.93$ . აღნიშნული შედეგი სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია, ხოლო მოდელის  $R^2$  90%-ია. თავის მხრივ, ექსპორტის ნომინალური გაცვლითი კურსის მიმართ ელასტიურობის შეფასება გვიჩვენებს, რომ ნომინალური ექსპორტის გრძელვადიანი ელასტიურობა  $\epsilon^x = -1.3$ , ხოლო  $R^2$  85%-ია. მიუხედავად ამისა, აღსანიშნავია, რომ ექსპორტის ელასტიურობის შეფასება იმპორტთან შედარებით ნაკლებად მდგრადია და შედეგები დიდწილად დამოკიდებულია მოდელის სპეციფიკაციაზე.

საბოლოოდ, ნომინალური იმპორტისა და ექსპორტის ელასტიურობების აღნიშნული შეფასებიდან გამომდინარეობს, რომ საქართველოსთვის Marshall-Learner-ის პირობა სრულდება:

$$\epsilon^x - \epsilon^m = -1.3 - 0.93 = -2.23 < 0$$

მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნულ შეფასებას თანახმად გაურკვევლობა, შესაძლებელია, რომ ეს შედეგი საკმარისად სანდოდ ჩავთვალოთ როგორც სტატისტიკური მნიშვნელოვნებიდან, ასევე იმ ფაქტიდან გამომდინარე, რომ Marshall-Learner-ის პირობა ( $<0$ ) საკმარისად დიდი მანძილით ( $-2.23$ ) იქნა დაკმაყოფილებული. შედეგი ასევე თანხვედრაშია სტილიზირებულ ფაქტებთანაც, რომელიც მაგ. ზემოთ იქნა განხილული (იხ. დიაგრამა 1).

## მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირების სხვა გზები

ზოგადად, გარდა გაცვლითი კურსისა მიმდინარე ანგარიშზე გავლენის მოხდენა შესაძლებელია სხვა გზებითაც. საზოგადოებრივი დანაკარგების თვალსაზრისით მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირების

გზები შემდგენიარად შეიძლება დავაღვათ (ყველაზე ნაკლებ ხარჯიანიდან ყველაზე ხარჯიანამდე):

1) მიმდინარე ანგარიშის გაუმჯობესების მისაღწევად შესაძლოა გამოყენებულ იქნას მიწოდების მხარეს არსებული პოლიტიკა, რომელსაც განსხვავებით შემზღუდავი მონეტარული თუ ფისკალური პოლიტიკისგან, დადებითი გავლენა აქვს ეკონომიკაზე. აქედან გამომდინარე, მიმდინარე ანგარიშის შემცირების ეს მიდგომა საუკეთესოა სხვა ალტერნატივებთან შედარებით, ვინაიდან იგი ერთდროულად ნიშნავს მიმდინარე ანგარიშის გაუმჯობესებასაც, ეკონომიკის ზრდასაც და შოკებისადმი ქვეყნის მდგრადობის გაძლიერებასაც. მიწოდების მხარეს არსებული პოლიტიკა ორ ნაწილად შეიძლება დავყოთ:

რეფორმები, რომელიც ზრდის ეკონომიკის პროდუქტიულობას, რაც ადგილობრივ პროდუქტებსა და საწარმოო ფაქტორებს უფრო კონკურენტუნარიანს ხდის, და აუმჯობესებს მიმდინარე ანგარიშს მდგრად დონემდე. შედეგად, კონკურენტუნარიანობის გაუმჯობესება მიიღწევა არა შემზღუდავი მონეტარული თუ ფისკალური პოლიტიკით ან ნომინალური გაუფასურებით, არამედ პროდუქტიულობისა და ეკონომიკური ზრდის დამაჩქარებელი რეფორმებით.

რეფორმები, რომელიც ცვლის ეკონომიკური აგენტების სტრუქტურულ მახასიათებლებს, როგორცაა მაგ. კაპიტალის ბაზრის რეფორმა, რამაც დაზოგვის ალტერნატიული საშუალებების გაჩენით ეკონომიკური აგენტების დაზოგვისადმი მიდრეკილების ზრდას უნდა შეუწყოს ხელი, ან რეფორმები, რომლებიც ცვლის მომხმარებელთა პრეფერენციებს ადგილობრივი წარმოების საქონლის სასარგებლოდ (home bias) ან რეფორმები, რომლებიც ზრდის ეკონომიკური აგენტების რისკისადმი სიფრთხილეს (risk-aversion), რაც საგარეო ვალის (და შესაბამისად მიმდინარე ანგარიშის) უფრო დაბალ ნიშნულზე დასტაბილურებას გამოიწვევს.

2) ხისტი ფასებისა და გაცვლითი კურსის ცვლილების ფასებზე არასრული გადაცემის (incomplete pass-through) პირობებში, ნომინალური გაცვლითი კურსის გაუფასურება ნიშნავს რეალურ გაუფასურებას, რაც კონკურენტუნარიანობას აუმჯობესებს. კონკურენტუნარიანობის გაუმჯობესება კი რეალურ სექტორს ეხმარება. თუმცა როგორც ზემოთ განვიხილეთ, იმისათვის, რომ გაუფასურება მიმდინარე ანგარიშის ნომინალურ სიდიდესაც დაეხმაროს, აუცილებელია სრულდებოდეს Marshall-Learner-ის პირობა. როგორც ზემოთ იქნა შეფასებული და განხილული, აღნიშნული ელასტიურობების შეფასებიდან გამომდინარეობს, რომ საქართველოს ეკონომიკა აკმა-



ყოფილებს Marshall-Learner-ის პირობას, რაც ნიშნავს, რომ ნორმალურ პირობებში გაცვლითი კურსის გაუფასურება აუმჯობესებს მიმდინარე ანგარიშს. ეს კი ნიშნავს, რომ ფინანსური დოლარიზაციის არარსებობის პირობებში გაუფასურება ერთ-ერთი ყველაზე მიმდინარე გზა იქნებოდა მიმდინარე ანგარიშის მაღალი დეფიციტის შესამცირებლად (რაც გრძელვადიან პერიოდში მაკროეკონომიკურ, მათ შორის გაცვლითი კურსის, სტაბილურობას შეუწყობდა ხელს), თუმცა როდესაც ეკონომიკა ხასიათდება მაღალი ფინანსური დოლარიზაციით და გაცვლით კურსზე დამოკიდებული ინფლაციის მოლოდინებით, მაშინ შესაძლოა ამ გზით მიმდინარე ანგარიშის შემცირებას ასევე ჰქონდეს ხარჯები თუკი გაუფასურება ფინანსური სტაბილურობის რისკებს წარმოშობს, გაზრდის ინფლაციასა და კეთილდღეობის გადანაწილებას განაპირობებს.

3) ფისკალური პოლიტიკის გამკაცრება ასევე არის მიმდინარე ანგარიშის გაუმჯობესების ერთ-ერთი საშუალება, ვინაიდან ამ დროს იზრდება საზოგადო დანაზოგები, რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, შემცირებულ მიმდინარე ანგარიშს განაპირობებს. სხვაგვარად რომ შევხედოთ, ხელფასების შემცირებით (რაც კონკურენტუნარიანობას ეხმარება) ან იმპორტული ხარჯების შემცირებით, ფისკალური პოლიტიკის გამკაცრებას შეუძლია მიმდინარე ანგარიშის გაუმჯობესება. თუმცა ფისკალური პოლიტიკის გამკაცრებამ, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრების მსგავსად, შეიძლება შეზღუდოს ეკონომიკური აქტივობა და უმუშევრობის ზრდა განაპირობოს. მიუხედავად ამისა, ფისკალური კონსოლიდაცია მაინც ეფექტურ საშუალებადაა მიჩნეული ამ მიზნისთვის ვინაიდან ფისკალურ პოლიტიკას შეუძლია შესაბამისი გადანაწილებაც (განსხვავებით მონეტარული პოლიტიკისაგან, რომელიც მთელ ეკონომიკას თანაბრად ზღუდავს). მაგ. ფისკალური პოლიტიკის გამკაცრება შესაძლოა მეტად იყოს კონცენტრირებული სამომხმარებლო იმპორტის შემცირებაზე.

4) მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებას, რაც რეალური საპროცენტო განაკვეთების ზრდას გულისხმობს, სხვა თანაბარ პირობებში, მოჰყვება ქვეყნის შიდა დანაზოგების ზრდა და ინვესტიციების შემცირება; შედეგად მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი (რომელიც ინვესტიციებისა და შიდა დანაზოგების სხვაობაა) მცირდება. ამ მიდგომის ორი ძირითადი პრობლემა იმაში მდგომარეობს, რომ ერთი მხრივ, იგი მიმდინარე ეკონომიკურ ზრდას აფერხებს და უმუშევრობას ზრდის (რაც თუ საკმარისად დიდი ხნის მანძილზე შენარჩუნდა შესაძლოა პოტენციური ზრდის შემცირებაც გამოიწვიოს – ე.წ. ჰისტერეზის ეფექტი), ხოლო მეორე მხრივ, შიდა დანაზოგების ზრდასთან ერთად მაღალი რეალური გა-

ნაკვეთები ზრდის კაპიტალის შემოდინებას, რაც იწვევს გაცვლითი კურსის გამყარებასა და კონკურენტუნარიანობის შესუსტებას, რამაც შესაძლოა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს შემცირების პრევენცია მოახდინოს.

## დასკვნა

მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი ნიშნავს ქვეყნის საგარეო ვალდებულებების აკუმულირებას, რაც საგარეო შოკების მიმართ მოწყვლადობას განაპირობებს. საგარეო ვალის მაღალმა დონემ კი მცირე ზომის საგარეო შოკის დროსაც კი შესაძლოა ქვეყნის გადახდისუნარიანობა ექვევქვე დააყენოს, რასაც მოჰყვება რისკ პრემიების მკვეთრი ზრდა და საგარეო დაფინანსების წყაროების მყისიერი შეწყვეტა (sudden stop). ეს კი, თავის მხრივ, იწვევს ადგილობრივი ვალუტის მკვეთრ გაუფასურებას, საინვესტიციო გარემოს გაუარესებას და მტკივნეულ ეკონომიკურ რეცესიას. აქედან გამომდინარე, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირების თანმიმდევრული პოლიტიკა მნიშვნელოვანია ქვეყნის გრძელვადიანი სტაბილური ზრდისთვის. საგარეო დისბალანსის აღმოფხვრისთვის კი შეიძლება გამოყენებულ იქნას სხვადასხვა ტიპის პოლიტიკა, რაც შეიძლება ერთი მხრივ, ექსპორტის წახალისებას ემსახურებოდეს, ხოლო მეორე მხრივ, მოხმარების შემცირებას ან ადგილობრივი პროდუქციის იმპორტთან შედარებით კონკურენტუნარიანობის ზრდას ისახავდეს მიზნად. აქ მიაზრება როგორც მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკა, ასევე ეკონომიკის კონკურენტუნარიანობის ამაღლებისკენ მიმართული სტრუქტურული რეფორმები.

კონკურენტუნარიანობის ამაღლების ერთ-ერთი საშუალება ასევე არის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის კორექტირება; თუმცა, გასათვალისწინებელია, რომ გაცვლითი კურსის ცვლილებას გავლენა აქვს არა მხოლოდ რეალურ ექსპორტსა და იმპორტზე (მოცულობის ეფექტი), არამედ ასევე ექსპორტისა და იმპორტის ღირებულებებზე (საფასო ეფექტი), რომელიც საპირისპირო მიმართულებით მოქმედებენ. შედეგად, არსებობს თეორიული შესაძლებლობა, რომ გაცვლითი კურსის გაუფასურებას მიმდინარე ანგარიშზე ჰქონდეს როგორც პოზიტიური, ასევე ნეგატიური გავლენა. აქედან გამომდინარე, გაცვლითი კურსის გაუფასურება მიმდინარე ანგარიშს აუმჯობესებს თუ არა, საქართველოს შემთხვევაში საბოლოოდ ემპირიული კითხვაა. ეს სტატია კი სწორედ აღნიშნულ ემპირიულ კითხვაზე პასუხის გაცემას ისახავს მიზნად.

საქართველოს 2000–2016 წლების მონაცემებზე დაყრდნობით, ეკონომეტრიკული შეფასება მიუთითებს,



რომ საქართველოს ნომინალური იმპორტის გაცვლითი კურსის მიმართ გრძელვადიანი ელასტიურობა 0.9-ის ფარგლებშია, ხოლო ექსპორტის კი – 1.3-ის ფარგლებში. ამასთან აღსანიშნავია, რომ იმპორტის ელასტიურობის შეფასება უფრო მდგრადია, ხოლო ექსპორტის ელასტიურობის შეფასება დიდწილად დამოკიდებულია მოდელის სპეციფიკაციაზე. მიუხედავად ამისა, შეფასებებიდან ჩანს, რომ ე.წ. Marshall-Learner-ის პირობა სრულდება, რაც ნიშნავს, რომ ნორმალურ პირობებში გაცვლითი კურსის ზომიერ გაუფასურებას მოჰყვება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირება. აღნიშნულ დასკვნას სავარაუდოდ ამყარებს ის გარემოებები, რომ საქართველოს ფინანსური სისტემა გამართულად ფუნქციონირებს და გაცვლითი კურსის გაუფასურება, როგორც წესი, უარყოფითი შოკების დროს ხდება ხოლმე; მაშინ, როდესაც ეკონომიკური აქტივობა ჩამორჩება პოტენციურ დონეს. ყოველივე ამას ადასტურებს სხვა საერთაშორისო კვლევებიც.

## დანართი I – ეკონომიკური შეფასების დეტალები

იმპორტის გაცვლითი კურსის მიმართ გრძელვადიანი ელასტიურობის ( $\epsilon^m$ ) შეფასება წარმოდგენილია შემდეგ ცხრილში:

ცხრილი 1:

ნომინალური იმპორტისა და გაცვლითი კურსის  
კოინტეგრაციული რეგრესიის შედეგები

### Vector Error Correction Estimates

Date: 07/15/16 Time: 15:08

Sample (adjusted): 2001Q1 2016Q1

Included observations: 61 after adjustments

Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

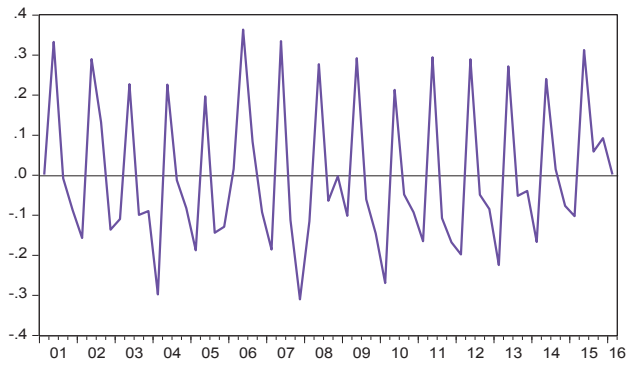
Cointegrating Eq:	CoIntEq1
IMPORT(-1)	1.000000
LOG_NEER(-1) -	0.926533 (0.23797) [-3.89355]
LOG(Y_GEO(-1)) -	3.108303 (0.19997) [-15.5440]
LOG(DXY(-1))	2.127930 (0.20688)
[	10.2859]
EXPORT(-1)	0.048808 (0.10010)
[	0.48760]
@TREND(00Q1)	0.018223
C	11.78305





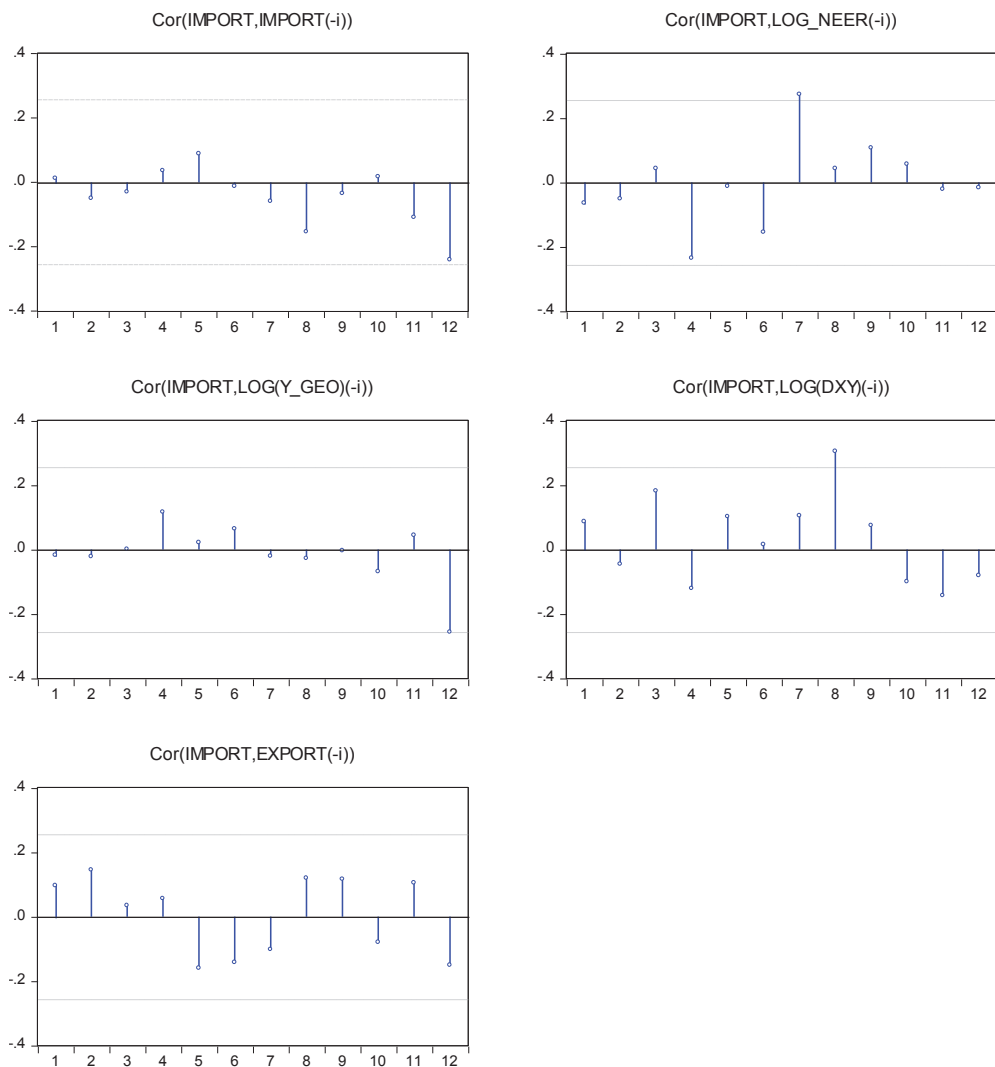
დიაგრამა 2:  
კონტეგრაციული დამოკიდებულება იმპორტისათვის:

$$(EC-IM=IMPORT(-1) - 0.9*LOG-NEER(-1) - 3.1*LOG(Y-GEO(-1)) + 2.1*LOG(DXY(-1)) + 0.05*EXPORT(-1) + 0.02*@TREND+ 11.8)$$



დიაგრამა 3:  
იმპორტის ვექტორული ცდომილების შესწორების მოდელის ნაშთების კორელოგრამა:

Autocorrelations with 2 Std.Err. Bounds



რაც შეეხება მოკლევადიან ელასტიურობას ( $\mu^m$ ), მის შესაფასებლად გამოყენებული რეგრესიის შედეგები წარმოდგენილია შემდეგ ცხრილში:

ცხრილი 2:

რეგრესიის შედეგები იმპორტისთვის

Dependent Variable: D(IMPORT)

Method: Least Squares

Date: 07/15/16 Time: 15:35

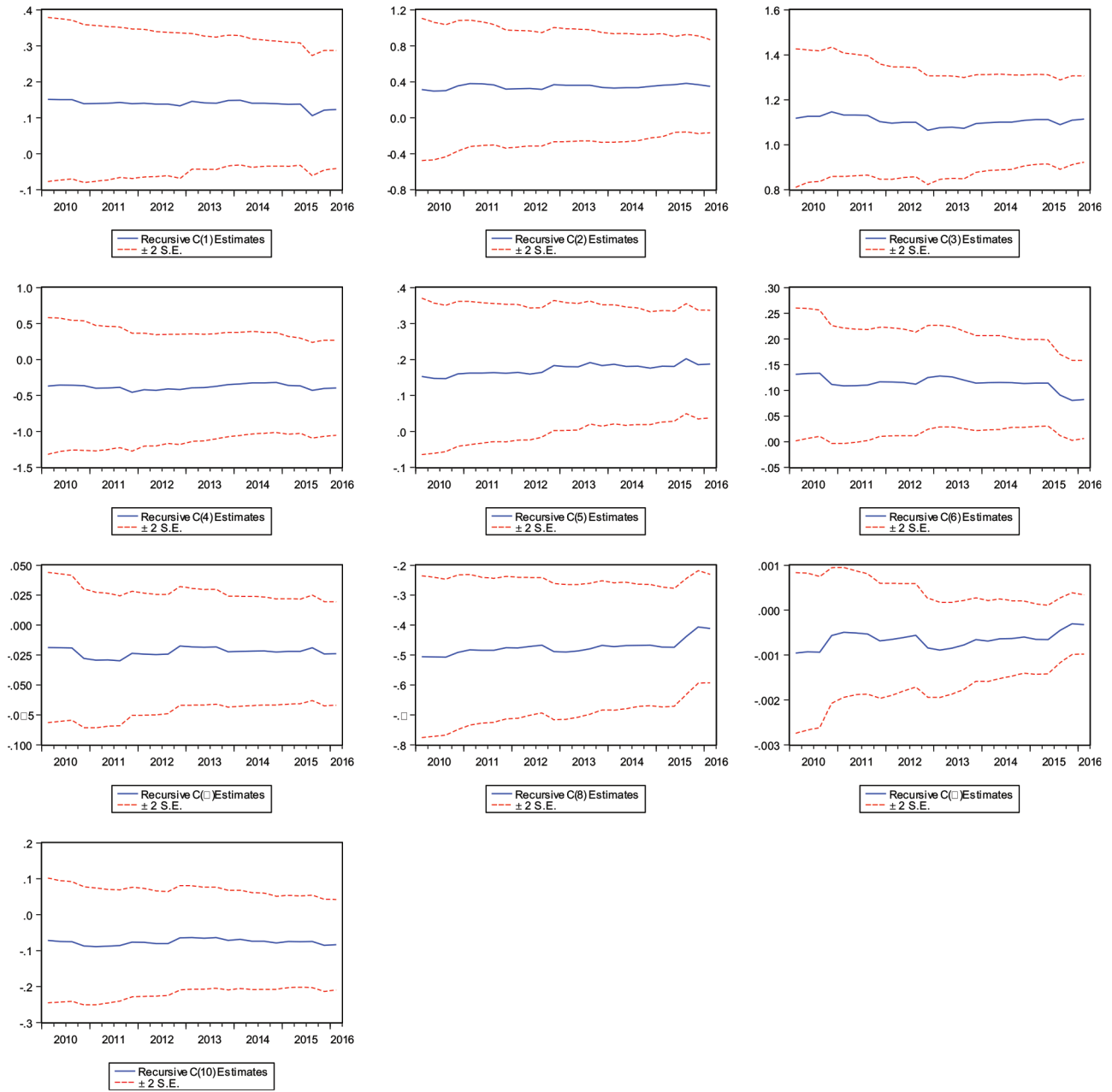
Sample (adjusted): 2000Q3 2016Q1

Included observations: 63 after adjustments

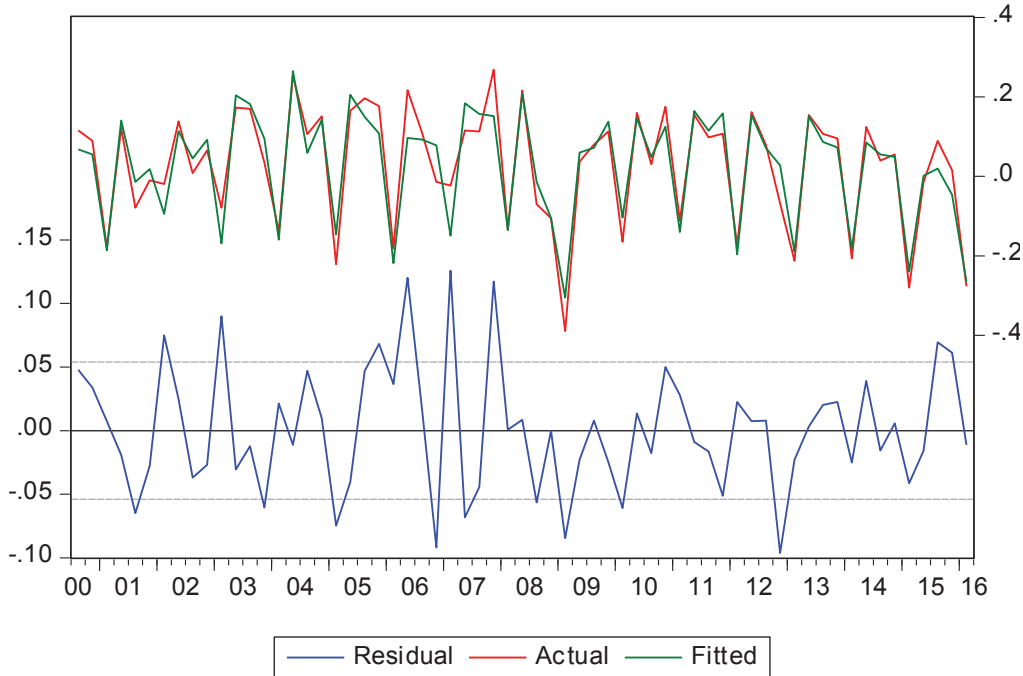
Variable C	oefficient S	td. Error	t-Statistic	Prob.
D(IMPORT(-1))	0.122726 0	.082078	1.495230 0	.1408
D(LOG_NEER) 0	.349824 0	.259333	1.348936 0	.1831
D(LOG(Y_GEO))	1.113572 0	.095852	11.61758 0	.0000
D(LOG(DXY(-1))) -	0.396336 0	.329919	-1.201311	0.2350
D(EXPORT)	0.187111 0	.074858	2.499545 0	.0156
DUM2 0	.081983 0	.037876	2.164494 0	.0350
DUM3 -	0.023889 0	.021584	-1.106760	0.2734
EC_IM10 -	0.411602 0	.090636	-4.541277	0.0000
@TREND -	0.000324 0	.000328	-0.986985	0.3281
D0804	-0.083563 0	.063012	-1.326137	0.1905
R-squared	0.885783	Mean dependent var 0		.027494
Adjusted R-squared	0.866387	S.D. dependent var		0.147517
S.E. of regression 0	.053922	Akaike info criterion -		2.857944
Sum squared resid	0.154101	Schwarz criterion -		2.517764
Log likelihood	100.0252	Hannan-Quinn criter.		-2.724149
Durbin-Watson stat	2.086324			



დიაგრამა 4:  
სტაბილურობის ტესტი, კოეფიციენტების რეკურსული შეფასება იმპორტისათვის



დიაგრამა 5:  
იმპორტის განტოლების ნაშთი, ფაქტიური და შეფასებული მნიშვნელობა:



შედეგები მიუთითებს, რომ ნომინალური იმპორტის გაცვლითი კურსის მიმართ გრძელვადიანი ელასტიურობა  $\epsilon^M \equiv \theta_1 = 0.93$ , ხოლო მოკლევადიანი ელასტიურობა  $\mu^M \equiv \gamma_2 = 0.35$ .

შესაბამისად, თუკი დავუშვებთ, რომ გაცვლითი კურსის იმპორტის ფასებზე გადაცემის კოეფიციენტი - 0.6-ს უტოლდება<sup>5</sup>, შემოთ მოყვანილი ფორმულიდან რეალური იმპორტის საბოლოო (გრძელვადიანი) ფასისმიერი ელასტიურობა გამოითვლება შემდეგნაირად<sup>6</sup>:

$$\rho^m = \frac{\epsilon^M - 1}{ERPT^m} - 1 = \frac{0.93 - 1}{-0.6} - 1 = -0.88$$

რაც შეეხება ექსპორტს, მისი გაცვლითი კურსის მიმართ გრძელვადიანი ელასტიურობის ( $\epsilon^X$ ) შეფასებას, იგი წარმოდგენილია შემდეგ ცხრილში:

ცხრილი 3:  
ნომინალური ექსპორტის და გაცვლითი კურსის კოინტეგრაციული რეგრესიის შედეგები

Vector Error Correction Estimates  
Date: 07/15/16 Time: 15:55  
Sample (adjusted): 2001Q4 2016Q1  
Included observations: 58 after adjustments  
Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

Cointegrating Eq:	CoIntEq1
EXPORT(-1)	1.000000
LOG_NEER(-1)	1.303616 (1.05781)
[	1.23238]
LOG(DXY(-1))	0.528916 (1.58881)
[	0.33290]
IMPORT(-1) -	0.998008 (0.26980)
[	-3.69904]
C	-9.011970 (8.55492)
[	-1.05343]

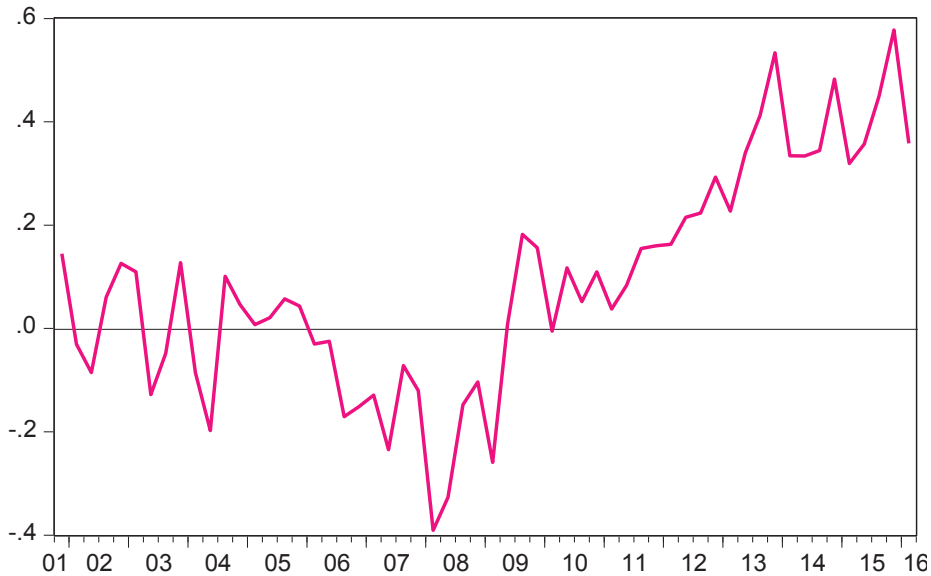
<sup>5</sup> მოცემული კოეფიციენტი აღებულია საერთაშორისო მონეტარული ფონდის მსოფლიო ეკონომიკური მიმოხილვიდან (2015), როგორც 60 ქვეყნისთვის გამოთვლილი შეფასებების საშუალო მაჩვენებელი.

<sup>6</sup> მოკლევადიანი ელასტიურობის მიხედვით, იმპორტი გაცვლითი კურსის მოკლევადიან გადახრაზე მნიშვნელოვნად არ რეაგირებს.



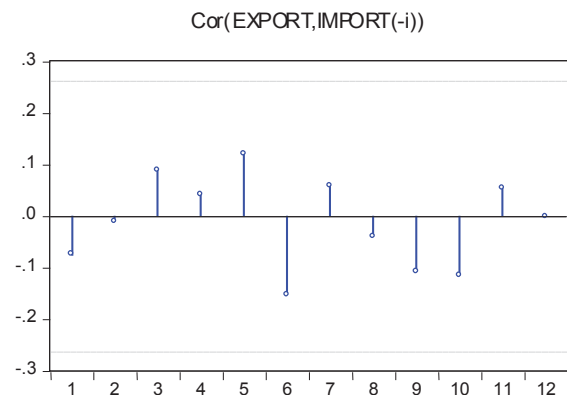
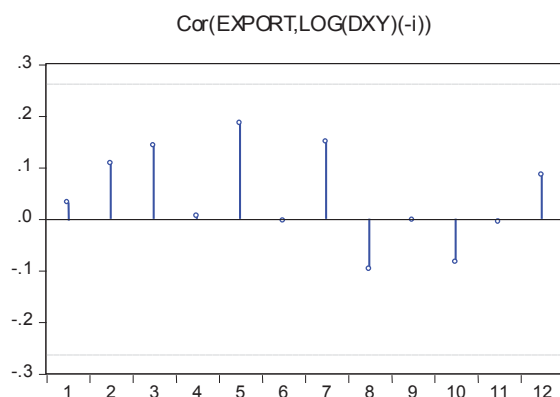
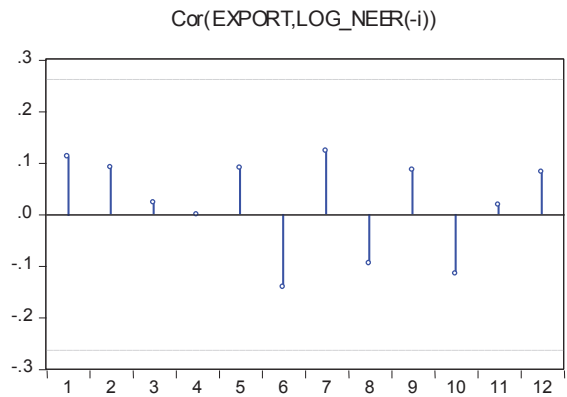
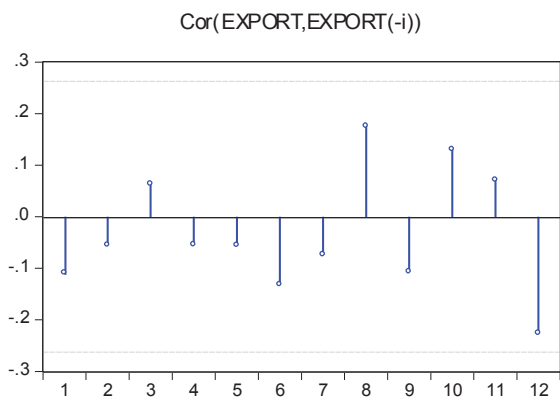
დიაგრამა 6:  
კონტეგრაციული დამოკიდებულება ექსპორტისთვის:

$$(EC-EXP=EXPORT(-1) + 1.3*LOG-NEER(-1) + 0.5*LOG(DXY(-1)) - 0.9*IMPORT(-1) - 9.0)$$



დიაგრამა 7:  
ექსპორტის ვექტორული ცდომილების შესწორების მოდელის ნაშთების კორელოგრამა

### Autocorrelations with 2 Std.Err. Bounds



ბოლო ექსპორტის გაცვლითი კურსის მიმართ მოკლევადიანი ელასტიურობის ( $\mu^m$ ) შეფასება კი შემდეგ ცხრილში:

ცხრილი 4:

რეგრესიის შედეგები ექსპორტისთვის

Dependent Variable: D(EXPORT)

Method: Least Squares

Date: 07/15/16 Time: 16:28

Sample (adjusted): 2000Q4 2016Q1

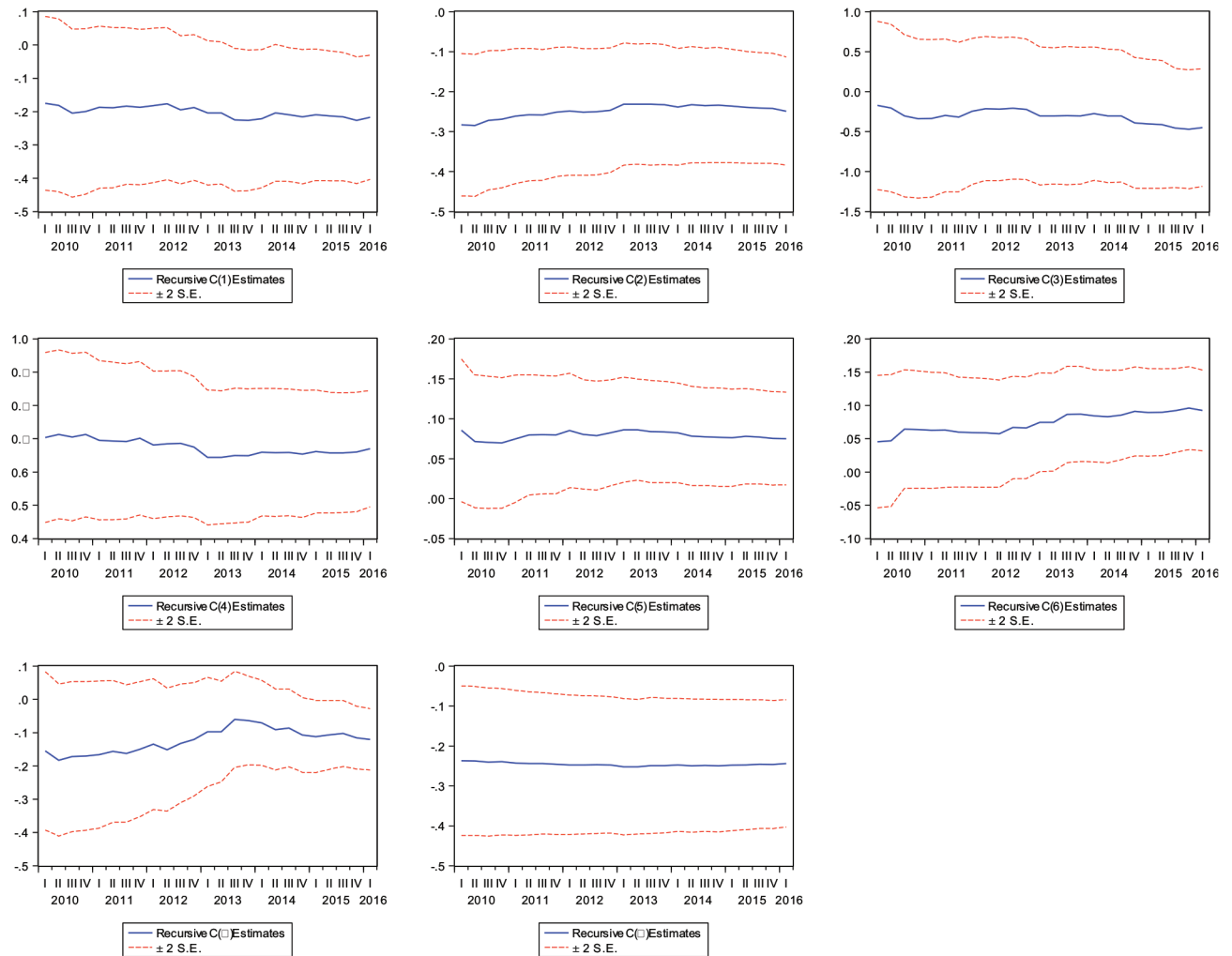
Included observations: 62 after adjustments

Variable C	oefficient S	td. Error	t-Statistic	Prob.
D(EXPORT(-1))	-0.217201 0	.093068	-2.333804	0.0234
D(EXPORT(-2))	-0.248858 0	.067484	-3.687683	0.0005
D(LOG_NEER(-1)) -	0.451121 0	.366815	-1.229835	0.2241
D(IMPORT)	0.669683 0	.087352	7.666476	0.0000
DUM2 0	.075145 0	.029068	2.585108 0	.0125
DUM3 0	.092478	0.030314 3	.050699	0.0035
EC_EXP11 -	0.120460 0	.046135	-2.611015	0.0117
D0804	-0.243869 0	.079626 -	3.062686 0	.0034
R-squared	0.835904	Mean dependent var 0		.025787
Adjusted R-squared	0.814632	S.D. dependent var		0.175655
S.E. of regression 0	.075627	Akaike info criterion -		2.206092
Sum squared resid	0.308850	Schwarz criterion -		1.931623
Log likelihood	76.38885	Hannan-Quinn criter.		-2.098328
Durbin-Watson stat	2.394435			



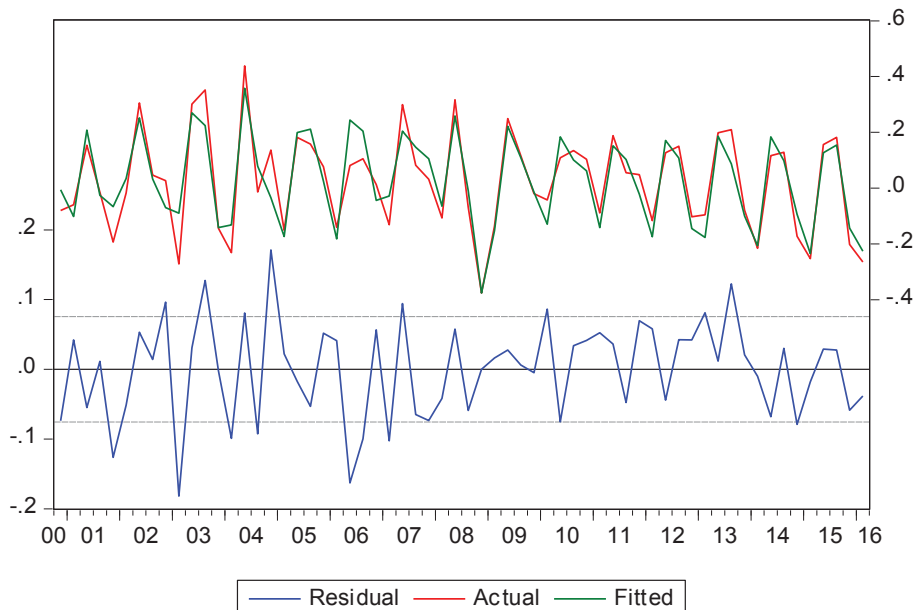
დიაგრამა მ:

სტაბილურობის ტესტი, კოეფიციენტების რეკურსული შეფასება ექსპორტისათვის



დიაგრამა მ:

ექსპორტის განტოლების ნაშთი, ფაქტური და შეფასებული მნიშვნელობა:





როგორც შედეგებიდან ირკვევა, ნომინალური ექსპორტის გაცვლითი კურსის მიმართ გრძელვადიანი ელასტიურობა  $\epsilon^X \equiv \alpha_1 = -1.3$ , ხოლო მოკლევადიანი ელასტიურობა  $\mu^X \equiv \beta_3 = -0.45$ .

ამ უკანასკნელის გამოყენებით და დაშვებით, რომ გაცვლითი კურსის ექსპორტის ფასებზე გადაცემის კოეფიციენტი 0.57-ია<sup>7</sup>, შეგვიძლია გამოვთვალოთ რეალური ექსპორტის საბოლოო (გრძელვადიანი) ფასის მიერი ელასტიურობა ( $\rho^X$ ):

$$\rho^X = \frac{\epsilon^X}{ERPT^X} - 1 = \frac{-1.3}{0.57} - 1 = -3.28$$

მაშინ როდესაც მოკლევადიანი ელასტიურობის მიხედვით  $\rho^X = -1.79$ .

ბოლოს, აღსანიშნავია, რომ ექსპორტის ელასტიურობების შეფასება ნაკლებად ზუსტია, ვინაიდან შედეგი დიდწილად დამოკიდებულია მოდელის კონკრეტულ სპეციფიკაციაზე, მაშინ როდესაც იმპორტის ელასტიურობების შეფასებები შედარებით უფრო მყარია როგორც სხვადასხვა სპეციფიკაციის მიმართ, ასევე სტატისტიკური მნიშვნელოვნების თვალსაზრისითაც.

ზემოთ განხილული ელასტიურობის კოეფიციენტების შეფასებებზე დაყრდნობით შეგვიძლია გამოვთვალოთ მიმდინარე ანგარიშის ცვლილება მოცემული რეალური გაუფასურებისთვის. შემდგომ მოცემულ გამოთვლებში მიმდინარე ანგარიშის ცვლილების მიახლოებად გამოყენებულია სავაჭრო ბალანსის ცვლილება, ხოლო მიმდინარე ანგარიშის დანარჩენი კომპონენტები უგულებელყოფილია. ვინაიდან საქართველოს შემთხვევაში სწორედ სავაჭრო ბალანსი წარმოადგენს მიმდინარე ანგარიშის მთავარ განმსაზღვრელ კომპონენტს, აღნიშნული დაშვება რეალისტურია და გავლენას არ იქონიებს შედეგების საიმედოობაზე. მოცემულ ანალიზში ასევე მოვიხსენიებთ, რომ რეალური გაუფასურება ხორციელდება ნომინალური გაუფასურების გზით, რაც საკმაოდ რეალისტური დაშვებაა მოკლევადიან პერიოდში ფასების სიხისტის პირობებში.

ამრიგად, 10%-იანი რეალური გაუფასურება გამოიწვევს რეალური ექსპორტის შემდეგ პროცენტულ ცვლილებას:

$$\% \Delta x = (-10) ERPT^X \rho^X$$

ვინაიდან ექსპორტის გაცვლითი კურსის მიმართ ელასტიურობის ჩვენ მიერ მიღებული შეფასება ( $\epsilon^X$ ) არამდგრადი აღმოჩნდა, საჭიროა მისგან გამოთვლილი რეალური ექსპორტის ფასისმიერი ელასტიურობის კოეფიციენტის ( $\rho^X$ ) კორექტირება. საერთაშორისო საფინანსო ფონდის კვლევაში<sup>8</sup>, აღნიშნული კოეფიციენტის გრძელვადიან შეფასებად მიღებულია  $-0.32$ <sup>9</sup>. მომდევნო გამოთვლებში რეალური ექსპორტის ფასისმიერი ელასტიურობის სწორედ ეს შეფასებაა გამოყენებული. შესაბამისად, გვაქვს:

$$\% \Delta x = -10 ERPT^X \rho^X = -10 \cdot 0.57 \cdot -0.32 = 1.8\%$$

რეალური იმპორტის პროცენტული ცვლილება კი იქნება:

$$\% \Delta m = -10 ERPT^M \rho^M = -10 \cdot -0.6 \cdot -0.88 = -5.28\%$$

შესაბამისად, მიმდინარე ანგარიშის მოსალოდნელი პროცენტული ცვლილება 10%-იანი რეალური გაუფასურების საპასუხოდ იქნება:

$$\% \Delta (CA) \approx \% \Delta x - m =$$

$$\% \Delta x \left| \frac{x}{x - m} \right| - \% \Delta m \left| \frac{m}{x - m} \right| =$$

$$1.8\% \cdot 2 + 5.28\% \cdot 3 = 19.49\%$$

საბოლოოდ, მიღებულ შედეგებზე დაყრდნობით შეგვიძლია შევაფასოთ მოცემული გაუფასურების საპასუხოდ მიმდინარე ანგარიშის მშპ-სთან თანაფარდობის ცვლილება:

$$\Delta \left( \frac{CA}{GDP} \right) = \frac{CA_0}{GDP_0} \cdot \frac{0.1949 \cdot \left( 1 - \frac{CA_0}{GDP_0} \right)}{\left( 1 + \frac{CA_0}{GDP_0} \cdot 0.1949 \right)} = 0.03$$

ამრიგად, მივიღეთ, რომ 10%-იანი რეალური გაუფასურება მიმდინარე ანგარიშის მთლიან შიდა პროდუქტთან თანაფარდობას 3 პროცენტული პუნქტით აუმჯობესებს.

<sup>7</sup> მოცემული კოეფიციენტი აღებულია საერთაშორისო მონეტარული ფონდის მსოფლიო ეკონომიკური მიმოხილვიდან (2015), როგორც 60 ქვეყნისთვის გამოთვლილი შეფასებების საშუალო მაჩვენებელი.

<sup>8</sup> IMF (2015). Exchange Rates and Trade Flows: Discontinued? World Economic Outlook, October 2015

<sup>9</sup> აღნიშნული ელასტიურობის კოეფიციენტი წარმოადგენს 60 სხვადასხვა ქვეყნისთვის შეფასებული კოეფიციენტების საშუალოს 1980-2014 პერიოდისთვის.



## დანართი II – Marshall-Lerner-ის პირობის შეფასება ნომინალური სიდიდეების მიხედვით

წმინდა ექსპორტი, შეიძლება შემდეგნაირად წარ-  
მოვადგინოთ:

$$NX = X - M = P^x x - S P^m m$$

სადაც  $NX$  არის წმინდა ექსპორტი უცხოური ვალუ-  
ტით გამოსახული,  $X$  – საქონლისა და მომსახურების ექ-  
სპორტი,  $M$  – საქონლისა და მომსახურების იმპორტი,  $x$   
– რეალური ექსპორტი,  $m$  – რეალური იმპორტი,  $P^x$  –  
ექსპორტის ფასების ინდექსი (უცხოურ ვალუტაში),  $P^m$  –  
იმპორტის ფასების ინდექსი (ადგილობრივ ვალუტაში),  
 $S$  – ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (სადაც  
ზრდა ნიშნავს ადგილობრივი ვალუტის გამყარებას).

ნომინალური წმინდა ექსპორტის განტოლება (და-  
მოკიდებულებების წარმოსაჩენად) შეიძლება შემდეგ-  
ნაირად ჩაწეროთ:

$$NX = P^x(S) x(P^x) - S P^m(S) m(P^m)$$

Marshall-Lerner-ის პირობა კი გულისხმობს, რომ  
ნომინალური მიმდინარე ანგარიში მცირდებოდეს გაც-  
ვლითი კურსის გამყარების დროს და პირიქით – იზრ-  
დებოდეს გაუფასურების დროს. სხვაგვარად:

$$\frac{d NX}{d S} < 0$$

სრული წარმოებულის ( $d$ ) განმარტების გამოყენებით:

$$\begin{aligned} \frac{d NX}{d S} &= \frac{\partial NX}{\partial S} + \frac{\partial NX}{\partial P^x} \frac{d P^x}{d S} + \frac{\partial NX}{\partial x} \frac{d x}{d P^x} \\ &\quad - \frac{\partial NX}{\partial P^m} \frac{d P^m}{d S} - \frac{\partial NX}{\partial m} \frac{d m}{d P^m} \end{aligned}$$

სადაც  $\theta$  კერძო წარმოებულს აღნიშნავს. ვინაიდან  
ექსპორტის ფასების ინდექსი დამოკიდებულია გაცვ-  
ლით კურსზე, ხოლო რეალური ექსპორტი მხოლოდ  
თავად ფასებზე,  $\frac{d P^x}{d S} = \frac{\partial P^x}{\partial S}$ , ხოლო  $\frac{d x}{d P^x} = \frac{\partial x}{\partial P^x} \frac{\partial P^x}{\partial S}$ .  
ანალოგიურად იმპორტისთვის  $-\frac{d P^m}{d S} = \frac{\partial P^m}{\partial S}$ , ხოლო  
 $\frac{d m}{d P^m} = \frac{\partial m}{\partial P^m} \frac{\partial P^m}{\partial S}$ . აქედან გამომდინარე:

$$\begin{aligned} \frac{d NX}{d S} &= \frac{\partial NX}{\partial S} + \frac{\partial NX}{\partial P^x} \frac{\partial P^x}{\partial S} + \frac{\partial NX}{\partial x} \frac{\partial x}{\partial P^x} \frac{\partial P^x}{\partial S} \\ &\quad - \frac{\partial NX}{\partial P^m} \frac{\partial P^m}{\partial S} - \frac{\partial NX}{\partial m} \frac{\partial m}{\partial P^m} \frac{\partial P^m}{\partial S} \end{aligned}$$

ნაწილობრივი წარმოებული  $\frac{\partial NX}{\partial S} = -P^m m$  ამასთან,  
 $\frac{\partial NX}{\partial P^x} = x$ ,  $\frac{\partial NX}{\partial x} = P^x$ ,  $\frac{\partial NX}{\partial P^m} = S m$ , ხოლო  $\frac{\partial NX}{\partial m} = S P^m$ .  
თავის მხრივ  $\frac{\partial P^x / P^x}{\partial S / S}$  და  $\frac{\partial P^m / P^m}{\partial S / S}$  არის გაცვლითი კურსის  
გადაცემა (pass-through) ექსპორტისა და იმპორტის ფა-  
სებზე, რომელთაც აღვნიშნავთ  $ERPT^x$  და  $ERPT^m$ -ით,  
ხოლო  $\frac{\partial x / x}{\partial P^x / P^x}$  და  $\frac{\partial m / m}{\partial P^m / P^m}$  არის რეალური ექსპორტისა  
და რეალური იმპორტის ფასისმიერი ელასტიურობები,  
რომელთაც აღვნიშნავთ  $\rho^x$  და  $\rho^m$ -ით. ყოველივე ზემო-  
აღნიშნულიდან გამომდინარეობს შემდეგი ტოლობა:

$$\begin{aligned} \frac{d NX}{d S} &= -P^m m + x ERPT^x \frac{P^x}{S} \\ &\quad + P^x \rho^x ERPT^x \frac{x P^x}{P^x S} - S m ERPT^m \frac{P^m}{S} \\ &\quad - S P^m \rho^m ERPT^m \frac{m P^m}{P^m S} \end{aligned}$$

თუ იგივეობას გავამარტივებთ და ორივე მხარეს გა-  
ვამრავლებთ  $\frac{S}{NX}$ -ზე მივიღებთ შემდეგს:

$$\frac{d NX / NX}{d S / S} = \frac{X}{NX} ERPT^x (1 + \rho^x) - \frac{M}{NX} [1 + ERPT^m (1 + \rho^m)]$$

ანალოგიურად შეიძლება მივიღოთ შემდეგი შედეგი:

$$\begin{aligned} \frac{d X / X}{d S / S} &= ERPT^x (1 + \rho^x) \\ \frac{d M / M}{d S / S} &= 1 + ERPT^m (1 + \rho^m) \end{aligned}$$

სადაც  $\frac{d X / X}{d S / S}$  – ისა და  $\frac{d M / M}{d S / S}$  – ის ემპირიული ანალო-  
გები არის ნომინალური ექსპორტ/იმპორტის რეგრესია  
ნომინალური გაცვლითი კურსის მიმართ. ამ რეგრესი-  
იდან კი შესაძლებელია რეალური ექსპორტ/იმპორტის  
ფასისმიერი ელასტიურობების გამოყვანა ზემოთ მიღე-  
ბული განტოლებების საფუძველზე, თუმცა შესაძლებე-  
ლია პირდაპირ იმის შემოწმებაც, სრულდება თუ არა  
Marshall-Lerner-ის პირობა, ისე როგორც ეს ზემოთაა  
განხილული.

## ბიბლიოგრაფია

1. Behar, A., & Fouejieu, A. (2016). External Adjustment in Oil Exporters: The Role of Fiscal Policy and the Exchange Rate.
2. Cramon-Taubadel, S. (2015). Exchange rates and the current account in Georgia. German Economic Team Georgia, Policy Paper Series 04
3. Eichengreen, B., & Gupta, P. (2013). The real exchange rate and export growth: are services different?. Bank of Korea WP, 17.
4. Freund, C., & Pierola, M. D. (2012). Export surges. *Journal of Development Economics*, 97(2), 387-395.
5. International Monetary Fund (2015). Exchange Rates and Trade Flows: Discontinued? *World Economic Outlook*, October 2015. (pp.105-142).
6. Pierola, M. D., Fernandes, A. M., & Farole, T. (2015). The role of imports for exporter performance in Peru. *World Bank Policy Research Working Paper*, (7492).
7. საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი. (2016). ექსპორტისა და იმპორტის ძირითადი განმსაზღვრელი ფაქტორები.

ეროვნული ბანკი  
of Georgia

საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia

საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia



# საქართველოს ეკონომიკის მოზაიკა



06.04.2016

## რეკონსტრუქციების თემაზე საქართველოს სამინარო გაიმართა

საქართველოს ეროვნული ბანკის ორგანიზებით, საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრების ასოციაციის (ICMA) აქტიური მხარდაჭერით და FronClear-ის ფინანსური დახმარებით, რეკონსტრუქციებისა და გლობალური ჩარჩო რეკონსტრუქციების (GMRA) თემაზე, საერთაშორისო სამინარო გაიმართა, რომელსაც საქართველოში მოქმედი კომერციული ბანკების, საბროკერო კომპანიებისა და წამყვანი იურიდიული ფირმების წარმომადგენლები ესწრებოდნენ.

ორდღიან შეხვედრაზე, ქართული საფინანსო ორგანიზაციების წარმომადგენლები გაეცნენ საერთაშორისო რეკონსტრუქციების სტრუქტურას და ბაზარზე არსებულ ბოლო ტენდენციებს. მიიღეს ზუსტი ინფორმაცია საერთაშორისო რეკონსტრუქციების სამართლებრივ და ოპერაციულ ასპექტებზე. ასევე განიხილეს რეკონსტრუქციების ყველაზე გავრცელებული ტიპები და იმსჯელეს მათ ბიზნეს ბუნებაზე.

სამუშაო შეხვედრას რიდინგის უნივერსიტეტის, ICMA-ს ცენტრის უფროსი მკვლევარი რიჩარდ კომოტო უძღვებოდა.

აღნიშნული სამართლებრივი დასკვნა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ქართული ფინანსური ინსტიტუტებისთვის, რომელიც მათ დახმარებას გაუწევთ გააფორმონ რეკონსტრუქციები საერთაშორისო პარტნიორებთან. დასკვნა განთავსდება „საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრების ასოციაციის“ (ICMA-ს) ვებგვერდზე და ასოციაციის წევრებს შესაძლებლობა ექნებათ იხელმძღვანელონ ამ სამართლებრივი დოკუმენტით.

საერთაშორისო პრაქტიკის შესაბამისად, დადებითი სამართლებრივი დასკვნის არსებობა მნიშვნელოვანი წამახალისებელი ფაქტორი იქნება უცხოური ფინანსური ინსტიტუტებისათვის, რათა მათ მომავალში დადონ რეპო გარიგებები ქართულ კომპანიებთან.

04.05.2016

## საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა საქართველოს ფორუმს უმასპინძლა

4-6 მაისს, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა, EBRD-ს მხარდაჭერით, საერთაშორისო ფორუმს უმასპინძლა. შეხვედრის მთავარი თემა მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციისა და ინსტრუმენტების განვითარება იყო. ღონისძიებაში საქართველოს ეროვნულ ბანკთან ერთად მონაწილეობდნენ სომხეთის, ყირგიზეთისა და მონღოლეთის ცენტრალური ბანკების წარმომადგენლები.

ფორუმზე, რომლის მთავარი მიზანი მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის გაუმჯობესება იყო, მონაწილეებმა საქართველოს ეროვნული ბანკის მაგალითზე განიხილეს თუ როგორ შეუძლია ინფლაციის თარგმთიერების მქონე ცენტრალურ ბანკს, პატარა ღია ეკონომიკაში გაუმკლავდეს საგარეო შოკებს. ისაუბრეს მონეტარული პოლიტიკის ფორმულირებისა და კომუნიკაციის პოლიტიკაზე. მონღოლეთისა და ყირგიზეთის ცენტრალური ბანკების მაგალითებზე კი განიხილეს თუ როგორ უნდა მოხდეს მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის გაუმჯობესება.

ფორუმის ორგანიზატორები საქართველოს ეროვნულ ბანკთან ერთად იყვნენ საკონსულტაციო კომპანია OGREsearch და ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი (EBRD).





11.05.2016

### ბაზელის საბანკო გეგმვებელთა კომიტეტმა საქართველოს ეროვნული ბანკი საერთაშორისო საგეგმვებელთა მიდგომების შესამუშავებლად კიდევ ერთხელ მიიწვია

საქართველოს ეროვნული ბანკი, ბაზელის საკონსულტაციო ჯგუფის წევრობის ფარგლებში, ბაზელის ძირითადი კომიტეტის გეგმვებელთა დანერგვის ჯგუფში (Supervision and Implementation Group) მუშაობას აგრძელებს. აღნიშნული ჯგუფი საერთაშორისო საგეგმვებელთა პოლიტიკაში მოწინავე მიდგომების დანერგვაზე მუშაობს, ხოლო მის მიერ შემუშავებული პრინციპები საერთაშორისო სტანდარტს წარმოადგენს.

ამ ჯგუფში საქართველოს ეროვნული ბანკი, მოწინავე საგეგმვებელთა ინსტიტუტების წარმომადგენლებთან ერთად, აქტივების ხარისხის პროდენციული ნორმების განსაზღვრის მიზნით საერთაშორისო პრინციპების განვითარებაზე 2014 წლიდან მუშაობს. წელს კი, ეროვნული ბანკი სტრეს-ტესტების სამუშაო ჯგუფის წევრი გახდა, რომლის პირველი შეხვედრაც ნიუ-იორკში, 21 ივნისს გაიმართება, და რომელშიც მონაწილეობას მიიღებენ ევროპის ცენტრალური ბანკის, აშშ-ს, კანადის, ავსტრალიის, იაპონიისა და სხვა განვითარებული ქვეყნების საგეგმვებელთა ინსტიტუტების წარმომადგენლები. საქართველოს ეროვნულ ბანკს სპეციალიზირებული ჯგუფებისა და საგეგმვებელთა პოლიტიკის დეპარტამენტის ფინანსური რისკებისა და მაკროპროდენციული პოლიტიკის განყოფილების უფროსი დავით უტიაშვილი წარმოადგენს.

20.06.2016

### საქართველოს საფონდო ბირჟაზე EBRD-ის ობლიგაციები განთავსდა

საქართველოს საფონდო ბირჟაზე ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის (EBRD) ობლიგაციები განთავსდა, ამის შესახებ დღეს საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტმა კობა გვენეტაძემ და



ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის (EBRD) რეგიონალურმა დირექტორმა ბრუნო ბალვანერამ ერთობლივ ბრიფინგზე განაცხადეს.

ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკმა 2016 წლის 17 ივნისს, პირველი საჯარო ობლიგაცია გამოუშვა 107 მილიონი ლარის ოდენობით. პიონერული გამოშვება ხუთწლიანია და ცვლადპროცენტის კუპონი გააჩნია, რომელიც დაკავშირებულია საქართველოს ეროვნული ბანკის სამთვლიანი სადეპოზიტო სერტიფიკატის განაკვეთთან. მისი საწყისი კუპონი 6.45 პროცენტია, სადეპოზიტო სერტიფიკატის ბოლო აუქციონიდან შემდგომი სამი თვის განმავლობაში.

ევრობანკისთვის ეს ლარით დენომინირებული ობლიგაციების მესამე წარმატებული გამოშვებაა საქართველოში. პროცესს წარმართავს სს გალთ & თაგართი. აუქციონის შემდეგ მიღებული განაცხადის საფუძველზე ობლიგაციის განთავსება საქართველოს საფონდო ბირჟაზე მოხდება.

2014 წლის მარტში ადგილობრივ ბაზარზე საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტის მიერ ლარით დენომინირებული ობლიგაციების პირველი, კერძო, საინაუგურაციო განთავსების შემდეგ, ევრობანკი მარეგულირებლებთან – და განსაკუთრებით საქართველოს ეროვნულ ბანკთან – მუშაობდა მარეგულირებელ სისტემაში ისეთი ცვლილებების შემოღებაზე, რაც მნიშვნელოვან სტიმულს ეროვნული სტრუქტურის მოთხოვნებს და საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტის მახასიათებლებს აღიარებს. შედეგად, ადგილობრივ ბაზარზე უზრუნველყოფილი იქნება საჯარო შეთავაზების ყველა მოთხოვნის დაკმაყოფილება, მათ შორის საქართველოს საფონდო ბირჟაზე ობლიგაციების განთავსებისთვის.

მრავალი წლის განმავლობაში ევრობანკი ცდილობს უცხოურ კაპიტალსა და უცხოური ვალუტით საკ-

რედიტო რესურსზე ჭარბი დამოკიდებულების პრობლემის გადაწყვეტას განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში. ამას ახორციელებს ადგილობრივი ვალუტით დაკრედიტების წახალისებით და ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების განვითარებით ან გაძლიერებით. ახალი ობლიგაციების გამოშვება კიდევ ერთი წინ გადადგმული ნაბიჯია ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის განვითარებისკენ, თუმცა ასევე მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ ევრობანკს 2009 წლის დეკემბრიდან ადგილობრივი ვალუტით დაკრედიტების პროგრამაც გააჩნია საქართველოში, რომლის დაწინაურებაც მოხდება ამ ინიციატივით.

ევრობანკის მიერ ლარით დენომინირებული ობლიგაციების სამივე გამოშვებიდან მიღებული შემოსავალი მიემართება მისი ძირითადი პროექტების დასაფინანსებლად. ევრობანკს ლარით დენომინირებული 16 კრედიტი აქვს გაცემული ჯამში დაახლოებით 380 მილიონი ლარის ოდენობით, რაც მცირე ბიზნესის, ენერჯო ეფექტურობის და ქალი მეწარმეების დახმარებას ისახავს მიზნად.

ევრობანკი საქართველოში მოწინავე ინსტიტუციური ინვესტორია. ქვეყანაში საქმიანობის დაწყების დღიდან, ბანკს ჯამში ინვესტირებული აქვს 2.7 მილიარდი ევრო 195 პროექტის ფარგლებში, რაც შემდეგ სფეროებს მოიცავს: ფინანსური შუამავლობა, კორპორატიული სექტორი, ინფრასტრუქტურა, ენერჯეტიკა. ევრობანკის კაპიტალდაბანდების 90 პროცენტი კერძო სექტორშია განხორციელებული.

20.06.2016

## ეროვნული ბანკის შიდა აუდიტის საქმიანობა საერთაშორისო სტანდარტებთან სრულ შესაბამისობაშია

საქართველოს ეროვნული ბანკის შიდააუდიტორული სამსახურის საქმიანობა შესაბამისობაშია შიდა აუდიტის პროფესიული პრაქტიკის საერთაშორისო სტანდარტებთან, ამის შესახებ აღნიშნულია ჰოლანდიის ცენტრალური ბანკის ექსპერტთა ჯგუფის მიერ მომ-

ზადებულ ანგარიშში, რომლის თანახმად, შიდააუდიტორული სამსახურის საქმიანობის ხარისხს სამსაფეხურიანი შკალიდან უმაღლესი შეფასება – „ზოგადად შესაბამისი“<sup>1</sup> მიენიჭა.

ეროვნული ბანკის შიდააუდიტორული სამსახურის ხარისხის უზრუნველყოფისა და გაუმჯობესების პროგრამა ითვალისწინებს საქმიანობის ხარისხის გარე შეფასების განხორციელებას ყოველ ხუთ წელიწადში ერთხელ. სრული გარე შეფასება შეირჩა როგორც უფრო მაღალი ხარისხის რწმუნების მქონე მეთოდი შიდააუდიტორული სამსახურის საქმიანობის შესაფასებლად. ამასთან, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა მხედველობაში მიიღო საერთაშორისო სავალუტო ფონდის რეკომენდაცია და გარე შეფასების განხორციელებლად სხვა ცენტრალური ბანკის სპეციალისტები მოიწვია.

2015 წლის დასაწყისში შედგა მოლაპარაკებები ჰოლანდიის ცენტრალურ ბანკთან და შეთანხმდა ეროვნული ბანკის შიდააუდიტორული სამსახურის ხარისხის გარე შეფასების განხორციელების დეტალები. გარე შეფასების მიზანს წარმოადგენდა ეროვნული ბანკის შიდააუდიტორული სამსახურის საქმიანობის ხარისხის შიდა აუდიტორთა ინსტიტუტის მიერ გამოცემული პროფესიული პრაქტიკის საერთაშორისო სტანდარტებთან და ეთიკის კოდექსის მოთხოვნებთან შესაბამისობის დადგენა. ექსპერტთა ჯგუფის წევრებად შეირჩნენ დარგის ცნობილი სპეციალისტები: რობერტ კორნელისი და პიტერ უილემსენი, რომელთაც ჩატარებული აქვთ ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის არაერთი ქვეყნის ცენტრალური ბანკის შიდა აუდიტის სამსახურის გარე შეფასება.

შეფასების პროცესი მოიცავდა, როგორც დაინტერესებული მხარეების წინასწარ გამოკითხვას და კონკრეტული მასალების დისტანციურ შესწავლას, ასევე, ექსპერტთა ჯგუფის ადგილზე ვიზიტს 2015 წლის ოქტომბერში, რომლის ფარგლებში შედგა შეხვედრები შიდა აუდიტორებთან, ეროვნული ბანკის ხელმძღვანელობასთან, აუდიტის კომიტეტის წევრებთან და სხვადასხვა დეპარტამენტების მენეჯერებთან. ექსპერტებმა დეტალურად შეისწავლეს და გააანალიზეს შიდააუდიტორული სამსახურის სამუშაო დოკუმენტაცია და პროცედურები.

<sup>1</sup> შიდა აუდიტორთა ინსტიტუტის მიერ გამოცემული ხარისხის შეფასების სახელმძღვანელო ითვალისწინებს შიდა აუდიტის პროფესიული პრაქტიკის საერთაშორისო სტანდარტებთან, ეთიკის კოდექსთან, შიდა აუდიტის მისიასა და დეფინიციასთან შესაბამისობის სამ დონეს: „ზოგადად შესაბამისი“ (Generally Conforms), „ნაწილობრივ შესაბამისი“ (Partially Conforms), „შესაბამისი“ (Does Not Conform).



25.07.2016

### საქართველოს ეროვნული ბანკი კრუდენციული ზედამხედველობის მიმართულეებით საკუთარი გამოცდილების გაზიარებას აგრძელებს

მაკროპრუდენციული ზედამხედველობის მიმართულეებით გატარებული რეფორმების გაცნობისა და გამოცდილების გაზიარების მიზნით, საქართველოს ეროვნულ ბანკს უგანდის ცენტრალური ბანკის დელეგაცია ესტუმრა. რეგიონული შესაძლებლობების განვითარების პროგრამის ფარგლებში, უგანდელი ბანკირების პროფესიულ ვიზიტს საქართველოს ეროვნულ ბანკში ორგანიზება საერთაშორისო სავალუტო ფონდის აღმოსავლეთ აფრიკის ტექნიკური მხარდაჭერის ცენტრმა (IMF East AFRITAC) გაუწია. ქართველმა სპეციალისტებმა აფრიკელ კოლეგებს მაკროპრუდენციული ზედამხედველობის მიმართულეებით საკუთარი ანალიტიკური ჩარჩო და გამოცდილება გაუზიარა.



29.07.2016

### საერთაშორისო კონფერენცია: ფინანსური განათლება ფინანსური კეთილდღეობისთვის

**საქართველოს ეროვნული ბანკი ქვეყანაში ფინანსური განათლების ამაღლების მიზნით მასშტაბურ კამპანიას იწყებს**

29 ივლისს, სასტუმრო „თბილისი-მარიოტში“, საქართველოს ეროვნული ბანკის ორგანიზებითა და გერმანული შემნახველი ბანკების ფონდის (SBFIC) მხარდაჭერით, გაიმართა საერთაშორისო კონფერენცია ფინანსური განათლების თემაზე, სახელწოდებით – „ფინანსური განათლება ფინანსური კეთილდღეობისთვის“.

კონფერენციის მონაწილეები ეროვნული ბანკის მიერ მომზადებულ ფინანსური განათლების ეროვნულ სტრატეგიას გაეცნენ. სტრატეგია მიზნად ისახავს საქართველოში მოსახლეობის ფინანსური განათლების დონის ამაღლებას, რაც საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის, კობა გვენეტაძის თქმით, საბოლოო ჯამში, მომხმარებლების ფინანსური კეთილდღეობის გაუმჯობესებისა და მათი უფლებების ეფექტურად დაცვის წინაპირობა გახდება.

ფინანსური სტრატეგიის შემუშავებაში საქართველოს ეროვნულ ბანკს კონსულტაციას საერთაშორისო ექსპერტები უწევდნენ. შონ მანდი, SBFIC-ის მიერ მოწვეული ფინანსური განათლებისა და ფინანსური მომსახურების რეგულირების სფეროს დამოუკიდებელი ბრიტანელი კონსულტანტი, აქტიურად იყო ჩართული ფინანსური სტრატეგიის დოკუმენტის შემუშავების პროცესში. აღსანიშნავია, რომ 2003-2007 წლებში მანდი უძღვებოდა დიდი ბრიტანეთის ფინანსური განათლების ეროვნული სტრატეგიის შექმნისა და განხორციელების პროცესს, 2008 წლიდან კი ისეთ ორგანიზაციებს უწევს კონსულტაციას, როგორცაა მსოფლიო ბანკი, ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაცია (OECD), საერთაშორისო თანამშრომლობის გერმანული ასოციაცია (GIZ), გერმანული შემნახველი ბანკების ფონდი (SBFIC) და სხვ.

ფინანსური განათლებისა და ფინანსური ჩართულობის კვლევა, რომელიც კვლევითი ორგანიზაცია „სონარის“ ჩართულობითა და „ევროპული ფონდის სამხრეთ-აღმოსავლეთ ევროპისათვის“ განვითარების პროგრამის (EFSE DF) მხარდაჭერით განხორციელდა, მეტწილად ეფუძნება ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაციის ფინანსური განათლების საერთაშორისო ქსელის (OECD/International Network for Financial Education (INFE))-ს საერთაშორისო კითხვარს. აღნიშნული კვლევა მოსახლეობის ფინანსურ ცოდნას, ქცევასა და მოკიდებულებებს შე-





ისწავლის; გარდა ამისა, ეს კვლევა საშუალებას გვაძლევს გავანალიზოთ მოსახლეობის მიერ ფინანსური პროდუქტების ცოდნა და გამოყენება, შევაფასოთ შინამეურნეობების მიერ სესხების მართვის ხარისხი და განვსაზღვროთ მოსახლეობის ვალის ტვირთის მიახლოებითი დონე.

ფინანსური განათლების ამაღლების კუთხით, ეროვნულმა ბანკმა კიდევ ერთი საგანმანათლებლო პროექტი წარმოადგინა: სებ-მა, „ევროპული ფონდის სამხრეთ-აღმოსავლეთ ევროპისათვის“ განვითარების პროგრამის (EFSE DF) მხარდაჭერით, მცირე ბიზნესის წარმომადგენლებსა და მომავალ ბინათმესაკუთრებს ინფორმაციული და ადვილად აღსაქმელი ორი საგანმანათლებლო ბროშურა შესთავაზა. კონფერენციის მონაწილეებს ამ გამოცემების ნახვის შესაძლებლობაც ჰქონდათ.

კონფერენციის მუშაობაში მონაწილეობდნენ საქართველოს მთავრობის, საფინანსო ინსტიტუტების, არასამთავრობო და საერთაშორისო ორგანიზაციების წარმომადგენლები.

05.08.2016

## ფინანსური განათლების კვლევის შედეგები მოსახლეობის ფინანსური ცოდნის საშუალო დონესა და ფინანსური განათლების ამაღლების აუცილებლობაზე მიუთითებს

**საქართველოში ჩატარებული ფინანსური განათლების კვლევის შედეგების მიხედვით, ქვეყნის მოსახლეობას საშუალო ფინანსური ცოდნა აქვს. ამასთან, იკვეთება ფინანსური განათლების ამაღლების მიმართული გააქტიურებული მუშაობის აუცილებლობა**

**ქ. ფრანკფურტი, გერმანია და თბილისი, საქართველო, [05.08.2016]** – 29 ივლისის კონფერენციაზე წარმოდგენილი კვლევის შედეგები ცხადყოფს, რომ საქართველოს მოსახლეობა ფინანსური საკითხების ცოდნის საშუალო დონით ხასიათდება. გარდა ამისა, კვლევის სპონსორებმა საზოგადოებას ფინანსების მართვის საკითხებზე შექმნილი ორი ბროშურა წარუდგინეს, რომლებიც მომხმარებლების ცოდნის გაუმჯობესებას უწყობს ხელს.



საქართველოს ეროვნული ბანკის ინიციატივით, „ევროპული ფონდის სამხრეთ-აღმოსავლეთ ევროპისათვის“ განვითარების პროგრამის (EFSE DF) მხარდაჭერითა და კვლევითი ორგანიზაცია „სონარის“ ჩართულობით განხორციელებული ფინანსური განათლებისა და ჩართულობის კვლევის ფარგლებში ქვეყნის მასშტაბით 1,100 ადამიანი გამოიკითხა მოსახლეობის ფინანსური ცოდნის, ქვეყნისა და დამოკიდებულებების შესასწავლად. კვლევის ავტორებმა შედეგები საზოგადოებას 29 ივლისის კონფერენციაზე სახელწოდებით „ფინანსური განათლება ფინანსური კეთილდღეობისთვის“ წარუდგინეს. აღნიშნული კონფერენცია გერმანული შემნახველი ბანკების ფონდის (SBFIC) მხარდაჭერით გაიმართა. კვლევის შედეგებმა ცხადყო, რომ საქართველოს მოსახლეობას საბაზისო ფინანსური ცნებების – როგორცაა პროცენტი, რისკები და უკუგება, ინფლაცია – დამაკმაყოფილებელი ცოდნა აქვს. გამოკითხულთა ნახევარზე მეტი ამა თუ იმ ფორმით ზოგავს ფულს, ხოლო გამოკითხულთა 87%-მა აღნიშნა, რომ მონაწილეობას იღებს პირადი ან ოჯახის მნიშვნელოვანი ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღებაში.

თუმცა, აღნიშნულმა კვლევამ ასევე წარმოაჩინა, რომ ხშირ შემთხვევაში, მომხმარებლებს ფინანსური პროდუქტების არასათანადო ცოდნა აქვთ და შესაბამისად, ნაკლებად იყენებენ მათ; გარდა ამისა, გამოკითხულთა დიდი ნაწილი ფულს სახლში ინახავს და მხოლოდ მოკლევადიანი ფინანსური მიზანი აქვს, ან საერთოდ არ გააჩნია ფინანსური მიზანი. აღნიშნული კვლევის შედეგები მნიშვნელოვან ინფორმაციას გვაწვდის ერთის მხრივ, ფინანსური განათლების მიმართულებით ქვეყანაში არსებული გამოწვევებისა და ხარვეზების შესახებ, და მეორე მხრივ, იმ გზების შესახებ, რომლითაც შესაძლებელია მოსახლეობის ფინანსური განათლების დონის გაუმჯობესება. აღნიშნული კვლევა ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაციის ფინანსური განათლების საერთაშორისო



სო ქსელის (OECD/INFE) მეთოდოლოგიის მიხედვით, საქართველოში პირველად განხორციელდა. ქვეყანაში დაფიქსირებული შედეგები ჩართული იქნება საერთაშორისო შედარებით ანგარიშში, რომელსაც OECD მიმდინარე წლის ბოლომდე გამოსცემს.

ამასთან, აღნიშნულ კონფერენციაზე საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა საზოგადოებას EFSE-ს განვითარების პროგრამის მხარდაჭერით ბინათმესაკუთრებისა და მცირე ბიზნესებისთვის შექმნილი საგანმანათლებლო ბროშურები წარუდგინა. მომავალი ბინათმესაკუთრებისთვის განკუთვნილი ბროშურა იპოთეკურ სესხთან დაკავშირებულ ძირითად საკითხებს, მათ შორის, ხელშეკრულების მნიშვნელოვან პირობებს განიხილავს და მომხმარებელს ეხმარება განსაზღვროს, თუ რა მოცულობის თანხის სესხება შეუძლია, რაც ტარბავალიანობის თავიდან აცილების გზას წარმოადგენს. ბროშურა მცირე ბიზნესის მფლობელთათვის კი მომხმარებლებს უცხოურ ვალუტაში სესხებასთან დაკავშირებული რისკების რეალისტურად შეფასებას ასწავლის. ამასთან, ეს ბროშურა მცირე ბიზნესის გასაძლიერებლად პრაქტიკულ და ადვილად აღსაქმელ რჩევებს იძლევა და მას დანართად 3 პრაქტიკული მოდელი მოჰყვება, რომლებიც მცირე ბიზნესებს უკეთესი ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღებაში დაეხმარება. აღნიშნული ბროშურები გამოიცა ქართულ, ინგლისურ და რუსულ ენებზე და უახლოესი თვეების განმავლობაში ისინი ფინანსურ ინსტიტუტებსა და უნივერსიტეტებში გავრცელდება. გარდა ამისა, ბროშურები ხელმისაწვდომია EFSE-ს ვებგვერდზე [www.efse.lu](http://www.efse.lu) და საქართველოს ეროვნული ბანკის ვებგვერდზე [www.nbg.gov.ge](http://www.nbg.gov.ge).

### „ევროპული ფონდის სამხრეთ-აღმოსავლეთ ევროპისათვის“ განვითარების პროგრამის (EFSE DF) შესახებ

„ევროპული ფონდის სამხრეთ-აღმოსავლეთ ევროპისათვის“ განვითარების პროგრამა (EFSE DF) 2006 წელს შეიქმნა, რათა ხელი შეუწყოს განვითარების ფინანსების მიმართულებით ფონდის მანდატს. განვითარების პროგრამა იყენებს ეფექტურ, მიზანზე ორიენტირებულ და ინოვაციურ ტექნიკურ დახმარებას რათა გაზარდოს EFSE-ს საქმიანობის მასშტაბი და სარგებლიანობა სამიზნე ქვეყნებში. განვითარების პროგრამის მომსახურება მოიცავს შემდეგს: შესაძლებლობების ამაღლება და ტრენინგი; ფინანსური სექტორის მხარ-

დაჭერა და კვლევები, რომლებიც ფონდის პარტნიორი საკრედიტო ინსტიტუტების შიდა შესაძლებლობებისა და ოპერაციების გაძლიერებას ემსახურება.

განვითარების პროგრამა, როგორც რწმუნებული, ლუქსემბურგის კანონმდებლობის შესაბამისად ფონდისგან დამოუკიდებლად საქმიანობს. განვითარების პროგრამის კომიტეტი, რომლის შემადგენლობაშიც KfW განვითარების ბანკის, შვეიცარიული განვითარებისა და თანამშრომლობის სააგენტოს, ავსტრიის განვითარების ბანკის (OeEB) და ნიდერლანდების განვითარების ბანკის (FMO) წარმომადგენლები შედიან, პასუხისმგებელია შემოთავაზებული პროექტების განხილვასა და დამტკიცებაზე, ასევე, განვითარების პროგრამისთვის სტრატეგიული მითითებების მიწოდებაზე.

### „ევროპული ფონდის სამხრეთ-აღმოსავლეთ ევროპისათვის“ (EFSE) შესახებ

„ევროპული ფონდი სამხრეთ-აღმოსავლეთ ევროპისათვის“ (EFSE) KfW განვითარების ბანკის ინიციატივით და გერმანიის ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ფედერალური სამინისტროსა (BMZ) და ევროპის კომისიის ფინანსური მხარდაჭერით ჩამოყალიბდა. ფონდის მიზანია ხელი შეუწყოს ეკონომიკურ განვითარებასა და კეთილდღეობას სამხრეთ-აღმოსავლეთ ევროპისა და ევროპის აღმოსავლეთ სამეზობლოს 16 ქვეყანაში. ვინაიდან ფინანსებზე წვდომას მიკრო, მცირე და საშუალო ზომის საწარმოების წარმატებით განვითარებისთვის საკვანძო მნიშვნელობა აქვს, ფონდისთვის მნიშვნელოვანია ადგილობრივი ფინანსური სექტორების შესაძლებლობების ამაღლება რათა ხელი შეუწყოს სათანადო და გრძელვადიანი დაფინანსების ხელმისაწვდომობას. მიუხედავად იმისა, რომ ფონდი შინამეურნეობებს აფინანსებს სახლის აშენება/გარემონტებისთვის სესხების გაცემის გზით, EFSE-ს ძირითად საქმიანობას მიკრო, მცირე და საშუალო მეწარმეებისათვის გრძელვადიანი სახსრების გამოყოფა წარმოადგენს. ფონდის მიერ გამოყოფილ სახსრებზე წვდომა მსესხებლებისთვის ადგილობრივი საკრედიტო ინსტიტუტების მეშვეობით არის შესაძლებელი.

KfW-ს ინიციატივით, KfW-ს მართვაში არსებული 4 მულტი-დონორული პროგრამის საფუძველზე „ევროპული ფონდის სამხრეთ-აღმოსავლეთ ევროპისათვის“ 2005 წელს ჩამოყალიბდა. EFSE ამ ტიპის საჯარო-კერ-

ძო პარტნიორობის პირველი მაგალითი გახლავთ. ამასთან, EFSE კერძო მმართველობაში მყოფი, განვითარების ფინანსებზე მომუშავე პირველი ფონდია, რომელმაც სამიზნე რეგიონში მიკრო, მცირე და საშუალო ზომის საწარმოებისთვის კერძო დაფინანსების მობილიზება მოახდინა. Oppenheim Asset Management Services S.à r.l., (ლუქსემბურგი) მოქმედებს, როგორც EFSE-ს ფონდების მენეჯერი, ხოლო Finance in Motion GmbH (გერმანია), როგორც მისი მრჩეველი.

„ევროპული ფონდის სამხრეთ-აღმოსავლეთ ევროპისათვის“ შესახებ დამატებითი ინფორმაციის მისაღებად, გთხოვთ, ეწვიოთ ვებგვერდს: <http://www.efse.lu/>

05.08.2016

## განმარტება: როგორ შევიძინოთ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი?

ბოლო პერიოდში, როგორც რეზიდენტი, ისე უცხოელი არასაბანკო კლიენტების მხრიდან გაიზარდა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისადმი ინტერესი. გაჩნდა კითხვები თუ როგორ შეიძლება შეიძინოს ფასიანი ქაღალდი ფიზიკურმა თუ იურიდიულმა პირმა? ვის შეუძლია მიიღოს მონაწილეობა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველად აუქციონებზე და რა არის ფასიანი ქაღალდების ის მინიმალური მოცულობა, რომელიც პირველად აუქციონზე შეიძლება შეიძინოს პირმა?

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი, ისევე როგორც ნებისმიერი ფინანსური ინსტრუმენტი, ფიზიკურ და იურიდიულ პირს შეუძლია შეიძინოს კომერციული ბანკის მეშვეობით, პირველად ან მეორად ბაზარზე. ამისათვის მან უნდა მიმართოს იმ კომერციულ ბანკს, რომელიც ყველაზე საუკეთესო პირობებს სთავაზობს და მხოლოდ ამის შემდეგ მოხდება ფასიანი ქაღალდის ანგარიშის გახსნა.

პირველად აუქციონებზე მონაწილეობა შეუძლია ყველას. ამისათვის საჭიროა დაინტერესებულმა პირებმა მიმართონ კომერციულ ბანკებს ან საბროკერო კომპანიებს. კომერციული ბანკები კლიენტების სახელით წარადგენენ განაცხადებს ფასიანი ქაღალდების აუქციონზე. განაცხადის დაკმაყოფილების შემთხვევაში კი, ფასიანი ქაღალდი პირდაპირ ჩაირიცხება კლიენტის პირად ანგარიშზე.

რაც შეეხება იმას, თუ რამდენი ფასიანი ქაღალდის ყიდვა შესაძლებელი პირველად აუქციონზე, აღსანიშნავია, რომ პირს შეუძლია მინიმუმ ერთი ფასიანი ქაღალდის ყიდვა, რომლის ნომინალური ღირებულება 1 000 ლარს შეადგენს. ამ შემთხვევაში, კლიენტმა უნდა წარადგინოს არაკონკურენტული განაცხადი, რომელიც ძირითადად განკუთვლილია წვრილი ინვესტორებისთვის და ასეთი განაცხადით ისინი ფასიანი ქაღალდებს ყიდულობენ აუქციონზე დაფიქსირებული საშუალო შეწონილი ფასით. აუქციონის დასრულებისას, არაკონკურენტული განაცხადები პირველ რიგში კმაყოფილდება ანუ მათ კონკურენტულთან შედარებით პრიორიტეტი აქვთ მიანიჭებული. მათთვის „დაჯავშნილია“ მთლიანი ემისიის მეოთხედი (25%), რაც იმის გარანტიას იძლევა, რომ წვრილი ინვესტორების განაცხადები პირველ რიგში და პრაქტიკულად, გარანტირებულად დაკმაყოფილდება.

ხოლო იმ შემთხვევაში თუ კლიენტს კონკურენტული განაცხადით სურს მონაწილეობა, მაშინ მისი მინიმალური მოცულობა 50 000 ლარია. კონკურენტული განაცხადები არის მსხვილი ინვესტორებისთვის, რომლებიც უკეთ არიან გათვითნობიერებული ბაზრის კონიუნქტურაში და შეუძლიათ დამოუკიდებლად გადაწყვიტონ თუ რა ფასით შეიძლება გაიმარჯვონ აუქციონზე. თუმცა ამ შემთხვევაში განაცხადის დაუკმაყოფილებლობის რისკი გაცილებით დიდია.

ბანკებს ეკრძალებათ თავიანთი კლიენტების განაცხადების ინფორმაცია გამოიყენონ აუქციონზე საკუთარი განაცხადის გაკეთების პროცესში. ბანკმა შიდა პროცედურებით უნდა უზრუნველყოს თავისი კლიენტების განაცხადების დამუშავება ისე, რომ არ მოხდეს ამ ინფორმაციის გამოყენება ბანკის მიერ აუქციონზე საკუთარი სახელით სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ყიდვაზე გადაწყვეტილებების მიღებისას. ეს ასევე უზრუნველყოფილია ტექნიკურადაც, სისტემის მეშვეობით. ბლუმბერგის აუქციონის სისტემაში ბანკის კლიენტის და ბანკის საკუთარი განაცხადების წარდგენა ხდება ცალ-ცალკე. ბანკის თანამშრომელი, რომელიც საკუთარ განაცხადებს აგზავნის, ვერ ხედავს კლიენტის განაცხადებს და პირიქით. აღსანიშნავია, რომ ისეთ შემთხვევას, როდესაც კლიენტის განაცხადი არ დაკმაყოფილებულიყოს ბანკის განაცხადის გამარჯვების ხარჯზე დღემდე ადგილი არ ჰქონია.

და ბოლოს, ინფორმაცია იმის შესახებ თუ როგორია აქტივობა მეორად ბაზარზე და რამდენად ლიკვიდურია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები. ზოგადად, მეორად



ბაზარზე ძირითადი აქტივობა ფიქსირდება რეპო ოპერაციებზე. ინფორმაციისთვის, 2015 წელს რეპო ბაზარზე წლიურმა ბრუნვამ დაახლოებით 4,5 მილიარდი ლარი შეადგინა, რაც 2,6-ჯერ აღემატება ფასიანი ქაღალდების საერთო მოცულობას (1,7 მილიარდი ლარი). აღნიშნული ინფორმაცია განთავსებულია ეროვნული ბანკის ვებგვერდზე სტატისტიკის რუბრიკაში.

გარდა ამისა, ეროვნული ბანკი შეუზღუდავად იღებს სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებს გირაოდ მონეტარულ ოპერაციებში კომერციული ბანკებისთვის ლიკვიდობის მიწოდებისას, რაც უზრუნველყოფს აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების მაღალ ლიკვიდურობას.

ასევე, კლიენტს საჭიროების შემთხვევაში, შეუძლია დააგირაოს ფასიანი ქაღალდი ბანკთან და ისეხოს მოკლევადიანი თანხა ეროვნული ბანკის პოლიტიკის განაკვეთთან მიახლოებული პროცენტით ანუ ლიკვიდობის სამართავად გამოიყენოს ეროვნული ბანკის რეფინანსირების ინსტრუმენტი, ისევე როგორც ამას აკეთებენ კომერციული ბანკები.

დამატებითი ინფორმაცია სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე შეგიძლიათ იხილოთ, ეროვნული ბანკისა და ფინანსთა სამინისტროს ვებგვერდებზე. აღნიშნული ინფორმაცია, ასევე განთავსებულია ეროვნული ბანკის საიტზე ხშირად დასმული კითხვების რუბრიკაში.

16.08.2016

### საქართველოს ეროვნული ბანკის საკასო ცენტრის წარმატებული პროექტით ყაზახეთის ცენტრალური ბანკი დაინტერესდა

16 აგვისტოს, საქართველოს ეროვნულ ბანკს ყაზახეთის ცენტრალური ბანკის დელეგაცია, ბანკის მმართველის მოადგილის დინა გალიევას ხელმძღვანელობით ეწვია. ვიზიტის მთავარი მიზანი საქართველოს ეროვნული ბანკის საკასო ცენტრის მონახულება და ეროვნული ბანკის წარმატებული გამოცდილების გაზიარებაა.

ვიზიტის პერიოდში ეროვნული ბანკის საკასო ცენტრის წარმომადგენლები ყაზახ კოლეგებს გაუზიარებენ გამოცდილებას საკასო ოპერაციების და უსაფრთხოების ნორმების, ასევე სხვა მნიშვნელოვანი ასპექტების



შესახებ, რომელიც მათ აღნიშნული პროექტის განხორციელებაში დაეხმარება.

საქართველოს ეროვნული ბანკის საკასო ცენტრი 2012 წელს გაიხსნა. ცენტრი ერთადერთია პოსტსაბჭოთა სივრცეში, რომელიც აღჭურვილია უსაფრთხოების თანამედროვე ტექნოლოგიებით და სრულ შესაბამისობაშია საერთაშორისო სტანდარტებთან.

19.08.2016

### დამატებითი ინფორმაცია საგარეო ვალის გადახდის სტატისტიკის თაობაზე

ბოლო პერიოდში, მომხმარებელთა მხრიდან გახშირდა შეკითხვები საგარეო ვალის გადახდის სტატისტიკასთან დაკავშირებით. შესაბამისად, ვაქვეყნებთ დამატებით მეთოდოლოგიურ განმარტებას, რაც დაეხმარება ამ საკითხით დაინტერესებულ პირებს.

საქართველოს ეროვნული ბანკი, „საგარეო ვალის გადახდის გრაფიკი“-ის სტატისტიკურ ცხრილს ერთიანი საერთაშორისო მეთოდოლოგიის მიხედვით ამზადებს, რომელსაც ყველა ქვეყანა ეყრდნობა. მეთოდოლოგიის შესაბამისად, საგარეო ვალის გადახდის გრაფიკში ასახულია ყველა ვალდებულება, მათ შორის ისეთიც, რომლის გადახდის ვალდებულება პრაქტიკულად არასდროს დადგება.

გადახდის გრაფიკის პირველი ხუთი სვეტი შეესაბამება იმ ვალდებულებებს, რომელიც უნდა დაიფაროს არაუმეტეს ერთი წლის ვადაში. აქედან პირველი სვეტი – „დაუყოვნებლივ გადასახდელი“, განეკუთვნება იმ ვალდებულებებს, რომლის გადახდის ვალდებულება უკვე დამდგარია (ვადაგადაცილებული ვალდებულებები) ან მისი გადახდა შეიძლება მოთხოვნილ იქნეს

დროის ნებისმიერ დროს (მიმდინარე დეპოზიტები და საკორესპონდენტო ანგარიშები). საყურადღებოა, რომ მიუხედავად აქ მითითებული საკმაოდ დიდი მოცულობის თანხებისა (დაახლოებით 1.6 მილიარდი აშშ დოლარი 2016 წლის 31 მარტის მდგომარეობით), მათი უმრავლესობის გადახდა პრაქტიკულად არ ხდება. უფრო მეტიც, იმ დეპოზიტების მთლიანად გადახდა, რომელიც ამ თანხის ძირითადი ნაწილია, არასდროს არ ხდება, ვინაიდან დეპოზიტების ნაწილი იფარება და მათ ნაცვლად ახალი დეპოზიტები მოიზიდება. ანუ, რეალურად, დეპოზიტების მოცულობა მუდმივად იზრდება.<sup>2</sup>

კომპანიათაშორისი სესხების შემთხვევაში კი ხშირია ვალის გადახდის ნაცვლად მისი სააქციო კაპიტალში გადატანის შემთხვევები. მაგალითისათვის, 2016 წლის პირველ კვარტალში ადგილი ჰქონდა ამ ტიპის მსხვილ ოპერაციას – კომპანიათაშორისი სესხიდან კაპიტალში გადაიტანეს 700 მილიონ აშშ დოლარამდე. ეს თანხა წლების განმავლობაში გრაფაში მითითებული იყო როგორც დაუყოვნებლივ გადასახდელი, მაგრამ გადახდის ნაცვლად ინვესტორმა იგი სააქციო კაპიტალში გადაიტანა. ქვემოთ მოყვანილ ცხრილში ნაჩვენებია ერთ წელზე ნაკლებ დროში გადასახდელი თანხები მთლიანი ეკონომიკისათვის სხვადასხვა პერიოდში გამოქვეყნებული „საგარეო ვალის გადახდის გრაფიკის“ ცხრილების მიხედვით.

(მლნ აშშ დოლარი)

**ცხრილი 1:**

ერთ წელზე ნაკლებ დროში გადასახდელი თანხები, სხვადასხვა პერიოდში გამოქვეყნებული „საგარეო ვალის გადახდის გრაფიკის“ ცხრილების მიხედვით

	31 დეკ-12	31 დეკ-13	21 დეკ-14	31 დეკ-15	31 მარ-16
საგარეო ვალის მომსახურება, სულ	4 751.1	4 777.7	4 661.4	4 780.3	4 223.0

ამ ცხრილში მოცემული გადასახდელი თანხები საკმაოდ სოლიდურად გამოიყურება, მაგრამ, როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ეს არ არის ის თანხები, რაც ქვეყანამ უნდა გადაიხადოს. ამ 4.7 – 4.8 მილიარდი აშშ დოლარიდან პრაქტიკულად არ ხდება დეპოზიტებისა (\$1.5 მილიარდი) და ვადაგადაცილებული

დავალიანების გადახდა (\$0.8 მილიარდი). სავაჭრო კრედიტების (\$0.7 მილიარდი) გადახდა ნაწილობრივ (დაახლოებით ნახევრის) ხდება საქონლისა და მომსახურების მიწოდებით. ხოლო დარჩენილი თანხა 1.5 – 1.8 მილიარდი აშშ დოლარი გრძელვადიანი და მოკლევადიანი სესხები და სავალო ფასიანი ქაღალდებია.

გრძელვადიანი სავალო ფასიანი ქაღალდების (ობლიგაციები) შემთხვევაში, ხშირად გადახდის თარიღის მოახლოებისას ხდება ახალი ობლიგაციების გამოშვება და ძველის გამოსყიდვა, რაც, სტატისტიკურად განიხილება, როგორც გადახდის თარიღის გადაწევა. აღსანიშნავია, რომ ბოლო წლების განმავლობაში ასეთი ტიპის ოპერაცია შეეხო 1.0 მილიარდი აშშ დოლარის ღირებულების ობლიგაციებს, რაც იმას ნიშნავს, რომ თუ ეს ობლიგაციები ადრე ერთ წელამდე გადასახდელ ვალდებულებების სტატისტიკაში აისახებოდა, შემდეგ მათი გადახდის თარიღმა 5 – 10 წლით გადაიწია.

ყველა სავალო ინსტრუმენტის შემთხვევაში ხდება როგორც ძველი ვალდებულებების გადახდა, ისე ახალი ვალდებულებების აღება, ხოლო ცხრილში „საგარეო ვალის გადახდის გრაფიკი“, ვხედავთ მხოლოდ გადახდის მხარეს. ამასთან, უნდა აღინიშნოს, რომ ახალი ვალდებულებების აღება უმეტესწილად ჭარბობს გადახდას, რის გამოც წმინდა ნაკადი დადებითია, რაც ჩანს ქვემოთ მოყვანილი ცხრილიდან.

(მლნ აშშ დოლარი)

**ცხრილი 2:**

საგარეო ვალი და წმინდა ცვლილება

	2012	2013	2014	2015	2016
საგარეო ვალის ნაშთი პერიოდის ბოლოს	12 035.7	13 290.1	13 741.8	15 036.7	14 607.8

\* 2016 წლის პირველ კვარტალში საგარეო ვალის შემცირება გამოწვეულია ინვესტორის მიერ ვალის სააქციო კაპიტალში გადატანით.

ქვეყანაში სავალუტო სახსრების შემოდინების და გადინების ანალიზისას უმჯობესია ვიხელომდვანელოთ არა „საგარეო ვალის გადახდის გრაფიკით“ (რომელიც საორიენტაციოა), არამედ სავადასახდელო ბალანსით,

<sup>2</sup> ამის მაგალითია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის განაწილებული ნასესხობის უფლებები, რომლის მოცულობა 144 მილიონი SDR, ანუ დაახლოებით 200 მილიონი აშშ დოლარია. განაწილებული ნსუ (SDR) არის სავალუტო ფონდის მიერ შექმნილი საერთაშორისო სარეზერვო აქტივი, რომელიც ნაწილდება სავალუტო ფონდის წევრ ქვეყნებზე მათი კვოტის პროპორციულად. განაწილებული ნსუ ისეთი ვალდებულებაა, რომელსაც არ აქვს დაფარვის ვადა და პრაქტიკულად, მისი გადახდის ვადა არ დადგება, სანამ ქვეყანა იქნება საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წევრი. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ზემოხსენებული განაწილებული ნსუ-ს მოცულობა, ასევე, ასახულია ეროვნული ბანკის აქტივის მხარეს და შესაბამისად, სეზ-ის წმინდა ვალდებულება ნულის ტოლია. 2009 წლიდან საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა შეცვალა მეთოდოლოგიური მიდგომა ნსუ-ს მიმართ, რის გამოც ამ პერიოდთან განაწილებული ნსუ აღირიცხება საგარეო ვალის სტატისტიკაში.



რომელშიც მოცემულია შემომავალი და გამავალი ნაკადები სხვადასხვა ეკონომიკური აქტივობის მიხედვით დროის გარკვეული პერიოდებისათვის.

საქართველოს ეროვნული ბანკი, საგარეო სექტორის სტატისტიკას აწარმოებს საერთაშორისო სავალუ-

ტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის მეთოდოლოგიური სახელმძღვანელოს როგორც მეხუთე, ასევე, მეექვსე რედაქციის მიხედვით. სტატისტიკური ცხრილები განთავსებულია ეროვნული ბანკის ვებგვერდზე სტატისტიკის რუბრიკაში, სადაც ასევე მოცემულია მოკლე მეთოდოლოგიური განმარტებები.

# ინფორმაცია ავტორებისთვის

## სტატიების სტრუქტურირების და წყაროების/ბიბლიოგრაფიის მითითების წესები

### სტატიის სტრუქტურა:

#### 1. შესავალი

- a. განსახილველი თემის დასახელება და მოკლე აღწერა
- b. თემის შერჩევის კრიტერიუმები
- c. სტატიის დანარჩენი ნაწილის სტრუქტურა/შინაარსი

#### 2. ლიტერატურის მიმოხილვა

ამ ან ანალოგიურ საკითხთან დაკავშირებით სხვა ეკონომისტების მიერ გამოქვეყნებული სამეცნიერო ლიტერატურის მიმოხილვა

#### 3. თეორიული ნაწილი

ეკონომიკური მოდელი/თეორია, რომელსაც ეფუძნება სტატია

#### 4. მონაცემების ანალიზი

- a. მონაცემების აღწერა (სპეციფიკური მონაცემები კონსტრუირების აღწერის ჩათვლით)
- b. მონაცემთა აღწერითი სტატისტიკა (განხილული თემის შესაბამისად)

#### 5. ემპირიული ანალიზი (გამომდინარე საჭიროებიდან)

#### 6. შედეგები

#### 7. შედეგების განხილვა

#### 8. დასკვნა

სტატიის მოცულობა უნდა შეადგენდეს 2500-5000 სიტყვას.

### წყაროების/ბიბლიოგრაფიის მითითების წესი (ჰარვარდის სტილი)

#### 1. ჰარვარდის სტილის დანიშნულება.

ჰარვარდის სტილი არის ციტირების აკადემიური სისტემა, რომელიც საშუალებას აძლევს ავტორს გამოიყენოს სხვა პირების ინფორმაცია და აზრები საკუთარ ნაშრომში და ამასთან უზრუნველყოს

საავტორო უფლებების დაცვა. ჰარვარდის სტილის გამოყენება უმარტივეს ნაშრომის მკითხველებს ავტორის მიერ გამოყენებული ლიტერატურისა და წყაროების მოძებნას; ჰარვარდის სტილის გამოყენება, აგრეთვე, ამცირებს პლაგიატის რისკებს.

ჰარვარდის სტილის გამოყენებისას ნაშრომის ტექსტში რაიმე ავტორის/წყაროს ციტირებისას ყოველთვის იქნება მითითებული ციტირებული ავტორის სახელი და გვარი და პუბლიკაციის წელი. გარდა ამისა, ნაშრომისთვის დართულ ბიბლიოგრაფიაში მითითებული იქნება როგორც ავტორის სახელი და გვარი და პუბლიკაციის თარიღი, ისე სხვა ბიბლიოგრაფიული დეტალები. ბიბლიოგრაფია დალაგებული უნდა იყოს ანბანის შესაბამისად, ავტორების გვარების მიხედვით.

#### 2. წყაროების მითითება ნაშრომის ტექსტში: პარაფრაზი და ციტირება.

ყოველთვის, როდესაც თქვენს ნაშრომში იყენებთ სხვა ავტორის/ავტორების/ორგანიზაციის ინფორმაციას, აუცილებლად უნდა მიუთითოთ ავტორების სახელები და გამოყენებული ნაშრომის პუბლიკაციის წელი. ეს ეხება როგორც პარაფრაზს (სხვისი აზრის/შედეგები საკუთარი სიტყვებით გადმოცემას), ისე ციტირებას (სხვისი ტექსტის უცვლელად გადმოტანას). აღნიშნული დეტალები უნდა განთავსდეს წინადადების ბოლოს, მაგალითად:

„Volunteer programmes are successful when volunteers are working in positions they look forward to undertaking and want to fill“ (McCurley, Lynch & Jackson 2012, p. 78).

ერთი წინადადების ციტირებისას, ჩასვით ის ბრჭყალებში. თუ ახდენთ ორი ან მეტი წინადადების ციტირებას, ციტირებული ტექსტი ცალკე აბზაცად გამოყავით. თუ წყაროს არ გააჩნია გვერდების ნუმერაცია (მაგალითად ინტერნეტში განთავსებული სტა-



ტიები), საკმარისია მხოლოდ ავტორის სახელებისა და პუბლიკაციის წლის მითითება. იმ შემთხვევაში, თუ ავტორის სახელი ცნობილი არაა (რაც განსაკუთრებით ზედმიწევნით უნდა გადამოწმდეს) მითითებული უნდა იყოს პუბლიკაციის დასახელება (რომელიც იტალიკით უნდა იყოს აკრეფილი), წელი და შესაბამისი გვერდი, მაგალითად:

Decapsulation of brine shrimp cysts is not necessary but has been carried out by dedicated aquarists for many years as they claim it improves hatching rates (Hatching and raising brine shrimp 2010, p. 2).

### 3. წყაროების ჩამონათვალი/ბიბლიოგრაფია.

წყაროების სია არის ყველა იმ საინფორმაციო წყაროს სია, რომელიც თქვენ გამოყენებულ/ციტირებული გაქვთ ნაშრომში. ბიბლიოგრაფია ამგვარ წყაროებთან ერთად მოიცავს ყველა იმ წყაროს, რომელსაც თქვენ გაცნობთ ნაშრომზე მუშაობის დროს, მაგრამ შეიძლება უშუალოდ ნაშრომის ტექსტში გამოყენებული არ გაქვთ. ჟურნალში ნაშრომის გამოგზავნისას სასურველია მიუთითოთ მხოლოდ წყაროების ჩამონათვალი.

### 4. ბიბლიოგრაფიული დეტალები.

#### a. წიგნები:

წიგნებისთვის ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:

1. ავტორ(ებ)ი – პიროვნებები ან ორგანიზაცია – ან რედაქტორ(ებ)ი, ჯერ გვარები, შემდეგ სახელები;
2. პუბლიკაციის წელი;
3. სათაური (ქვესათაურის ჩათვლით, ასეთის არსებობის შემთხვევაში), იტალიკით;
4. სერიის დასახელება და ტომის ნომერი (ასეთების არსებობის შემთხვევაში);
5. გამოცემა – თუ ეს არ არის წიგნის ერთადერთი გამოცემა;
6. გამომცემელი;
7. პუბლიკაციის ადგილი (ქალაქი/რაიონი).

მაგალითად:

Rosen, MR & Kunjappu, JT 2012, Surfactants and interfacial phenomena, 4th edn, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.

#### b. სტატიები გაზეთებისა და ჟურნალებიდან (გარდა იმ სტატიებისა, რომლებიც თავისუფლად ხელმისაწვდომია გაზეთებისა და ჟურნალების ოფიციალურ ვებ-გვერდებზე).

ამ შემთხვევაში ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:

1. ავტორ(ებ)ი – თუ მითითებულია;
2. პუბლიკაციის წელი;
3. სათაური (ბრჭყალებში);
4. გაზეთის/ჟურნალის დასახელება (იტალიკით);
5. ტომის/გამოცემის ნომერი;
6. თვე და რიცხვი (გაზეთისთვის) ან თვე/კვარტალი (ჟურნალისთვის) – თუ არ არის ტომის/გამოცემის ნომერი;
7. გვერდი.

მაგალითად:

Fei, W & Wu, B 2011, 'Equal-area theorem based direct digital sinusoidal pulse-width modulation method for multilevel voltage inverters', Australian Journal of Electrical & Electronics Engineering, vol. 8, no. 2, pp. 129-136.

#### c. ინფორმაცია ინტერნეტიდან.

ამ შემთხვევაში ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს:

1. ავტორ(ებ)ი ან ორგანიზაცია, პასუხისმგებელი ვებ-გვერდზე;
2. ინფორმაციის გამოქვეყნების ან უახლესი მოდიფიკაციის წელი;
3. ვებ-გვერდის/დოკუმენტის სათაური;
4. თარიღი, როდესაც პირველად ეწვიეთ ამ გვერდს – დღე/თვე/წელი;
5. URL (ვებ-მისამართი). მოყვანილი უნდა იყოს <>-ში. ლინკები არ უნდა იყოს აქტიური.

მაგალითად:

AusIndustry 2013, Certain inputs to manufacture (CIM), AusIndustry, viewed 21 January 2013, <<http://www.ausindustry.gov.au/programs/manufacturing/cim/Pages/default.aspx>>.

ჰარვარდის სტილის შესახებ დამატებითი ინფორმაციისთვის ეწვიეთ, მაგალითად, შემდეგ ვებ-გვერდს: [http://www.swinburne.edu.au/lib/studyhelp/harvard\\_style.html](http://www.swinburne.edu.au/lib/studyhelp/harvard_style.html)