

3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები

ჩანართი 1. მონეტარული პოლიტიკის ოპტიმალური რეაგირება მიწოდების შოკებზე

ბოლო წლების გლობალური ეკონომიკური მოვლენები ცხადყოფს, რომ ინფლაციის დინამიკას, როგორც განვითარებულ, ისე განვითარებად ეკონომიკებში, მეტწილად მიწოდების მხრიდან მომდინარე შოკები განაპირობებს. მათ შორისაა, გლობალური მიწოდების ჯაჭვების რღვევა, ენერგორესურსებისა და სურსათის ფასების მკვეთრი ზრდა. ინფლაციის თარგეთირების პირობებში, როგორც წესი ცენტრალური ბანკები მიწოდების მხრიდან შოკებზე არ რეაგირებენ, რადგანაც მიჩნეულია რომ მათზე რეაგირება დამატებით ეკონომიკურ მერყეობას იწვევს. თუმცა, ბოლო წლებში ერთმანეთის მიმყოლი მიწოდების შოკების სიხშირე და მასშტაბი აჩენს კითხვას, თუ როგორი უნდა იყოს მათზე მონეტარული პოლიტიკის ოპტიმალური რეაგირება.

როგორც აღინიშნა, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის მქონე ქვეყნებში მიწოდების მხრიდან მომდინარე შოკებზე მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურად რეაგირების უნარი ხშირად შეზღუდულად მიიჩნევა. ეს კი ეფუძნება მოსაზრებას, რომ მიწოდების შოკები, როგორც წესი, დროებითი და მოკლევადიანი ხასიათისაა, ხოლო მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის რეალურ ეკონომიკაზე დროითი ლაგი აქვს. შესაბამისად, როდესაც მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის პიკური მომენტი ფიქსირდება, მაშინ ფასებზე შოკი უკვე მიღებულია და მონეტარული პოლიტიკის რეაგირებით ეკონომიკაში დამატებითი მერყეობა ჩნდება, მცირდება ეკონომიკური ზრდა და ინფლაცია მიზნობრივ დონეზე მეტად კლებულობს. ასეთ პირობებში, ოპტიმალურია რომ, მონეტარულმა პოლიტიკამ მსგავსი ტიპის შოკებზე რეაგირება არ მოახდინოს. თუმცა, როდესაც მიწოდების შოკი იმდენად ხანგრძლივი ან/და მასშტაბურია, რომ იგი ე.წ. „მეორე რაუნდის“ ეფექტს ქმნის და ინფლაციურ მოლოდინებზე აისახება, მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება უკვე აუცილებელი ხდება, რათა საშუალოვადიან პერიოდში ფასების სტაბილურობას საფრთხე არ შეექმნას.

პანდემიისა და პოსტპანდემიურ პერიოდში, მიწოდების თანმდევ შოკებზე მონეტარული პოლიტიკის შედარებით დაგვიანებულმა რეაგირებამ („Falling behind the curve“), განსაკუთრებით განვითარებულ ეკონომიკებში, ხელი შეუწყო „მეორე რაუნდის“ ეფექტების განვითარებას. შედეგად ხისტი ინფლაციის საზომები, რომლებიც გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების კარგი ინდიკატორია, 2%-იან მიზნობრივ დონეს დღემდე აღემატება. რაც შეეხება განვითარებად ეკონომიკებს, მათ შორის საქართველოს, პანდემიის პერიოდშივე ინფლაციურ წნეხზე მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება შედარებით ოპერატიული იყო. ეს კი, ნაწილობრივ, განპირობებული იყო იმ ფაქტით, რომ ასეთი ტიპის ეკონომიკის მქონე ქვეყნები მიწოდების შოკების მიმართ უფრო მოწყვლადები არიან. მიუხედავად სწრაფი საპასუხო ქმედებებისა, ინფლაციური წნეხი განვითარებად ეკონომიკებშიც ძლიერი აღმოჩნდა, რადგან, ერთი მხრივ, საგარეო შოკები დიდი ზომის იყო. ამავდროულად, სხვადასხვა ტიპის სტრუქტურული ფრიქციები, მათ შორის მაღალი დოლარიზაცია და საგარეო შოკების უფრო სწრაფი გადაცემა, მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურობას ზღუდავდა.

ზოგადად, ის, თუ რამდენად შესაძლებელია მიწოდების შოკები გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებზე აისახოს, დამოკიდებულია სხვადასხვა ფაქტორზე, მათ შორის, არსებულ ინფლაციურ გარემოზე, პრომის ბაზრის სიმჭიდროვესა და ეკონომიკის ციკლურ პოზიციაზე. კერძოდ, მჭიდრო პრომის ბაზრის პირობებში, როდესაც სამუშაო ძალაზე მოთხოვნა მაღალია, დასაქმებულებს ხელფასების ზრდის მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად მეტი მოლაპარაკების ძალაუფლება (Bargaining power) აქვთ. ამავდროულად, თუ ასეთ ვითარებაში, ერთობლივი მოთხოვნა მის ოპტიმალურ დონეს აღემატება, ფირმებს საშუალება ეძლევათ შეინარჩუნონ მოგების მარჟა და წარმოების გაზრდილი დანახარჯები ფასებში ასახონ. შედეგად, მიწოდებისა და მოთხოვნის შოკების ერთობლიობა ინფლაციურ წნეხს აძლიერებს, რის გამოც მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება აუცილებელი ხდება, ვინაიდან ხელფასი-ფასების სპირალის განვითარების რისკები ძლიერდება.

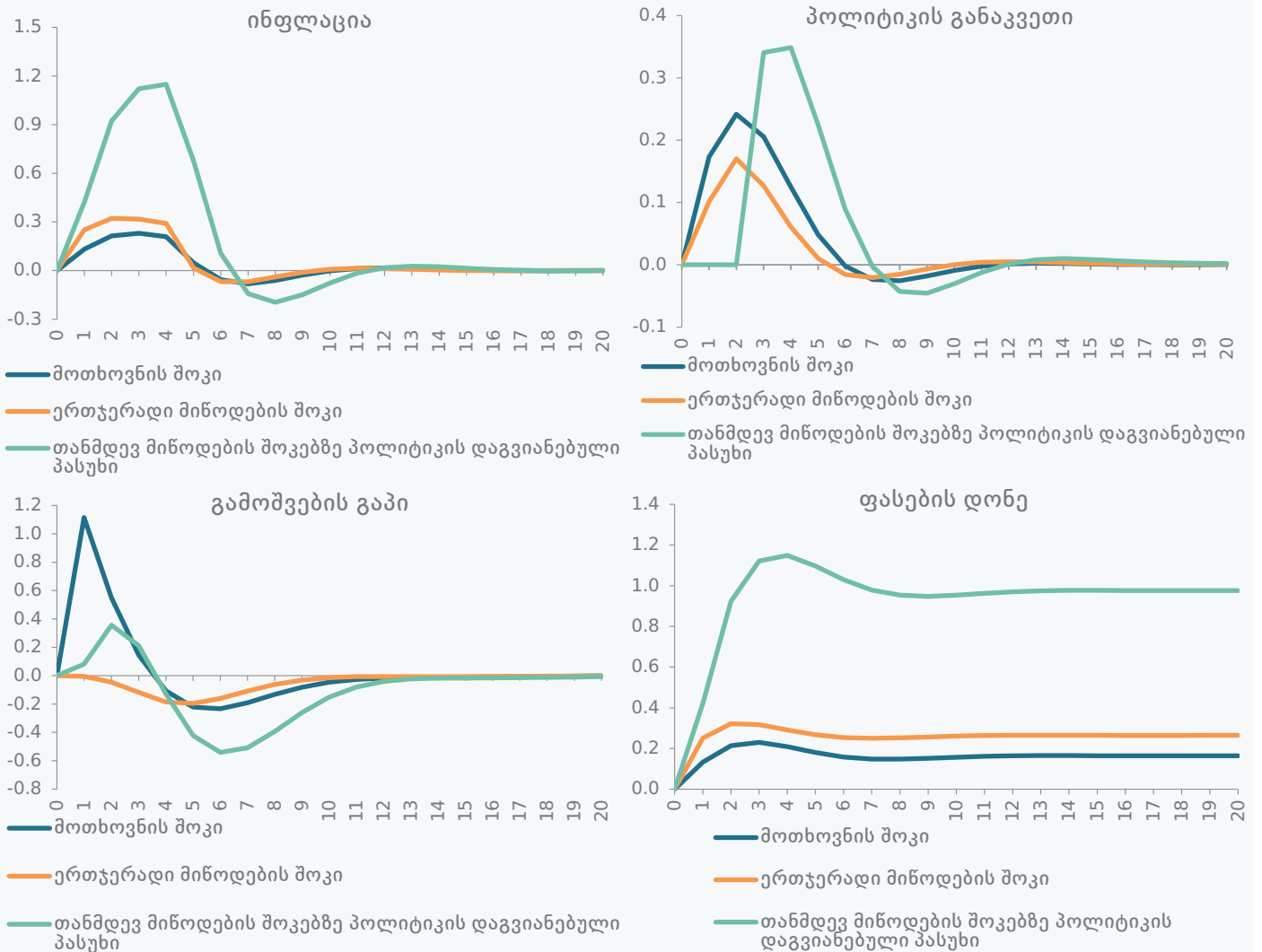
ასევე მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ ე.წ. „მეორე რაუნდის“ ეფექტის წარმოქმნის ალბათობა განსაკუთრებით მაღალია მაღალინფლაციურ გარემოში, სადაც ფასების მოქნილობა იზრდება, მათ შორის შედარებით ხისტი ფასების მქონე სექტორებშიც, ვინაიდან მათი ხანგრძლივად უცვლელად დატოვება ფირმებისთვის უფრო ხარჯიანია. ფასების მოქნილობა კი, როგორც წესი, ასიმეტრიულია - უფრო სწრაფად იზრდება, ვიდრე იკლებს. ასეთ პირობებში ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობისა და მონეტარული პოლიტიკის სანდოობის რისკები ძლიერდება.

უარყოფითი მიწოდების შოკების მიმართ ინფლაციური მოლოდინების მონყვლადობას მნიშვნელოვანწილად განსაზღვრავს სამომხმარებლო კალათის სტრუქტურაც. როდესაც კალათაში იმ ტიპის მოქნილი ფასების წონაა მაღალი, რომელთა მიმართ მოთხოვნაც ნაკლებად ელასტიურია (როგორიცაა სურსათი და ენერგორესურსები), ნებისმიერი შოკი, რომელიც ამ პროდუქტების ფასებს ცვლის, მთლიან ინფლაციასა და ინფლაციური მოლოდინების ფორმირებაზეც მნიშვნელოვნად აისახება. განვითარებად ქვეყნებში, მათ შორის საქართველოში, მსგავსი ვითარება განსაკუთრებით თვალსაჩინოა — მოქნილი ფასების წონა სამომხმარებლო კალათაში დაახლოებით 60-70%-ის ფარგლებში მერყეობს. შესაბამისად, მსგავსი ტიპის შოკების დროს, მთლიანი ინფლაციისა და შეფარდებითი ფასების დინამიკაც უფრო მერყევი ტენდენციით ხასიათდება, რაც ინფლაციური მოლოდინების ზრდის რისკებსაც აძლიერებს. ეს უკანასკნელი კი, მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლების მხრიდან უფრო ფრთხილი პოზიციის შენარჩუნებას მოითხოვს.

როგორც აღინიშნა, მიწოდების შოკების ინფლაციურ მოლოდინებზე გადაცემა სხვადასხვა გარემოებაზეა დამოკიდებული, მათ შორის ცენტრალური ბანკის ენდოგენურ სანდოობაზე, რაც წარსული ინფლაციის გამოცდილებით ფასდება. როდესაც ცენტრალური ბანკის ენდოგენური სანდოობა ძალიან მაღალია, შინამეურნეოები და ფირმები მეტად მომავალზე ორიენტირებულები არიან (Forward-Looking) და მომავალ ინფლაციას მიზნობრივ დონესთან აკავშირებენ. ამ პირობებში, მიწოდების უარყოფითი შოკის ინფლაციურ მოლოდინებზე ასახვის რისკები მინიმიზებულია და მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლების მხრიდან მოკლევადიანი წნეხის დროს მონეტარული პოლიტიკის იმავე პოზიციამზე შენარჩუნება („Look Through“) გამართლებულია. თუმცა, განვითარებად ეკონომიკებში, სადაც მოქნილი ფასების წილი მაღალია და ინფლაციას შედარებით მაღალი მერყეობა ახასიათებს, მოლოდინები ნაწილობრივ წარსული გამოცდილებით ყალიბდება (Backward-looking). ასეთ ვითარებაში მიწოდების უარყოფითი შოკი ზრდის ინფლაციური მოლოდინების მართვასთან დაკავშირებულ რისკებს. ამ ფონზე, მონეტარული პოლიტიკის ზომიერი გამკაცრების ან გამკაცრებულ დონეზე შენარჩუნების საჭიროება დგება, მიუხედავად იმისა, რომ იგი ამცირებს ეკონომიკურ აქტივობას. რადგან, თუ მიწოდების შოკები უფრო ხშირი და ხანგრძლივი გახდება, მათზე დაგვიანებული რეაგირება მომავალში ბევრად უფრო მკვეთრი გამკაცრების აუცილებლობას წარმოშობს. ეს კი, საბოლოო ჯამში, კეთილდღეობის დანაკარგს მნიშვნელოვნად გაზრდის, რაც გამოიხატება ინფლაციის მიზნობრივი დონიდან გადახრაში, ეკონომიკური აქტივობის შემცირებაში, საპროცენტო განაკვეთების მერყეობასა და ფასების დონის მნიშვნელოვან მატებაში (იხ. დიაგრამა 3.1.1).

დიაგრამა 3.1.1-ზე წარმოდგენილია შოკებზე რეაგირების ფუნქციები, რომლებიც აღწერს ოთხი ძირითადი მაკროეკონომიკური ცვლადის — ინფლაციის, გამოშვების გაპის, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთისა და ფასების დონის — დინამიკას მოთხოვნისა და მიწოდების შოკების დროს. მიწოდების შოკის შემთხვევაში განხილულია ორი განსხვავებული სცენარი: პირველ შემთხვევაში, მონეტარული პოლიტიკა ერთჯერად, მოკლევადიან მიწოდების შოკზე შესაბამისად რეაგირებს; ხოლო, მეორე სცენარში, რამდენიმე ერთმანეთის მიმყოლი მიწოდების შოკის დროს, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ორი კვარტლის განმავლობაში უცვლელია. როგორც ანალიზი გვიჩვენებს, იმ შემთხვევაში, თუ მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება 2 კვარტალით დაგვიანდა, მთლიანი ინფლაცია 1.2 პპ-ით გაიზრდება, რომლის საპასუხოდ მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება ჯამურად 1 პპ-ით გახდება საჭირო, რაც შემოსავლების (რეალური მშპ-ის გაპს) უფრო მეტად შეამცირებს. ხოლო, იმ შემთხვევაში, თუ მიწოდების შოკზე რეაგირება ოპერატიული იქნებოდა, ინფლაცია მხოლოდ 0.3 პპ-ით გაიზრდებოდა და მისი ეფექტიც ეკონომიკაზე მალევე მიილეოდა. თავის მხრივ მნიშვნელოვანია, რომ ერთჯერადი მიწოდების შოკებზე რეაგირების შემთხვევაშიც

კი, კეთილდღეობის დანაკარგი⁴ დაახლოებით ორჯერ უფრო მეტია, თუ შევადარებთ მოთხოვნის მხრიდან მომდინარე შოკებს, რაც ადასტურებს იმ ფაქტს, რომ მონეტარული პოლიტიკა მოთხოვნის მხრიდან შოკებზე ყველაზე ეფექტურად რეაგირებს.



დიაგრამა 3.1.1. შოკებზე რეაგირების ფუნქცია (IRFs) საქართველოს ეკონომიკის ახალი-კეინზიანური ნახევრად-სტრუქტურული მოდელის (GEMO) მიხედვით

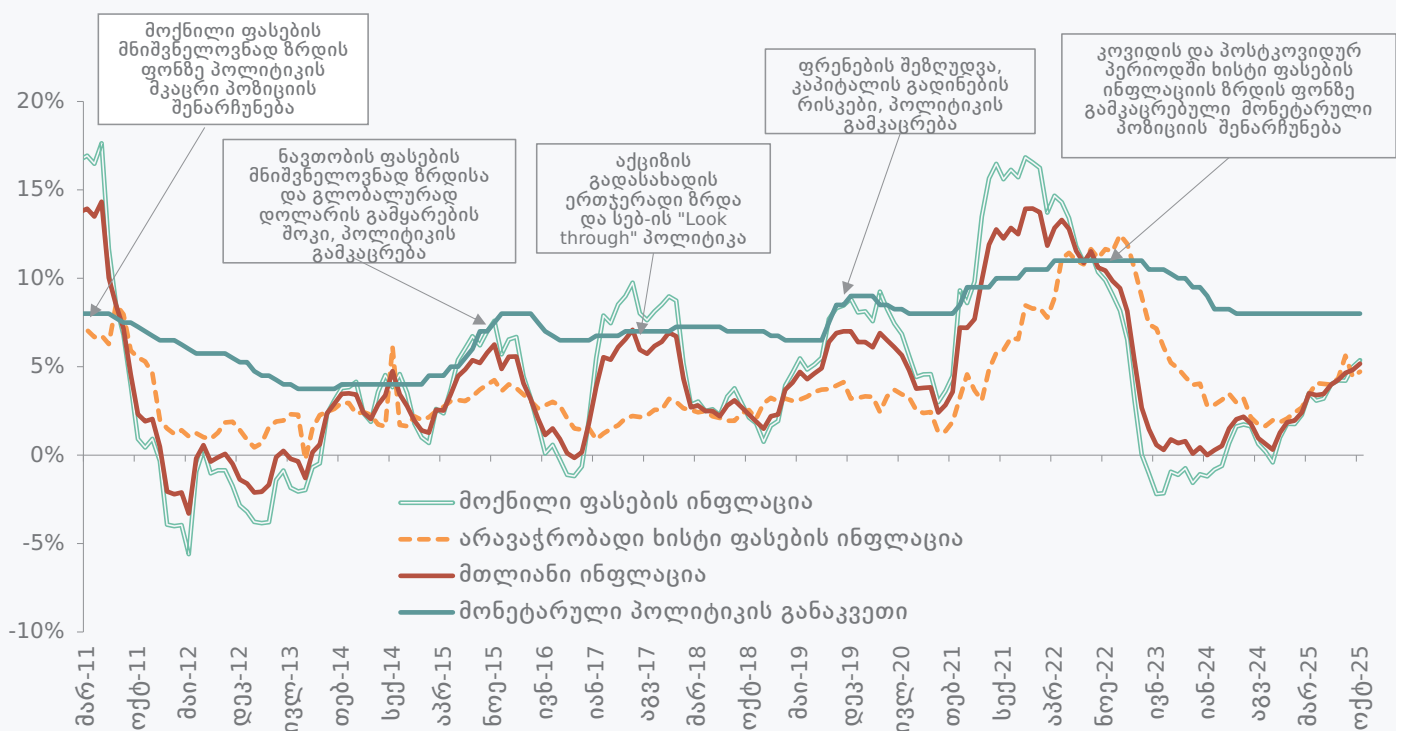
წყარო: სეზ.

ზოგადად, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი ეფუძნება პრინციპს, რომ დღეს ინფლაციის დონე არის მთავარი და არა ფასების დონე, ანუ, “Bygones are bygones”; თუმცა, ამის მიუხედავად, დაგვიანებული რეაგირების ფონზე, ფასების დონის მნიშვნელოვანი მატება ინფლაციური მოლოდინების მართვას მეტად ართულებს. შესაბამისად, მიწოდების შოკებზე დაგვიანებული რეაგირება, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც მათი ერთჯერადი და მოკლევადიანი ბუნება დიდწილად საეჭვოა, მნიშვნელოვნად ზრდის მაკროეკონომიკური სტაბილურობის რისკებს. ამავდროულად, ცალსახაა, რომ მოთხოვნის შოკებზე მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება უნდა იყოს უფრო მკვეთრი, ვინაიდან ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის პირობებში, საპროცენტო განაკვეთი, პირველ რიგში, მოთხოვნის შოკებით გამოწვეულ ინფლაციურ/დეფლაციურ ზეწოლაზე საპასუხო ძირითად ინსტრუმენტს წარმოადგენს.

საქართველოს, როგორც მცირე და ღია ტიპის ეკონომიკას, მიწოდებისა და საგარეო მოთხოვნის შოკების მიმართ მოწყვლადია. შესაბამისად მნიშვნელოვანია წარსული გამოცდილების ანალიზი, რათა უფრო ზუსტად განისაზღვროს, თუ რა უნდა იყოს მონეტარული პოლიტიკის ოპტიმალური

4 მოცემულ შემთხვევაში კეთილდღეობის დანაკარგი შეფასებულია როგორც მაკროეკონომიკური ცვლადების — ინფლაციის, გამოშვების გაპის, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთისა და ფასების დონის — ოპტიმალური დონიდან გადახრისა და მერყეობის შედეგად.

რეაგირება (იხ. დიაგრამა 3.1.2). ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის შემოღების შემდგომ, მიწოდების შოკების გამოცდილება შეგვიძლია სამ კატეგორიად დავყოთ: უარყოფითი მიწოდების შოკები, რომელთაც ინფლაცია მხოლოდ ერთჯერადად გაზარდა და არ წარმოქმნა „მეორე რაუნდის“ ეფექტები; ამ დროს სებ-მა „Look Through“ პოლიტიკა გაატარა და არ ირეაგირა მასზე; უარყოფითი მიწოდების შოკები, რომელთა დროსაც სებ-ის მხრიდან რეაგირება საჭირო იყო, რადგანაც მისი სიმძლავრიდან გამომდინარე ინფლაციური მოლოდინების ზრდის რისკებს აძლიერებდა და დადებითი შოკები. პირველი კატეგორიას მიეკუთვნება, მაგალითად, 2017 წელს თამბაქოზე გაზრდილი სააქციზო გადასახადი. მიუხედავად იმისა, რომ ეს ცვლილება გაზრდილ ინფლაციაში აისახა, სებ-მა ნეიტრალური პოზიცია შეინარჩუნა, რადგან აღნიშნული შოკის ერთჯერად და მოკლევადიან ბუნებაში დარწმუნებული იყო. ამ პერიოდშიც, ინფლაციური მოლოდინების მართვა სწორი კომუნიკაციით გახდა შესაძლებელი. შესაბამისად, საბაზო ეფექტის ამოწურვის შემდგომ, ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუბრუნდა. რაც შეეხება მეორე კატეგორიის უარყოფით შოკებს, ამ შოკების სიმწვავე „მეორე რაუნდის“ ეფექტების რისკებსაც წარმოშობდა, და შესაბამისად, მათ გასანეიტრალებლად მონეტარული პოლიტიკის რეაგირების საჭიროებაც იკვეთებოდა. მაგალითისთვის, 2011 წლის საერთაშორისო სასაქონლო ფასების ზრდა; 2014-2015 წლებში ნავთობის ფასების შოკი და დოლარის გლობალური გამყარება; 2019 წელს რუსეთიდან ფრენების შეზღუდვის შედეგად, საგარეო მოთხოვნის შოკის ფონზე, ლარის გაუფასურება; 2020-2021 წლებში პანდემია და მიწოდების ჯაჭვების რღვევა, რაც საერთაშორისო სასაქონლო ფასებისა და გადაზიდვის ხარჯების მკვეთრ ზრდაში გამოიხატა. პანდემიის პერიოდშივე, მიწოდების უარყოფით შოკს დაემატა დაგუბებული მოთხოვნიდან და მჭიდრო შრომის ბაზრიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი. აღსანიშნავია, რომ პანდემიის საწყის პერიოდში, მოთხოვნის უარყოფითი შოკის მიუხედავად, მონეტარული პოლიტიკა მხოლოდ 1 პპ-ით, 8%-მდე შერბილდა, რაც განპირობებული იყო წინარე პერიოდის მაღალი ინფლაციური გარემოთი. მოგვიანებით, მიწოდებისა და მოთხოვნის თანმდევი შოკების ფონზე, მონეტარული პოლიტიკა მნიშვნელოვნად გამკაცრდა. კერძოდ, 2022 წელს, რუსეთ-უკრაინის ომმა მიწოდების დამატებითი შოკები წარმოქმნა, რამაც მოქნილი ფასები კვლავ გაზარდა და ინფლაციური წნეხი შედარებით ხისტ ფასებსაც გადაეცა. ინფლაციური მოლოდინების დასტაბილურებისთვის, მონეტარული პოლიტიკა ჯამურად 3 პპ-ით, 11%-მდე გამკაცრდა და მკაცრი პოზიცია ხანგრძლივად შენარჩუნდა, რამაც უზრუნველყო ხისტი ფასების ინფლაციის შემცირება.



დიაგრამა 3.1.2. ხისტი და მოქნილი ფასების დინამიკა საქართველოში, და მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება სხვადასხვა საგარეო შოკზე

წყარო: სებ, საქსტატი.

აღსანიშნავია, რომ 2023 წლიდან მიწოდების დადებითი შოკის შედეგად ეკონომიკაში სტრუქტურული ცვლილებები მოხდა და სანარმოო პოტენციალის გაუმჯობესებას არა მხოლოდ მოთხოვნის, არამედ გაცვლითი კურსის არხითაც დისინფლაციური ეფექტი ჰქონდა. ამავე პერიოდში, მონეტარული პოლიტიკის ნელი ნორმალიზება დაიწყო, თუმცა არსებული შიდა და გარე რისკების გათვალისწინებით, ის კვლავ ზომიერად გამკაცრებულ დონეზე დარჩა. ამ უკანასკნელმა, თავის მხრივ, დაბალინფლაციური გარემოს ხანგრძლივად შენარჩუნება განაპირობა. 2025 წელს, წინა წლების დაბალი საბაზო ეფექტისა და მიწოდების მხრიდან მომდინარე ერთჯერადი ფაქტორების⁵ გამო, ინფლაცია კვლავ მცირედით აჩქარდა. მიუხედავად ამისა, შრომის ბაზრის მდგომარეობა, ეკონომიკის ციკლური პოზიცია და წინა პერიოდის შედარებით დაბალინფლაციური გარემო ინფლაციური მოლოდინების მკვეთრად ზრდის რისკებს მნიშვნელოვნად ამსუბუქებს. **ასევე, აღსანიშნავია, რომ, ბოლო პერიოდში, მონეტარული პოლიტიკის ხანგრძლივად გამკაცრებული პოზიციის შენარჩუნება ამცირებს მომდინარე შოკის ინფლაციურ მოლოდინებში ასახვის რისკებს.**

რომ შევაჯამოთ, მიწოდების შოკებზე მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება განსხვავდება მოთხოვნიდან მომდინარე შოკებზე პასუხისგან. მიწოდების შოკებზე რეაგირება ეკონომიკის დამატებით მერყეობას იწვევს. თუმცა, ამავედროულად მათზე დაგვიანებამ შეიძლება უფრო დიდი კეთილდღეობის დანაკარგი და შემდგომში პოლიტიკის უფრო მკვეთრად გამკაცრების საჭიროება დააყენოს. უარყოფითი მიწოდების შოკის დროს, რომელიც ფასების ზრდასა და გამომშვების შემცირებას იწვევს, მიზანშეწონილია მოთხოვნის შოკთან შედარებით უფრო ზომიერი და ფრთხილი რეაგირება. **თუმცა, რისკების მინიმიზების მიზნით, მაღალი გაურკვევლობით სავსე გარემოში, სადაც შოკები გარდაუვალია და მათი ბუნება უცნობია, მნიშვნელოვანია მკაცრი პოზიციის შენარჩუნება გრძელვადიან პერიოდში.** ეს საშუალებას მისცემს პოლიტიკის გამტარებლებს შეამცირონ გაურკვევლობის უარყოფითი გავლენა და თავიდან აიცილონ მკვეთრი გამკაცრების საჭიროება მომავალში. ასეთი მიდგომა ამყარებს ნდობას მონეტარული პოლიტიკის მიმართ და ხელს უწყობს საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობას.

⁵ მათ შორის, რეგულირებადი და სურსათის ბაზრებზე წინა წელთან შედარებით ფასების ზრდა.