

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმი საქართველოში: ფინანსური გახსნილობის და ფინანსური განვითარების მაჩვენებლები

ანოტაცია

კვლევის მიზანია მონეტარული გადაცემის მექანიზმის შესწავლა საქართველოსთვის, რისთვისაც განვიხილავთ მონეტარული გადაცემის მექანიზმის სიძლიერის განმსაზღვრელ ინდიკატორებს; კერძოდ კი, აღვწერთ ფინანსური გახსნილობისა და ფინანსური განვითარების მაჩვენებლებს. ფინანსური გახსნილობის აღსაწერად განვიხილავთ ჩინ-იტოს ინდექსს – კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობის ინდიკატორს, აგრეთვე ქვეყნის ინსტიტუციური განვითარების და ფინანსური განვითარების მაჩვენებლებს.

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის რაოდენობრივად შესასწავლად 2009–2017 პერიოდისათვის გამოვიყენეთ ძირითადი კომპონენტების ანალიზი (Principal Components Analysis) და აგრეთვე, შევაფასეთ სტრუქტურული ავტორეგრესია (SVAR) მონეტარული პოლიტიკის ინტრუმენტებისა და აგრეთვე, კონსტრუირებული ინდექსების გამოყენებით. ძირითადი კომპონენტების ანალიზით ვაჩვენებთ, რომ მონეტარული პოლიტიკა ზეგავლენას ახდენს ერთობლივ მოთხოვნაზე, ხოლო ვექტორული ავტორეგრესიით რაოდენობრივად შევაფასეთ გადაცემის სიძლიერე. მონეტარული პოლიტიკის ინტრუმენტების მაჩვენებლად განვიხილავთ სარეზერვო მოთხოვნების ფარდობას ნაღდ ფულთან და ლიკვიდობას. აგრეთვე, ვაჩვენებთ მონეტარული მდგომარეობის ინდექსისა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის

დინამიკას და მათგან აგებულ ინდექსებს. შედეგები და კვლევის გაუმჯობესების შესაძლებლობები აღწერილია დასკვნის სახით.

შესავალი

საქართველოში მონეტარული გადაცემის მექანიზმის რამდენიმე ემპირიული კვლევა არსებობს, რომელიც უმნიშვნელო განსხვავებებით სტატისტიკურად მსგავს მიდგომას (ვექტორულ ავტორეგრესიის) იყენებს. ვექტორული ავტორეგრესიით მონეტარული გადაცემის მექანიზმის შეფასება საშუალებას იძლევა თვისობრივად და ხარისხობრივად განვსაზღვროთ მონეტარული პოლიტიკის შოკების ზეგავლენა ეკონომიკაზე. ამ მიდგომით შესაძლებელია, აგრეთვე, ეკონომიკის სტრუქტურის გათვალისწინება გრძელვადიანი და მოკლევადიანი შეზღუდვების გამოყენებით. აღნიშნული ემპირიული კვლევები სხვადასხვა პერიოდს განიხილავს და შესაბამისად, მიღებული დასკვნები განსხვავდება ეკონომიკის განვითარების ეტაპების შესაბამისად.

მონეტარული გადაცემის მექანიზმის ემპირიული შესწავლა წარმოდგენილია ბაქრაძისა და ბილმაიერის ნაშრომში (Bakradze, G., Billmeier, A., 2007) 1999–2006 წლების კვარტალური მონაცემების გამოყენებით. მიღებული შედეგების თანახმად, მონეტარული შოკი მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს რეალურ გამოშვებაზე; გაცვლითი კურსის არხი



აძლიერებს, ხოლო საკრედიტო არხი ამცირებს მიმოქცევაში არსებული ნაღდი ფულის ზემოქმედებას გამოშვებაზე, საბანკო სესხის არხი მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს ფასებზე, საერთაშორისო რეზერვები კი გაცვლითი კურსის არხით ზემოქმედებს რეალურ გამოშვებაზე.

გაცვლითი კურსის გადაცემა ინფლაციაზე უმნიშვნელო აღმოჩნდა 2007 წელს ჩატარებული კვლევის მიხედვით (Dabla-Norris et al. (2007)), რომლის მთავარი მიზანი იყო ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადასვლის პირობების განხილვა.

მონეტარული გადაცემის მექანიზმის სხვადასხვა არხის შესასწავლად, იგივე სტატისტიკური მიდგომით (ვექტორული ავტორეგრესია) სამხარაძემ (სამხარაძე, ბ., 2008) შეაფასა მონეტარული გადაცემის მექანიზმი 2002-2007 პერიოდის თვის სიხშირის მონაცემების გამოყენებით. მიღებული შედეგების თანახმად, გაცვლითი კურსის ცვლილების გადაცემა ინფლაციაზე საკმაოდ დიდია; საპროცენტო განაკვეთის არხის გავლენა ინფლაციაზე მნიშვნელოვანია, თუმცა მცირეა; ხოლო მშპ-ზე გადაცემა არ დადასტურდა. რაც შეეხება ბანკის სესხების არხს, მხოლოდ ლარში გაცემული სესხები განსაზღვრავს ინფლაციას და მშპ-ს, ხოლო უცხოური ვალუტის სესხები უმნიშვნელოა. აღნიშნული კვლევის თანახმად, მონეტარული გადაცემის მექანიზმში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს მონეტარული აგრეგატები (სარეზერვო ფული, ფართე ფული).

2013 წელს განახლებული კვლევის თანახმად (ბლუაშვილი, ა. 2013), რომელიც 2004-2013 წლების კვარტალურ მონაცემებს ეყრდნობა, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შოკი მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს ინფლაციასა და ერთობლივ მოთხოვნაზე. საპროცენტო განაკვეთის არხი მნიშვნელოვანია ინფლაციაზე გადაცემისას, ხოლო გაცვლითი კურსის გადაცემა მხოლოდ მოკლევადიან პერიოდშია მნიშვნელოვანი. მონეტარული გადაცემის მექანიზმის ეს გაუმჯობესება ავტორმა ფინანსური შუამავლობის განვითარებითა და დოლარიზაციის შემცირებით ახსნა.

წინამდებარე ნაშრომში განვიხილავთ გადაცემის მექანიზმისათვის საჭირო იმგვარი მახასიათებლების დინამიკას, როგორც არის კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობისა და ფინანსური განვითარე-

ბის მაჩვენებლები და ვეყრდნობით სსფ-ს სადისკუსიო ნაშრომს – მონეტარული გადაცემის მექანიზმი განვითარებად ქვეყნებში: ინდოეთის მაგალითი (Mishra, P., Montiel P., and Sengupta R., WP/16/167).

კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობა და ფინანსური სექტორის განვითარება გადამწყვეტ როლს ასრულებს გადაცემის მექანიზმის სიძლიერის განსაზღვრაში; მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში მონეტარული პოლიტიკა ორი არხით: საპროცენტო განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის არხით გადაეცემა. ამ დროს ფინანსური ინტეგრაცია ზრდის მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის სიძლიერეს: ფინანსური ინტეგრაციის გაზრდილი ხარისხი ამცირებს მონეტარული პოლიტიკის შესაძლებლობას, შექმნას მოგების განაკვეთის სხვაობა (დიფერენციალი) ადგილობრივ და უცხოურ აქტივებს შორის. რაც გულისხმობს, რომ მონეტარული პოლიტიკის შედეგად გამოწვეული საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება იწვევს მოსალოდნელ დამაბალანსებელ ცვლილებას გაცვლითი კურსის დინამიკაში. ამის გამო გაცვლითი კურსი აძლიერებს მონეტარული პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთის არხის გამოყენებით ზეგავლენას ერთობლივ მოთხოვნაზე, და რაც უფრო ინტეგრირებული ფინანსური სექტორი, მით უფრო მნიშვნელოვანია გაცვლითი კურსი გადაცემის მექანიზმში. სწორედ ამიტომ მნიშვნელოვანია ფინანსური ინტეგრირების/გახსნილობისა და გაცვლითი კურსის რეჟიმის განხილვა მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის შესწავლისას.

ფინანსური გახსნილობა: კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობა და ფინანსური განვითარების მაჩვენებლები

მონეტარული გადაცემის მექანიზმი ქვეყნის ეკონომიკის ისეთ მახასიათებლებზეა დამოკიდებული, როგორიც არის: საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებთან ინტეგრაციის ხარისხი, გაცვლითი კურსის რეჟიმი, ფინანსური სისტემის სიდიდე და სტრუქტურა, ფულის, ფასიანი ქაღალდებისა და სახაზინო ვალდებულებების ბაზრის განვითარების ხარისხი, უძრავი ქონების ბაზრის (რეალური აქტივების) ლიკვიდურობა, ბანკების კონკურენტული გარემო. ეს დამოკიდებულება განსხვავდება მაღალი შემოსავლისა და დაბალი შემოსავლის ქვეყნების შედარებისას.

სადისკუსიო ნაშრომში „კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია, ინსტიტუციები დაფინანსური განვითარება“ ავტორებმა (Chinn, Menzie D. and Hiro Ito. 2002) აჩვენეს, რომ მჭიდრო კავშირია კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციასა და ფინანსურ განვითარებას შორის. ემპირიული კვლევებით დაასკვნეს (108 ქვეყნის პანელური მონაცემების გამოყენებით 1980-2000 წლებისათვის), რომ არსებობს ფინანსური განვითარების ზღვრული მნიშვნელობა, რომლის მიღწევის (გადალახვის) შემდეგ ფინანსური ბაზრის განვითარებაში ფინანსური გახსნილობა დიდ როლს ასრულებს.

ვინაიდან, მონეტარული გადაცემის მექანიზმი დამოკიდებულია ქვეყნის საერთაშორისო საფინანსო ბაზრებთან ინტეგრაციის ხარისხზე, მნიშვნელოვანია კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციის/კონტროლის გაზომვა, რაც საკმაოდ რთულია. მკვლევარებმა შექმნეს მრავალი სხვადასხვა საზომი კაპიტალის ანგარიშის კონტროლის სიდიდისა და ხარისხის გასაზომად, თუმცა, ბევრი მათგანი სრულად ვერ აღწერს კაპიტალის კონტროლის რეალურ სურათს (Edwards (2001), Edison et al. (2002)). რაც შეეხება საჭირო ინფორმაციას, ბევრი მკვლევარი იყენებს მონაცემებს საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წლიური ანგარიშიდან – გაცვლითი კურსის რეჟიმსა და გაცვლითი კურსის შეზღუდვებზე (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)). 1967 წლიდან აღნიშნულ ანგარიშში 190-მდე ქვეყნის ინფორმაციაა წარმოდგენილი. იგი შეიცავს ერთიან ცხრილს, რომელსაც მკვლევარების კაპიტალის კონტროლისა და ფინანსური გახსნილობის მაჩვენებლების შესაქმნელად იყენებენ.

1997 წლამდე აღნიშნულ ანგარიშში საზღვარზე ფინანსური ტრანზაქციების კონტროლის ოთხი მაჩვენებელი იყო წარმოდგენილი: პირველი – რამდენიმე გაცვლითი კურსის არსებობის მაჩვენებელი (**k1**), მეორე – მიმდინარე ანგარიშის ტრანზაქციებზე შეზღუდვების არსებობის ინდიკატორი (**k2**), მესამე – კაპიტალის ანგარიშის ტრანზაქციებზე შეზღუდვების მაჩვენებელი (**k3**), მეოთხე ეს არის ექსპორტიდან შემოსავლების მარეგულირებელი მოთხოვნები (**k4**).

კაპიტალის კონტროლის ამგვარი საზომის ნაკლს წარმოადგენს ის, რომ მას არ შეუძლია კაპიტალის კონტროლის ინტენსივობის ან ეფექტიანობის გაზომვა. ამის აღმოსაფხვრელად შექმნეს

მაჩვენებელი, რომელიც კაპიტალის კონტროლის ლიბერალიზაციის საშუალო მნიშვნელობას ასახავს (Edwards, 2001 and Klein and Olivei, 2001). თუმცა, ამ მეთოდის ნაკლი ის არის, რომ ცხადად არ მიუთითებს ქვეყანა კაპიტალური ანგარიშის კონტროლისაკენ, თუ ლიბერალიზაციისაკენ იხრება; მაგ.: 0.5 მიუთითებს, რომ კაპიტალის ანგარიში ჩაკეტილი იყო პერიოდის ნახევრის განმავლობაში და შემდეგ ნახევარში გაიხსნა, ან – პირიქით.

ჩინ-იტოს ინდექსი, რომელიც (იგივე ავტორებმა) პირველად წარმოადგინეს 2006 წელს (Journal of Development Economics, 2006) ქვეყნის კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობას ზომავს. იგი ეფუძნება ორობით ცვლადებს, რომლებშიც ასახულია შეზღუდვები ქვეყნებს შორის ფინანსურ ტრანზაქციებზე. ინფორმაცია აღნიშნული შეზღუდვების არსებობის შესახებ წარმოდგენილია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წლიურ ანგარიშში Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER).

ინდექსის გამოყენებისას მონაცემთა წყაროდ უნდა მივუთითოთ: Chinn, Menzie D. and Hiro Ito. 2006. "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," Journal of Development Economics, Volume 81, Issue 1, Pages 163-192 (October).

ჩინ-იტოს ინდექსი კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციაზე პირველი ძირითადი კომპონენტია იმ ორობით ცვლადთა ჯგუფებიდან, რომელიც შეეხება მიმდინარე ან კაპიტალის ანგარიშის ტრანზაქციების კონტროლს, გაცვლითი კურსის ტრუქტურას (მრავალი კურსის პრაქტიკის არსებობას) და ექსპორტის შემოსავლების შეზღუდვას, როგორც ეს დისაგრეგირებული სახით ქვემოთ ცხრილშია წარმოდგენილი. (ძირითადი კომპონენტების ანალიზი სტატისტიკური მეთოდია, რომელიც ცვლადების სისტემიდან აგებს ორთოგონალურ წრფივ კომბინაციას ახალი ცვლადების სახით, რაც საწყისი ცვლადების დინამიკას ასახავს).

ძირითადი კომპონენტის აგების პრინციპიდან გამომდინარე, მონაცემების ყოველი განახლების შემდეგ ძირითადი კომპონენტი თავიდან იგება და შესაბამისად, იგი განსხვავდება წინა პერიოდის მონაცემებით აგებული ინდექსისგან.

კაპიტალის კონტროლის კომპლექსურობის უკეთ ასახვის მიზნით, აღნიშნული ცვლადები შემდეგნაირად წარმოადგინეს:



ცხრილი1.

გაცვლითი კურსის რეჟიმისა და მიმდინარე და კაპიტალური ტრანზაქციების მარეგულირებელი ჩარჩოს შემაჯამებელი მაჩვენებლები

	საქართველო
სსფ-ს შეთანხმების მიხედვით სტატუსი	●
პარაგრაფი VIII	
პარაგრაფი XIV	
გაცვლითი კურსის რეჟიმი	
არ აქვს გადახდის საკუთარი კანონიერი საშუალება	
სავალუტო ფარი	
შეთანხმებულად ფიქსირებული	
სტაბილიზაციის რეჟიმი	
მცოცავი ფიქსირებული	
მცოცავის მსგავსი რეჟიმი	
ფიქსირებული გაცვლითი კურსი ჰორიზონტალური საზღვრებით	
სხვა მართვადი რეჟიმი	
მცურავი	●
თვისუფლად მცურავი	
გაცვლითი კურსის სტრუქტურა	
დუალისტური/ორმხრივი გაცვლითი კურსი Dual exchange rates	
სხვადასხვა/მრავალი გაცვლითი კურსი Multiple exchange rates	
გადახდების რეჟიმი	
ორმხრივი გადახდების სისტემა	
გადახდების დავალიანებები	
უხილავ ტრანზაქციებზე და მიმდინარე ტრანსფერებზე გადასახადები	
ექპორტიდან შემოსავლები და უხილავი ტრანზაქციები	
რეპატრიაციამდე მოთხოვნები	
კაპიტალის ტრანზაქციები	
კონტროლი:	●
კაპიტალის ბაზრის ფასიან ქალაქდებზე	
ფულის ბაზრის ინსტრუმენტებზე	
კოლექტიურ საინვესტიციო ფასიან ქალაქდებზე	
დერივატივებსა და სხვა ინსტრუმენტებზე	
კომერციულ კრედიტებზე	
ფინანსურ კრედიტებზე	
გარანტიებსა და სარეზერვო ფინანსურ საშუალებებზე	●
პირდაპირ ინვესტიციებზე	
პირდაპირი ინვესტიციების ლიკვიდაციამდე	●
უძრავი ქონების ტრანზაქციებზე	
პირადი კაპიტალის ტრანზაქციებზე	
სპეციფიური დებულებები:	●
კომერციული ბანკისა და სხვა ინსტიტუციების კრედიტებისათვის	●
ინსტიტუციური ინვესტორებისათვის	

● აღნიშნავს, რომ წარმოდგენილი პრაქტიკა არსებობს.

გაცვლითი კურსის რეჟიმის კატეგორიაში საქართველომ სტბილიზაციიდან მცურავი რეჟიმის კატეგორიაში გადაინაცვლა 2013 წლის ბოლოდან.

საქართველომ გააუქმა მრავალი კურსის პრაქტიკა (Multiple Currency Practice), რაც გულისხმობს წინა პერიოდების გაცვლითი კურსის მნიშვნელობების გამოყენებას სებ-სა და მთავრობას შორის ტრანზაქციების განხორციელებისას. 2013 წლის მარტიდან ძალაში შევიდა შეთანხმება საქართველოს ეროვნულ ბანკსა და ფინანსთა სამინისტროს ხაზინის დეპარტამენტს შორის, რომლის თანახმად უცხოურ ვალუტაში ტრანზაქცია სებ-სა და საქართველოს მთავრობას შორის განხორციელდება იმ დღის საბაზრო კურსით, როდესაც მოთხოვნა გაეგზავნება სებ-ს (ეს გულისხმობს ტრანზაქციების გამარტივებას).

რაც შეეხება თვითონ ინდექსის აგებას, როგორც აღვნიშნეთ, აღწერილი ორობითი ცვლადები ერთი ტოლია, თუკი შესაბამისი კონტროლი არ არის დაწესებული. კაპიტალის ანგარიშის კონტროლის უკეთ წარმოსაჩენად შემოიტანეს აღნიშნული კატეგორიის ორობითი ცვლადის მიმდინარე და წინა ოთხი პერიოდის (წლის) საშუალო.

$$SHAREk_{3,t} = \frac{k_{3,t} + k_{3,t-1} + k_{3,t-2} + k_{3,t-3} + k_{3,t-4}}{5}$$

შემდეგ კი აგებენ ჩინ-იტოს ინდექსს ამ ახალი ცვლადისა ($SHAREk_{3,t}$) და სხვა დანარჩენი სამი ცვლადის ($k1, k2, k4$) სტანდარტიზებულ პირველ

ძირითად კომპონენტის სახით. რაც უფრო დიდია მიღებული ინდექსის მნიშვნელობა, უფრო მეტად გახსნილია ქვეყანა კაპიტალის ანგარიშის ტრანზაქციების მიმართ.

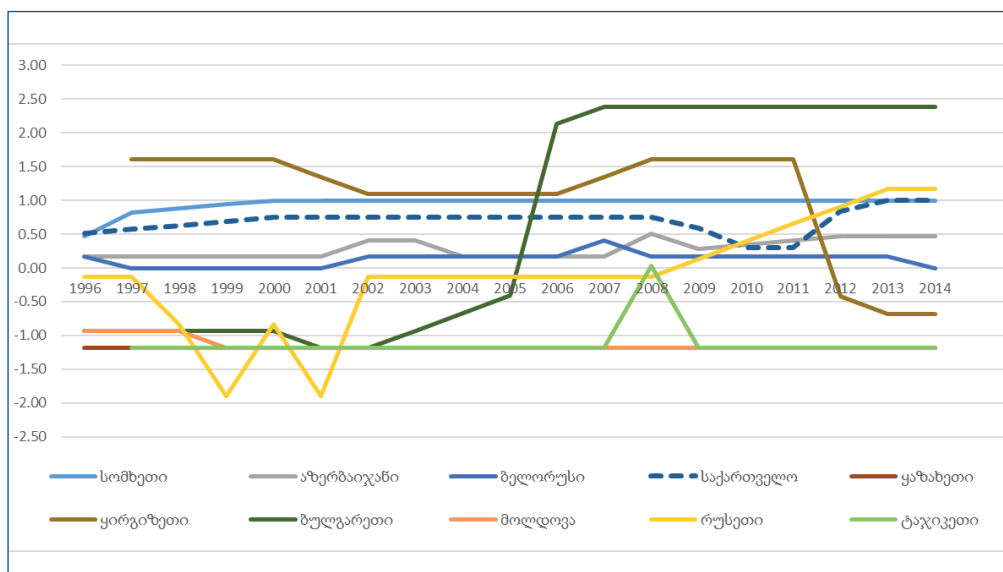
ინდექსის ასაგებად მიღებული პირველი საკუთრივი ვექტორი მონაცემთა მატრიციდან ($SHARE\ k3, k1, k2, k4$) არის $(0.57, 0.25, 0.52, 0.58)$ (მონაცემთა მატრიცისა და წარმოდგენილი ვექტორის ნამრავლი წარმოადგენს ძირითად კომპონენტს), რაც გვიჩვენებს, რომ ინდექსი არა მხოლოდ კაპიტალის ანგარიშის კონტროლის ცვლადით განისაზღვრება. ეს ინდექსს საშუალებას აძლევს კაპიტალის კონტროლის ინტენსივობაც წარმოადგინოს, რაც (ინტენსივობა) კორელირებს სხვა რეგულაციების არსებობასთან. მაგ.: ქვეყანას ღია კაპიტალის ანგარიშით, შესაძლებელია, ჰქონდეს მიმდინარე ანგარიშის ტრანზაქციებზე შეზღუდვები, ან სხვა ტიპის შეზღუდვები; ან ქვეყანას, რომელსაც უკვე დახურული კაპიტალის ანგარიში აქვს, უნდოდეს კიდევ უფრო გამკაცრება სხვა შეზღუდვების დადებით.

აქვე უნდა აღვნიშნოთ, რომ როგორც ყველა ინდექსს, ჩინ-იტო ინდექსისათვის მნიშვნელოვანია მისი დინამიკა.

შესადარებლად, აღნიშნული ინდექსი წარმოდგენილი საქართველოსთვის და აგრეთვე, მისი მეზობელი და სხვა მსგავსი ეკონომიკის ქვეყნებისათვის:

გრაფიკი 1.

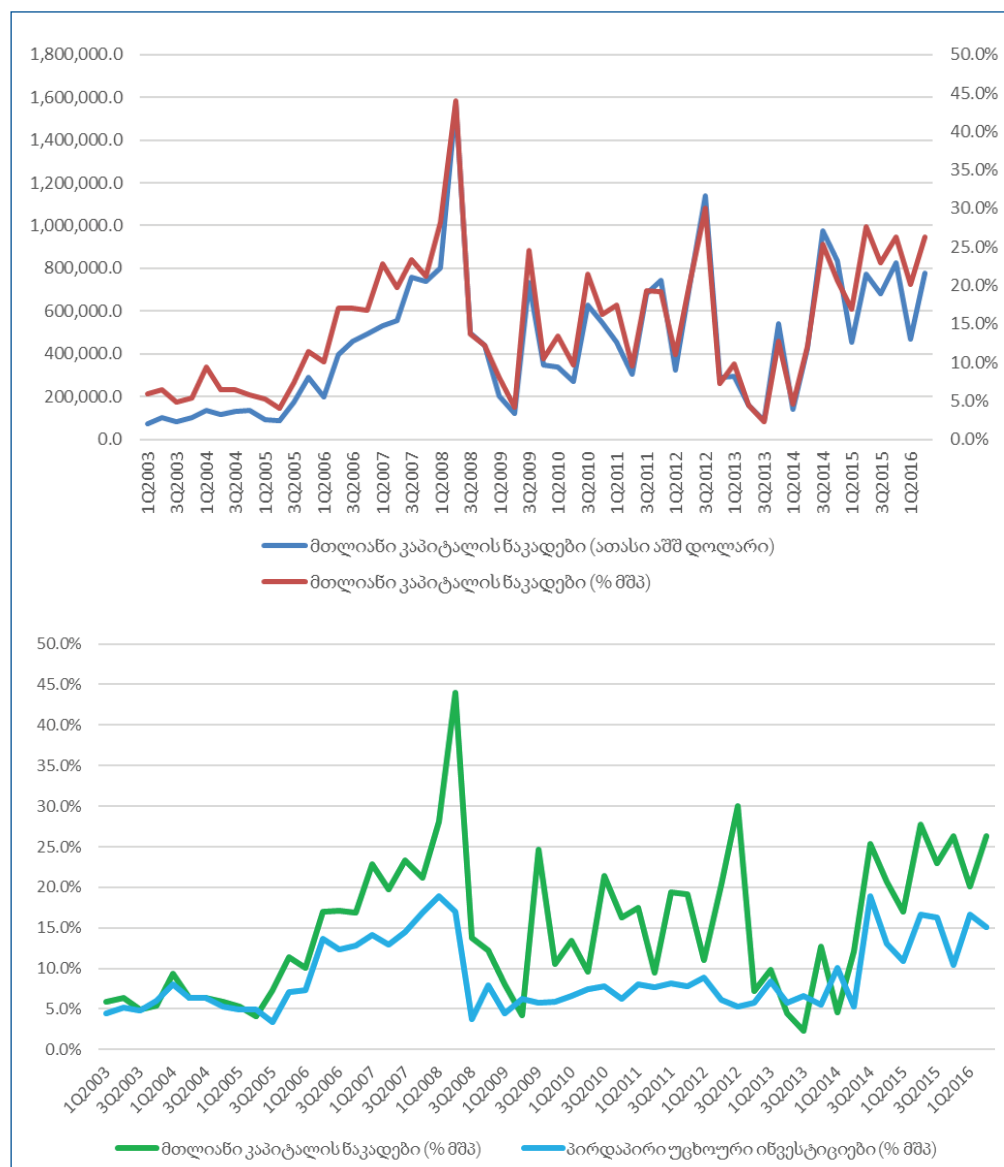
ჩინ-იტოს ინდექსი საქართველოსათვის.





გრაფიკი 2.

მოთიანი კაპიტალის შემოღინებები და პირდაპირი ინვესტიციები.



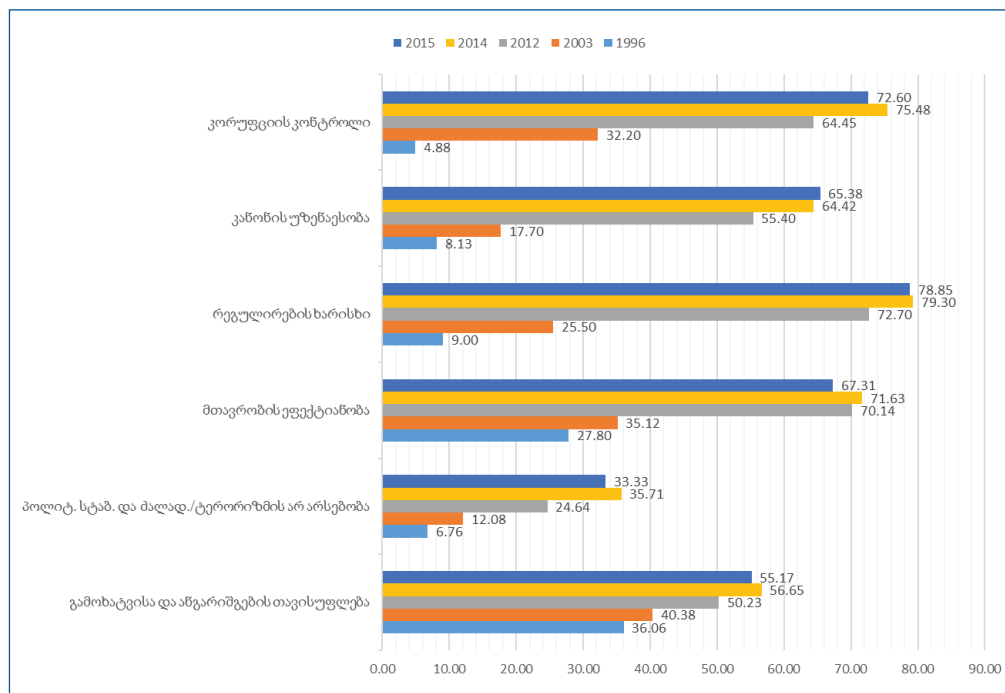
როგორც თვალნათლივ ჩანს, საქართველო გახსნილობით ჩამორჩება წარმოდგენილი ქვეყნებიდან სომხეთს (2013 წლამდე), ბულგარეთსა და რუსეთს.

მიუხედავად გახსნილობისა, შესაძლებელია, ქვეყანა არ იყოს მიმზიდველი ინვესტირებისათვის, ამიტომ, მნიშვნელოვანია კაპიტალის შემოღინებების დინამიკის განხილვა. გრაფიკზე წარმოდგენილია მოთიანი კაპიტალის შემოღინებები და აგრეთვე, მათი ფარდობა მშპ-სთან, რაც საკმაოდ დაბალია სხვა განვითარებად და გარდამავალ ეკონომიკებთან შედარებით:

ქვეყნის ფინანსური განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია ინსტიტუციური განვითარების მაჩვენებლები. მმართველობის მსოფლიო ინდიკატორები (Worldwide Governance Indicators) გამოიყენება სხვადასხვა ქვეყნის მმართველობის ხარისხის შესადარებლად შემდეგ კატეგორიებში: გამობატვისა და ანგარიშგების თავისუფლება, პოლიტიკური სტაბილურობა და ძალადობის/ტერორის არ არსებობა, მთავრობის ეფექტიანობა, რეგულირების ხარისხი, კანონის უზენაესობა და კორუფციის კონტროლი (Institute For Development of Freedom of Information, Georgia in World Governance Indicators 1996-2014, October 2015). აღნიშნული ინდ-

გრაფიკი 3.

მმართველობის ინდიკატორები საქართველოსათვის.

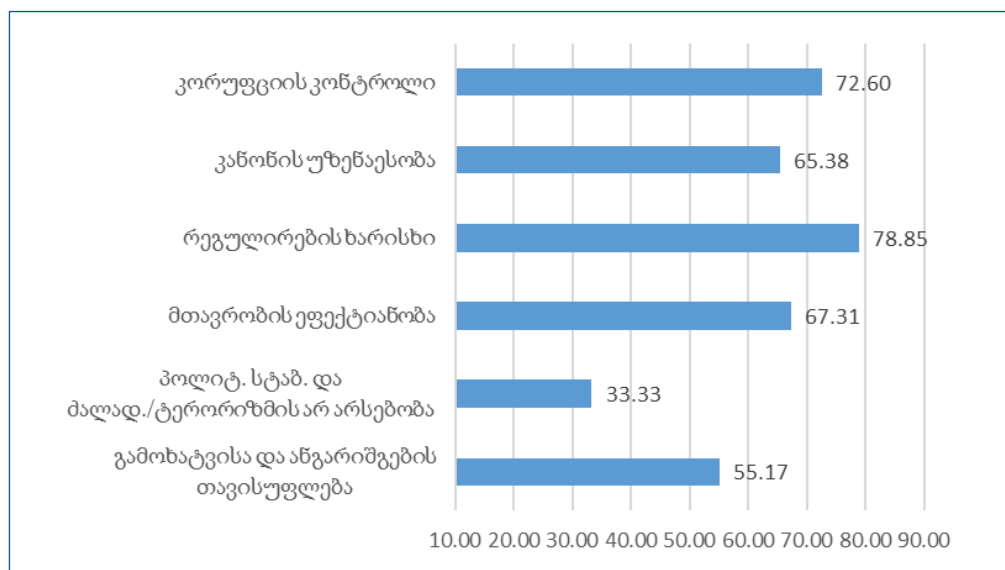


იკატორი წარმოდგენილია 215 ქვეყნისათვის და მონაცემთა ბაზის შექმნის ინიციატივა ეკუთვნის დ. კაუფმანს (Natural Resource Governance Institute and Brookings Institutions) და ა. კრაის (World Bank Development Research Group). საქართველომ ყველა ექვს პუნქტში მნიშვნელოვანი პროგრესი აჩვენა 1996-2014 წლებში;

განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი გაუმჯობესებაა ისეთ სფეროში, როგორც არის კორუფციასთან ბრძოლა, კანონის უზენაესობა, რეგულირების ხარისხი და კარგი მმართველობა. შედარებით დაბალი მაჩვენებელია პოლიტიკურ სტაბილურობასა და ძალადობის/ტერორიზმის არ არსებობის კატეგორიაში, რაც ინვესტორისათვის სახარბიელო მაჩვენებელი არ არის.

გრაფიკი 4.

მმართველობის ინდიკატორები საქართველოსათვის 2015 წლისთვის





ცხრილი 2.

ფინანსური განვიტარების მაჩვენებლები.

	განვიტარებულ- რეპული	განვიტარებულ- რეპული	დაბალი შემოსავლის	საქართველო 2012	საქართველო 2014
ბანკების დეპოზიტების ფარდობა მშპ-სთან (%)	149.8	76.1	41.2	34.9	45.0
არასაბანკო საფინანსო ინსტიტუტების აქტივების ფარდობა მშპ-სთან (%)	140.5	36.2	14.4	-	-
ბანკებისა და სხვა საფინანსო ინსტიტუტების სესხების ფარდობა მშპ-სთან	138.5	67.7	33.8	32.4	40.8
ბანკების ფილიალები 100,000 მოსახლეზე	36.4	21.2	13.1	23.0	26.7
საფონდო ბაზრის კაპიტალიზაცია მშპ-სთან (%)	90.3	82.4	26.8	5.5	5.5
კომპანიების რაოდენობა 10,000 მოსახლეზე	34.7	21.4	24.1	34.8	34.8
საფონდო ბაზრის ბრუნვა / კაპიტალიზაცია (%)	68.6	60.5	7.1	0.3	0.2
მოთხოვნილი გირავნობის ფარდობა სესხთან (%)	83.9	196.4	284.8	185.1	223.3

როგორც ცხრილიდან ჩანს, საქართველო ჩამორჩება დაბალი შემოსავლის ქვეყნებსაც საფონდო ბაზრის კაპიტალიზაციით. აგრეთვე, ძალიან დაბალია საფონდო ბაზრის ბრუნვის წილი (ვაჭრობის დონე/კაპიტალიზაცია) განვიტარებად ქვეყნებს კი მხოლოდ ბანკების ფილიალების მაჩვენებლით ოდენობით უსწრებს. საბანკო სე-

ქტორი ჯერ ისევ მცირეა და სუსტი: დაბალია დეპოზიტების მშპ-სთან ფარდობა, თუმცა ბოლოდროინდელი დინამიკა მნიშვნელოვანი პროგრესით აღინიშნება. აგრეთვე, მცირეა კრედიტის მშპ-სთან თანაფარდობა, რაც აჩვენებს რომ ბანკები და სხვა საფინანსო ინსტიტუტები ვერ ასრულებენ ფინანსური შუამავლის როლს. საქართველოსათ-

ვის ასევე მეტად მაღალია სესხისათვის საჭირო გირავნობის ღირებულება. რაც შეეხება კომპანიების რაოდენობას 10 ათას მოსახლეზე, საქართველოსათვის საკმაოდ კარგი მაჩვენებელია, თუმცა შესაძლებელია ეს უმოქმედო კომპანიების დიდი ოდენობით იყოს გამოწვეული.

ამრიგად, ფინანსური გახსნილობის მიხედვით მნიშვნელოვანი პროგრესია 2012 წლიდან, თუმცა მაინც ჩამორჩება ისეთ ქვეყნებს როგორც არის რუსეთი და ბულგარეთი.

მთლიანი კაპიტალური შემოდინებებისა და პირდაპირი ინვესტიციების მნიშვნელოვანი მზარდი დინამიკაა 2014 წლიდან.

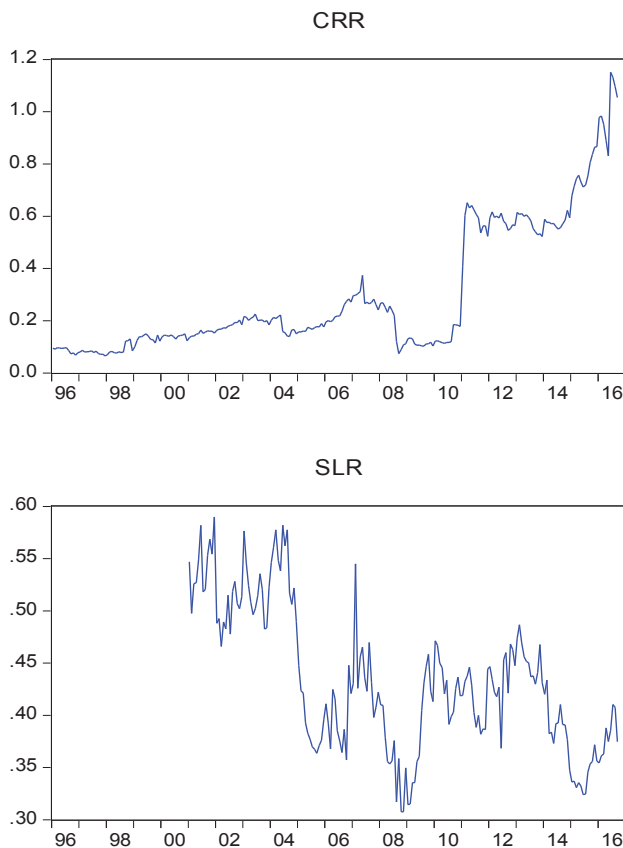
ქვეყნის ფინანსური განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია ინსტიტუციური განვითარების მაჩვენებლები, რომელთა ექვსივე ინდიკატორში საქართველოს მნიშვნელოვანი პროგრესი აქვს. ფინანსური განვითარების მაჩვენებლების მიხედვით ქვეყანაში ფინანსური შუამავლობა ჯერ კიდევ სუსტია.

მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტები

მონეტარული პოლიტიკის შოკის იდენტიფიკაციისათვის საჭიროა იმ ცვლადების განსაზღვრა, რომლებსაც ცენტრალური ბანკი საოპერაციო თარგეთის დასახვისას აკონტროლებს, აგრეთვე მნიშვნელოვანია ამ დროს ეგზოგენური და ენდოგენური ცვლილებების განცალკევება. საქართველოს ეროვნული ბანკი იყენებს როგორც ფასსზე დამოკიდებულ, ისე რაოდენობაზე დაფუძნებულ ინტრუმენტებს. პირველი ტიპის ინტრუმენტი გავლენას ახდენს ბანკებისათვის ხელმისაწვდომი ფინანსური რესურსების ფასზე (მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, თბილისის ბანკთაშორის განაკვეთები TIBR1, TIBR7, სადეპოზიტო სერტიფიკატები); რაოდენობაზე დაფუძნებული ინტრუმენტები კი პირდაპირ გავლენას ახდენენ ბანკების სესხების ოდენობაზე: ლიკვიდურობა ((SLR) – ლიკვიდური აქტივების ფარდობა მოკლევადიან ვალდებულებებთან), სარეზერვო მოთხოვნები ((CRR) – სარეზერვო მოთხოვნის ფარდობა ბანკებს გარეთ არსებულ ნაღდ ფულთან). ლიკვიდობისა და სარეზერვო მოთხოვნების ჯამით, როგორც ეს ინდოეთის ეკონომიკის მონ-

გრაფიკი 5.

სარეზერვო მოთხოვნების ფარდობა ნაღდ ფულთან და ლიკვიდობის მაჩვენებელი



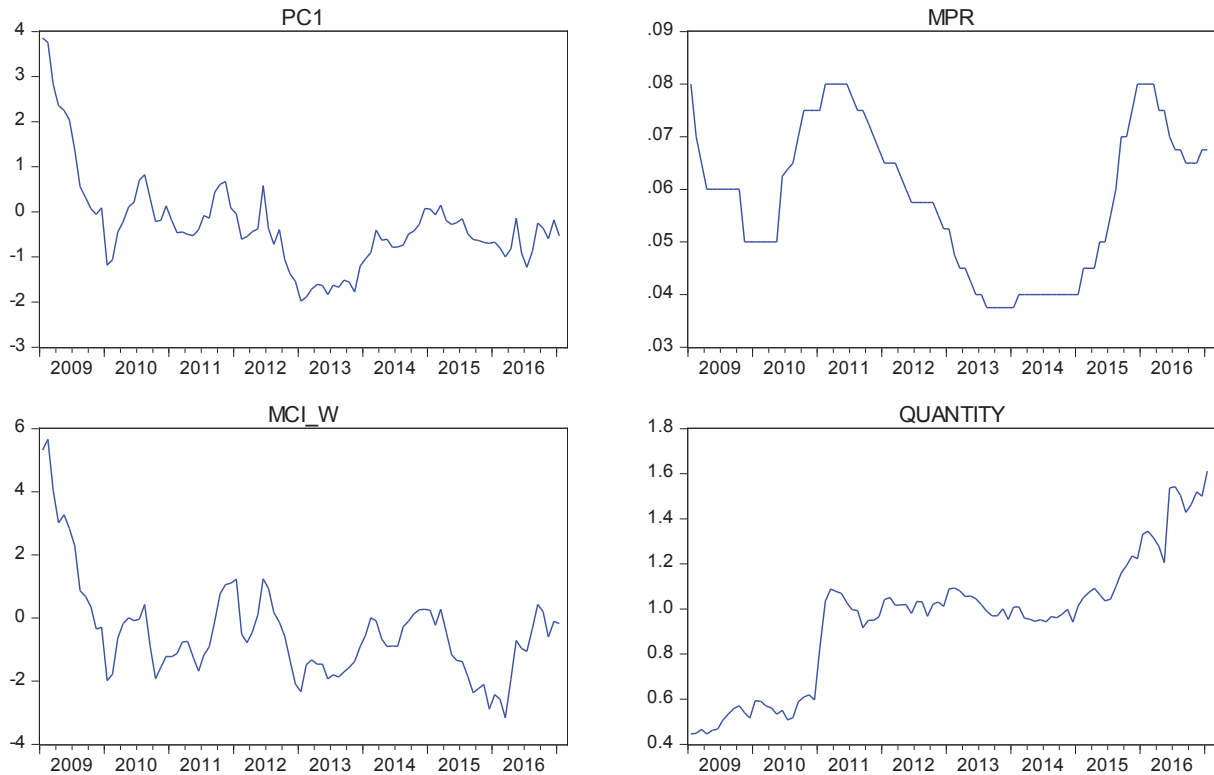
ეტარული პოლიტიკის რაოდენობაზე დაფუძნებული ინტრუმენტების დასახსიათებლად არის წარმოდგენილი, შესაძლებელია ერთი საზომი შემოვიღოთ, რომლის ზრდა ხელმისაწვდომი სახსრების ზრდის მაჩვენებელია.

როგორც აღვნიშნეთ, ფასზე დაფუძნებული ინსტრუმენტებია: მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, თბილისის ბანკთაშორის განაკვეთები, სადეპოზიტო სერტიფიკატებზე საპროცენტო განაკვეთები, აგრეთვე მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი. რაოდენობაზე დაფუძნებული ინტრუმენტის და აგრეთვე, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის და მონეტარული „მდგომარეობის“ ინდექსის მწკრივების პირველი ძირითადი კომპონენტი ავაგეთ მისი, როგორც მონეტარული პოლიტიკის ერთიანი ინტრუმენტის მისაღებად. ეს საშუალებას გვაძლევს გავზარდოთ თავისუფლების ხარისხი სტატისტიკური შეფასებებისა და ერთიანი მაჩვენებლით დავახასიათოთ მონეტარული პოლიტიკა. მიღებული მაჩვენებელი წარმოდგენილია გრაფიკზე.



გრაფიკი 6.

მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, მონეტარული „მდგომარეობის“ ინდექსი, რაოდენობაზე დაფუძნებული ინტრუმენტის, შვკრივების პირველი ძირითადი კომპონენტი.



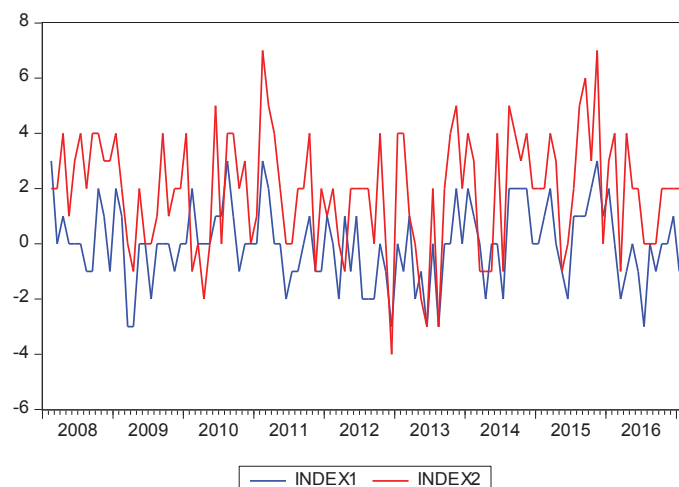
წარმოდგენილი ცვლადების გამოყენებით ავა-
გეთ მონეტარული ინტრუმენტების შემდეგი ინდე-
ქსები:

Index 1 – MPR, MCI, CRR და SLR ინსტრუმენტების
ცვლილების მიხედვით – 0, +1, -1, შესაბამისად თუ
არის უცვლელი, იზრდება, თუ მცირდება;

Index 2 – MPR, MCI, CRR და SLR ინსტრუმენტების
ცვლილების მიხედვით 0, +1, +2, -1, -2 – თუ კი, შეს-
აბამისად, არ იცვლება, 25-მდე საბაზისო პუნქტით
იზრდება, 25-50 საბაზისო პუნქტით იზრდება, 25-
მდე საბაზისო პუნქტით მცირდება, 25-50 საბაზისო
პუნქტით მცირდება.

გრაფიკი 7.

მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების დინამიკის გათვალისწინებით მიღებული ინდექსები.



მონეტარული გადაცემა: პირველადი სურათი

შემოსავლიანობის მრუდის სტატისტიკურად შესწავლისას დაადგინეს რომ მისი დახასიათება შესაძლებელია სამი მაჩვენებლით; ესენია: დონე, დახრილობა და გადაღუნვა (Litterman, Scheinkman 1991). მრავალი კვლევის თანახმად მოკლევადიანი და საშუალოვადიანი ობლიგაციების შემოსავლიანობის მრუდზე მაკროეკონომიკური ცვლადები ახდენს ზეგავლენას. მაკროეკონომიკური ცვლადები ხსნის შემოსავლიანობის მრუდის ცვლილებას, მაგ.: მომხმარებელთა გემოვნების ცვლილება იწვევს შემოსავლიანობის მრუდის დონის ცვლილებას; ან კიდევ, შემოსავლიანობის მრუდის დახრილობის შემცირება შემზღუდავი მონეტარული პოლიტიკით არის გამოწვეული; ან, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის ქვეყნებში, სადაც ნომინალურ საყრდენს ინფლაცია წარმოადგენს, ბაზრის ინფლაციის მოლოდინების ცვლილება გამოიწვევს შემოსავლიანობის დონის ცვლილებას. გრძელვადიანი სტრუქტურული ცვლილებები ეკონომიკაში იმოქმედებს გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებზე და გამოიწვევს შემოსავლიანობის მრუდის დახრის ცვლილებას (Wu, T., 2003).

შემოსავლიანობის მრუდების ზემოთაღნიშნული სამი სტატისტიკური მახასიათებელი საშუალებას მოგვცემს პირველადი სურათი შეგვექმნას: მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება თუ გადაეცემა გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს და აღნიშნული ცვლილებები თუ რეაგირებს მაკრო-

ეკონომიკურ ცვლილებებზე. ამისათვის გამოვიყენეთ ძირითადი კომპონენტების ანალიზი და შემოსავლიანობის მაჩვენებლებად ავიღეთ: მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, თბილისის ბანკ-თაშორისი განაკვეთები – TIBR1, TIBR7, სადებოზიტო სერთიფიკატებზე განაკვეთები 3 და 6 თვის ვადიანობით, 1-წლიანი სახაზინო ვალდებულებებზე განაკვეთი.

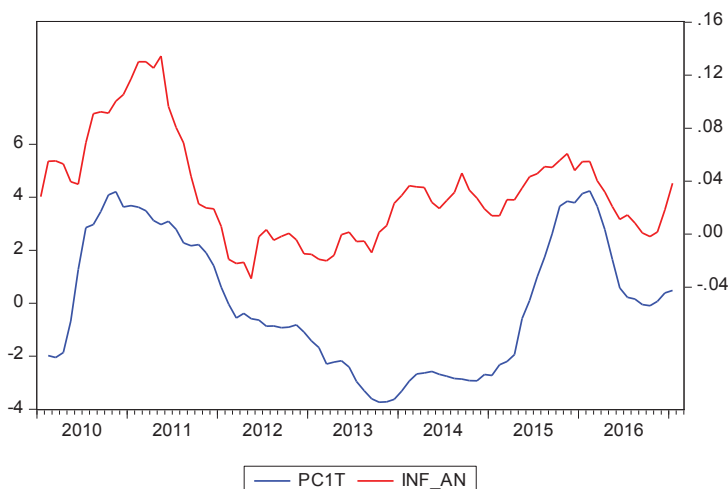
პირველი ძირითადი კომპონენტი, რომელიც შემოსავლიანობის მაჩვენებლების „დონეს“ აღწერს ინფლაციის მონაცემთან ერთად წარმოდგენილია გრაფიკზე №8.

პირველი ძირითადი კომპონენტი მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებებს აღწერს. იგი რეაგირებს ინფლაციაზე; მაგ.: აგენტები რეაგირებენ ინფლაციაზე (რეალური საპროცენტო განაკვეთის ნომინალური საპროცენტო განაკვეთითა და ინფლაციის ჯამით განისაზღვრება) და შესაბამისად პირველი ძირითადი კომპონენტი კარგად კორელირებს ინფლაციასთან, უფრო ზუსტად კი ინფლაციის წინა პერიოდების მნიშვნელობასთან (ცხრილი №3), რაც იმის მაჩვენებელია, რომ საქართველოს ეროვნული ბანკი წინდახედულ მონეტარულ პოლიტიკას ატარებს – გადაწყვეტილების მიღებისას ითვალისწინებს ინფლაციის პროგნოზს.

მეორე ძირითადი კომპონენტი ბიზნეს ციკლებზე რეაგირებს, ვინაიდან ცენტრალური ბანკი ცდილობს ბიზნეს ციკლების შერბილებას. დიდი

გრაფიკი 8.

შემოსავლიანობის „დონე“ (პირველი ძირითადი კომპონენტი) და წლიური ინფლაცია.





ცხრილი 3.

ინფლაციისა და პირველი ძირითადი კომპონენტის კორელაციები.

2010M01 2017M12

INF_AN,PC1T(-i)	INF_AN,PC1T(+i)	i	lag	lead
. *****	. *****	0	0.6490	0.6490
. *****	. *****	1	0.6083	0.6749
. *****	. *****	2	0.5440	0.6906
. *****	. *****	3	0.4610	0.6940
. ****	. *****	4	0.3664	0.6820
. ***	. *****	5	0.2684	0.6577
. **	. *****	6	0.1771	0.6233
. *	. *****	7	0.0848	0.5859
. .	. *****	8	-0.0041	0.5457
. .	. *****	9	-0.0881	0.5036
. .	. *****	10	-0.1630	0.4655
. .	. ****	11	-0.2280	0.4291
. .	. ****	12	-0.2758	0.3931

(სფრედი) „დახრილობა“ ეკონომიკის შემცირების წინასწარი მაჩვენებელია. თუ იგი კარგად კორელირებს მშპ-ს პოტენციური მნიშვნელობიდან გადახრასთან ეს მონეტარული პოლიტიკის კარგი გადაცემის მაჩვენებელია.

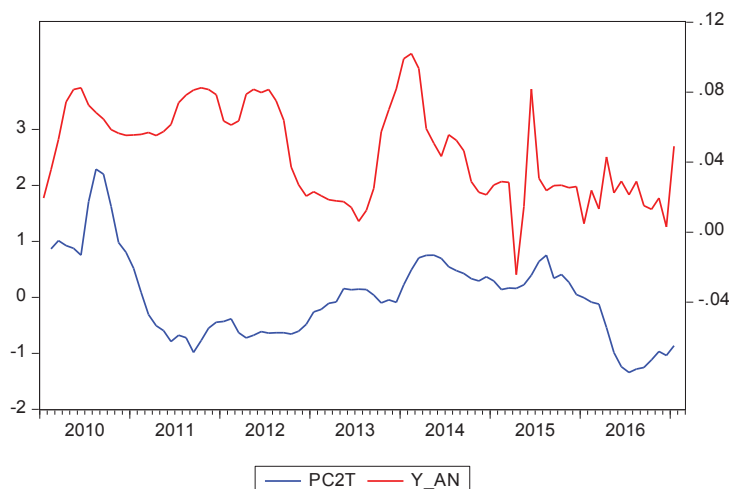
როგორც წარმოდგენილი გრაფიკიდან შეგვიძლია დავასკვნათ, მეორე ძირითადი კომპონენტი კარგად რეაგირებს მშპ-ს მნიშვნელოვან რყევებზე, თუმცა მისი მცირე გადახრების შესაბამისად არ იცვლება.

რაც შეეხება მესამე ძირითად კომპონენტს, იგი ფინანსურ მოვლენებს აღწერს, კერძოდ კი, მასში აისახება შემოსავლიანობის მრუდის ცალკეული ნაწილის ცვლილება. მაგ.: 2016 წლის ნოემბერში სახელმწიფო ობლიგაციებზე განაკვეთების ზრდის დაწყება ასახულია გრაფიკზე.

რაც შეეხება მესამე ძირითად კომპონენტს, იგი ფინანსურ მოვლენებს აღწერს, კერძოდ კი, მასში აისახება შემოსავლიანობის მრუდის ცალკეული ნაწილის ცვლილება. მაგ.: 2016 წლის ნოემბერში სახელმწიფო ობლიგაციებზე განაკვეთების ზრდის დაწყება ასახულია გრაფიკზე.

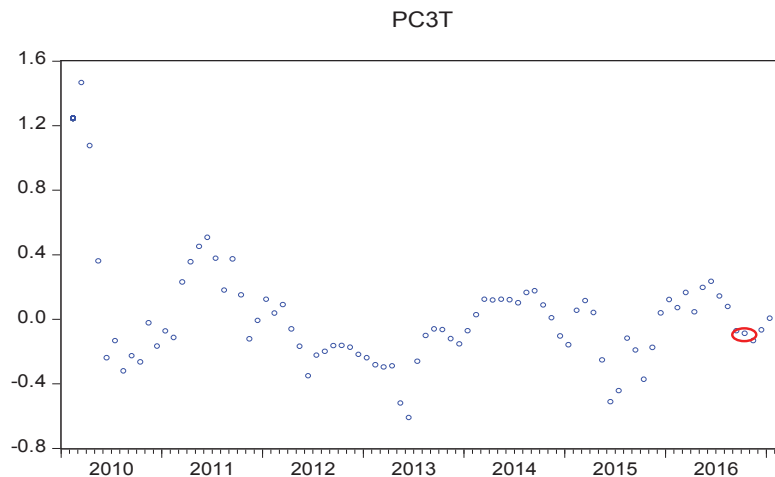
გრაფიკი 9.

მშპ-ს წლიური რეალური ზრდა და მეორე ძირითადი კომპონენტი – „დახრილობა“.



გრაფიკი 10.

მესამე ძირითადი კომპონენტი – „გადაღუნვა“.



როგორც წარმოდგენილი მაჩვენებლებით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საქართველოს ეკონომიკა მონეტარული პოლიტიკის გადაცემით ხასიათდება, შესაძლებელია ეს გადაცემა სუსტი იყოს, რისი მიზეზიც წინა ნაწილში განხილული ფინანსური განვითარების სისუსტეები იყოს.

ეკონომეტრიკული მეთოდოლოგია და მონაცემები

მონეტარული გადაცემის რაოდენობრივად შესაფასვლად ვიყენებთ სტრუქტურულ ავტორეგრესიას, რომელიც ფართოდ გამოიყენება ამ ტიპის ემპირიული კვლევისათვის.

სტრუქტურულ ავტორეგრესიაში ენდოგენური ცვლადების შესახებ ვაკეთებთ დაშვებას, რომ მათი დინამიკა სტრუქტურული მოდელით აღიწერება:

$$A_0 x_t = A(L) x_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

სადაც x_t ენდოგენური n ცვლადების ვექტორია t დროის პერიოდში, $A_0 n \times n$ მატრიცა, რომელიც ცვლადების თანადროულ მნიშვნელობებს შორის დამოკიდებულებას ასახავს, $A(L)$ დროითი ლაგის ოპერატორის L -ის პოლინომია, ხოლო სტრუქტურული შოკების ვექტორია, რომლებიც იდენტურად ერთმანეთისაგან დამოუკიდებლად

განაწილებული და არაკორელირებულია. მკვლევარებისათვის საინტერესოა სტრუქტურული შოკის ზეგავლენა ენდოგენურ ცვლადებზე, რისი მიღებაც შესაძლებელია ვექტორული ავტორეგრესიის დაყვანილი ფორმიდან. დაყვანილი ფორმის მიღება შესაძლებელია (1) გამოსახულები A_0^{-1} -ზე გადამრავლებით და მივიღებთ:

$$x_t = B(L) x_{t-1} + u_t \quad (2)$$

$$\text{სადაც } B(L) = A_0^{-1} A(L), u_t = A_0^{-1} \varepsilon_t,$$

გამოსახულება (2)-ის შოკები მიიღება გამოსახულება (1)-ში წარმოდგენილი შოკების წრფივი კომბინაციით და მათი სერიული კორელაცია 0 -ის ტოლია. სტრუქტურული შოკის ზეგავლენის შესასაფასვლად საჭიროა დაშვება A_0^{-1} მატრიცის ელემენტებზე.

ვექტორული ავტორეგრესიის შეფასება

ვექტორული ავტორეგრესიის შესაფასებლად ვიღებთ სპეციფიკაციას როგორც ეს წარმოდგენილი იყო ინდოეთის ეკონომიკისათვის (Montiel 2016), სადაც იყენებენ ახალ კეინზის მოდელს მცირე ღია ეკონომიკისათვის ხუთი განტოლებით: ინვესტიციებისა და დანაზოგის (IS) მრუდი, ახალი კეინზის ფილიპსის მრუდი, დაუზღვეველი საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტის განტოლება, საპ-



როგორც განაკვეთის გადაცემის განტოლება და ტეილორის განტოლების მსგავსი მონეტარული პოლიტიკის განტოლება.

მონაცემები ავიღეთ 2009-2017 წლებისათვის. შესაბამისად, ვექტორულ ავტორეგრესიას ვაფასებთ ხუთი ცვლადით შემდეგი თანამიმდევრობით $x_t = (y_t, \pi_t, e_t, i_t^l, i_t)$.

სადაც y_t წარმოადგენს მშპ-ს ზრდას, π_t – სამომხმარებლო ფასების ინდექსის, e_t – ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ზრდას, i_t^l – საპროცენტო განაკვეთს სესხებზე, i_t – მონეტარული პოლიტიკის ინდიკატორი (მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, ბანკთაშორის ერთდღიან სესხებზე განაკვეთი (TIBR1), შედგენილი ინდექსები როგორც ეს ზემოთ აღწერაშია წარმოდგენილი). აგრეთვე, ვითვალისწინებთ ნავთობის ფასს ეგზოგენურად და რამდენიმე სტრუქტურული ცვლილების აღმწერ ცვლადს. მონაცემები არის ყოველთვიური (მშპ-სთვის ავიღეთ ეკონომიკური ზრდის წინასწარი ყოველთვიური შეფასება, ხოლო 2013-მდე პერიოდისათვის კი ინტერპოლირებულია კვარტალური მონაცემებიდან) და ფარავს 2010-2017 პერიოდს. მონაცემები სეზონურად შესწორებულია და ვიღებთ თვის პროცენტულ ზრდას.

მონაცემები თავდაპირველად შევამოწმეთ ერთეულოვანი ფესვის არსებობის ტესტით, რომლის თანახმად მშპ, სფი და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი პირველი რიგის ინტეგრირებული პორცესებია, ხოლო საპროცენტო განაკვეთები სესხებზე და მონეტარული პოლიტიკის მაჩვენებლები სტაციონარული პორცესებია.

ვექტორული ავტორეგრესიის ლაგი შევარჩიეთ სტატისტიკური კრიტერიუმის შესაბამისად, რომლის მიხედვითაც ვიყენებთ დროით 8 ლაგს.

იდენტიფიკაციისათვის გამოვიყენეთ სტრატეგია, რომელიც იაპონიის ეკონომიკისათვის წარმოდგენილი იყო სსფ-ს კვლევაში (Morskin 2001): ყველაზე ხისტი ცვლადი არის მშპ, რის გამოც იგი პირველი არის სისტემაში და შემდეგ მას მოსდევს ინფლაცია, გაცვლითი კურსი, საპროცენტო განაკვეთი და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი.

წარმოდგენილი ცხრილი გამოყენებულ მოდელში ინფლაციისა და მშპ-ის ზრდის ეგზოგენურ-

ბის ტესტს გვიჩვენებს, რომლის თანახმად აღნიშნული ცვლადების ეგზოგენურობა უარყოფილია.

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
Sample: 2010M05 2017M12

Dependent variable: D(LY_SA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LP_SA)	27.31909	12	0.0069
D(LNEER_SA)	27.40163	12	0.0068
IL_L	44.32133	12	0.0000
TIBR1	23.51838	12	0.0236
All	71.92156	48	0.0143

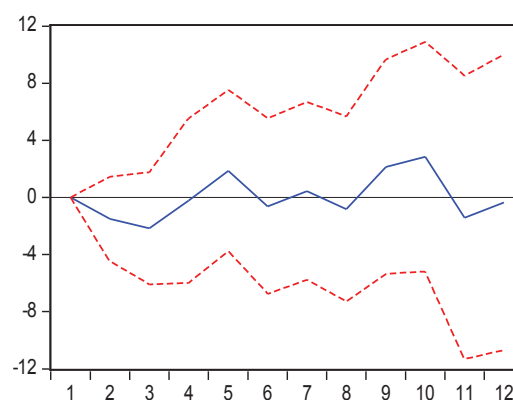
Dependent variable: D(LP_SA)

Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LY_SA)	28.64317	12	0.0044
D(LNEER_SA)	36.25257	12	0.0003
IL_L	21.87092	12	0.0390
TIBR1	23.67603	12	0.0225
All	84.60880	48	0.0009

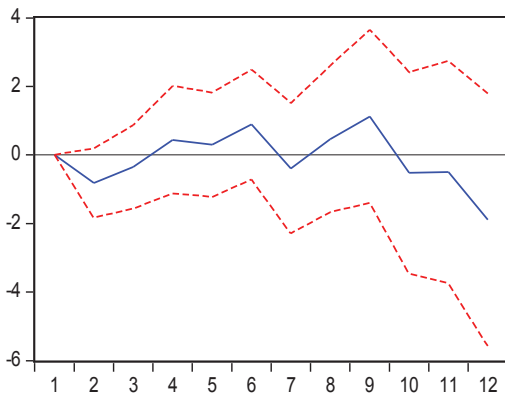
მონეტარული პოლიტიკის შოკის იმპულსის რეაქციის ფუნქცია წარმოდგენილია გრაფიკზე, რომლისთვისაც ვიყენებთ ხოლმეცის დეკომპოზიციას. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის შოკზე წარმოდგენილი ცვლადები მხოლოდ ლაგით რეაგირებენ.

გრაფიკზე წარმოდგენილია მშპ-ის ზრდის და ინფლაციის საპასუხო ფუნქცია მონეტარული პოლიტიკის შოკზე.

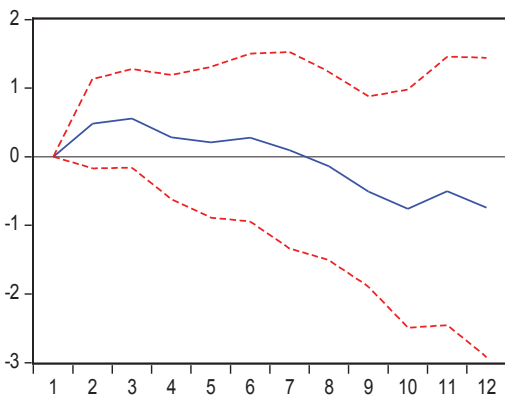
Response of D(LY_SA) to Shock1



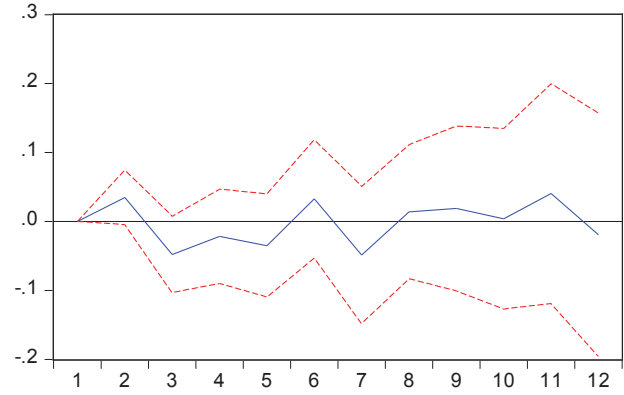
Response of D(LP_SA) to Shock1



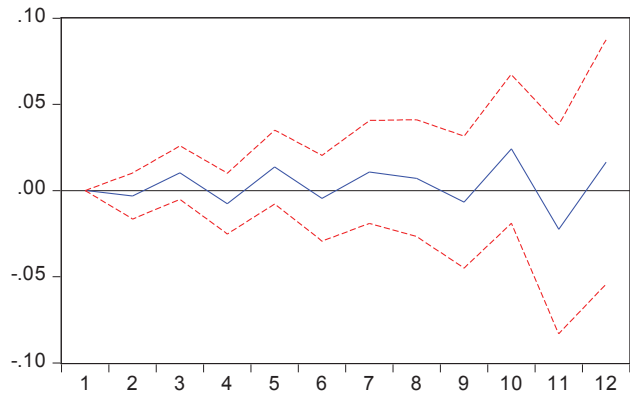
Response of IL_LT to Shock1



Response of D(LY_SA) to Shock1



Response of D(LP_SA) to Shock1

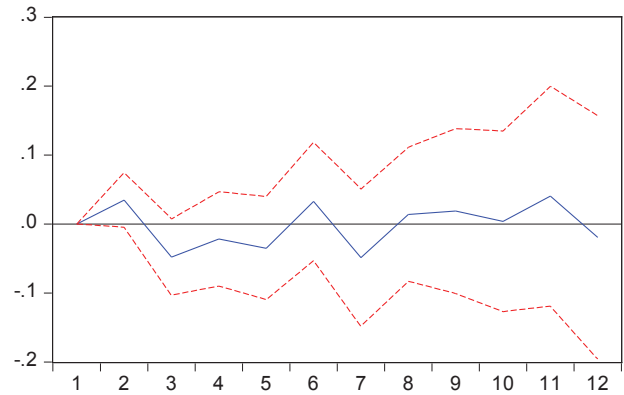


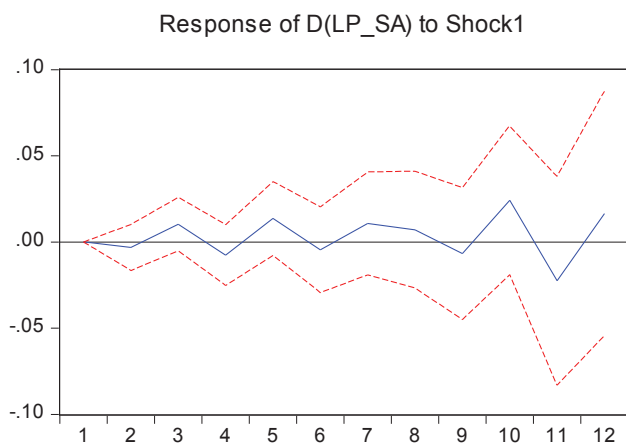
წარმოდგენილ ფუნქციებს თეორიულად გამართლებული ნიშნები აქვს და შოკი ნორმალიზებულია. წარმოდგენილი შეფასებით ერთეულოვანი შოკი ინფლაციის 0.8%-ით შემცირებას და მშპ-ს 1.5%-ით შემცირებას იწვევს. კომერციული ბანკების საპროცენტო განაკვეთი სესხებზე რეაგირებს მონეტარული პოლიტიკის შოკებზე, თუმცა გადაცემა არ არის სრული. საბანკო სესხების არხს გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმში (Bernanke and Gertler, 1995). საკრედიტო ბაზარზე კომერციული ბანკებს შეუძლიათ დიდი როლი შეასრულონ ინფორმაციის წვდომის და სხვა მსგავსი ფრიქციების არსებობისას, ხოლო მცირე ზომის ფირმებს არ შეუძლიათ ალტერნატიული საკრედიტო წყაროს მოძებნა.

კომერციული ბანკის საკრედიტო არხის წარმოსადგენად ქვემოთ მოცემულია მშპ-ს ზრდისა და ინფლაციის საპასუხო ფუნქციები სესხებზე საპროცენტო განაკვეთის შოკზე. შეფასების თანახმად, გადაცემა მნიშვნელოვანია, მაგრამ ძალიან მცირე.

გაცვლითი კურსის გადაცემის აღსაწერად ქვემოთ წარმოდგენილია მშპ-ის ზრდისა და ინფლაციის საპასუხო ფუნქციები გაცვლითი კურსის შოკზე, რომლის დროსაც ინფლაცია დაახლოებით 0.2%-ით მცირდება, ხოლო მშპ-ს ზრდა 0.5-დან 1%-მდე მერყეობს.

Response of D(LY_SA) to Shock1





დასკვნა

შრიგად, ჩვენ წარმოვადგინეთ ფინანსური გახ-
სნილობისა და ფინანსური განვითარების მაჩ-

ვენებლები – გადაცემის მექანიზმის ძირითადი
განმსაზღვრელი ფაქტორები საქართველოში.
გამოვიყენეთ ძირითადი კომპონენტების ანალ-
იზი და შევაფასეთ სტრუქტურული ვექტორული
ავტორეგრესია, გადაცემის მექანიზმის რაოდე-
ნობრივად შესასწავლად. ემპირიული შეფასება
ადასტურებს მოსალოდნელ შედეგებს, როგორც ეს
წარმოდგენილი იყო ფინანსური მაჩვენებლების
განხილვისას; მონეტარული გადაცემის მექანიზმი
მუშაობს, თუმცა უმეტესი არხები, მიუხედავად
ბოლო წლებში მნიშვნელოვანი გაუმჯობესებისა,
სუსტად არის განვითარებული, რაც მონეტარული
პოლიტიკის ეფექტიანობას აფერხებს; ჯერ კიდევ
სუსტი ფინანსური ბაზარი და დოლარიზაცია მონ-
ეტარული პოლიტიკის არასრული გადაცემის
მიზეზია. აგრეთვე შესაძლებელია, მოკლე დროი-
თი მწკრივი და გამოყენებული მეთოდოლოგიის
ნაკლოვანებები სრულად ვერ აღწერს რეალურ
სურათს.



გამოყენებული ლიტერატურა

- Bakradze, G., Billmeier, A., 2007 “Inflation Targeting: Are We There Yet?” IMF Working Paper, 07/193
- Bernanke, Ben S., and Mark Gertler, 1995, “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,” Journal of Economic Perspectives, Vol. 9 (fall), pp. 27–28.
- Chinn, Menzie and Hiro Ito, (2002). “Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence” NBER Working Paper №8967.
- Chinn, Menzie D. and Hiro Ito (2006). “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions,” Journal of Development Economics, Volume 81, Issue 1, Pages 163–192 (October).
- Edison, Hali J., M. W. Klein, L. Ricci, and T. Sløk, 2002. “Capital Account Liberalization and Economic Performance: A Review of the Literature,” IMF Working Paper (May).
- Edwards, S., 2001. “Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?” NBER Working Paper No. 8076.
- Litterman, Scheikman 1991 Common Factors Affecting Bond Returns
- Mishra, P., Montiel P., and Sengupta R., WP/16/167 “Monetary Transmission in Developing Countries: Evidence from India”.
- Morskin, J., Bayoumi, T., 2001, “A Peek Inside the Black Box: The Monetary Transmission Mechanism in Japan” IMF Staff Papers Vol. 48, No. 1
- Samkharadze, B., 2008, Monetary Transmission Mechanism in Georgia: Analyzing Pass-Through of Different Channels, <https://www.nbg.gov.ge/uploads/workingpaper/nbgwp02.08.pdf>
- Wu, T., 2003 “What Makes the Yield Curve Move?” Economic Letter Newsletter of the Federal Reserve Bank of San Francisco 2003–15
- ბლუაშვილი, ა., „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმი საქართველოში: ბოლოდროინდელი დინამიკა“, ეკონომიკა და საბანკო საქმე – ტომი I, N 3, 2013