



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia

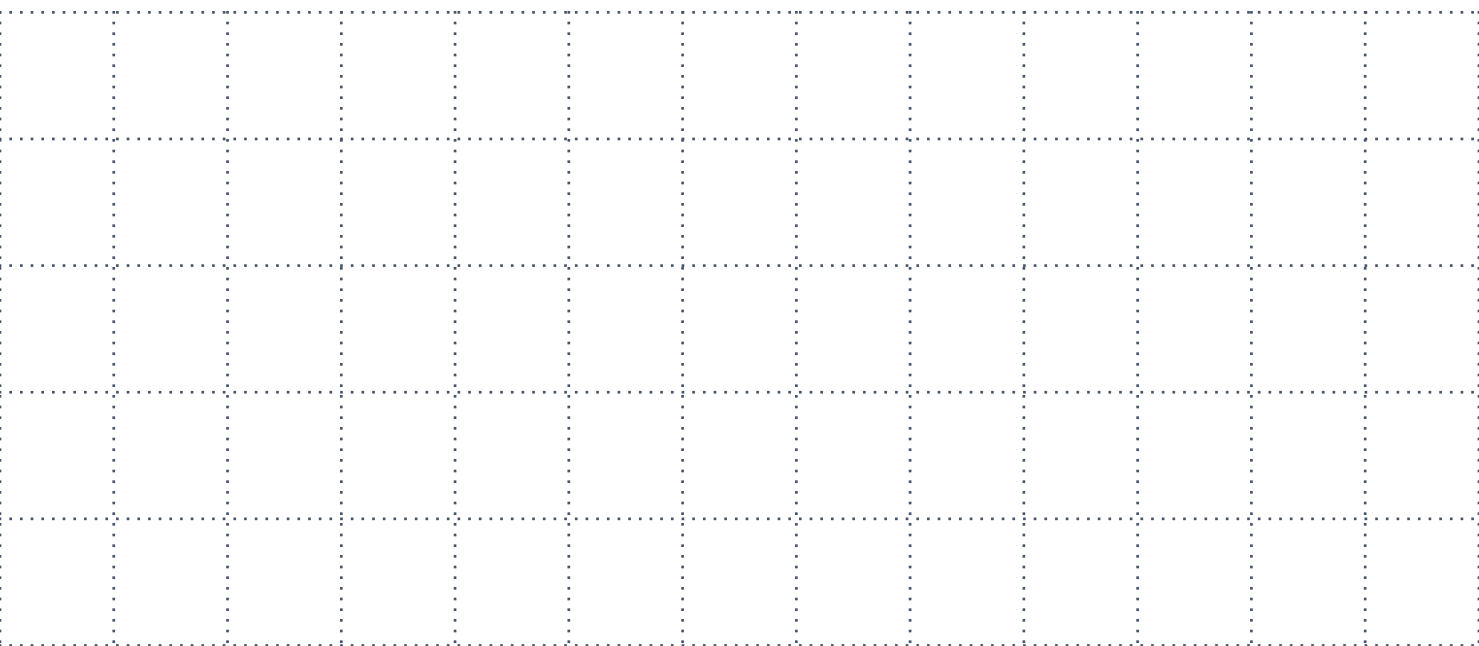
# მუშაობს თუ არა ერთდროულად ფინანსირებული გაცვლითი კურსი, დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკა და კაპიტალის თავისუფალი მობილობა

*კობა გვენეტაძე "ცრილეების" შესახებ*

აღნიშნული დოკუმენტი გამიზნულია ეკონომიკის მიმართულების სტუდენტებისა და ეკონომიკით დაინტერესებული მოსახლეობისთვის. მისი მიზანია, მოკლედ მიმოიხილოს დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის საფუძვლები და ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის სარგებელი, რაც საქართველოს ეროვნული ბანკის პოლიტიკის მთავარ საყრდენს წარმოადგენს.

## “შეუძლებელი სამეული“ და დაოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის სარგებელი

- შეუძლებელი სამეულის არსი და მისი ელემენტები
- კაპიტალის თავისუფალი მობილობა - სამეულის პრიორიტეტული ელემენტი
- შეუძლებელი სამეული და საქართველო
- ცურიზმი, როგორც უცხოური ვალუტის შემოდინების ერთ-ერთი არხი
- ოპტიმალური სავალუტო პოლიტიკა საქართველოსთვის
- კაპიტალის მობილობის შეზღუდვა vs. გაცვლითი კურსის მოქნილობა
- ვისთვის არის ლარის გაუფასურება პრობლემა და ვისთვის - სარგებელი?



## რაში მდგომარეობს “შეუძლებელი სამეულის” არსი?

ღია ეკონომიკას არ შეუძლია ერთდროულად ჰქონდეს დამოუკიდებელი მონეწარული პოლიტიკა, ფიქსირებული გაცვლითი კურსი და კაპიტალის თავისუფალი მობილობა. სწორედ ამ შეზღუდვას გამოხადავს ცერმინი “შეუძლებელი სამეული”, იგივე “ცრილემა” (ინგლ. impossible trinity). სხვაგვარად რომ ვთქვათ, პოლიტიკის გამტარებელს ერთდროულად სამიდან მხოლოდ ორი მიზნის მიღწევა შეუძლია - სამივე ამოცანის ერთსა და იმავე მომენტში აღსრულება კი შეუძლებელია. ეს გარემოება, ჯერ კიდევ 1962 წელს, ეკონომისტებმა რობერტ მანდელმა და მარკუს ფლემინგმა საკუთარ კვლევებში მკაფიოდ აჩვენეს. აღსანიშნავია, რომ იმ პერიოდში მანდელიც და ფლემინგიც საერთაშორისო სავალუტო ფონდში მუშაობდნენ. მოგვიანებით, 1999 წელს, მისი აქტიური და ნაყოფიერი მოღვაწეობის გამო და ნაწილობრივ ზემოთაღნიშნული მიგნებისთვისაც, რობერტ მანდელმა ნობელის პრემია მიიღო.

სანამ უშუალოდ განვიხილავდეთ, თუ რაგვარაა შეუძლებელი აღნიშნული სამივე ელემენტის ერთდროული ფლობა, მოკლედ მიმოვიხილოთ ის მიზეზები, რის გამოც პოლიტიკის გამტარებელს თითოეული ამ ელემენტის ფლობა შეუძლებელია სურდეს.

დავინწყოთ მონეწარული პოლიტიკით: **დამოუკიდებელი მონეწარული პოლიტიკა**, მოთხოვნის შოკების შემთხვევაში, მკვეთრი მაკროეკონომიკური მერყეობის თავიდან აცილების მძლავრ ბერკეტს წარმოადგენს. კერძოდ, ასეთი პოლიტიკა კონცენტრირდება ფასების სტაბილურობის ამოცანაზე, რითაც ხელი ეწყობა დასაქმებასა და გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდას. მაგალითად, როდესაც ერთობლივი მოთხოვნა სუსტია და ინფლაცია ზედმეტად დაბალი, მონეწარულ პოლიტიკას შეუძლია ეკონომიკურ ზრდას დაეხმაროს. მეორე მხრივ, როდესაც ინფლაცია მაღალია, დამოუკიდებელი მონეწარული პოლიტიკა ფასების სტაბილურობის შესანარჩუნებლად პოლიტიკის გამკაცრების საშუალებას გვაძლევს, რაც ინფლაციასაც ამცირებს. ფასების სტაბილურობა გრძელვადიანი ეკონომიკური

ზრდის წინაპირობაა, ვინაიდან ამ პირობებში ფასისმიერი სიგნალები ეკონომიკაში რესურსების უფრო ეფექტიან განაწილებას უზრუნველყოფს.

რაც შეეხება **ფიქსირებულ გაცვლით კურსს**, ზოგადად, ცხადია, რომ სხვა თანაბარ პირობებში, მას გარკვეული უპირატესობები აქვს. კერძოდ, ფიქსირებული კურსი ჰიპერინფლაციის შემთხვევაში ხელს უწყობს ინფლაციური მოლოდინებისა და თავად ინფლაციის შემცირებას. ამავე დროს, ის საერთაშორისო ვაჭრობაში ჩართული ეკონომიკური აგენტებისათვის გაცვლითი კურსის ცვალებადობის შედეგად გამოწვეული დამატებითი ხარჯების თავიდან აცილებასაც უზრუნველყოფს. თუმცა, ეს მხოლოდ ერთი, ვიწრო მხრიდან დანახული სურათია და მთლიანობაში კურსის ფიქსირება, როგორც წესი, ბევრად უფრო მეტ პრობლემას ქმნის, ვიდრე სარგებელს. მაგალითად, საქართველოს შემთხვევაში, COVID-19 პანდემიის პირობებში ფიქსირებული გაცვლითი კურსი რომ გვექონოდა, გაცვლითი კურსის დასაცავად გაცილებით უფრო მკაცრი მონეტარული (და ფისკალური) პოლიტიკის გადარება მოგვიწევდა, რაც ნიშნავს, რომ ეკონომიკური ვარდნა ბევრად დიდი იქნებოდა, ვიდრე რეალურად გვექონდა. ეს, თავის მხრივ, ფინანსური სტაბილურობის რისკებსაც შექმნიდა. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ცურიზმის გაჩერებისა და საგარეო მოთხოვნის გამო შემცირებული სავალუტო შემოსავლების პირობებში სხვა (არა-ცურისცული) ადგილობრივი სექტორების ხელოვნურად იმავე ზომით შეზღუდვა მოგვიწევდა.

რაც შეეხება კაპიტალის მობილობას, **კაპიტალის თავისუფალი მობილობა** საერთაშორისო მასშტაბით ფინანსური რესურსების შეუზღუდავ მიმოსვლას, კონვერტაციას, განთავსებასა და მოგების რეპატრიაციას ნიშნავს. სწორედ ამ შემთხვევაში მიიღწევა რესურსების მაქსიმალური ეფექტიანობა, ვინაიდან ხელი ეწყობა პროდუქციულ სექტორებში ინვესტირებას, ტექნოლოგიებისა და ცოდნის გადაცემას, საფინანსო სექტორის განვითარებას და ა.შ.

ახლა კი **კონკრეტულ მაგალითზე** განვიხილოთ, თუ რა დრომ არის შეუძლებელი, დავუშვათ, ფიქსირებული გაცვლითი კურსისა და კაპიტალის თავისუფალი მობილობის პირობებში დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის გატარება. თუკი, მაგალითად, აშშ ფედერალური სარეზერვო სისტემა დაიწყებს პოლიტიკის გამკაცრებას და საპროცენტო განაკვეთებს აწევს, ბუნებრივია, თავისუფალი მობილობის პირობებში, გლობალური კაპიტალის ნაკადები აშშ-სკენ დაიძვრება და ადგილობრივ სავალუტო ბაზრებზე, მათ შორის საქართველოშიც, გაუფასურების წნეხი წარმოიქმნება.

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პირობებში ამ წნეხის საპასუხოდ ადგილობრივი ცენტრალური ბანკი იძულებული გახდება თავადაც აწიოს საპროცენტო განაკვეთი. ეს კი, ფაქტობრივად, მონეტარული პოლიტიკის დამოუკიდებლობის დაკარგვას ნიშნავს, ვინაიდან პოლიტიკის რეაგირება ბანკისთვის მინიჭებული უმთავრესი მანდატით - ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფის მოცივით - არ იქნება განპირობებული. ეს ნიშნავს, რომ მონეტარული პოლიტიკა ადგილობრივ ფასებსა და, ზოგადად, მაკროეკონომიკურ სტაბილურობაზე ფოკუსირებული ვეღარ იქნება.

“შეუძლებელი სამეულის” თითოეულ ელემენტს თავისი უპირატესობები აქვს, რაც პოლიტიკის გამტარებლებისთვის ხშირად ცდუნების - ცრილემის სამივე ელემენტით ერთდროულად სარგებლობის - მიზეზიც გამხდარა. ეს კი, რა თქმა უნდა, კრახით მთავრდებოდა და, ხშირად, მასშტაბურ კრიზისსაც იწვევდა. ამის კარგი მაგალითია აზიის ფინანსური კრიზისი, რომლის შემთხვევაშიც, სპეკულაციური შეტევის დროს კურსის დაფიქსირების მცდელობა კრიზისის ერთ-ერთი გამომწვევი აღმოჩნდა.

## კაპიტალის თავისუფალი მობილობა - ტრილემის პრიორიტეტული ელემენტი

შეიძლება ითქვას, რომ კაპიტალის თავისუფალი მობილობა შეუძლებელი სამეულის პრიორიტეტული ელემენტია. ამას ადასტურებს საერთაშორისო გამოცდილება და მრავალი ავტორიტეტული კვლევა. როგორც უკვე ვახსენეთ, კაპიტალის მობილობა უზრუნველყოფს რესურსების ეფექტიან გადანაწილებას. მართლაც, მის მნიშვნელობაზე მიანიშნებს ის ფაქტიც, რომ თავად ეკონომიკა შეზღუდული რესურსების ეფექტიანად გადანაწილების მეცნიერებაა.

ფინანსური რესურსების სიმწირისა და მათზე შეზღუდული ხელმისაწვდომობის გამო, საგარეო ფინანსური რესურსები განვითარებადი ეკონომიკებისთვის უალრესად მნიშვნელოვანია. განვითარებული ქვეყნებიდან, სადაც დაზოგვის მაჩვენებლები შედარებით მაღალია, ხოლო ინვესტიციების ამონაგები, კლებადი ზღვრული უკუგებიდან გამომდინარე - საკმაოდ დაბალი, რესურსები განვითარებადი ციპის ეკონომიკებში მიემართება, სადაც ეს რესურსები შედარებით უფრო მაღალი უკუგების მომცანია. ეს შეიძლება იყოს საკრედიტო რესურსების, პორტფელური ინვესტიციების ან, უფრო მეტად, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების სახით, რომელთა მეშვეობითაც მალღდება მთლიანი საწარმოო ფაქტორების ეფექტურობა და ხელი ეწყობა ქვეყნის კეთილდღეობის ზრდას.

კაპიტალის მობილობა, უშუალო სიკეთებთან ერთად, კაპიტალის ბაზრისა და საფინანსო სექტორის განვითარების პროცესში აუცილებელ (თუმცა არასაკმარის) ფაქტორს წარმოადგენს, რაც დადებითად აისახება როგორც მონეცარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის ეფექტიანობაზე, ასევე ქვეყნის დანაზოგებისა და ინვესტიციების მაჩვენებელზე. იმავედროულად, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, თავის მხრივ, ახალი ტექნოლოგიების დანერგვას, უკეთესი მენეჯერული პრაქტიკისა და ცოდნის იმპორტს და, საბოლოოდ, პროდუქციული დარგების განვითარებას უზრუნველყოფს

ასევე, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები სწორედ ის წყაროა, რომელიც ხელს უწყობს ე.წ. დაწევის (catch-up) ეფექტს - იდეას, რომ შედარებით დაბალშემოსავლიანი ქვეყნები უფრო სწრაფი ეკონომიკური ზრდით ხასიათდებიან, ვიდრე მაღალშემოსავლიანები და, ამდენად, გრძელვადიან პერიოდში მათ ერთ სულ მოსახლეზე შემოსავლით "დაეწევიან".

თუმცა, უნდა შევნიშნოთ, რომ კაპიტალის თავისუფალ მოძრაობას გარკვეული რისკებიც ახლავს. ეკონომიკური ბუმის პერიოდში, კაპიტალის მოძრაობის პროციკლურმა ბუნებამ და სპეკულაციური აქტივებით ვაჭრობამ, შესაძლოა, აქტივების ფასების ისეთი ზრდა გამოიწვიოს, რომელიც ფუნდამენტური ფაქტორების მიღმაა. ასევე, ამან შესაძლოა ეკონომიკის ჭარბი დაკრედიტება ან/და გაცვლითი კურსის დროებითი მკვეთრი ცვლილება განაპირობოს, რაც, მეტწილად, მონეტარული პოლიტიკის მიზნებთან არათავსებადია და არასასურველ მერყეობებს იწვევს.

არსებობს ასევე შედარებით გრძელვადიანი რისკებიც. კაპიტალის შემოდინება და ვალის აღება მაშინაა გამართლებული, როდესაც მას შეუძლია პროდუქტიულობა გაზარდოს. იმ სექტორებში კი (მაგ. უძრავი ქონების შესყიდვის მიზნით შემოსული ინვესტიციები), რომლებიც მაღალი რისკის მატარებელია და ინვესტირება პროდუქტიულობის ზრდას არ განაპირობებს, შემოდინებები ხშირად გრძელვადიან პერსპექტივაში ქვეყნის საგადასახდელო ბალანსში არასასურველ სავალუტო და ვადიანობის შეუსაბამობებს განაპირობებს, რომლებიც, ადრე თუ გვიან, აუცილებლად მოახდენს ზეწოლას გაცვლით კურსზე.

აღსანიშნავია, რომ სპეკულაციური ნაკადი შესაძლოა ენდოგენური პრობლემის გამოძახილიც იყოს და ქვეყნის შიგნით არაჭანსად რეგულაციებს, გამჭვირვალობის ნაკლებობას და კონკურენციის შეზღუდვას უკავშირდებოდეს. შესაბამისად, თავიანთი მაკროეკონო-

მიკური მიზნების მისაღწევად, ქვეყნები, ე.წ. კონვენციურ მონეცარულ პოლიტიკასთან ერთად, მაკროპრუდენციულ პოლიტიკასაც იყენებენ, რომელიც ზემოხსენებული რისკების განეიტრალებაზეა ფოკუსირებული. მაკროპრუდენციული პოლიტიკის ამოცანა ფინანსური სექტორის პროციკლურობის, ჭარბი დაკრედიტების, დოლარიზაციის, ჭარბი კონცენტრაციისა და სხვა სისტემური რისკების შემცირებაა. ამ კუთხით საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა წლების განმავლობაში მრავალი ნაბიჯი გადადგა, რითაც ხელი შეუწყო ფინანსური სისტემის მდგრადობის ზრდას, რაც, თუნდაც, მიმდინარე (COVID-19-ით გამოწვეული) ეკონომიკურ კრიზისთან გამკლავების მნიშვნელოვანი ფაქტორია.

## რამდენად შეესაბამება შეუქლებელი სამეულის თეორია საქართველოს?

დრილემის თეორია საქართველოს რეალობას სავსებით შეესაბამება. იდენტურ ქართულ და უცხოურ აქტივებს შორის საპროცენტო განაკვეთის განსხვავება (დიფერენციალი) საქართველოს რისკის პრემიასა და გაცვლითი კურსის პოტენციური გაუფასურების მოლოდინებს აბალანსებს. შესაბამისად, მონეცარული პოლიტიკის გამკაცრება საპროცენტო დიფერენციალს ზრდის, რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, ქართულ აქტივებზე მოთხოვნასაც ამაღლებს. ეს მოძრაობა შესამჩნევია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, სადაც მაღალი საპროცენტო განაკვეთის პირობებში არარეზიდენტების მხრიდან მოთხოვნა საკმაოდ გაზრდილია.

საპროცენტო განაკვეთის დიფერენციალის მიმართ მგრძობიარენი არიან ასევე დეპოზიტარებიც, ვინაიდან თუ სხვადასხვა ვალუდის დეპოზიტების ჩანაცვლება ნაკლებ დრანზაქციულ ხარჯებთან არის დაკავშირებული, დამზოგველები დიფერენციალის ცვლილებისას



საკუთარი რესურსების გადანაწილებას ახდენენ: როდესაც ლარის დეპოზიტი გადადის უცხოური ვალუტის მხარეს, ეს, ფაქტობრივად, კაპიტალის გადინებაა, ხოლო უცხოური ვალუტიდან ლარის დეპოზიტზე გადმოსვლა კი, პირიქით - კაპიტალის შემოდინება. ამ პროცესზე კი თავის გავლენა აქვს საპროცენტო განაკვეთებს.

იმავდროულად უნდა აღინიშნოს, რომ მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილება პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებზე პირდაპირპროპორციულ და მყისიერ ზეგავლენას, ბუნებრივია, ვერ ახდენს. თუმცა, დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკითა და მცურავი გაცვლითი კურსით ხელი ეწყობა ეკონომიკის გრძელვადიან სტაბილურობას, რის შედეგადაც ქვეყანაში უფრო მეტი გრძელვადიანი კაპიტალი შემოდის, რაც ხელს უწყობს პროდუქტიულობის ზრდასა და დასაქმებას. საპირისპიროდ, ნაკლებად შემოდის მოკლევადიანი სპეკულაციური კაპიტალი.

რაც შეეხება საქართველოში უცხოური ვალუტის შემოდინების არხებს, კაპიტალის ნაკადები ამის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი წყაროა, მაგრამ არანაკლებ მნიშვნელოვანია საქონლისა და ტურიზმის ექსპორტიდან მიღებული შემოსავლები და ფულადი გზავნილები. განვითარებადი ქვეყნებისთვის აღნიშნული შემოდინებების გარკვეული მერყეობაა დამახასიათებელი. საქართველოს შემთხვევაში, ეს მერყეობები, ძირითადად, როგორც ჩვენს სავაჭრო და ეკონომიკურ პარტნიორებში, ასევე გლობალურად მიმდინარე ცვლილებებშია გამოწვეული.

## ცურიზმი - უცხოური ვალუტის შემოდინების ერთ-ერთი არხი

---

როდესაც საქართველოში უცხოური ვალუტის შემოდინების არხებზე ვსაუბრობთ, აუცილებლად ცალკე უნდა ვახსენოთ ცურიზმი, როგორც ამ შემოდინებების ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი წყარო. საზოგადოდ, იმ ქვეყნებისთვის, რომლებიც ფიზიკური კაპიტალისა და ცეპნიკური ცოდნის დეფიციტს განიცდიან, საწყის ეტაპზე ცურიზმი, შესაძლოა, ეკონომიკური ზრდის კარგ მამოძრავებელ ძალად ჩაითვალოს. ეს დარგი ინტენსიურად იყენებს სამუშაო ძალას და მოსახლეობისთვის შემოსავლის მნიშვნელოვანი წყაროა. ასევე, ის ფაქტი, რომ მომსახურების ექსპორტი, განსაკუთრებით კი ცურიზმი, გაცვლითი კურსის ცვლილების მიმართ მგრძობიარეა, სხვადასხვა შოკების შემთხვევაში ხელს უწყობს საგადასახდელო ბალანსის კორექტირებას სასურველი მიმართულებით. აქ, რა თქმა უნდა, არ ვგულისხმობთ ისეთ შოკებს, როგორიც COVID-19-ია, რომელმაც ქვეყნებს შორის მობილობის თვალსაზრისით უპრეცედენტო ბარიერები შექმნა, არამედ ვგულისხმობთ უფრო ზოგად სიფუაციას. რომ დავაკონკრეტოთ - იქიდან გამომდინარე, რომ ცურიზმის ექსპორტზე მოთხოვნა გაცვლით კურსზე უფრო მეტად რეაგირებს, ვიდრე საგარეო მოთხოვნის სხვა კომპონენტები, საგადასახდელო ბალანსში რაიმე მოცემული ზომის კორექტირების ხელშეწყობისთვის გაცვლითი კურსის შედარებით ნაკლები ცვლილება ხდება საჭირო.

ამასთან, ისიც ცხადია, რომ რაც უფრო დივერსიფიცირებული იქნება ეკონომიკა, მით უფრო ნაკლები მონყვლადობა გვექნება ერთ რომელიმე სექტორში განვითარებული შოკების მიმართ. თუმცა, საქართველოს ეროვნული ბანკის ამოცანა, ამ შემთხვევაში, არის მთლიანად ეკონომიკის დონეზე არსებული რისკების გაცნობიერება და შესაბამისი ბუფერების შექმნა, რათა მაკროეკონომიკური სტაბილურობა უზრუნველვყოთ. გასულ წლებში ჩვენ სწორედ ამას ვაკეთებდით, განსაკუთრებით, დოლარიზაციის უარყოფითი შედეგების მინიმიზაციის კუთხით, რათა შეგვემცირებინა ეკონომიკის მონყვლადობა საგარეო შოკების მიმართ, რომლებიც ყოველთვის და, როგორც COVID-19-მა გვიჩვენა, სხვადასხვა მხრიდან არის მოსალოდნელი.

## მცდარი შეხედულება: "საქართველოსათვის უმჯობესია გაცვლითი კურსის ფიქსირება, ვიდრე მცურავი რეჟიმის არსებობა"

მცურავია თუ ფიქსირებული გაცვლითი კურსი, ეს არ არის ეროვნული ბანკის მიერ ჯეროვანი დასაბუთების გარეშე მიღებული გადაწყვეტილება; ეს გადაწყვეტილება თავად საქართველოს ეკონომიკური სტრუქტურიდან გამომდინარეობს. კერძოდ, საქართველო არის მცირე ზომის ეკონომიკა და მისი განვითარება, დიდწილად, საგარეო ვაჭრობაში ჩართულობასა და უცხოური ფინანსების ხელმისაწვდომობაზეა დამოკიდებული, რაც, ბუნებრივია, მხოლოდ ეკონომიკის მაღალი გახსნილობის პირობებშია შესაძლებელი. გავიხსენოთ ცრილემა: საქართველოს შემთხვევაში, როგორც ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყანაში, კურსის დაფიქსირებით ბევრად უფრო მნიშვნელოვან სარგებელზე მოგვიწევს უარის თქმა, როგორცაა, მაგალითად, მონეტარული პოლიტიკის დამოუკიდებლობა, ვინაიდან მხოლოდ საერთაშორისო რეზერვების ყიდვა-გაყიდვით კურსის ფიქსირება შეუძლებელია. მართლაც, სარეზერვო ბუფერების ადეკვატურ დონესთან შედარებით უფრო მეტად შემცირება კრიზისის ალბათობას ზრდის, ვინაიდან დაბალი რეზერვების პირობებში იზრდება ქვეყნის სუვერენული რისკი და უარესდება ქვეყნის საკრედიტო რეიტინგი, რაც ართულებს და აძვირებს ბიზნესისთვის საგარეო რესურსის მოზიდვას. ამდენად, რეზერვების ადეკვატურ დონეზე შემცირების შემთხვევაში, კურსის გაუფასურების წნეხი ბევრად მეტი იქნებოდა. სწორედ ამიტომ, ეროვნული ბანკი არსებულ რეზერვებს გონივრულად იყენებს. გარდა ზემოაღნიშნულისა, რეზერვების შემცირების პირობებში გაცვლითი კურსის მოქნილობის შეზღუდვა ქვეყნის კონკურენტუნარიანობის შემცირებას, ეკონომიკური აქტივობის შენელებასა და მოსახლეობის რეალური შემოსავლის ზრდის ცემპის შემცირებას გულისხმობს. კერძოდ, თუ რაიმე შოკის გამო შემოდინებები შემცირდა ან კაპიტალის გადინება მოხდა, საგადასახდელო ბალანსიც ამის საპირწონედ უნდა დაკორექტირდეს. მაგალითად, თუ ჩვენი საექსპორტო შემოსავლები შემცირდა, მაშინ ჩვენ ნაკლები იმპორტი უნდა განვახორციელოთ ან ექსპორტის რაოდენობა გავზარდოთ.

ამისთვის კი რეალურად მხოლოდ ორი შესაძლებლობა არსებობს: 1) გაუფასურდეს ადგილობრივი ვალუტა, რაც იმპორტის ფარდობით ფასებს გაზრდის და მოთხოვნას გაძვირებული იმპორტირებული საქონლიდან ადგილობრივ საქონელზე ან მომსახურებაზე გადაანაცვლებს, ხოლო ექსპორტს კი უფრო კონკურენტუნარიანს გახდის, ან 2) მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მკვეთრი ზრდით გაცვლითი კურსი დაფიქსირდეს, რის შედეგადაც შემცირდება ერთობლივი მოთხოვნა როგორც ადგილობრივ, ასევე იმპორტულ პროდუქციაზე. ცალსახაა, რომ ამ უკანასკნელ შემთხვევაში შედეგი ეკონომიკის უფრო დიდი შემცირება და მაღალი უმუშევრობა იქნება, რაც იმას ნიშნავს, რომ გაცვლითი კურსის მოქნილობის შეზღუდვა ყველა ჩვენგანისთვის საკმაოდ ხარჯიანი აღმოჩნდება. სწორედ ამიტომ, საქართველოში მოქნილი გაცვლითი კურსის პოლიტიკა მოქმედებს, 2009 წლიდან კი დაინერგა ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი, რომლის პირობებშიც გაცვლითი კურსი საგარეო შოკების შემარბილებლის/შემწოვის როლს თამაშობს.

## რამდენად ოპტიმალურია სრული დოლარიზაციის ალტერნატივა საქართველოსათვის?

ზოგჯერ, ქართულ მედიასა თუ აკადემიურ სივრცეში, მოქნილი გაცვლითი კურსის პოლიტიკის უკეთეს ალტერნატივად სრულ დოლარიზაციას მოიაზრებენ. სრული დოლარიზაცია უკიდურესი ფორმაა, რომელიც, რა თქმა უნდა, შესაძლებელია, თუმცა ეს დიდ რისკებთან და დანახარჯებთან ასოცირდება. უპირველეს ყოვლისა უნდა აღვნიშნოთ, რომ სრული დოლარიზაცია არ გულისხმობს მხოლოდ აშშ-სთან ერთიან სავალუტო სივრცეს, ეს შესაძლოა, ნებისმიერ სავალუტო სივრცეში გაერთიანებას მოიაზრებდეს. მოდით, ამ შემთხვევაში აშშ დოლარის მიღება განვიხილოთ.

სრული დოლარიზაციისას დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის გადარების - ანუ, შოკებზე რეაგირების - შესაძლებლობა

აღარ იარსებებს. რას მივიღებთ ამ შემთხვევაში?

საქართველოში სრული დოლარიზაციისთვის უნდა დაკმაყოფილდეს რამდენიმე პირობა. კერძოდ, მნიშვნელოვანია აშშ-სა და საქართველოს შორის, როგორც მჭიდრო ეკონომიკური კავშირის არსებობა, ასევე ქვეყნების მახასიათებელთა მსგავსება. რამდენადაც სრული დოლარიზაციის პირობებში საქართველოს აღარ შეეძლება დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის გატარება, შეუძლებელი გახდება ისეთ შოკებზე რეაგირება, რომელთაც გავლენა არ აქვთ აშშ-ის ეკონომიკაზე, ან პირიქით, შოკი მოქმედია აშშ-სთვის და ჩვენზე ნაკლებ გავლენას ახდენს, მაგრამ აშშ-ს მონეტარული პოლიტიკა "ავტომატურად" მაინც გადმოგვეცემა. ეს კი ადგილობრივ ეკონომიკას ზედმეტ მერყეობას შესძენს. ამის მაგალითად გამოდგება 2010 წელი, გლობალური ფინანსური კრიზისის პერიოდი, როდესაც აშშ-მა მონეტარული პოლიტიკა მკვეთრად შეარბილა, თუმცა საქართველოში ამ დროს, პირიქით, გამკაცრების საჭიროება იდგა. კიდევ ერთი მაგალითია 2014-2015 წლებში რეგიონის კრიზისი, რომელიც საქართველოს მონეტარული პოლიტიკის რეაგირებას საჭიროებდა, თუმცა აშშ-ის მონეტარული პოლიტიკისთვის არარელევანტური იყო. აქედან გამომდინარე, წარმაცებული დოლარიზაციის მისაღწევად საჭიროა, რომ საქართველო და აშშ სიმეცრიულ მაკროეკონომიკურ შოკებს განიცდიდნენ, რაც ფაქტებით და შეფასებებით ნაკლებად დასტურდება.

ასიმეტრიული შოკების შემთხვევაში, მნიშვნელოვანია, რომ ქვეყნებს შორის მჭიდრო ეკონომიკური კავშირი და წარმოების ფაქტორთა, მათ შორის, სამუშაო ძალის, სრული მობილობა არსებობდეს, რაც ეკონომიკური ციკლების ასიმეტრიულობის განეიდრალების საშუალებას მოგვცემდა. ასეთი სრული მობილობა კი არცერთ ქვეყანასთან არ გვაქვს, მათ შორის, არც ევროზონასთან, რომელთანაც ინტეგრაციის ხარისხი შედარებით მაღალია, თუმცა, მონაცემები ცხადყოფს, რომ აღნიშნული წინაპირობების დაკმაყოფილებისგან, შესაბამისად, ევროზონისგანაც, საკმაოდ შორს ვართ.

ზოგადად, სამუშაო ძალის შეზღუდული მობილობის პირობებში ფერხდება უმუშევრობის დონისა და ინფლაციის გათანაბრება და, ამდენად, სრული დოლარიზაცია პრობლემის არაოპტიმალური გადაწყვეტა ხდება. კონკრეტულად მათ, ვინც მაინც ფიქრობს, რომ ევროიზაცია ეკონომიკის ყველა პრობლემას გადაწყვეტს, შევახსენებ, რომ მაშინ, როდესაც საბერძნეთის ეკონომიკა ღრმა ეკონომიკურმა კრიზისმა მოიცვა (2009-2017), მისი ვალუტა სწორედ ევრო იყო და საბერძნეთს, როგორც ევროკავშირის წევრ ქვეყანას, არ ჰქონდა დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის გატარების შესაძლებლობა, რამაც კრიზისი გაახანგრძლივა. ასე რომ, წარმადების გასაღები სწორ მაკროეკონომიკურ პოლიტიკაშია და არა რომელიმე მყარ ვალუტაზე მიბმას ან ქართული ლარის ასეთი ვალუტით ჩანაცვლებაში.

სრული დოლარიზაციით, ასევე, იკარგება მოქნილი გაცვლითი კურსის უპირატესობები. მაგალითად, 2014 წლიდან, როდესაც დოლარის გლობალური გამყარება დაიწყო და ჩვენი სავაჭრო პარტნიორების ვალუტები გაუფასურდა, სრული "დოლარიზაციის" პირობებში ჩვენი საგარეო მოთხოვნა კიდევ უფრო მეტად შემცირდებოდა და ეკონომიკური ზრდა კიდევ უფრო დაბალი იქნებოდა. გაცვლითი კურსის მოქნილობის პირობებში კი შევძელით შეგვერბილებინა ერთობლივი მოთხოვნის შემცირების აუცილებლობა, რომელიც საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტის შესამცირებლად იქნებოდა საჭირო. როგორც იცით, მიუხედავად რთული პერიოდისა, ამ წლებში საქართველოში ეკონომიკის დაბალი, თუმცა მაინც დადებითი რეალური ზრდა დაფიქსირდა, რაც იმას ნიშნავს, რომ, მიუხედავად სირთულეებისა, სამუშაო ადგილები არ დაკარგულა, ანუ, შემოსავლის წყაროები არ გამქრალა, რაც აუცილებლად ასე იქნებოდა საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტის პირობებში კურსის დაფიქსირების თუ სრული დოლარიზაციის შემთხვევაში.

როცა ფიქსირებულ კურსზე ვსაუბრობთ, ასევე კარგი მაგალითია ის, თუ როგორ მოუწიათ ბალდიისპირეთის ქვეყნებს 2008 წელს ევროზე

გადასვლის გამო კურსის სავალდებულო დეფაქტო დაფიქსირების პირობებში ხელფასებისა და ეკონომიკის მკვეთრად შემცირება მაშინ, როცა ამავე პერიოდში გაცვლითი კურსის მოქნილობამ პოლონეთს ფინანსური ნაკადების შემცირების ფონზე საგადასახდლო ბალანსის სწრაფად კორექტირების საშუალება მისცა და, შედეგად, რეალური სექტორი ნაკლებად დაზარალდა.

## კაპიტალის მობილობის შეზღუდვა უარესი ალტერნატივაა, ვიდრე გაცვლითი კურსის მერყეობა

როგორც ზემოთ ვიხილეთ, "შეუძლებელ სამეულში" დამოუკიდებელ მონეტარულ პოლიტიკასთან ერთად, თეორიულად, შესაძლებელია არჩეულ იქნას კაპიტალის მობილობის შეზღუდვა ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პოლიტიკის შენარჩუნების მიზნით. მიუხედავად იმისა, რომ უკვე ვისაუბრეთ კაპიტალის თავისუფალი მობილობის აშკარა უპირატესობებზე, მოდით, კიდევ მივუბრუნდეთ მის რამდენიმე ასპექტს. კაპიტალის თავისუფალი მობილობა, საწარმოო ფაქტორების ეფექტიანობის გაუმჯობესების გზით, გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდაზე დადებითად მოქმედებს. საქართველო მცირე ღია ციპის ეკონომიკაა, სადაც პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ფარდობა მშპ-სთან, მიუხედავად ბოლო წლებში შემცირებისა, საკმაოდ სოლიდური რჩება. ეს კლება, ძირითადად, ერთჯერადი მსხვილი პროექტების დასრულებასა და რამდენიმე საწარმოს საქართველოს რეზიდენცის საკუთრებაში გადასვლას უკავშირდება. პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს მნიშვნელოვანი წვლილი შეაქვს კაპიტალის ფორმირებასა და მწარმოებლურობის ზრდაში. შესაბამისად, არ იქნება სწორი ამ უპირატესობის უგულებელყოფა. ამასთან, კაპიტალის კონტროლის ინსტრუმენტები ხშირად ადმინისტრაციულ შეზღუდვებს წარმოადგენს, რომელიც პრაქტიკაში, ფინანსური ინსტრუმენტების კომპლექსურობის გათვალისწინებით, ხშირად ცოვებს შესაძლებლობას, რომ დაინტერესებულმა პირებმა მათგან თავის არიდების გზები მოძებნონ. ასევე, მსგავსი რეგულაციები საგადასახადო ცვირთის ზრდისა და ბაზრის სტიმულების დამახინჯების პირობებში ეკონომიკური არაეფექტურობის წყაროა.

ხაზი კიდევ ერთხელ უნდა გავუსვათ, რომ ოპტიმალური პოლიტიკა გაცვლითი კურსის მოქნილობის შენარჩუნება და, იმავდროულად, გაცვლითი კურსის მერყეობის უარყოფითი ეფექტის შემცირებაა. სწორედ ამ უკანასკნელს ისახავს მიზნად საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ განხორციელებული მაკროპრუდენციული პოლიტიკა.

## ვისთვის არის ლარის გაუფასურება პრობლემა და ვისთვის - სარგებელი?

---

გაუფასურება განსაკუთრებით იმ პირებს აზარალებს, რომელთაც ვალდებულებები (მაგ. სესხი) უცხოურ, ხოლო შემოსავლები კი, ეროვნულ ვალუტაში აქვთ, რადგან გაუფასურებას მათ ფინანსურ მდგომარეობაზე პირდაპირი გავლენა აქვს. სიმეცრიულად, ეკონომიკურმა აგენტივმა, ვისაც დანაზოგები/შემოსავლები უცხოურ ვალუტაში აქვთ, ხოლო ვალდებულებები - ეროვნულში, გარკვეულ პერიოდში შესაძლოა სარგებელი მიიღონ. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ ლარის დეპოზიტს, უცხოური ვალუტის დეპოზიტთან შედარებით გაცილებით მაღალი საპროცენტო განაკვეთი აქვს. ასევე, უცხოური ვალუტის სესხს ლარით სესხთან შედარებით უფრო დაბალი განაკვეთი აქვს. იმავდროულად, უნდა ითქვას, რომ დეპოზიტებზე პროცენტების სხვაობა, სესხებზე პროცენტების სხვაობასთან შედარებით, უფრო მაღალია.

შეიძლება ვიფიქროთ, რომ ზოგიერთი ეკონომისტის მიერ რეკომენდებული, მონეტარული პოლიტიკის ჭარბად შერბილებით გამოწვეული გაუფასურება, მოკლევადიან პერიოდში, ექსპორტიორ ფირმებს დაეხმარება, რადგან ადგილობრივი საქონელი უცხოურ ვალუტაში გაიფასურდება. მაგრამ აღსანიშნავია, რომ კურსის ასეთ გაუფასურებას თანმდევი ეფექტებიც აქვს, როგორცაა იმპორტირებულ ინფლაციასა და დოლარიზაციასთან დაკავშირებული ხარჯები. ამასთან, ჭარბად გაუფასურებული კურსი ინფლაციაში გადავა, რაც გრძელვადიანად ვერ შენარჩუნდება. ჩვენს შემთხვევაში, ლარის აშშ დოლართან გაუფასურება, ცხადია, მიზანმიმართული პროცესი არ ყოფილა, არამედ ის საგარეო სექტორის შოკებზე კურსის ბუნებრივი რეაგირება იყო. მაგალითად, 2014-15 წლების რეგიონალური კრიზისის და დოლარის გლობალური გამყარების



ფონზე, ლარი აშშ დოლართან გაუფასურდა, თუმცა სავაჭრო პარტნიორებთან შედარებით ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი მნიშვნელოვნად არ გაუფასურებულა. ამის მიზეზი ისაა, რომ ჩვენი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებიც გაუფასურდა აშშ დოლართან მიმართებაში და ასეთ პირობებში ლარის აშშ დოლართან კურსის უცვლელიობა (ან მისი შენარჩუნების მცდელობა) საგადასახდელო ბალანსის პრობლემების გაუარესებას გამოიწვევდა.

სხვაგვარად რომ ვთქვათ, მაშინ, როდესაც ციკლური უარყოფითი შოკების საპასუხოდ გაცვლითი კურსის გაუფასურება საგადასახდელო ბალანსის რისკების გამძაფრებისგან გვიცავს, მუდმივი გაუფასურება, რომელიც შოკებზე პასუხს არ წარმოადგენს, სარგებელს უკვე ვეღარ მოგვცემს და პირიქით, შესაძლოა ინფლაციის პრობლემის სათავე გახდეს.

## ინფლაციის თარგმთირება - მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მიღწევის ეფექტიანი საშუალება

- მაკროეკონომიკური სტაბილურობა ფასების სტაბილურობით მიიღწევა
- ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის საჭიროება
- მონეტარული პოლიტიკა გავლენას ახდენს ფასების საერთო დონეზე და არა კონკრეტული საქონლის ფასზე
- გაცვლითი კურსის ზეგავლენა ინფლაციაზე

## მაკროეკონომიკური სტაბილურობა ფასების სტაბილურობით მიიღწევა

როგორც ზემოთ განვიხილეთ, “შეუძლებელი სამეულის” ელემენტებიდან საქართველოსთვის ოპტიმალური წყვილი კაპიტალის თავისუფალი მობილობა და დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკაა. სწორედ ეს არჩევანი უზრუნველყოფს გრძელვადიან მაკროეკონომიკურ სტაბილურობას, რაც ეკონომიკური განვითარებისა და ქვეყანაში შემოსავლების მდგრადი ზრდის ერთ-ერთი აუცილებელი წინაპირობაა. კერძოდ, კაპიტალის თავისუფალი მობილობა საგარეო ფინანსური რესურსების გრძელვადიანად მოზიდვას, ხოლო დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკა კი - საშუალოვადიან პერიოდში ფასების სტაბილურობას უზრუნველყოფს. სტაბილური ინფლაციური გარემო უალრესად მნიშვნელოვანია ეკონომიკაში ფინანსური რესურსების ოპტიმალური განთავსებისათვის: თუ ფულის ღირებულებასთან დაკავშირებით გაურკვევლობა დიდია, ეკონომიკური აგენტები ეცდებიან არაპროდუქციულ სექტორებში, მაგალითად უძრავ ქონებაში ინვესტირებას, რათა ამით ფულადი რესურსის მსყიდველობითი უნარი შეინარჩუნონ. აგრეთვე, თუკი ფასების ცვლილება არასტაბილური და არაპროგნოზირებადია, სხვადასხვა საქონლის ფარდობითი ფასების დამახინჯება ხდება, რასაც ეკონომიკაში რესურსების განაწილებაზე უარყოფითი გავლენა აქვს. ასევე არ უნდა დაგვავიწყდეს, რომ მათალი და არაპროგნოზირებადი ინფლაცია ერთ-ერთი მთავარი მიზეზია, რის გამოც ეკონომიკური აგენტები მათი დანაზოგების არა ეროვნულ, არამედ უცხოურ ვალუტაში განთავსებას არჩევენ. ეს კი მთელ იმ დანახარჯებს და პრობლემებს განაპირობებს, რაც დოლარიზებულ ეკონომიკას ახასიათებს.

ფასების სტაბილურობის ამოცანის განსახორციელებლად საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა 2009 წლიდან ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი დანერგა. ამ რეჟიმის ფარგლებში, წინასწარ ცხადდება საშუალოვადიანი პერიოდისთვის ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი და მონეტარული პოლიტიკაც, მის მისაღწევად, შესაბამისად წარიმართება.

## რატომ არის საჭირო ფასების სტაბილურობისათვის ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი?

აღსანიშნავია, რომ ფასების სტაბილურობა ავტომატურად, რაიმე ნომინალური ორიენტირის გარეშე არ მიიღწევა. მსგავს ორიენტირს მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლები ნომინალურ ღუზას (ინგლ. Nominal anchor) უწოდებენ და მისი ცალსახად განსაზღვრით ფასების დონის განჭვრეტადობის უზრუნველყოფა სურთ. ნომინალური ღუზა ასევე აუცილებელია იმისათვის, რომ პოლიტიკის გამტარებლებს მონეტარული პოლიტიკის მოკლევადიანი მიზნების მისაღწევად გამოყენების ცდუნება არ ჰქონდეთ.

გლობალურად, გარკვეული პერიოდი, განსაკუთრებით 1980-იან წლებში, ნომინალური ღუზის როლს ფულის მასის აგრეგატი თამაშობდა. მაგრამ ფინანსური ლიბერალიზაციისა და ფულზე მერყევი მოთხოვნის შესაბამისად, ფულის მასის აგრეგატი და ინფლაციას შორის სისტემური კავშირი დაირღვა, რის გამოც ქვეყნებმა ეცაპობრივად ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი დანერგეს. ამ პირობებში, საოპერაციო მიზანს, სარეზერვო ფულის კონტროლის ნაცვლად, საპროცენტო განაკვეთის კონტროლი წარმოადგენს. საპროცენტო განაკვეთს მჭიდრო კავშირი აქვს ეკონომიკის მდგომარეობასთან. ამავე დროს, ინფლაციის თარგეთირების პირობებში, შუალედური მიზნის - ინფლაციის პროგნოზის - კომუნიკაციით შესაძლებელია ინფლაციური მოლოდინების უკეთესი მართვა, რაც, თავის მხრივ, ფასების გრძელვადიან სტაბილურობას ნაკლები დანახარჯებით უზრუნველყოფს. მიზნობრივი ინფლაცია გამოხატავს იმ ოპტიმალურ მაჩვენებელს, რომლის დროსაც ეკონომიკა ყველაზე ეფექტურად ფუნქციონირებს. იმ შემთხვევაში, როცა ეს მიზანი სანდოა, ეკონომიკური აგენტები არ ელიან ფასების დონის მოულოდნელ და ხანგრძლივ ცვლილებას, რაც მკვეთრად ზრდის ეკონომიკის ეფექტიანობას. საქართველოში ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის შემოღების შემდეგ, მიზნობრივი ინფლაციის შემცირება რამდენჯერმე მოხდა. დღეისათვის საქართველოში ოპტიმალური ინფლაციის დონე და, შესაბამისად, ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი, 3%-ს შეადგენს.

## მონეტარული პოლიტიკის მიზანი ფასების საერთო დონის სტაბილურობაა

---

მონეტარული პოლიტიკით ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა არ გულისხმობს რომელიმე კონკრეტულ საქონელზე ფასების კონტროლს. მონეტარულ პოლიტიკას შეუძლია გავლენა მოახდინოს ლარის მსყიდველობით უნარზე, ანუ ფასების საერთო დონეზე, და არა კონკრეტული საქონლის ფასზე. შესაბამისად, ცენტრალური ბანკი აკვირდება სამომხმარებლო კალათის ღირებულების ცვლილებას, სადაც გათვალისწინებულია ყველა ძირითადი, საშუალო მომხმარებლის მიერ რეგულარულად მოხმარებადი, პროდუქტის ფასი. სწორედ ამ ფასების მატება იწვევს ხოლმე ინფლაციის მაჩვენებლის ზრდას.

ვინაიდან მონეტარული პოლიტიკა მოთხოვნაზე ზემოქმედების ინსტრუმენტია, მას არ შეუძლია გავლენა იქონიოს კონკრეტული პროდუქტების წარმოების მხარეზე, რომელიც სურსათის და/ან ბენზინის ფასების ცვლილების ძირითად წყაროდ გვევლინება ხოლმე (მაგალითად, მცენარეული ზეთი, ხორბალი, შაქარი, ნავთობი). თუ მაინც შევეცდებით მონეტარული პოლიტიკით ამ ცალკეული პროდუქტების ფასებზე ზემოქმედებას, ეს მხოლოდ მთლიანი მოთხოვნის შემცირებით იქნება შესაძლებელი, რაც ეკონომიკის ყველა სექტორს დააზარალებს და დასაქმებასა და რეალურ შემოსავლებზე უარყოფითად იმოქმედებს. თუმცა, თუკი მიწოდების მხრიდან ფასებზე მოქმედი წნეხი იმდენად მძლავრია, რომ ის ინფლაციურ მოლოდინებსაც ზრდის, ფასების საშუალო და გრძელვადიანი სტაბილურობის შესანარჩუნებლად ცენტრალური ბანკი იძულებულია ასეთ წნეხს მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებით უპასუხოს.

აქვე შევნიშნოთ, რომ თუკი რაიმე კონკრეტულ პროდუქტზე ფასების მატება სოციალურ რისკებს წარმოქმნის, ეს უკვე სოციალური პოლიტიკის ნაწილია და ამაზე ქვეყნის ბიუჯეტის მიერ დაფინანსებულმა სოციალურმა პროგრამებმა უნდა იზრუნოს და არა მონეტარულმა პოლიტიკამ.

## რა შემთხვევებში არის ინფლაცია ლარის გაუფასურებასთან კავშირში?

შეუძლებელი სამეულის (ფრილემის) ელემენტებიდან, საქართველოს არჩევანი დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკისა და კაპიტალის თავისუფალი მობილობის სასარგებლოდ, თავის მხრივ, გაცვლითი კურსის მოქნილობას გულისხმობს. ბუნებრივია, რომ ეს მოქნილობა სამომხმარებლო ფასების ინფლაციის დინამიკაზეც აისახება ხოლმე. თუმცა უნდა გვახსოვდეს, რომ გაცვლითი კურსი ინფლაციის არც ერთადერთი და არც ყველაზე მნიშვნელოვანი ფაქტორია. შესაბამისად, ეროვნული ბანკი მხოლოდ მაშინ ახდენს რეაგირებას გაცვლითი კურსის გაუფასურებაზე, როდესაც ის ფინანსური დოლარიზაციის ან/და გაზრდილი ინფლაციური მოლოდინების შედეგად მონეტარული პოლიტიკის მიზნების მიღწევას უქმნის საფრთხეს.

პირველ რიგში, აუცილებელია ერთმანეთისგან გავმიჯნოთ ორი რამ: ლარის გაუფასურება სავაჭრო პარტნიორების ვალუტებთან შედარებით და ლარის გაუფასურება მხოლოდ აშშ დოლართან მიმართებით. თუკი პირველი მათგანი ადგილობრივ ფასებს იმპორტირებული ინფლაციის არხით გადმოეცემა, მეორეს ძირითადად მაშინ მოიაზრებენ ხოლმე, როცა სესხების მომსახურების გაძვირება ინფლაციაზე ზეწოლას წარმოქმნის. უნდა აღვნიშნოთ, რომ ამ ორი გაცვლითი კურსის მერყეობის ინფლაციაზე გადაცემა არსებითად განსხვავდება. მაგალითად, 2014 წლიდან, როცა დოლარის გლობალური გამყარება დაიწყო, ლარი სავაჭრო პარტნიორებთან მიმართებით მნიშვნელოვნად არ გაუფასურებულა. ამ შემთხვევაში გაუფასურების ზეგავლენა ინფლაციაზე სუსტია, ვინაიდან გადაცემას მხოლოდ დოლარიზებული სესხების მომსახურების არხი წარმოქმნის. შესაბამისად, 2014-2016 წლებში, ლარის დოლართან გაუფასურების მიუხედავად, საშუალო წლიური ინფლაცია 2.9 პროცენტი იყო. მაგრამ იმ შემთხვევაში, როცა ლარი ყველა ვალუტასთან მიმართებით უფასურდება, გადაცემის მექანიზმი გაძლიერებულია. კერძოდ, ძვირდება იმპორტირებული პროდუქცია, მათ შორის, შუალედური საქონელი, რომელიც წარმოების პროცესში გამოიყენება. ამის

მაგალითია 2019 წელს რუსეთის ფედერაციის მიერ ფრენების აკრძალვის შედეგად მოლოდინების არხით ლარის კურსის გაუფასურება ყველა მისი პარტნიორი ქვეყნის ვალუტის მიმართ, რაც მოგვიანებით წლის ინფლაციის დინამიკაზეც აისახა.

კიდევ ერთხელ გავიმეორებ, რომ ვინაიდან გაცვლითი კურსის მერყეობის შეზღუდვა ეკონომიკის რეალურ სექტორს დააზარალებს, ჩვენი მიზანია გავლენა ვიქონიოთ გაცვლით კურსზე იმდენად, რამდენადაც ამას ინფლაციის თარგეთირება - ფასების სტაბილურობის ამოცანა - მოითხოვს. მნიშვნელოვანია, რომ გაცვლითი კურსის მერყეობის შედეგად არ დაიკარგოს გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების მიმართ ნდობა და არ შეირყეს ფასების სტაბილურობის განცდა.

## ბოლოსიტყვაობა

ყოველივე ზემოთქმული რომ შევაჯამოთ: მაშინ, როდესაც დაცულია როგორც მონეტარული, ისე ფისკალური დისციპლინა - და საქართველოში ასეა, მიუხედავად მიმდინარე COVID-19-ის შოკისა - ეს აისახება მაკროეკონომიკურ სტაბილურობაზეც, რაც, თავის მხრივ, ეკონომიკურ განვითარებას უწყობს ხელს. ამაში მარტივად შეგვიძლია დავრწმუნდეთ, თუ საერთაშორისო სარეგიონგო სააგენტოების მიერ ბოლო წლების საქართველოს შეფასებებს გადავავლებთ თვალს.

