



02

03

04

05

06

07

08

09

1.683, -2.761, 1,701

88.76

56.91

34.09

147.09

2.689

წინამდებარე ნომრის რედაქტორის სვეტი მოცულობით განსხვავდება წინა ნომრების სვეტებისგან. თუმცა, გამომდინარე თემის მნიშვნელობიდან, რომელსაც ეს სტატია ეხება, გადავწყვიტეთ ამჯერად გადავუხვიოთ ტრადიციას. როგორც რედაქტორის სვეტს შეეფერება, ეს სტატია არის არასამეცნიერო, პოპულარული ხასიათის მატარებელი, და განკუთვნილია არა ეკონომისტი მკითხველისთვის, არამედ ნებისმიერი ადამიანისთვის ვისაც აინტერესებს გაცვლითი კურსის დინამიკა და მასზე მოქმედი ფაქტორები.

გიორგი ბარბაქაძე

საპარტფელოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკისა და
სტატისტიკის დეპარტამენტის უფროსი

გიორგი ბაქრაძე

ჟურნალის „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“ მთავარი რედაქტორი

ზვიად ზედგინიძე

საპარტფელოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკისა
და სტატისტიკის დეპარტამენტის მაკროეკონომიკური კვლევების

განყოფილების უფროსი,

სალომე თვალთქი

საპარტფელოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკისა და
სტატისტიკის დეპარტამენტის მაკროეკონომიკური კვლევების
განყოფილების წამყვანი სპეციალისტი

გაცვლითი კურსის განმსაზღვრელი ფაქტორები

ანოტაცია

კვლევის მიზანია საქართველოს მაგალითზე მიმოიხილოს გაცვლით კურსზე მოქმედი ფაქტორები. მკითხველს გააცნოს კავშირი ვალუტის რეალურ და ნომინალურ გაცვლით კურსებს შორის და განსაზღვროს მათზე მოქმედი ფაქტორები გრძელვადიან, საშუალო და მოკლევადიან პერიოდებში. ასევე, წარმოდგენილი თეორიული ჩარჩო გაცვლითი კურსის გრძელვადიანი დინამიკის პროგნოზირების საშუალებას იძლევა და ამავე დროს ხაზს უსვამს მის არაპროგნოზირებად ბუნებას მოკლევადიან პერიოდში.

შესავალი

ესეთ მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებთან ერთად, როგორებიცაა მშპ, ინფლაცია და საპროცენტო განაკვეთები, გაცვლითი კურსი ასევე მნიშვნელოვან პარამეტრს წარმოადგენს ქვეყნის ეკონომიკისთვის. გარდა ამისა, გაცვლითი კურსისადმი განსაკუთრებულ ინტერესს ეკონომიკური აგენტების მიერ სპეკულაციური ინტერესიც ქმნის. შესაბამისად გა-

ცვლითი კურსის პროგნოზი ყველასთვის დიდი ინტერესის საგანია, თუმცა მისი მოკლევადიანი დინამიკის პროგნოზირება ცდება თუნდაც ყველაზე სრულყოფილი ეკონომიკური ანალიზის შესაძლებლობებს.

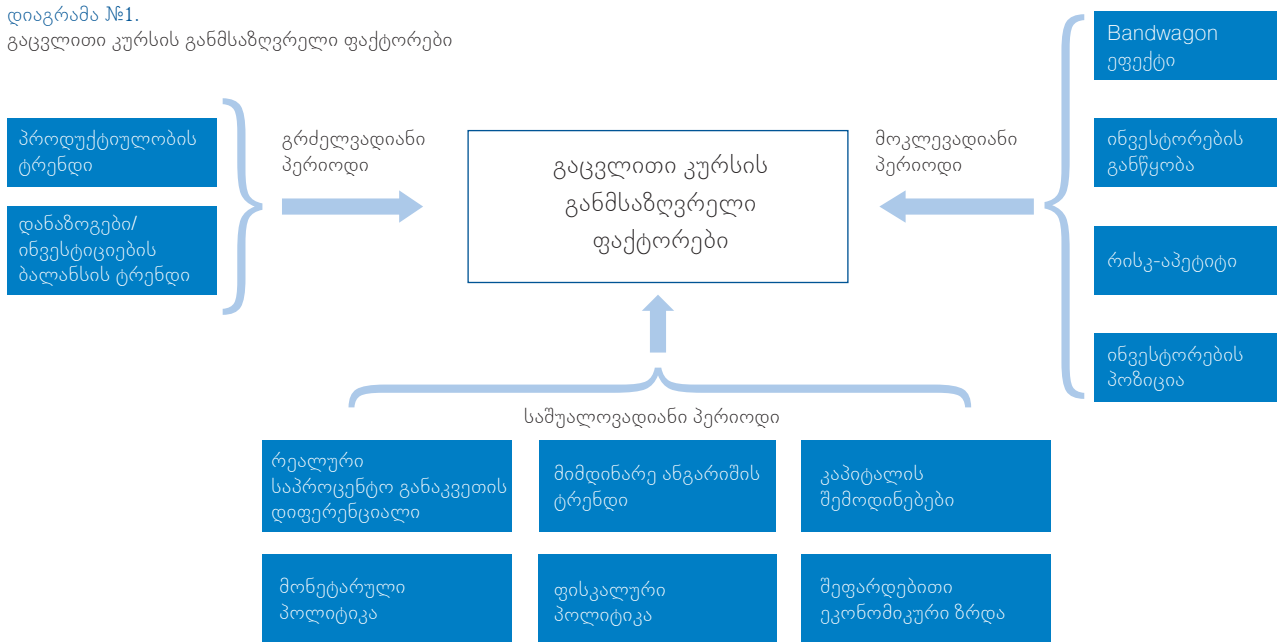
გაცვლითი კურსი წარმოადგენს სხვადასხვა ქვეყნის ვალუტების ფარდობით ფასს, რაც კურსის თავისუფალი ცურვის რეჟიმის პირობებში ბაზარზე უცხოური ვალუტის მოთხოვნა-მიწოდებით განისაზღვრება. გარდა ფუნდამენტური ფაქტორებისა, მოკლევადიან პერიოდში ბაზრის მონაწილეთა მოლოდინები და სხვა მოკლევადიანი ფაქტორები ახდენს მნიშვნელოვან გავლენას და იწვევს მის მერყეობას. მეორე მხრივ, თვით მოლოდინები და კურსის პროგნოზი, გავლენას ახდენს ვალუტის მიმდინარე ფასზე, ანუ კურსზე მოქმედი ყველა ინფორმაცია მყისიერად აისახება მიმდინარე ფასში. შესაბამისად, რომც იყოს შესაძლებელი ფუნდამენტური ფაქტორებით სწორად განისაზღვროს კურსის პროგნოზი, მოკლევადიან პერიოდში ის ვერ გამართლდება.

როდესაც გაცვლითი კურსის განმსაზღვრელ



დიაგრამა №1.

გაცვლითი კურსის განმსაზღვრელი ფაქტორები



ფაქტორებზე ვსაუბრობთ, მნიშვნელოვანია გავაცნობიეროთ, რომ მოკლევადიან პერიოდში მოქმედი ფაქტორები დიდად განსხვავდება საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში მოქმედი ფაქტორებისგან. თუკი გაცვლით კურსზე გრძელვადიან პერიოდში სტრუქტურული ფაქტორების გავლენა დომინირებს, საშუალო ვადიან პერიოდში ციკლური, ხოლო მოკლევადიან პერიოდში ბაზრის მონაწილეთა მოლოდინები და ვალუტის მიმდინარე ტრანზაქციებისთვის საჭიროება ახდენს გავლენას. დიაგრამა 1 წარმოადგენს ყველა იმ ძირითადი ფაქტორის სქემატურ ილუსტრაციას, რაც დროის სხვადასხვა პერიოდებში გაცვლითი კურსის დინამიკაზე მოქმედებს.

სანამ გაცვლით კურსზე მოქმედი ფაქტორების ანალიზს დავიწყებდეთ, მნიშვნელოვანია ვახსენოთ ნომინალურ და რეალურ გაცვლით კურსებს შორის განსხვავება. თუკი ნომინალური გაცვლითი კურსი გამოსახავს უცხოური ვალუტის ფასს ადგილობრივი ვალუტით¹, რეალური გაცვლითი კურსი მხედველობაში ორივე ქვეყანაში ფასების დონეთა შორის განსხვავებასაც იღებს. შესაბამისად, რეალური კურსი წარმოადგენს უცხოური საქონლის ფასს გამოხატულს ადგილობრივი საქონლით (ან პი-

რიქით). საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში მაკროეკონომიკური ფაქტორების ანალიზს სწორედ რეალური გაცვლითი კურსისთვის განვიხილავთ, თუმცა იმის გათვალისწინებით, რომ ინფლაცია პროგნოზირებადი და სტაბილურია, რეალური გაცვლითი კურსის დინამიკა საკმაოდ მაღალი კორელაციით აისახება ნომინალური გაცვლითი კურსის დინამიკაზე.

კიდევ ერთი ცნება, რაც გაცვლით კურსს უკავშირდება, ეფექტური რეალური გაცვლითი კურსია. სიტყვა ეფექტური ამ შემთხვევაში აღნიშნავს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების მიმართ საშუალო². ზოგადად, ქვეყნების დივერსიფიცირებული სავაჭრო ურთიერთობიდან გამომდინარე, ეკონომიკის კონკურენტუნარიანობაზე სწორედ ეფექტური რეალური გაცვლითი კურსი ახდენს გავლენას.

საქართველოს რეალობიდან გამომდინარე, ჩვენი ფინანსური სისტემის მაღალი დოლარიზაციის გათვალისწინებით, საზოგადოების ძირითად ინტერესს ლარის დოლართან მიმართებაში ნომინალური კურსის მოკლევადიანი რყევა იწვევს, თუმცა ეკონომიკისთვის, კერძოდ კი ინფლაციისთვის, სავაჭრო კონკურენტუნარიანობისა და გრძელვადიანი ინვესტიციებისთვის მისი მნიშვნელობა არცთუ დიდია. პირიქით, ეკონომიკისთვის მნიშვნელოვანია

1. თუმცა, არსებობს საპირისპირო განმარტებაც, როდესაც გაცვლითი კურსი გამოსახავს ადგილობრივი ვალუტის ფასს უცხოური ვალუტით. სტატიაში გამოყენებული შეთანხმების თანახმად, კურსის ინდექსის ზრდა გამყარებას, ხოლო შემცირება გაუფასურებას აღნიშნავს.
2. უფრო ზუსტად გამოითვლება საშუალო შეწონილი, სადაც წონები გამოითვლება ვაჭრობის მოცულობაში თითოეული ქვეყნის წვლილის მიხედვით.

რეალური გაცვლითი კურსის საშუალო და გრძელვადიანი დინამიკა. ამასთან, საყურადღებოა არა მხოლოდ ბილატერალური რეალური გაცვლითი კურსი დოლართან მიმართებაში, არამედ რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსიც.

სიმარტივისთვის ჩვენი ანალიზი ფოკუსირებული იქნება ლარის დოლართან მიმართებაში რეალურ და ნომინალურ გაცვლით კურსებზე მათზე დიდი ინტერესის გამო, თუმცა მსგავსი ანალიზი იგივე წარმატებით გავრცელდება ევროსთან და სხვა სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებთან მი-

მართებაში და შესაბამისად განზოგადდება ეფექტური გაცვლითი კურსისთვისაც. I ნაწილში ჩვენ განვიხილავთ სტრუქტურულ ფაქტორებს, რომლებიც რეალური გაცვლითი კურსის გრძელვადიან დინამიკას განსაზღვრავს. II ნაწილი ეთმობა ეკონომიკის ციკლური ფაქტორების ანალიზს, რაც რეალური გაცვლითი კურსის დინამიკას საშუალოვადიან პერიოდში განსაზღვრავს, ხოლო III ნაწილში შევეცდებით ავხსნათ ნომინალური გაცვლითი კურსის მოკლევადიანი რყევების გამომწვევი ფაქტორები.

გრძელვადიანი პერიოდი

გრძელვადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის ანალიზისას მნიშვნელოვანია გვახსოვდეს, რომ გაცვლითი კურსის დინამიკის მთავარი განმსაზღვრელი ფაქტორი გრძელვადიანი წონასწორული მნიშვნელობა და მისი ტრენდია. შესაბამისად, გრძელვადიანი წონასწორული მაჩვენებლის შეფასება საშუალებას იძლევა დადგინდეს გაცვლითი კურსის სავარაუდო დინამიკა გრძელვადიან პერსპექტივაში. რამდენადაც არ არსებობს ერთი შეთანხმებული მეთოდი, რომელიც ყველა ქვეყნისთვის ზუსტად შეაფასებდა გაცვლითი კურსის გრძელვადიან წონასწორულ დონეს, ეკონომისტები ამ მიზნით სხვადასხვა მეთოდებსა და მოდელს იყენებენ რათა შეიქმნან კონკრეტული წარმოდგენა კურსის სამომავლო დინამიკაზე. ჩვენ შევეცდებით მიმოვიხილოთ ზოგადი ჩარჩო და შემდგომ ჩვენი ხედვა შემოგთავაზოთ საქართველოს სპეციფიკის გათვალისწინებით.

პირველ რიგში გვინდა აღვნიშნოთ, რომ გრძელვადიანი წონასწორობის მოდელები გამიზნულია რეალური გაცვლითი კურსის წონასწორობის შეფასებისთვის და აბსტრაგირებას ახდენს ნომინალური მნიშვნელობისგან. ითვლება, რომ გრძელვადიან პერიოდში ინფლაცია და ნომინალური გაცვლითი კურსი ერთმანეთს აბალანსებს. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, თუკი ცენტრალური ბანკი ინფლაციის

მიზნობრივ მაჩვენებელს შეამცირებს, ეს სხვა თანაბარ პირობებში ლარის ნომინალური კურსის გამყარებას გამოიწვევს, ხოლო თუკი ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელს გაზრდის ეს ნომინალური კურსის ნაკლებ გამყარებას განაპირობებს. $\Delta Z_t = \Delta S_t + \pi - \pi^*$ სადაც, ΔZ რეალური, ხოლო ΔS ნომინალური გაცვლითი კურსების გამყარებას³ აღნიშნავს. π ადგილობრივ ხოლო π^* უცხოური ინფლაციის დონეს წარმოადგენს. აქვე უნდა გავითვალისწინოთ, რომ ეკონომიკა გრძელვადიან პერიოდში წონასწორული მდგომარეობისკენ მიისწრაფის $Z_t = \bar{Z}$.

შესაბამისად, ჩვენი ანალიზი გრძელვადიანი პერიოდისთვის, სწორედ $\Delta \bar{Z}$ -ზე, რეალური გაცვლითი კურსის წონასწორულ ტენდენციამზე, იქნება ფოკუსირებული. შემდგომ კი, ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლებზე დაყრდნობით ნომინალურ გაცვლით კურსზე გავაკეთებთ დასკვნას.

გრძელვადიანი წონასწორობის შეფასების ერთ-ერთი ყველაზე ტრადიციული მეთოდია მსყიდველობითი უნარის პარიტეტი (PPP). ამ მეთოდის მიხედვით, რეალური გაცვლითი კურსის გრძელვადიანი წონასწორული მნიშვნელობა ადგილობრივი და უცხოური ფასების/ინფლაციების თანაფარდობით განისაზღვრება, რასაც საფუძვლად უდევს ვაჭრობად საქონელსა და მომსახურებაზე არბიტრაჟის შესაძლებლობა. ეს უკანასკნელი გულისხმობს, რომ ვაჭ-

3. მეტი სიზუსტისთვის, Z და S შესაბამისად რეალური და ნომინალური გაცვლითი კურსების ლოგარითმებს აღნიშნავს.



რობად საქონელზე ყველა ქვეყანაში თანაბარი ფასი უნდა იყოს. სხვა სიტყვებით, რომ ვთქვათ PPP აბსოლუტური ფორმით გულისხმობს, რომ

$$Z_t = 1 \quad (1)$$

PPP-ის აბსოლუტური ფორმა გულისხმობს ადგილობრივი და უცხოური საქონლის ღირებულების ტოლობას. თუმცა, აქვე უნდა ითქვას, რომ სატრანსპორტო და საოპერაციო ხარჯების, საერთაშორისო ვაჭრობაში ტარიფებისა და ბარიერების არსებობა და ასევე ის, რომ ადგილობრივი და უცხოური საქონელი სრულიად იდენტური არაა, აღნიშნული PPP აბსოლუტური ფორმიდან გადახრას განაპირობებს. PPP-ს უფრო ზოგად ფორმას შემდეგი სახე აქვს

$$Z_t = \alpha \quad (2)$$

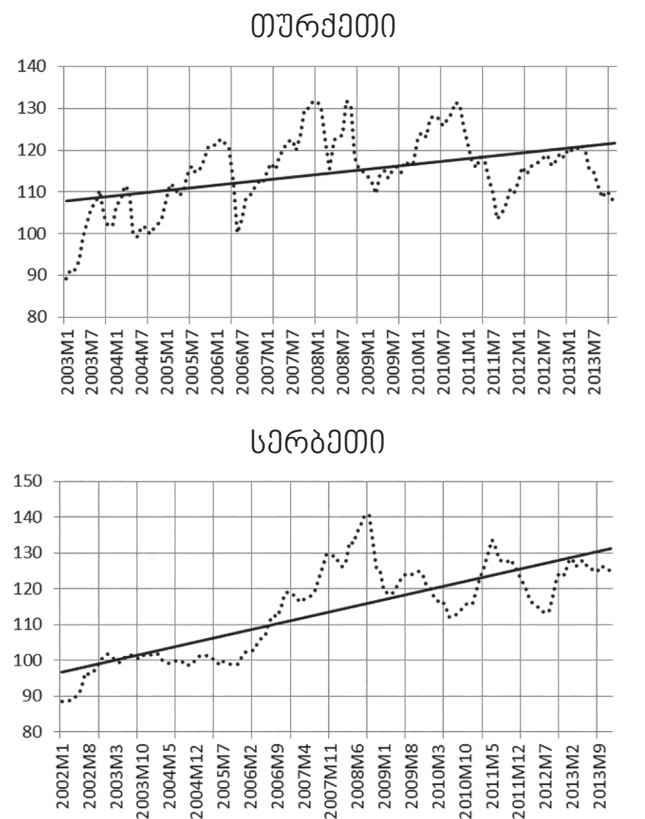
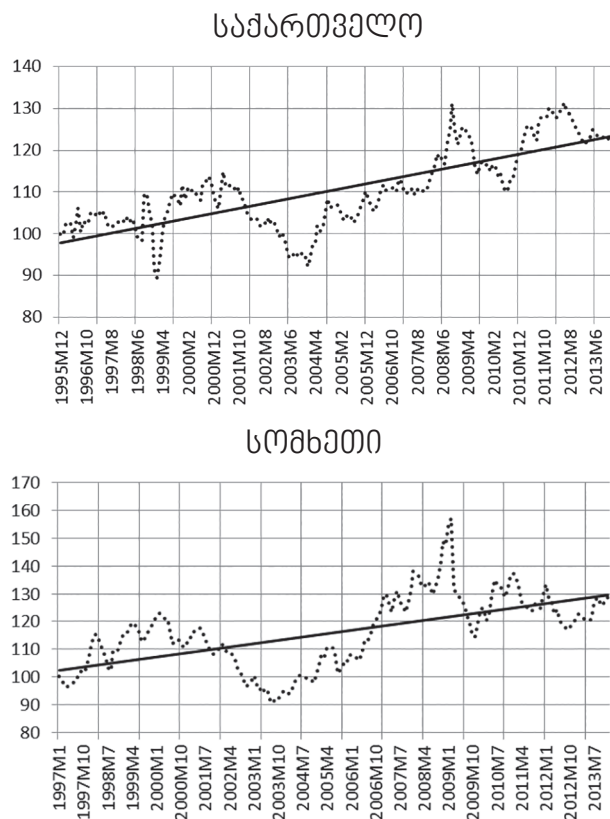
სადაც, α წარმოადგენს მუდმივას და მოიცავს საერთაშორისო ვაჭრობის ხარჯებს. ასევე, აბსოლუტური ფორმიდან გადახრა, ტექნიკური მიზეზებითაც შეიძლება იყოს გამოწვეული. კერძოდ, ადგილობრივი და უცხოური ინფლაციის გამოთვლის

მეთოდოლოგიების სხვაობა და/ან სამომხმარებლო კალათის განსხვავებული სტრუქტურა, რაც კონკრეტულად ქვეყნის სპეციფიკიდან გამომდინარე განისაზღვრება. PPP-ს ზემოაღნიშნული ზოგადი ფორმა (2) გულისხმობს, რომ თუკი გარკვეული ფაქტორების გამო საქონლის ფასები სხვადასხვა ქვეყანაში ერთნაირი არაა სხვაობა მუდმივი მაინც უნდა იყოს.

თუმცა, როგორც ამ თემატიკაზე მიძღვნილი ემპირიული კვლევების ანალიზი უჩვენებს, PPP-ის მნიშვნელობიდან ისტორიულად მნიშვნელოვანი გადახრები ფიქსირდება, განსაკუთრებით კი განვითარებადი ქვეყნების შემთხვევაში, რომელთა რეალურ გაცვლით კურსს წონასწორობის ტრენდი გააჩნია. ძირითადი მოდელი, რასაც ჩვენ სტატიაში შემოგთავაზებთ ლარის რეალური კურსის გრძელვადიანი ანალიზისთვის, Aukrust (1997) და Calmfors (2001) შრომებს ეფუძნება, რომლებიც ამ მიმართულებით საერთაშორისოდ გამოყენებულ საბაზო ჩარჩოს წარმოადგენს.

დიაგრამა №2.

რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი



ზემოაღნიშნული მოდელის მიხედვით, ხელფასების ზრდა ვაჭრობად სექტორში⁴ გრძელვადიან პერიოდში პროდუქტიულობის ზრდით და იმპორტული ინფლაციით არის განპირობებული. ხელფასების ზრდა კი, საბოლოოდ ქვეყანაში ადგილობრივ ინფლაციას და რეალური კურსის გამყარებას განაპირობებს. უფრო კონკრეტულად, ბალასა-სამუელსონის ეფექტის მიხედვით, თუკი ადგილობრივი ქვეყნის ვაჭრობად სექტორში პროდუქტიულობის ზრდა უფრო მაღალია ვიდრე უცხოური ქვეყნის შესაბამის სექტორში, მაშინ ადგილობრივი ქვეყნის არავაჭრობადი საქონელის ფასები უფრო სწრაფად გაიზრდება ვიდრე ვაჭრობადი, რაც რეალური გაცვლითი კურსის გამყარებას განაპირობებს. შესაბამისად, შეიძლება ითქვას, რომ პროდუქტიულობის ზრდის ტემპებს შორის სხვაობა ადგილობრივ და უცხოურ ქვეყანას შორის, გრძელვადიანად რეალური გაცვლითი კურსის დინამიკას განაპირობებს (ასევე, იხ. Balassa (1964), Samuelson (1964)).

იგივე რომ ფორმულების გამოყენებით გამოვსახოთ შემდეგი სურათი გვექნება. როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ

$$\Delta Z_t = \Delta S_t + \pi - \pi^* \quad (3)$$

თავის მხრივ, ადგილობრივი ინფლაცია შემდეგნაირად აღიწერება:

$$\pi = \Delta S + \pi^* + (\Delta q - \Delta q^*) \quad (4)$$

სადაც, Δq და Δq^* ადგილობრივი და უცხოური ქვეყნის პროდუქტიულობების ზრდას აღნიშნავს⁵. შესაბამისად, (4) და (3) თუ გავაერთიანებთ, მივიღებთ, რომ რეალური გაცვლითი კურსი გრძელვადიან პერიოდში სწორედ ადგილობრივი და უცხოური პროდუქტიულობების ზრდის სხვაობით განისაზღვრება

$$\Delta Z_t = \Delta q - \Delta q^*$$

ზოგადი ჩარჩოდან საქართველოს შემთხვევაში ანალიზზე რომ გადმოვინაცვლოთ, საჭიროა დავაკვირდეთ ბოლო ათწლეულის ისტორიულ მონაცემებს და ასევე შემდგომ პერიოდთან დაკავშირებით შევაფასოთ მოსალოდნელი დინამიკა, რა თქმა უნდა გარკვეული დაშვებების პირობით. კერძოდ, ცხრილი 1-ში მოყვანილია საქართველოს და მისი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნებისთვის წარმოების ფაქტორთა პროდუქტიულობის ზრდის მაჩვენებლები ისტორიულად. როგორც მონაცემებიდან ჩანს, ბოლო 15 წლის მანძილზე საშუალოდ საქართველო უფრო მაღალი პროდუქტიულობის ზრდით ხასიათდებოდა ვიდრე მისი განვითარებული პარტნიორები და ასევე თურქეთი. აღნიშნულ სავსებით ლოგიკურია რადგან, კონვერგენციის⁵ ჰიპოთეზის თანახმად, დაბალი განვითარების ეტაპზე მყოფი ქვეყნებისთვის უფრო მაღალი ტემპით ზრდა არის დამახასიათებელი და დროთა განმავლობაში, როდესაც ისინი აღწევენ განვითარებული ქვეყნების დონეს, ზრდის ტემპიც მცირდება⁶.

ცხრილი №1.

პროდუქტიულობის საშუალო წლიური ზრდის ტემპი

ქვეყანა	1999-2013 წწ.	სხვაობა*
საქართველო	5.1	
აშშ	0.7	4.4
ევროზონა	0.5	4.6
თურქეთი	1.2	3.9

წყარო: The Conference Board Total Economy Database™, January 2014, ავტორების შეფასება.

4. ან უფრო ზოგადად, ეკონომიკის იმ სექტორებში რომელთაც საერთაშორისო კონკურენცია ეხებათ.

5. კონვერგენცია (convergence) - ე.წ. მკვეთრი ზრდის ეფექტი, წარმოადგენს ჰიპოთეზას რომლის მიხედვით არსებობს ტენდენცია, რომ შედარებით ღარიბი ქვეყნების შემოსავლები უფრო სწრაფად იზრდება ვიდრე შედარებით მდიდარი ქვეყნების. შედეგად, დროთა განმავლობაში სხვადასხვა ქვეყნებში მოსახლეობის ერთ სულზე შემოსავლები ერთმანეთს უნდა გაუტოლდეს.

6. აღნიშნულ ჰიპოთეზას ამყარებს აღმოსავლეთ ევროპის, აზიის, ლათინო ამერიკის და სხვა ქვეყნების პრეცედენტები. განვითარებადი ქვეყნებისთვის შედარებით სწრაფი განვითარების საფუძველს ძირითადად ტექნოლოგიური პროგრესის, ასევე ცოდნის და ადამიანური კაპიტალის იმპორტი წარმოადგენს.



ცხრილი №2.

ლარის რეალური გაცვლითი კურსის გამყარება ძირითადი პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებთან მიმართებით

ქვეყანა	2000 - 2013 წწ.
აშშ დოლარი	4.8
ევრო	5.5
ლირა	2.1
რეალური ეფექტური კურსი	1.5

წყარო: სებ-ის სტატისტიკური მონაცემები

ბალასა-სამუელსონის მოდელის თანახმად, სწორედ პროდუქტიულობის ზრდებს შორის სხვაობა განსაზღვრავს რეალური გაცვლითი კურსის დინამიკას. ცხრილი 2-ში მოყვანილია ლარის რეალური გაცვლითი კურსის გამყარების ტემპი სხვადასხვა ვალუტებთან მიმართებით, რომელიც შესაბამისობაშია და დიდწილად პროდუქტიულობის ზრდების სხვაობით არის განპირობებული.

აღნიშნული მიდგომით, რეალური კურსის გრძელვადიანი პროგნოზირება რომ განვიზრახოთ, საჭიროა შევაფასოთ პროდუქტიულობის შემდგომი ზრდის ტემპები ჩვენსა და სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებს შორის. რეალური გაცვლითი კურსი კი თავის მხრივ ნომინალურ კურსს განსაზღვრავს ინფლაციის გათ-

ვალისწინებით. შესაბამისად, ნომინალური კურსის გრძელვადიან დინამიკაზე რომ ვიმსჯელოთ, უნდა გავითვალისწინოთ ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლები საქართველოსა და მის სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებს შორის.

საქართველოს ისტორიული ტენდენციების და ასევე არსებული ზოგადი ეკონომიკური სტრუქტურის გათვალისწინებით, ცხრილი 3-ში მოყვანილია დაშვებები საწარმოო საშუალებების პროდუქტიულობის მომავალი ტენდენციის შესახებ, ასევე ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლები და შესაბამისად წარმოდგენილია ლარის რეალური და ნომინალური გაცვლითი კურსების გრძელვადიანი დინამიკის პროგნოზი.

ცხრილი №3.

ძირითადი დაშვებები ლარის რეალური და ნომინალური გაცვლითი კურსების გრძელვადიანი პროგნოზისთვის

	პროდუქტიულობის წლიური ზრდის ტემპების სხვაობა	რეალური კურსის წლიური გამყარება	წლიურ ინფლაციათა სხვაობა	ნომინალური კურსის წლიური გამყარება
	$\Delta q^{GEO} - \Delta q^*$	$\Delta Z = \Delta q^{GEO} - \Delta q^*$	$\pi^{GEO} - \pi^*$	$\Delta S = \Delta Z - (\pi^{GEO} - \pi^*)$
აშშ	4%	4%	3%	1%
ევროზონა	4%	4%	3%	1%
თურქეთი	2%	2%	0%	2%

შენიშვნა: კურსის ზრდა გამყარებას, ხოლო კლება გაუფასურებას ნიშნავს. შესაბამისად, ზრდის დადებით მაჩვენებელი გამყარებას აღნიშნავს.

როგორც ცხრილშია მოყვანილი, თუკი დავუშვებთ, რომ პროდუქტიულობის ზრდის 4 პროცენტული პუნქტით შედარებით მაღალ მაჩვენებელს შევინარჩუნებთ ვიდრე აშშ, მაშინ ლარის რეალური გაცვლითი კურსი საშუალოდ წლიურად 4%-ით უნდა გამყარდეს დოლართან მიმართებით. ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლების გათვალისწინებით, რომელიც საქარ-

თველოსთვის 4%-ს შეადგენს, ხოლო აშშ-სთვის კი 2%-ის ფარგლებშია, რეალური კურსის გამყარება დიდწილად უნდა დაბალანსდეს ინფლაციის დონეთა სხვაობით, ხოლო ნომინალური კურსი დოლართან მიმართებით მცირედ უნდა გამყარდეს. ასევე ევროსთან და თურქულ ლირასთან მიმართებითაც.

საშუალოვადიანი პერიოდი

საშუალოვადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის დინამიკას, ძირითადად ადგილობრივი და უცხოური ქვეყნის ბიზნეს ციკლი, მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკა განსაზღვრავს. ციკლური ძალები ხშირად იწვევს გაცვლითი კურსის წონასწორობიდან გადახრას, რომელიც, შესაძლოა, საკმაოდ ხანგრძლივი პერიოდით შენარჩუნდეს. თუმცა, გრძელვადიან პერსპექტივაში საშუალოვადიანი ციკლური ფაქტორები პრაქტიკულად უჩინარდება და მათი გავლენა მინიმალურია.

უფრო კონკრეტულად, გაცვლითი კურსის საშუალოვადიან განმსაზღვრელ ძირითად ფაქტორებს მიეკუთვნება საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა ადგილობრივ და უცხოურ ბაზრებზე, საგარეო ვაჭრობის, მიმდინარე და კაპიტალის ანგარიშების ტენდენციები, მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკა, და სხვა. კვლევების მიხედვით, აღნიშნული ცვლადები კურსის საშუალოვადიანი ტენდენციას ყველაზე კარგად ხსნის. თუმცა, ზოგჯერ გარკვეული მიზეზებით არსებული კორელაციები ირღვევა და ამ ცვლადების გამოყენებაც არ კმარა პროგნოზირებისთვის.

უცხოური კაპიტალის მოძრაობა ბოლო ათწლეულებში უფრო თავისუფალი გახდა, რასაც ქვეყნების მხრიდან ბარიერების მოხსნამ და ფინანსურმა ინტეგრაციამ შეუწყო ხელი. უცხოური კაპიტალის ნაკადების ზრდასთან ერთად, ქვეყნებს შორის საპროცენტო განაკვეთების სხვაობის როლი გაცვლითი კურსის განსაზღვრაში გაიზარდა. დაუზღვეველი საპროცენტო განაკვეთების პარიტეტის (UIP) მოდელი დაფუძნებულია ჰიპოთეზაზე, რომ მსგავსი რისკიანობის მქონე ინვესტიცია ერთსა და იმავე მოსალოდნელ ამონაგებს უნდა იძლეოდეს ადგილობრივი და უცხოური ვალუტით ინვესტირებისას. უფრო ფორმალურად რომ ჩავწეროთ:

$$Z_t = Z_t^e + r_t - r_t^* \quad (5)$$

სადაც Z_t^e მოსალოდნელი რეალური გაცვლითი კურსი, ხოლო $r - r^*$ ადგილობრივი და უცხოური რეალურ საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვა-

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

საშუალოვადიან პერიოდში გაცვლით კურსზე მოქმედ ფაქტორებს შორის ასევე მნიშვნელოვანი ადგილი უკავია მიმდინარე ანგარიშს⁷. კერძოდ, ამ უკანასკნელის დისბალანსმა რამდენიმე არხით შეიძლება მოახდინოს გავლენა გაცვლით კურსზე. პირველი, დიდი საგარეო დისბალანსის არსებობამ შესაძლოა გავლენა მოახდინოს ადგილობრივი ვალუტის მოთხოვნა-მიწოდებაზე და შესაბამისად, პირდაპირი გავლენა იქონიოს გაცვლითი კურსის დინამიკაზე. მეორე, ზოგადი მოსაზრების მიხედვით, არსებობს ქვეყნის შესაძლებლობის გარკვეული ზღვარი, ანუ არ შეიძლება მიმდინარე ანგარიშის დიდი დეფიციტი მუდმივად შენარჩუნდეს, რადგან მაღალმა დეფიციტმა უნდა გამოიწვიოს ქვეყნის უცხოელი ინვესტორების მიმართ ვალის დაუსრულებელი ზრდა. ხოლო, თუ უცხოელი ინვესტორების შეფასებით საგარეო ვალი არამდგრადი გახდა, ეს გამოიწვევს ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურებას, რათა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი შემცირდეს და საგარეო ვალის მდგრად დონეზე სტაბილიზაცია მოხდეს.

კიდევ ერთი მიდგომა, რომლის საშუალებითაც საშუალოვადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის პროგნოზირება შეიძლება მოხდეს, მანდელ-ფლემინგის (MF) მოდელია. ეს წარმოადგენს სტანდარტულ მიდგომას, რომელიც გამოიყენება მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის ცვლილების გაცვლით კურსზე გავლენის შესასწავლად. მანდელ-ფლემინგის მოდელში, კაპიტალის მობილობის ხარისხი

7. მიმდინარე ანგარიში საგადასახდლო ბალანსის ნაწილია და წარმოადგენს ქვეყნის დანაზოგებსა და ინვესტიციებს შორის სხვაობას. მიმდინარე ანგარიშში ასახულია მიმდინარე ოპერაციები რეზიდენტებსა და არარეზიდენტებს შორის, კერძოდ, საქონლითა და მომსახურებით ვაჭრობა, შრომითი და საინვესტიციო შემოსავლები, მიღებული და გაცემული ტრანსფერები.



განსაზღვრავს თუ რა გავლენას მოახდენს ფისკალური ან მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება გაცვლით კურსზე. მაგალითად, ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა კაპიტალის მაღალი მობილობის პირობებში გაცვლითი კურსის გაუფასურებას გამოიწვევს, რადგან შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის შედეგად შემცირებული საპროცენტო განაკვეთები კაპიტალის გადინებას (ან ნაკლები კაპიტალის შემოდინებას) განაპირობებს, რაც გაცვლით კურსზე გაუფასურების ზეწოლას ქმნის. რაც უფრო მგრძობიარეა კაპიტალის ნაკადები საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებაზე, მით უფრო დიდი იქნება განაკვეთის შემცირების შედეგად კაპიტალის გადინება. მაშასადამე, რაც უფრო მობილურია კაპიტალი, მით უფრო მეტად მოხდება ვალუტის გაუფასურება ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკის საპასუხოდ. მიუხედავად იმისა, რომ ეს მიდგომა წარმოადგენს გაცვლითი კურსის განსაზღვრის არასრულ თეორიას, ხშირად მაინც სწორ გაფრთხილებას იძლევა.

ფისკალური პოლიტიკის გავლენა გაცვლით კურსზე შედარებით ბუნდოვანია, რადგან ფისკალური იმპულსების გადაცემა გაცვლით კურსზე სხვადასხვა არხებით ხდება, რომელთა ნაწილი დადებით გავლენას ახდენს, ხოლო ნაწილი კი უარყოფითს. მანდელი-ფლემინგის მოდელის მიხედვით, ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკა, როგორც წესი, ადგილობრივი საპროცენტო განაკვეთების და შიდა ეკონომიკური აქტივობის ზრდას იწვევს. გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთები ხელს უწყობს კაპიტალის შემოდინებას, რაც ვალუტის გამყარებას განაპირობებს. თუმცა

მეორე მხრივ, ადგილობრივი ეკონომიკური აქტივობის გაუმჯობესება გამოიწვევს სავაჭრო ბალანსის გაუარესებას, რაც თავის მხრივ უარყოფით გავლენას ახდენს ეროვნულ ვალუტაზე. საბოლოოდ, გამყარდება თუ გაუფასურდება ვალუტა ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკის შედეგად დამოკიდებულია თუ რამდენად მგრძობიარეა კაპიტალის ნაკადები საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებაზე.

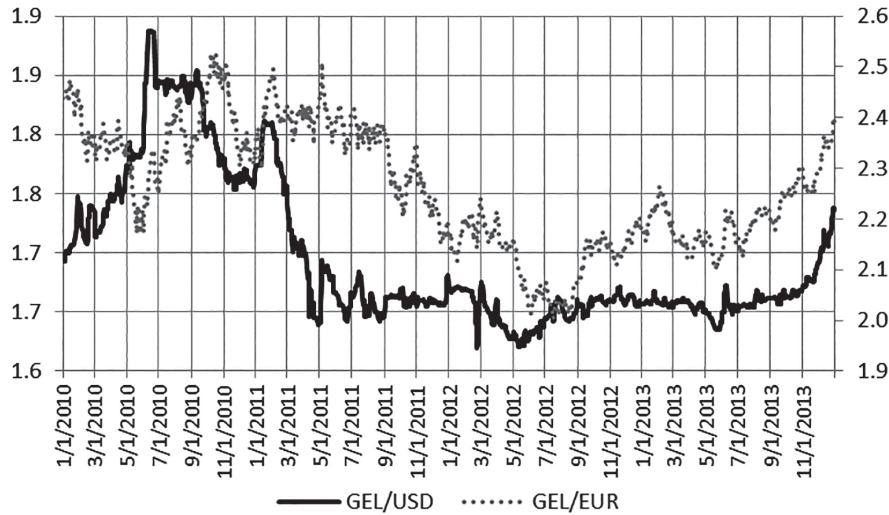
განვითარებად ქვეყნებში რა გავლენას ახდენს გაცვლით კურსზე მაღალი ეკონომიკური ზრდა? მონეტარული მოდელის მიხედვით, ადგილობრივი ეკონომიკური აქტივობის ზრდა ეროვნულ ვალუტაზე ზრდის მოთხოვნას და ფულზე გაზრდილი მოთხოვნა კი, სხვა თანაბრ პირობებში, ეროვნული ვალუტის გამყარებას იწვევს. ამის საპირისპიროდ, მანდელი-ფლემინგის მოდელში, ადგილობრივი ეკონომიკური აქტივობის ზრდა იმპორტზე მოთხოვნას ზრდის, რაც სავაჭრო ბალანსის შემცირებას განაპირობებს და თავის მხრივ გაუფასურების ზეწოლას ქმნის. თუმცა შესაძლებელია ამ ორი მოდელის შედეგების გაერთიანება. საშუალოვადიან პერიოდში მზარდი ეკონომიკა ეროვნული ვალუტის გამყარებასთან უნდა იყოს დაკავშირებული, რადგან ეკონომიკური აქტივობის ზრდა ხშირად დაკავშირებულია მიმზიდველ საინვესტიციო შესაძლებლობებთან, რაც უცხოური კაპიტალის მნიშვნელოვან შემოდინებას განაპირობებს. თუმცა მოკლევადიან პერიოდში, რომელსაც მომდევნო ქვეთავი ეხება, სავაჭრო ბალანსის ეფექტი დომინირებს. გაზრდილი იმპორტის დაფინანსების საჭიროება კურსის გაუფასურების მიზეზი ხდება.

მოკლევადიანი პერიოდი

ემპირიული კვლევები მიუთითებს, რომ მოკლევადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის მოსალოდნელი დინამიკის პროგნოზირებისთვის ზემოაღნიშნულ ფუნდამენტურ ფაქტორებზე დაფუძნებული მოდელები უსარგებლოა. მიუხედავად იმისა, რომ საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში ფუნდამენტური

ფაქტორების ანალიზი მეტ-ნაკლები წარმატებით გამოიყენება გაცვლითი კურსის პროგნოზირებისათვის, შემთხვევითი სვლა (random walk) ყველაზე კარგად ახასიათებს გაცვლითი კურსის მოძრაობას მოკლევადიან პერიოდში.

დიაგრამა №3.
დღიური გაცვლითი კურსები



ერთ-ერთი მიზეზი, რის გამოც მოკლევადიანი პერიოდისთვის ვერ ხდება სტაბილური კავშირების გამოვლენა მაკროეკონომიკურ ცვლადებსა და გაცვლითი კურსს შორის არის ის, რომ გაცვლითი კურსის მოკლევადიანი მერყეობა ხშირად ქაოტურია და ბევრად უფრო მერყევი, ვიდრე მაკროეკონომიკური ცვლადები (იხ. დიაგრამა 3). გაცვლითი კურსის ქაოსური ქცევა ისეთ ხმაურს (noise) წარმოქმნის, რომ ბუნდოვანი ხდება მაკროეკონომიკურ დროით მწკრივებსა და გაცვლითი კურსის მოძრაობას შორის არსებული ნებისმიერი კავშირი მოკლევადიან პერიოდში.

თავის მხრივ, კურსის ხშირად ქაოტურ მოკლევადიან მერყეობას, ბაზრის მონაწილეთა მიერ უწყვეტად განახლებად ინფორმაციაზე და შესაბამისად მოსალოდნელ კურსზე რეაგირება ქმნის. თუკი რაიმე ახალი ინფორმაცია კურსის მოსალოდნელ მნიშვნელობაზე მოახდენს გავლენას, იგი მყისიერად აისახება მიმდინარე კურსზე. მაგალითად, თუკი წარმოვიდგენთ, რომ ბაზარზე ხელმისაწვდომი გახდა ინფორმაცია, რომელიც მოსალოდნელი კურსის გამყარებას მიუთითებს, იგი ინვესტორთა მხრიდან მოთხოვნას გაზრდის მოცემულ ვალუტაზე (ისევე როგორც სხვა ნებისმიერ გაძვირებად აქტივზე მოხდებოდა) და მიმდინარე კურსზეც მყისიერად აისახება. შეიძლება ითქვას, რომ მიმდინარე საბაზრო

კურსი თავისთავად უკვე მოიცავს ბაზარზე არსებულ ყველა ინფორმაციას და შესაბამისად არავითარი დამატებითი ღირებულება მოკლევადიანი კურსის პროგნოზირებას არსებულ ინფორმაციაზე დაყრდნობით, არ გააჩნია.

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

ე.წ. „ჯგუფური ქცევის“ (Bandwagon) ეფექტს ასევე შეუძლია მოკლევადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის გადახრა მისი გრძელვადიანი წონასწორობიდან. გამოკითხვებმა აჩვენა, რომ უცხოური ვალუტის ბაზრის მონაწილეებს გააჩნიათ ექსტრაპოლაციური⁸ მოლოდინები მოკლევადიან პერიოდში და რეგრესული ან საშუალოსკენ მიდრეკილი (mean-reverting) მოლოდინები გრძელვადიან პერსპექტივაში. თუ ინვესტორებს მოკლევადიან პე-

8. რწმენა იმისა, რომ თუ ცვლადის ღირებულება რაიმე მიმართულებით შეიცვალა, ის გააგრძელებს იმავე მიმართულებით ცვლილებას. მაგ., თუ ფასიანი ქაღალდების ფასები გაიზარდა, ზრდის ტენდენცია გაგრძელდება.



რსპექტივაში ექსტრაპოლაციური მოლოდინები გააჩნიათ, ამან მოკლევადიან პერიოდში სავსებით შესაძლებელია გამოიწვიოს გაცვლითი კურსის მნიშვნელოვანი გადახრა ფუნდამენტური ფაქტორებით განპირობებული დონიდან. მართლაც, თუ ინვესტორების დიდი ნაწილი მიყვება ექსტრაპოლაციურ/ტრენდით განსაზღვრულ სავაჭრო სტრა-

ტეგიებს, ამან შესაძლოა გაცვლითი კურსის ზედმეტად გამყარება ან გაუფასურება გამოიწვიოს. მეორეს მხრივ, იმავე ინვესტორთა სპეკულაციური ტრანზაქციები ხშირად აჩქარებენ გაცვლითი კურსის დაბრუნებას ფუნდამენტური ფაქტორებით განპირობებულ დონეზე, ანუ მის გრძელვადიან წონასწორობასაც უწყობენ ხელს.

დასკვნა

სტატიაში განხილულია გაცვლით კურსზე მოქმედი ფაქტორები დროის სხვადასხვა ჰორიზონტზე და ინფორმაციული დანიშნულებით ახსნილია რეალურ და ნომინალურ გაცვლით კურსებს შორის კავშირი. სტატიაში ასევე წარმოდგენილია ავტორების ხედვით რეალური და ნომინალური გაცვლითი კურსების **გრძელვადიანი** პროგნოზირების ჩარჩო, რომელიც დაფუძნებულია ბალასა-სამუელსონის ჰიპოთეზაზე და კარგად ხსნის ლარის გაცვლითი კურსების ისტორიულ დინამიკას.

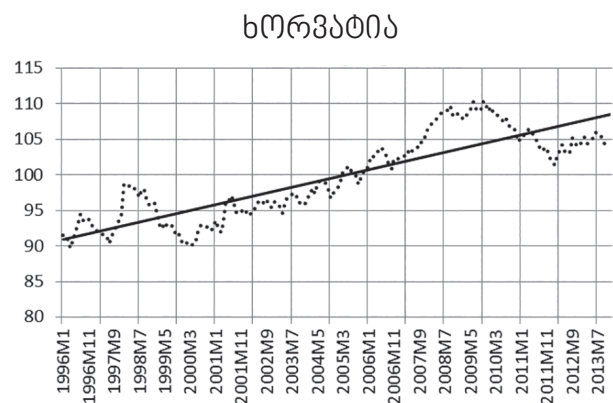
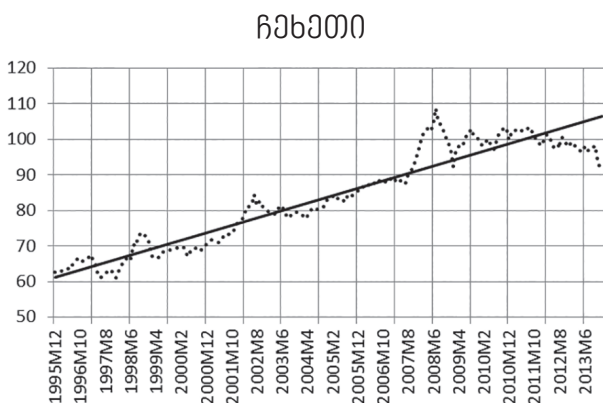
აღნიშნული ჩარჩოს მიხედვით, ლარის რეალურ და ნომინალურ გაცვლით კურსებს დოლართან, ევროსთან და ლირასთან მიმართებით მოსალოდნელია, რომ გრძელვადიან პერიოდში საშუალოდ გამყარების ტენდენცია ექნება. აღნიშნული ანალიზი ემყარება ავტორების მიერ მოყვანილ დაშვებებს საქართველოს კონვერგენციის ტემპზე, რომელიც თა-

ვის მხრივ ბოლო ათი-თხუთმეტი წლის ტენდენციას ეყრდნობა.

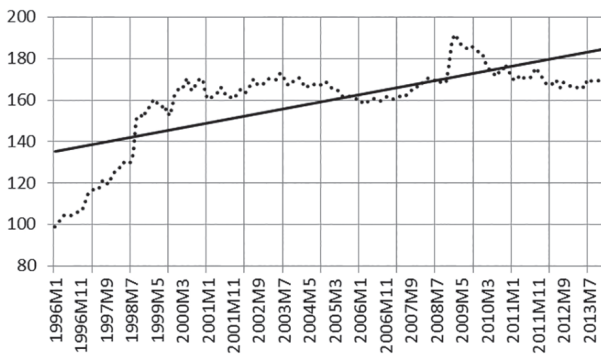
სტატიაში ასევე გაანალიზებულია საშუალოვადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის განმსაზღვრელი ფუნდამენტური ფაქტორები და ხაზგასმულია მოკლევადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის ქაოტური ხასიათი. შესაბამისად, მოკლევადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის საუკეთესო პროგნოზს მისი მიმდინარე მნიშვნელობა წარმოადგენს და რისკის არ მოყვარული ან რისკების მინიმუმაციაზე ორიენტირებული ეკონომიკური აგენტებისთვის სპეკულაციისგან თავის არიდების და რისკების მიმართ ჰეჯირებას მოტივაციას განაპირობებს. თავის მხრივ, ჰეჯირების ყველაზე მარტივი და ბუნებრივი ფორმა გულისხმობს მოსალოდნელი ხარჯებისა და შემოსავლების ვალუტების შესაძლებლობისამებრ თანხედრას.

დიაგრამა №4.

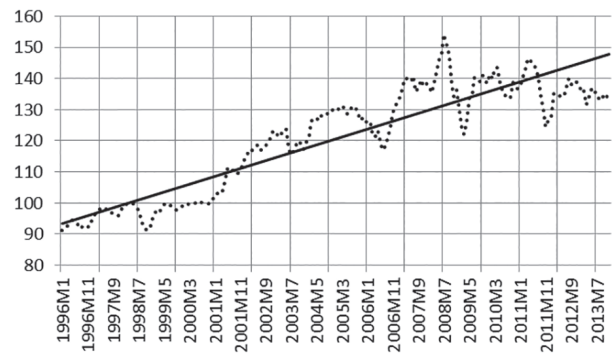
რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი



ლიბრა



უზბეკეთი



ბიბლიოგრაფია

- Akram, Qaisar Farooq. "PPP in the medium run despite oil shocks: The case of Norway." Central Bank of Norway Working Paper 4 (2002).
- Aukrust, Odd. Inflation in the open economy: A Norwegian model. Statistisk sentralbyrå, 1977.
- Balassa, Bela. "The purchasing-power parity doctrine: a reappraisal." The Journal of Political Economy 72, no. 6 (1964): 584.
- Brooks, Robin, Hali Edison, Manmohan S. Kumar, and Torsten Slok. "Exchange rates and capital flows." European Financial Management 10, no. 3 (2004): 511-533.
- Calmfors, Lars. "Wages and wage-bargaining institutions in the EMU—a survey of the issues." Empirica 28, no. 4 (2001): 325-351.
- Driver, Rebecca L., and Peter F. Westaway. "Concepts of equilibrium exchange rates." Exchange Rates, Capital Flows and Policy (2003).
- European Central Bank (2002), "Economic Fundamentals and the Exchange Rate of the Euro", ECB Monthly Bulletin, January 2002.
- Laidler, David EW, and Shay Aba. Productivity and the Dollar: Commodities and the Exchange Rate Connection. CD Howe Institute, 2002.
- Nagayasu, Jun, and Ronald MacDonald. The Long-Run Relationship Between Real Exchange Rates and Real Interest Rate Differentials-A Panel Study. International Monetary Fund, 1999.
- Montiel, Peter J. "The Long-Run Equilibrium Real Exchange Rate: Theory and Measurement." Macroeconomic Management Programmes and Policies. International Monetary Fund (2002): 307-344.
- Rogoff, Kenneth. "The purchasing power parity puzzle." Journal of Economic literature (1996): 647-668.
- Rosenberg, Michael Roy. Currency forecasting: a guide to fundamental and technical models of exchange rate determination. Chicago, Ill.: Irwin Professional Publishing, 1996.
- Rosenberg, Michael R., and David Folkerts-Landau. The Deutsche Bank Guide to Exchange-rate Determination: A Survey of Exchange Rate Forecasting Models and Strategies. Dt. Bank AG London, 2002.
- Samuelson, Paul A. "Theoretical notes on trade problems." The Review of Economics and Statistics (1964): 145-154.