



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული ეკონომიკა

სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი

ტომი 1, N1, 2025

როლანდ სპანდერაშვილი
ლარის სახელწოდებისა და დიზაინის
ისტორიისათვის

ლაშა არევაძე, აკაკი მოსახლიშვილი
საქართველოს კოტანსიური გამოფების
ალტარნატიული შეფასებაები

სერგო გადელია, მარიამ ჭანტურია,
გიორგი გიგინეიშვილი, თამთა სოფრომაძე
ნეიტრალური (R-STAR) და ბუნებრივი
(R-BAR) საკროცენტო განაკვეთების
შეფასება საქართველოსთვის

დავით უტიაშვილი, მარიამ ხარაიშვილი
ბიზნეს სესხების ზრდის წვლილი
ეკონომიკურ აქტივობაში

ვარლამ ებანოიძე, ვასილ შენგელია,
ანა ფირცხალაიშვილი
ღია ბანკინგი საქართველოში და
ღია ფინანსების მომავალი



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული ეკონომიკა

სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი

ტომი 1, N1, 2025

სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი
„მონეტარული ეკონომიკა“

მთავარი რედაქტორი
მერაბ კაკულია

სარედაქციო კოლეგია
ვლადიმერ პაპავა
დევიდ ვაჟრა
თეიმურაზ ხომერიკი
თამთა სოფრომაძე
დავით უტიაშვილი

საკონტაქტო ინფორმაცია
საქართველოს ეროვნული ბანკი
საქართველო, თბილისი 0114, ზვიად გამსახურდიას სანაპირო #1
ელ-ფოსტა: monetaryeconomics@nbg.gov.ge

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

ISSN 3088-4187

წინასიტყვაობა

2025 წელს ჩვენი ეროვნული ვალუტის - ლარის შემოღებიდან 30 წელი სრულდება. ლარი თითოეული ჩვენგანისთვის თავისუფლების, ერთიანობისა და ეროვნული იდენტობის სიმბოლოა. იგი ღირსეულად აგრძელებს ქართული ფულის 26 საუკუნოვან ისტორიას, რომელიც კოლხური თეთრით დაიწყო და საქართველოს ტერიტორიაზე უძველესი ცივილიზაციისა და მდიდარი ეკონომიკური წარსულის ნათელი დადასტურებაა. ამ ისტორიულ მომენტში ჩვენთვის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ვიცოდეთ, სად ვიმყოფებით დღეს და როგორ უნდა ვიაროთ წინ, სწრაფად ცვალებად გლობალურ ეკონომიკურ სივრცეში.

დღეს მსოფლიო ეკონომიკა მასშტაბური ტრანსფორმაციის პროცესში იმყოფება. სავაჭრო ომები, ინფლაციური მოლოდინები, გეოპოლიტიკური დაძაბულობა და დემოგრაფიული ცვლილებების ეკონომიკური შედეგები მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს საერთაშორისო ვაჭრობასა და ფინანსებზე, რაც მიწოდების ტრადიციული ჯაჭვების წყვეტასა და საქონლის და კაპიტალის ნაკადების რეორიენტაციაში ვლინდება. ეს განსაკუთრებით კარგად გამოჩნდა რეგიონული გეოპოლიტიკური კონფლიქტების შედეგად, როდესაც მოხდა გლობალური ტვირთების მნიშვნელოვანი ნაწილის გადამისამართება შუა დერეფანში, რომელიც ევროპისა და აზიის სატრანსპორტო კომუნიკაციის ერთ-ერთი საკვანძო მარშრუტია. გაზრდილმა ფინანსურმა ნაკადებმაც, ბოლო დროს, სწორედ ამ მიმართულებით დაიწყო მოძრაობა. საქართველო, როგორც ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყანა, ბუნებრივია, ამ პროცესების მიღმა ვერ დარჩება, მით უმეტეს, რომ იგი შუა დერეფნის ერთ-ერთი ძირითადი მონაწილეა აზერბაიჯანსა და ყაზახეთთან ერთად.

შუა დერეფნის პოტენციალის სრულად ამოქმედება ბევრადაა დამოკიდებული მის გასწვრივ



ფინანსური ინფრასტრუქტურის განვითარებაზე, რაც თანმდევი მსხვილი ფულადი ნაკადების მრავალფეროვანი ინოვაციური ფინანსური მომსახურებით უზრუნველყოფას გულისხმობს. მიუხედავად იმისა, რომ ქართული ბანკები და არასაბანკო ფინანსური ინსტიტუტები თავისი მდგრადობით, თანამედროვე ოპერაციული სტრუქტურითა და კორპორაციული მმართველობის ხარისხით გამოირჩევიან რეგიონში, ჩვენ კარგად გვესმის, რომ რეგიონულ ფინანსურ ჰაბად გადაქცევის ამბიციურ ამოცანას მართო ვერ მოვერევით შუა დერეფნის მეზობელ ქვეყნებთან და პარტნიორებთან მჭიდრო თანამშრომლობის გარეშე. ამის დასტურია საქართველოს ეროვნული ბანკის გუნდის ბოლოდროინდელი ვიზიტები რეგიონის ქვეყნებში.

მეორე მხრივ, როგორც ევროკავშირის წევრობის კანდიდატი ქვეყანა, ვაგრძელებთ ევროპულ და ზოგადად დასავლურ ფინანსურ სივრცეში შემდგომი ინტეგრაციისკენ მიმართულ ძალისხმევას. ამ მხრივ, განსაკუთრებით უნდა აღინიშნოს საქართველოს სწრაფვა ევრო გადახდების ერთიან სისტემაში (SEPA) გაწევრიანებისკენ. საქართველოს ეროვნული ბანკის ინიციატივით განხორციელდა ჩვენი კანონ-

მდებლობის ჰარმონიზაცია ევროკავშირის დირექტივებსა და რეგულაციებთან, რაც SEPA-ში განვევრიანების აუცილებელი წინაპირობაა. SEPA-ს წევრობა ხელს შეუწყობს ნდობის გაზრდას ქვეყნის ფინანსური სექტორის მიმართ, გააიოლებს სავაჭრო ურთიერთობებს ევროკავშირთან, საშუალებას მისცემს საქართველოს მოქალაქეებს ისარგებლონ გამართივებული და იაფი საბანკო მომსახურებით, რაც განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, მათ შორის, ევროკავშირის ქვეყნებიდან ფულადი გზავნილების მზარდი ტენდენციის გათვალისწინებით.

და მაინც, საქართველოს გლობალური ეკონომიკური პოზიციონირების გადამწყვეტი ფაქტორი ქვეყნის ეკონომიკური დინამიკა და მისი ფინანსური სექტორის მდგრადობაა. არაერთი გარე შოკისა და შიდა დაძაბულობის მიუხედავად, საქართველოს ეკონომიკა, ბოლო წლებში, ზრდის მაღალ ტემპებს ინარჩუნებს, ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელთან (3%-თან) ახლოსაა, ბანკები კაპიტალის ადეკვატურობითა და ლიკვიდურობის ჯანსაღი მაჩვენებლებით ხასიათდებიან. ამასთან, კარგად ვაცნობიერებთ, რომ გრძელვადიანი მაკროეკონომიკური სტაბილურობის შენარჩუნება მიმდინარე მოვლენებისა და პროცესების მუდმივ სიღრმისეულ ანალიზს და გონივრულ მონეტარულ პოლიტიკაზე დაფუძნებული მიდგომების შემუშავებას საჭიროებს, რაც ამ პროცესში ეკონომისტების ფართო ჩართულობას გულისხმობს.

მოხარული ვარ, რომ ლარის საიუბილეო თარიღს მნიშვნელოვანი სიახლით ვხვდებით - ეროვნული ბანკი განახლებული სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალის გამოცემას იწყებს. საზოგადოებას ახსოვს ჟურნალი „ბანკი“, რომელიც ეროვნული ბანკის ინიციატივით 25 წლის წინ დაარსდა, შემდგომში გამოდიოდა ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, ამიერიდან ქართულ და ინგლისურ ენებზე ახალ ფორმატში გამოვა ჟურნალი „მონეტარული ეკონომიკა“. იგი იქნება აკადემიური რესურსი, რომელიც დიდ დახმარებას გაუწევს მონეტარული პოლიტიკით, საბანკო და ზოგადად ფინანსური სექტორით, ფინანსური ტექნოლოგიებით და კაპიტალის ბაზრების განვითარებით დაინტერესებულ საზოგადოებას. მათ შორის, ახალგაზრდა მეცნიერებსა და მკვლევრებს. დარწმუნებული ვარ, ჟურნალი იქნება ერთგვარი პლატფორმა, რომელიც აღნიშნულ თემებზე საინტერესო და სიღრმისეული დიალოგის წარმართვის შესაძლებლობას შექმნის. ვიმედოვნებთ, რომ განახლებული გამოცემა თავის წვლილს შეიტანს როგორც ეროვნულ, ისე საერთაშორისო ეკონომიკურ დისკურსში.

მინდა წარმატებები ვუსურვო ჟურნალის სარედაქციო კოლეგიასა და ავტორებს.

ნათია თურნავა
საქართველოს ეროვნული ბანკის
პრეზიდენტი

მთავარი რედაქტორისგან

ახალი სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალის „მონეტარული ეკონომიკის“ გამოცემა იმ ტრადიციის გაგრძელებაა, რომელსაც საფუძველი, საქართველოს ეროვნულ ბანკში, ზუსტად 25 წლის წინ ჩაეყარა, როდესაც დაიწყო ჟურნალ „ბანკის“ გამოშვება. ეს ჟურნალი მონეტარული და სავალუტო პოლიტიკით და საბანკო სექტორის განვითარების საკითხებით დაინტერესებულ მკითხველთა ფართო წრეზე იყო გათვლილი და არ ჰქონდა აკადემიურობის პრეტენზია. რამდენიმეწლიანი პაუზის შემდეგ, ეროვნულმა ბანკმა განაახლა ჟურნალის გამოცემა, არსებითად შეცვლილი ფორმატით, სახელწოდებით „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“. წინამორბედისგან განსხვავებით, ეს იყო პროფესიონალებზე – მონეტარულ ეკონომისტებზე, ფინანსური რეგულირების სპეციალისტებსა და ბანკირებზე ორიენტირებული ჟურნალი, ხოლო ავტორებს ძირითადად ეროვნული ბანკის თანამშრომლები წარმოადგენდნენ. ახალი გამოცემა – „მონეტარული ეკონომიკა“ მკითხველს რამდენიმე სიახლეს შესთავაზებს.

დავინწყოთ იმით, რომ ჟურნალის თემატიკა გაფართოვდება. კერძოდ, მასში გამოქვეყნებული სტატიები, მონეტარული პოლიტიკის, ფინანსური სტაბილურობისა და ზედამხედველობის, საბანკო საქმისა და საგადახდო სისტემების ფუნქციონირების ტრადიციულ საკითხებთან ერთად, შეეხება ეკონომიკური ზრდისა და დასაქმების, ბიუჯეტის დეფიციტისა და სახელმწიფო ვალის, გლობალური და რეგიონული შოკების გავლენის, ფულადი და კაპიტალის ბაზრების, აქტივების ფასწარმოქმნისა და შემოსავლიანობის და სხვა თემებს. განსაკუთრებული ყურადღება დაეთმობა ფინანსური ტექნოლოგიების განვითარებასა და ცენტრალური ბანკების ციფრული ვალუტების გამოშვებასთან დაკავშირებულ საკითხებს.

თემატიკის გაფართოებასთან ერთად გაფართოვდება ჟურნალის ავტორთა წრეც. ეროვნული ბანკის თანამშრომელთა გარდა, ჟურნალის ავ-

ტორები შეიძლება გახდნენ საჯარო, კერძო და აკადემიურ სექტორებში მომუშავე ეკონომისტები და მკვლევრები, აგრეთვე მაგისტრატურისა და დოქტორანტურის სტუდენტები, რომელთა მიერ წარმოდგენილი სტატიები დააკმაყოფილებს ჟურნალის დადგენილ სტანდარტებს. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ რედაქციაში შემოსული ნაშრომები დაექვემდებარება ფარულ რეცენზირებას, რაც აუცილებელია იმისათვის, რომ პერსპექტივაში ჟურნალი განეკუთვნოს Scopus-ის და Web of Science-ის საერთაშორისო სამეცნიერო ბაზებში. ამ, საკმაოდ ამბიციური, მიზნის მიღწევაში მნიშვნელოვან როლს შეასრულებს ისიც, რომ ჟურნალი გამოვა ქართულ და ინგლისურ ენებზე, რაც ავტორებს შესაძლებლობას მისცემს, თავიანთი ნაშრომები საერთაშორისო აუდიტორიას გააცნონ.

მიუხედავად იმისა, რომ ჟურნალი მაღალ აკადემიურ სტანდარტს ითვალისწინებს, სარედაქციო კოლეგია დაინტერესებულია იმით, რომ გამოქვეყნებული ნაშრომების შინაარსი, განსაკუთრებით, კვლევების შედეგები და ამ შედეგების განხილვა, გასაგები იყოს ეკონომისტთა ფართო წრისთვის. ჟურნალი „მონეტარული ეკონომიკა“ გამოიცემა კვარტალში ერთხელ, ელექტრონული ფორმით, თუმცა მისი ცალკეული ნომრები, მნიშვნელოვან მოვლენებთან დაკავშირებით, დაიბეჭდება კიდეც. სწორედ ასეთ მოვლენათა რიგს განეკუთვნება ჩვენი ეროვნული ვალუტის – ლარის 30 წლის იუბილე, რომელსაც ჟურნალის პირველი ორი ნომერი მიეძღვნება.

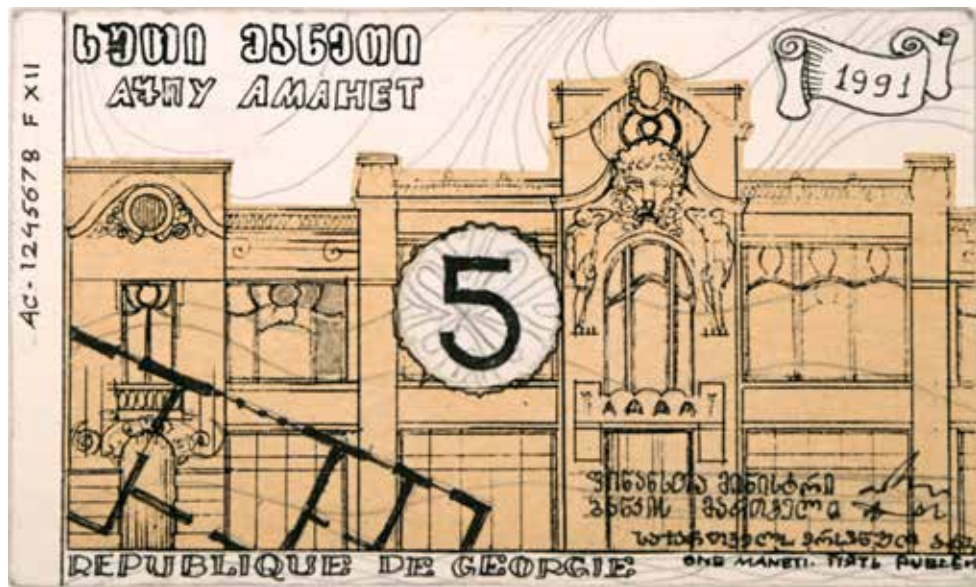
თქვენს წინაშეა ჟურნალის პირველი ნომერი, რომელიც ამჯერად მთლიანად საქართველოს ეროვნული ბანკის თანამშრომელთა მიერ მომზადებული სტატიებისგან შედგება. უკვე მომდევნო ნომრისთვის, რომლის გამოცემაც მიმდინარე წლის სექტემბერში იგეგმება, სტატიებს გარე ავტორებისგანაც მივიღებთ. ჟურნალს თან ახლავს დეტალური ინფორმაცია სტატიების სტრუქტურისა და წყაროების მითითების წესის შესახებ.

შინაარსი

როლანდ სპანდერაშვილი ლარის სახელწოდებისა და დიზაინის ისტორიისათვის	11
ლაშა არევაძე, აკაკი მოსახლიშვილი საქართველოს კოტენციური გამოშვების ალტერნატიული შეფასებები	18
სერგო გადელია, მარიამ ჭანტურია, გიორგი გიგინეიშვილი, თამთა სოფრომაძე ნეიტრალური (R-STAR) და ბუნებრივი (R-BAR) საკროცენტო ბანაკვითების შეფასება საქართველოსთვის	37
დავით უტიაშვილი, მარიამ ხარაიშვილი ბიზნეს სესხების ზრდის წვლილი ეკონომიკურ აქტივობაში	53
ვარლამ ებანოიძე, ვასილ შენგელია, ანა ფირცხალაიშვილი ღია ბანკინგი საქართველოში და ღია ფინანსების მომავალი	75



5000 ქართული მანეთი. ესკიზი. 1991 წელი. ავტორი მამუკა გონგაძე.
დაცულია საქართველოს ეროვნული ბანკის ფულის მუზეუმში.



5 ქართული მანეთი. ესკიზი. 1991 წელი. ავტორი მამუკა გონგაძე.
დაცულია საქართველოს ეროვნული ბანკის ფულის მუზეუმში.

ლარის სახელწოდებისა და დიზაინის ისტორიისათვის

როლანდ სკანდერაშვილი

ანოტაცია

კვლევაში განხილულია საქართველოს სუვერენიტეტის უმნიშვნელოვანესი ატრიბუტის – ეროვნული ვალუტის - ლარის სახელწოდებისა და დიზაინის შექმნის ისტორია. იგი ასახავს საქართველოს დამოუკიდებლობის გარიჟრაჟზე ქვეყანაში მიმდინარე დისკუსიებს ეროვნული ვალუტის ბანკნოტებისა და მონეტების სახელწოდების შესახებ, რომელმაც იმჟამად ფართო საზოგადოების დიდი ინტერესი გამოიწვია. კვლევაში წარმოდგენილია აგრეთვე ის სამუშაო, რომელიც საქართველოს მთავრობამ, ეროვნულმა ბანკმა და შემოქმედებითი ინტელგენციის წარმომადგენლებმა გასწიეს ლარის თანამედროვე დიზაინის შექმნისათვის, რომელიც ღირსეულად გამოხატავს ქართველი ერის კულტურულ მემკვიდრეობასა და იდენტობას.

საკვანძო სიტყვები: ეროვნული ვალუტა, ლარი, თეთრი, მარჩილი, ქართული ფული.

შესავალი

1988 წლის შემოდგომიდან ეროვნულ-განმათავისუფლებელმა მოძრაობამ საქართველოში მძლავრი მუხტი შეიძინა. 1989 წლის 9 აპრილის სისხლიანმა მოვლენებმა გარდამტეხი როლი შეასრულა საქართველოს სახელმწიფოებრივი დამოუკიდებლობის გზაზე. 1990 წლის 28 ოქტომბერს, პირველად საბჭოთა კავშირის ისტორიაში, საქართველოში ჩატარდა მრავალპარტიული არჩევ-

ნები: საქართველოს რესპუბლიკის უზენაესი საბჭოს უმრავლესობა ეროვნული პოლიტიკური ძალებით დაკომპლექტდა. 1991 წლის 31 მარტს შედგა რეფერენდუმი სახელმწიფოებრივი დამოუკიდებლობის შესახებ, რომლის საფუძველზეც, იმავე წლის 9 აპრილს, საქართველოს უზენაესმა საბჭომ მიიღო საქართველოს სახელმწიფოებრივი დამოუკიდებლობის აღდგენის აქტი. ჯერ კიდევ დამოუკიდებლობის გამოცხადებამდე და საბჭოთა კავშირის დაშლამდე დაიწყო დისკუსია სუვერენიტეტის უმნიშვნელოვანესი ატრიბუტის – ეროვნული ვალუტის შემოღების შესახებ, რომელშიც საკმაოდ აქტიურად ჩაერთვნენ ცნობილი ეკონომისტები, ფინანსისტები, ისტორიკოსები, ფილოლოგები და ფართო საზოგადოების სხვა წარმომადგენლები.

ქართული ფულის შექმნის მიმართ იმჟამინდელი საზოგადოების დამოკიდებულება კარგად ჩანს ეკონომისტის შოთა ქისტაურის საგაზეთო პუბლიკაციაში „ეროვნული ვალუტა: არსი და აუცილებლობა“. ავტორი აღნიშნავდა: „ვისაც საქართველოს რეალური დამოუკიდებლობა, მისი აღორძინება და ქართველი ხალხის მიერ თანამედროვე ცივილიზებულ ერებს შორის სათანადო ადგილის დაკავება გულწრფელად სურს, მან უწინარესად ქართული ფულის შექმნის, მისი გამოშვებისა და განმტკიცების, შინ და გარეთ მისი ავტორიტეტის ამაღლებისათვის უნდა იბრუნოს. ვალუტის შემოღების გზაზე

პირველი და მთავარი იქნება დადგინდეს, თუ რა როდენობის ფულადი აგრეგატებია საჭირო რესპუბლიკაში და განისაზღვროს გაცვლის თანაფარდობები ეროვნული ფულის და მიმოქცევაში დღეისათვის არსებული ფულის ნიშნებისა“ (ქისტაური, 1990).

აღსანიშნავია, რომ თავდაპირველად ქართული ფულის იდეა იმჟამად არსებული რეალობის, კერძოდ, საბჭოთა კავშირის და მისი ფულადი სისტემის არსებობის კონტექსტში განიხილებოდა. ეს კარგად ჩანს ეკონომისტ ნოდარ ბაგრატიონის სტატიაში „ეროვნული ფულის კონცეფციის საკითხისათვის“. კითხვაზე, თუ რას მისცემს დამოუკიდებლობის გზაზე დამდგარ საქართველოს საკუთარი ფულის მიმოქცევის შემოღება? იგი ასეთ პასუხს სცემს: „ჯერ, ერთი, მანეთის, როგორც საკავშირო ვალუტის, კურსის სტაბილიზაციისა და აღდგენის ხანგრძლივი, გაურკვეველი პერიოდისაგან განსხვავებით, უახლოეს პერიოდში მტკიცე ფულის ერთეულს, რაც ხელს შეუწყობს ფინანსების განმტკიცებას, ეკონომიკურ აღმავლობას, რესპუბლიკა თავად გახდება საკუთარი ფულადი რესურსების განმკარგველი. საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პირობებში იგი საშუალებას მოგვცემს დავიცვათ ჩვენი ეკონომიკა სხვა რესპუბლიკების ეკონომიკის არასასურველი ზემოქმედებისაგან. როგორი იქნება ჩვენი ეროვნული ფულის კავშირი საკავშირო და სხვა რესპუბლიკების ანალოგიურ ეროვნულ ვალუტებთან? ჩვენ მიგვაჩნია, რომ რესპუბლიკაში მიმოქცევაში უნდა იყოს მხოლოდ ეროვნული ფულის ნიშნები, რომელზეც დადგენილი კურსით გაიცვლება მანეთი და სხვა რესპუბლიკის ფულის ნიშნები. როდის გახდება შესაძლებელი საკუთარი ფულის მიმოქცევაში გაშვება? შეგვიძლია თუ არა ამის გაკეთება ვთქვათ დღეს? ვფიქრობ რომ არა. ასეთი დიდი სახელმწიფოებრივი ღონისძიება მოითხოვს გარკვეულ ეკონომიკურ და პოლიტიკურ წინამძღვრებს. საკუთრივ ფულის მიმოქცევის კონცეფციის შემუშავება ერთ-ერთი სერიოზული რგოლია დამოუკიდებელი საქართველოს ეკონომიკურ და პოლიტიკურ პრობლემათა კვლევის ერთიან ჯაჭვში.“ (ბაგრატიონი, 1990).

1990 წელს, უზენაესი საბჭოს არჩევნების წინ, სხვადასხვა პოლიტიკური ძალების მიერ გამოქვეყნებულ პროგრამებში გამოჩნდა მოწოდება, ქვეყნის დამოუკიდებლობის მოპოვების შემდეგ ქართული ეროვნული ვალუტის შექმნის შესახებ. ერთ-ერთი ასეთი იყო მოგვიანებით ხელისუფლების სათავეში მოსული პოლიტიკური გაერთიანების – „მრგვალი მაგიდა - თავისუფალი საქართველოს“ საარჩევნო პლატფორმის ჩანაწერი, რომელშიც აღნიშნული იყო, რომ დამოუკიდებელი საქართველოს საკუთარი ფულად-საკრედიტო სისტემის შექმნის გზაზე უმნიშვნელოვანესია ფულის ეროვნული ერთეულის შემოღება. ეროვნული ფული უნდა გახდეს საქართველოს ეკონომიკის ინდუსტრიულად განვითარებულ ქვეყნებთან ინტეგრაციის მტკიცე გარანტი. ეროვნული ფულით უნდა იწარმოებოდეს ერთობლივი ეროვნული პროდუქტის აღრიცხვა. ეროვნული ვალუტის სამეურნეო ბრუნვაში შემოღება ვერ განხორციელდება ერთდროული აქციის სახით. ამ მიზნისთვის დამოუკიდებელ სახელმწიფოში უნდა ჩატარდეს რიგი ღონისძიებებისა, რომელიც შექმნის ეროვნული ვალუტისთვის მტკიცე საფუძვლებს (ახალგაზრდა ივერიელი, 1990).

ქართული ფულის სახელდება

ამავე პერიოდში აქტიურად დაიწყო მსჯელობა ეროვნული ვალუტის სახელწოდებაზე. ერთ-ერთი პირველი, ვინც ეს საკითხი დააყენა, იყო ცნობილი ქართველი ეკონომისტი ვლადიმერ პაპავა, რომლის ხელმძღვანელობით ავტორთა ჯგუფმა (გ. თოფურია, კ. ნიჟარაძე, რ. ახმეტელი, ნ. ტერაშვილი და სხვ.) 1989 წელს გამოაქვეყნა ეკონომიკურად დამოუკიდებელი საქართველოს მოდელი, რომელიც ითვალისწინებდა საემისიო ბანკის შექმნას. მას მიმოქცევაში გასაშვებად უნდამოემზადებინა ეროვნული ვალუტა „თეთრი“, რისთვისაც უნდა განხორციელებულიყო რიგი ღონისძიებებისა: შექმნილიყო სავალუტო და ძვირფასი ლითონების რეზერვი, მოწესრიგებულიყო გაცვლითი ოპერაციები და სხვა, რაც საბოლოოდ ხელს შეუწყობდა „თეთრის“ მიმოქცევაში დამკვიდრებას (პაპავა და სხვ., 1989). ეს იდეა მოგვიანებით გაიზიარა ისტორიკოსმა

ბადრი ბერაია. სტატიაში „საბჭოთა მანეთი თუ ქართული თეთრი?“ იგი დეტალურად განმარტავდა სიტყვა „თეთრის“, როგორც ფულის ერთეულის სახელის წარმომავლობას, განიხილავდა მის ისტორიას და მისი, როგორც საანგარიშო და სამონეტო ერთეულის მნიშვნელობას. ამის საფუძველზე ავტორმა მომავალი ეროვნული ვალუტის სახელწოდებად „თეთრს“ დაუჭირა მხარი (ბერაია, 1990).

1989 წელს გამოქვეყნდა აგრეთვე სრულიად საქართველოს რუსთაველის საზოგადოებასთან ჩამოყალიბებული დროებითი სამეცნიერო კოლექტივის (ხელმძღვანელი რომან გოცირიძე) მიერ შემუშავებული საქართველოს ეკონომიკური დამოუკიდებლობის კონცეფცია, რომელიც ითვალისწინებდა ეროვნული ვალუტის გამოშვებას სახელწოდებით „ქართული ფული“. აღნიშნული ფულადი ერთეული საწყის ეტაპზე მიმოქცევაში საბჭოთა მანეთის პარალელურად უნდა ყოფილიყო (სრულიად საქართველოს რუსთაველის საზოგადოება, 1989).

1990 წლის შემოდგომაზე გამოქვეყნდა ისტორიკოს ნიკო ჯავახიშვილის წერილი „რა დავარქვით ქართულ ფულს?“, რომლის შესავალში იგი აღნიშნავდა: „აუცილებელია, ერთხელ და სამუდამოდ გაირკვეს, თუ რა შეიძლება ეწოდოს მომავალი ქართული ფულის ერთეულებს, როგორც ბანკნოტს, ისე მონეტას. უნდა მოიძებნოს ისეთი ადეკვატური სახელწოდებანი, რომლებსაც მთელი ქართველი ერი მოიწონებს და მხარს დაუჭერს“. ავტორი ქართული ნუმიზმატიკური და ბონისტიკური ისტორიის მიმოხილვის საფუძველზე ემხრობოდა ჯერ კიდევ 1920 წელს, პირველი რესპუბლიკის დროს არსებულ იდეას ეროვნული ვალუტისთვის „მარჩილის“ დარქმევის შესახებ. მეორე ვარიანტად ნ. ჯავახიშვილი განიხილავდა „ქართოს“, ავლებდა რა პარალელს ფრანგულ „ფრანკთან“, ლატვიურ „ლატთან“ ლიტვურ „ლიტთან“ და ავღანურ „ავღანთან“. რაც შეეხება ხურდა ფულის სახელს, ავტორი ორ ვარიანტს განიხილავდა: „კერმას“ და „რვალს“ (ჯავახიშვილი, 1990).

ქართული ბანკნოტების სახელად „მარჩილის“ დარქმევას მხარს უჭერდა გამოჩენილი ქართველი ეკონომისტი ვასილ ჩანტლაძე. ამასთან იგი მიზანშეწონილად მიიჩნევდა, რომ ხურდა ფულისთვის „თეთრი“ ეწოდებინათ (ჩანტლაძე, 1991). „მარჩილის“ იდეას იზიარებდა და ტერმინის შესატყვისობას ქართულ ენასთან ხაზს უსვამდა აგრეთვე რევაზ შენგელიაც (შენგელია, 1991).

მომავალი ეროვნული ვალუტის სახელზე საინტერესო დისკუსია გაიმართა გაზეთ „ერის“ 1991 წლის 24 იანვრის ნომერში, რომელშიც ამ საკითხთან დაკავშირებით მოქალაქეთა წერილები გამოქვეყნდა. მოქალაქე გ. გეგეჭკორი ბათუმიდან, წერდა, რომ თუ ქართულ ბანკნოტას „ქართი“ დაერქმევა, მაშინ ხურდა ფულს „ეგრი“ (ეგრისი) ან „კოლხა“ (კოლხეთი) მოუხდებოდა. ხაშურის რაიონის სოფელ ქვიშხეთის სკოლის მასწავლებელი თ. ჩადუნელი კი მიზანშეწონილად მიიჩნევდა ქალაქის ფულს „ქართული“, ხურდა ფულს კი „ივერია“ დარქმეოდა ან პირიქით (ერი, 1991).

განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ის ფაქტი, რომ გაზეთის ამავე ნომერში მოქალაქე გ. გვილავამ, მარტვილის რაიონის სოფელ თამაკონიდან, ეროვნული ვალუტის სახელწოდებად პირველად გააჟღერა „ლარი“, ხოლო ხურდა ფულად – „მისხალი“ (ერი, 1991).

ზემოთაღნიშნული საგაზეთო პუბლიკაციების პასუხად ისტორიკოსმა გოჩა ჯაფარიძემ და ფილოლოგმა ზურაბ სარჯველაძემ გამოაქვეყნეს წერილი, სადაც სიღრმისეულად მიმოიხილეს ქართული ფულადი ტერმინების ეტიმოლოგია და გამოთქვებს მოსაზრება სახალხო განხილვის საგნად ქცეულიყო ეროვნული ბანკნოტების და ხურდა ფულის მონეტების შემდეგი შესაძლო სახელწოდებები: „მანეთი“ და „თეთრი“, „რვალი“ და „მწულილი“ (ჯაფარიძე, სარჯველაძე, 1991).

ამ ფონზე, ეროვნული ვალუტის შემოღებაზე, მათ შორის სახელზე, მსჯელობა საქართველოს უზენაეს საბჭოში ჯერ კიდევ საქართველოს

დამოუკიდებლობის გამოცხადებამდე დაიწყო. საფინანსო-საბიუჯეტო კომისიის თავმჯდომარის თარიელ გელანტიას 1991 წლის თებერვალში პრესისთვის მიცემულ ინტერვიუში, ხაზგასმული იყო ეროვნული ვალუტის შექმნის და ქვეყანაში სუვერენული ფულად-საკრედიტო სისტემის ჩამოყალიბების საჭიროება (გელანტია, 1991). საქართველოს სახელმწიფოებრივი დამოუკიდებლობის აღდგენის შემდეგ გააქტიურდა ეროვნული ვალუტის სახელწოდებასთან დაკავშირებული დისკუსია. საზოგადოების ერთი ნაწილი მხარს უჭერდა ქართული ბანკნოტების სახელად „მანეთის“ შენარჩუნებას, ხოლო ხურდა ფულისთვის „თეთრის“ დარქმევას. მეორე ნაწილის აზრით კი ბანკნოტებს „თეთრი“, ხოლო ხურდას „კერმა“ უნდა დარქმეოდა. ნათელი გახდა, რომ ეროვნული ვალუტის სახელწოდების საკითხის საბოლოო გადაწყვეტა უფრო მეტ დროს მოითხოვდა (ჭიბუტი, 2000).

ეს დისკუსია 1992 წლის 7 აგვისტოს დასრულდა, როდესაც ქართული ფულის გამოშვების სამთავრობო კომისიამ საბოლოოდ გადაწყვიტა ქართული ფულის სახელწოდების საკითხი. კომისიას წარედგინა წინადადება, ეროვნულ ვალუტას „ლარი“ დარქმეოდა, ხოლო მის შემადგენელ ხურდა ფულს – „თეთრა“. კომისიის სხდომაზე ენათმეცნიერმა ლევან ღვინჯილიამ დაასაბუთა „ლარის“ როგორც ქონების, განძის, სიმდიდრის გამომხატველი უნივერსალური ქართული სიტყვის მართებულობა და შესაბამისობა ფულის ფენომენტთან. მოგვიანებით „თეთრა“ „თეთრით“ შეიცვალა.

ეროვნული ვალუტის დიზაინის შექმნა

დამოუკიდებლობის გამოცხადების შემდეგ ეროვნული ვალუტის, როგორც სუვერენიტეტის ერთ-ერთი უმთავრესი ატრიბუტის, შემოღების საკითხი უკვე ოფიციალურ დონეზე დადგა. საქართველოს პარლამენტში სამუშაო პროცესში ჩაერთო საფინანსო-საბიუჯეტო კომისია თარიელ გელანტიას და კულტურის, განათლებისა და მეცნიერების კომისია თეიმურაზ ქორიძის ხელმძღვანელობით.

1991 წლის მაისიდან უზენაეს საბჭოთან არსებული სპეციალური კომისია, (რომლის შემადგენლობაშიც გარდა საკანონმდებლო ორგანოს წევრებისა, შედიოდნენ ცნობილი ეკონომისტები, ისტორიკოსები, ფილოლოგები) ეროვნული ვალუტის სახელწოდებასთან ერთად მისი მხატვრული იერსახისა და სხვა მახასიათებლების განხილვას შეუდგა. მალევე კომისიამ დაიწყო შეხვედრები მხატვარ-დიზაინერთა სხვადასხვა ჯგუფთან (ელგუჯა ამაშუკელი, გია ბულაძე, მამუკა გონგაძე). მუშაობის პროცესში გამოიკვეთა მომავალი ქართული ფულადი ერთეულის ვიზუალური თემატიკა, რომლის გარშემოც უნდა შექმნილიყო მხატვრული კონცეფცია: ქვეყნის კულტურული მემკვიდრეობის ძეგლები და ქართული სიმბოლიკა, ქართული მითოლოგიური სახეები, ისტორიული პერსონაჟები, მწერლები, პოეტები და საზოგადო მოღვაწეები, ძველი ქართული ანბანი. ქართულის გარდა კომისიამ სასურველად მიიჩნია წარწერები ბანკნოტებზე აფხაზურადაც დატანილიყო (გონგაძე, 2014).

1991 წლის 2 აგვისტოს საქართველოს რესპუბლიკის უზენაესმა საბჭომ მიიღო კანონები „ეროვნული ბანკის შესახებ“, „ფულად-საკრედიტო რეგულირების შესახებ“ და „ბანკების და საბანკო საქმიანობის შესახებ“. ყოფილი სსრკ სახელმწიფო ბანკის რესპუბლიკური ბანკის ბაზაზე შეიქმნა საქართველოს ეროვნული ბანკი, რომელიც უშუალოდ ჩაერთო ქართული ფულის შექმნის პროცესში. იმავე წლის შემოდგომაზე ეროვნული ვალუტის დიზაინისა და ტექნიკური პარამეტრების განსაზღვრელად, თბილისში სამუშაო შეხვედრები გაიმართა ბანკნოტების მბეჭდავ მსოფლიოში ცნობილ კომპანიებთან: ბრიტანულ De La Rue და Harrison & Sons Limited-თან და ფრანგულ Charles Oberthur-თან, აღნიშნულ შეხვედრებს საქართველოს პარლამენტის, მთავრობის, ეროვნული ბანკისა და სპეციალური კომისიის წევრები ესწრებოდნენ.

1991 წლის ნოემბერში საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წარმომადგენლებთან პირველივე შეხ-

ვედრაზე, ეროვნული ვალუტის შემოღების მომზადებაში დახმარება ითხოვა. ამასთან გადანყდა 1992 წლის იანვრიდან ინგლისურ De La Rue-ში ქართველი დიზაინერების მივლინება ეროვნული ფულის ნიშნების დიზაინის და მაკეტის შექმნის მიზნით, მაგრამ 1991 წლის დეკემბერსა და 1992 წლის იანვარში ქვეყანაში მიმდინარე სამოქალაქო ომის ფონზე, რასაც ხელისუფლების ძალადობრივი გზით შეცვლა მოჰყვა, აღნიშნული ვიზიტი არ განხორციელდა. ამ მოვლენებს თან დაერთო საბჭოთა კავშირის ოფიციალურად დაშლა, თუმცა ყოფილი საბჭოთა კავშირის ტერიტორიაზე, მათ შორის საქართველოში, მიმოქცევისა და გადახდის საშუალებად დროებით საბჭოთა მანეთი დარჩა. ასეთ ვითარებაში, საქართველოს ახალმა ხელისუფლებამ ინტენსიურად დაიწყო ეროვნული ვალუტის შემოღებისთვის აუცილებელი საკანონმდებლო და ნორმატიული დოკუმენტების მომზადება და შესაბამისი უზრუნველყოფა. აღნიშნული ჯგუფის შემადგენლობაში შედიოდნენ საქართველოს მთავრობის და ეროვნული ბანკის წარმომადგენლები (კაკულია, 2012). ცალკე შეიქმნა ეროვნული ფულის ნიშნების სიმბოლიკისა და დიზაინის სამუშაო ჯგუფი, რომელმაც ეროვნული ვალუტის დიზაინის შემუშავება დაავალა ფირმა ბენეფისს, მხატვარ ნოდარმალაზონიას ხელმძღვანელობით. აღნიშნულ კომპანასთან შეიქმნა სამხატვრო საბჭო, რომლის შემადგენლობაშიც შედიოდნენ როინ მეტრეველი, ვასილ ჩანტლაძე, მარიკა ლორთქიფანიძე, მერაბ კოკოჩაშვილი, მამია მალაზონია, ნოდარ ლომოური, ოთარ ჯაფარიძე, ლევან ღვინჯილია და ელგუჯა ხინთიბიძე. სამხატვრო საბჭოს უშუალოდ უნდა განეხილა ფულის ნიშნების ვიზუალური და მხატვრული იერსახე.

1992 წლის მარტიდან ეროვნული ფულის ნიშნების სიმბოლიკის და დიზაინის ჯგუფის

კოორდინაცია დაევალა პრემიერ-მინისტრის მოვალეობის შემსრულებლის მოადგილეს ირაკლი სურგულაძეს. მასთან გამართულ სხდომებზე შეთანხმდა ქართულ ბანკნოტებზე დავით აღმაშენებლის, თამარ მეფის, შოთა რუსთაველის, ილია ჭავჭავაძისა და აკაკი წერეთლის პორტრეტების გამოსახვა, ასევე სიუჟეტების გამოყენება კულტურული მემკვიდრეობის თემატიკიდან (ჯიბუტი, 2000). 1992 წლის მარტის ბოლოს მზად იყო ქართული ბანკნოტების პირველი ესკიზები.

მაღევე საქართველოს მთავრობის გადაწყვეტილებით ქართული ფულის ნიშნების საცდელი ნიმუშების შექმნისა და შემდგომი დახვეწის მიზნით დაიწყო თანამშრომლობა ფრანგულ კომპანია Charles Oberthur-თან. დიზაინთან დაკავშირებული სამუშაოების მოწესრიგების, ტექნიკურ-ნორმატიული და სხვა საკითხების გადასაწყვეტად საქართველოს მთავრობის 1992 წლის 15 აპრილის N421 დადგენილებით შეიქმნა „ქართული ფულის გამოშვების სამთავრობო კომისია“, რომელსაც ხელმძღვანელობდა პრემიერ-მინისტრის მოვალეობის შემსრულებელი თენგიზ სიგუა. აღნიშნული კომისია მოიცავდა ხუთ ქვეკომისიას, მათ შორის ფულის მხატვრული სახის დადგენისა და ჩამოყალიბების ქვეკომისიას ე. ამაშუკელის ხელმძღვანელობით (სცსუა, ფონდი 600, საქმე 7161).

1992 წლის მაისში მხატვარ დიზაინერების ნოდარ და ბაჩანა მალაზონიების საფრანგეთში მივლინების დროს კომპანია Charles Oberthur-ის ტექნიკური მხარდაჭერით შეიქმნა ბანკნოტების პირველადი მაკეტები, რომელიც გასაცნობად გადაეცა ფულის გამოშვების სამთავრობო კომისიას. კომისიამ დეტალურად განიხილა ესკიზების მხატვრული და ტექნიკური პარამეტრები, გამოთქვა მოსაზრებები ბანკნოტების შინაარსობრივ და კომპოზიციურ მხარეზე და სურვილი გამოთქვა მოსაზრებები და გააგრძელა მუშაობა ბანკნოტების დიზაინის სრულყოფაზე.

ამასთან ზემოაღნიშნული სამხატვრო საბჭოს რეკომენდაციით დამატებით შეიქმნა ახალი ესკიზები ვახტანგ გორგასლისა და ზაქარია ფალიაშვილის გამოსახულებით (მაღაზონია, 2020).

ლარის ბანკნოტების ბეჭდვასთან დაკავშირებით, ფრანგული კომპანია Charles Oberthur-ის გარდა, საქართველოს მთავრობამ და ეროვნულმა ბანკმა წინადადებები მიიღეს აგრეთვე ბრიტანული DeLaRue-სა და Harrison & Sons Limited-დან და გერმანული Giescke & Devrient-დან, რომელთაც საქართველოს შესთავაზეს სხვადასხვა ნომინალისა და ზომის ფულის ნიშნების დამზადება და მიმოქცევისთვის საჭირო ინფრასტრუქტურის მოწყობა. საბოლოოდ გადაწყდა, თანამშრომლობის გაგრძელება ფრანგულ Charles Oberthur-თან.

1992 წლის 16 ოქტომბერს შედგა სამხატვრო საბჭოს სხდომა, რომელზეც განიხილეს ლარის კუპიურების ნომინალები და თემატური კომპოზიციები. შესარჩევად წარმოდგენილი იყო სხვადასხვა ნომინალის ესკიზი, თითოეული ორი სხვადასხვა კომპოზიციით.

1993 წლის 15 თებერვალს საქართველოს რესპუბლიკის პრემიერ-მინისტრის განკარგულებით, ეროვნული ვალუტის ბანკნოტების 8 ნომინალის ესკიზების დამზადება კომპანია Charles Oberthur-თან თანამშრომლობით კვლავ მხატვარ ნოდარ მაღაზონიას დაევალა. ქართული ლარის შექმნისა და ბეჭდვის სამუშაოებზე კონტროლი კი საქართველოს ეროვნულ ბანკს დაეკისრა.

აღნიშნული საქმიანობის პარალელურად მიმდინარეობდა ქართული „თეთრის“ დიზაინის სამუშაოები. კერძოდ, ელგუჯა ამამუკელმა შექმნა 1, 2, 5, 10, 20 და 50 თეთრის მონეტების ავერსის მხარის ესკიზები, რომელზეც ნომინალი და ქართული კულტურული და სულიერი მემკვიდრეობის თვალსაჩინო ნიმუშებია გამოსახული. თეთრის მონეტების რევერსის მხარე, რომელზეც ბორჯღალი (როგორც მარადისობის სიმბოლო) და სიცოცხლის ხეა გამოსახული, ნოდარ და ბაჩანა მაღაზონიების მიერ არის შექმნილი.

1993 წლის მარტიდან ივნისამდე, საფრანგეთში კომპანია Charles Oberthur-ში დიზაინერების ნოდარ და ბაჩანა მაღაზონიების მივლინების დროს, შეიქმნა 1, 2, 5, 10, 50, 100 და 500 ლარის ნომინალის ბანკნოტების მაკეტები. ეროვნულ ბანკში მათი ხანგრძლივი და დეტალური განხილვის შემდეგ, რომელშიც უშუალოდ მონაწილეობდა ეროვნული ბანკის პრეზიდენტი ნოდარ ჯავახიშვილი, ლარის დიზაინში შეტანილ იქნა მხატვრული და სპეციფიკური ტექნიკური ხასიათის შესწორებები, რომელთაც გავლენა იქონიეს ზოგიერთი ნომინალის ვიზუალურ და სიუჟეტურ მხარეზე. შესწორებული ესკიზების საბოლოოდ დამუშავებისა და დასაბეჭდად მომზადების მიზნით 1994 წლის ბოლოდან ნოდარ მაღაზონია კვლავ გაემგზავრა საფრანგეთში ბანკნოტების ახალი მაკეტების შექმნის პროცესის საავტორო მეთვალყურეობისთვის, ამ პროცესს ზედამხედველობას კი კვლავინდებურად ეროვნული ბანკი და უშუალოდ მისი პრეზიდენტი უწევდა.

1995 წლისათვის ლარის ბანკნოტების საბოლოო დიზაინი მზად იყო. მათი პირველი პარტია 1995 წლის გაზაფხულზე დაიბეჭდა და საფრანგეთის ქალაქ რენიდან ფოთში 30 ივლისს ჩამოვიდა, საიდანაც უსაფრთხოების ზომების სრული დაცვით გადატანილ იქნა ეროვნული ბანკის საცავებში. რაც შეეხება ხურდა ფულს – თეთრს, მისი მონეტები უფრო ადრე, 1993 წელს მოიჭრა საფრანგეთში, პარიზის ზარაფხანაში.

ლარის ბანკნოტებისა და თეთრის მონეტების დიზაინი ერთგვარი პასპორტია ქართული სახელმწიფოსი, რომელიც ასახავს მის სუვერენულ და კულტურულ იდენტობას. იგი ეფუძნება საქართველოს მრავალსაუკუნოვან ისტორიულ წარსულს, ქართული მეცნიერების, მწერლობის, მუსიკის, მხატვრობის და ზოგადად კულტურის მდიდარ მემკვიდრეობას.

1995 წლის 16 სექტემბერს საქართველოს სახელმწიფოს მეთაურმა ედუარდ შევარდნაძემ გამოსცა N363 ბრძანებულება „მიმოქცევაში ეროვნული ვალუტის „ლარის“ გაშვების შესახებ“, რომლის საფუძველზე იმავე წლის 18

სექტემბერს გამოიცა N16 და N17 ბრძანებები „საქართველოს ეროვნული ბანკის საბანკო ბილეთი „ლარის“ და „თეთრის“ ნიშნების მიმოქცევაში გაშვების შესახებ“ და „კუპონის ლარზე გადაცვლის დამატებითი ღონისძიებების შესახებ“. ამავე წლის 25 სექტემბრიდან მიმოქცევაში გაშვებულ იქნა ეროვნული ვალუტა ლარი, 1, 2, 5, 10, 20, 50 და 100 ლარის ნომინალის ბანკნოტებისა და 1, 2, 5, 10, 20 და 50 თეთრის ნომინალის მონეტების სახით. იმავე წლის 2 ოქტომბრიდან კი ლარი გამოცხადდა ერთადერთ კანონიერ საგადასახდელ საშუალებად ქვეყნის მთელს ტერიტორიაზე.

დასკვნა

ეროვნული ვალუტის ბანკნოტებისა და მონეტების სახელდებლად დაკავშირებულმა დისკუსიამ, რომელმაც ქართული საზოგადოების ფართო ფენები მოიცვა, სასურველი შედეგი გამოიღო. ლარი, როგორც ქონების, განძის, სიმდიდრის გამომხატველი უნივერსალური ქართული სიტყვა, თავისი შინაარსით და ჟღერადობით ორგანულად მოერგო ეროვნული ვალუტის იდეას. მისი მდგენელი თეთრი კი თავისი მრავალსაუკუნოვანი ისტორიით და სემანტიკით თანამედროვე ქართული მონეტის იდეალური შესატყვისი აღმოჩნდა. არანაკლებ წარმატებული იყო ეროვნული ვალუტის დიზაინთან დაკავშირებული დიდი ძალისხმევა, რომელმაც თავის მიზანს მიაღწია – ქართული ბანკნოტები და მონეტები საუკეთესოდ ასახავს ქართველი ხალხის კულტურული მემკვიდრეობასა და ეროვნულ იდენტობას.

გამოყენებული ლიტერატურა

ბაგრატიონი, ნ. (1990). ეროვნული ფულის კონცეფციის საკითხისათვის. *ეკონომისტი*, (8).
ბერაია, ბ. (1990). საბჭოთა მანეთი თუ ქართული თეთრი?. *საქმე*, 26 ოქტომბერი.
გელანტია, ტ. (1991). აუცილებელია ქართული ფულის შემოღება. *ერი*, (7), 13 თებერვალი.
გონგაძე, მ. (2014). ახალი ქართული ფულის შექმნის ისტორიისათვის. *ჰეროლდი*, (3).
კაკულია, მ. (2012). ფულად-საკრედიტო სის-

ტემის განვითარება. წიგნში: რ. ასათიანი, რედ. *საქართველოს ეკონომიკა*. თბილისი: სიახლე, გვ.71-85.

მაღაზონია, ნ. (2020). *ჩემი TUBE. ნოდარ მაღაზონიას არტ.* თბილისი: მერიდიანი.

პაპავა, ვ., თოფურია, გ., ნიჟარაძე, კ., ახმეტელი, რ., ტერაშვილი, ნ. და სხვ. (1989). ეკონომიკურად დამოუკიდებელი საქართველოს (ედს) კონცეპტუალურ-ნორმატიული მოდელი. *ეკონომისტი*, (11-12).

რა დავარქვათ ქართულ ფულს? (1991). *ერი*, (3), 24 იანვარი.

საარჩევნო ბლოკი „მრგვალი მაგიდა – თავისუფალი საქართველო“. (1990). პოლიტიკური და ეკონომიკური პლატფორმა – ეკონომიკური ნაწილი. *ახალგაზრდა ივერიელი*, (113), 18 ოქტომბერი.

საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2001). *ფული საქართველოში*. თბილისი: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

საქართველოს ცენტრალური საისტორიო უახლესი არქივი. ფონდი 600, ანაწერი 2, საქმე 7161.

სრულიად საქართველოს რუსთაველის საზოგადოება. (1989). *საქართველოს სსრ ეკონომიკური დამოუკიდებლობის კონცეფცია*. თბილისი: სრულიად საქართველოს რუსთაველის საზოგადოება.

ქისტაური, შ. (1990). ეროვნული ვალუტა: არსი და აუცილებლობა. *საქართველოს რესპუბლიკა*, (27), 24 ივნისი.

შენგელია, რ. (1991). მარჩილი – ქართული ფული. *ლიტერატურული საქართველო*, (5), 1 თებერვალი.

ჩანტლაძე, ვ. (1991). ფულის კონცეფციისათვის. *საქართველოს რესპუბლიკა*, (23), 2 თებერვალი.

ჯაფარიძე, გ. და სარჯველაძე, ზ. (1991). ქართული ფულის სახელწოდებისათვის. *ლიტერატურული საქართველო*, (10), 8 მარტი.

ჯავახიშვილი, ნ. (1990). რა დავარქვათ ქართულ ფულს? *სახალხო განათლება*, (47), 22 ნოემბერი.

ჯავახიშვილი, ნ. (2022). *ქართული ქალაქის ფულის ისტორია*. თბილისი: პალიტრა L.

ჯიბუტი, მ. (2000). ლარის ისტორიის ნაკლებად ცნობილი ფურცლები. *ბანკი*, (1).

საქართველოს პოტენციური გამოშვების ალტერნატიული შეფასებები

ლაშა არევაძე, აკაკი მოსახლიშვილი

ანოტაცია

წინამდებარე ნაშრომში შეფასებულია საქართველოს პოტენციური ეკონომიკური ზრდა სხვადასხვა მიდგომის გამოყენებით. პოტენციური გამოშვება დაუკვირვებად ცვლადს წამოადგენს, თუმცა ამ დონიდან ფაქტიური გამოშვების გადახრის შეფასება წარმოადგენს მონეტარული პოლიტიკის განხორციელებისათვის უმნიშვნელოვანეს ინფორმაციას, რადგან ის იძლევა წარმოდგენას მოთხოვნის მხრიდან ინფლაციაზე მომდინარე წნეხის შესახებ, რაზე რეაგირებასაც უნდა ახდენდეს მონეტარული პოლიტიკა. დაუკვირვებადი ცვლადების შეფასება შესაძლებელია მოდელების გამოყენებით, აღსანიშნავია, რომ სხვადასხვა მოდელს გააჩნია განსხვავებული პერსპექტივა პოტენციური ზრდის შეფასებისას. ეკონომიკის ციკლური პოზიციის შეფასებისას მოდელების შედეგები შესაძლოა ერთმანეთისგან განსხვავდებოდეს თუმცა ეს არ ნიშნავს რომელიმე მათგანის უპირატესობას, არამედ თითოეული მიდგომა შესაძლოა გვანჯდიდეს სხვადასხვა (შემაჯსებელ) ინფორმაციას რაც მნიშვნელოვანია გადაწყვეტილებების მიმღებისათვის. შეფასების მიხედვით პოტენციური ზრდა დაჩქარდა კოვიდ პანდემიის შემდგომ თუმცა 2024 წელის დასაწყისიდან მოდერაციას განიცდის და მიმდინარე შეფასებით 7-7.5%-ის ფარგლებში და მოსალოდენლია, რომ მის გრძელვადიან ნიშნულს 5%-ის დონეზე დაუახლოვდება.

საკვანძო სიტყვები: პოტენციური გამოშვება, პროდუქტიულობა, ეკონომიკური ზრდა, გამოშვების გაპი.

შესავალი

მონეტარულ პოლიტიკა ფასებზე გავლენას ერთობლივ მოთხოვნაზე ზემოქმედებით ახდენს. მოთხოვნის მდგომარეობა ფასდება გამოშვების გაპ-ით, რაც არის სხვაობა გამოშვების ფაქტიურ დონეს და პოტენციურ დონეს შორის. გამოშვების გაპ-ის გაზომვა მოითხოვს გამოშვების პოტენციური დონის შეფასებას, რომელიც გრძელვადიანი მიწოდების ფაქტორებით განისაზღვრება და მონეტარული პოლიტიკა თავისი ინსტრუმენტებით მასზე გავლენას ვერ ახდენს. ეკონომიკის ციკლური მდგომარეობის შეფასების სირთულეს წარმოადგენს ის, რომ პოტენციური დონე არ არის დაკვირვებადი სიდიდე. აქედან გამომდინარეობს საჭიროება, რომ მისი შეფასება განხორციელდეს თეორიული მოდელების გამოყენებით. მთავარი ამოცანა არის გამოშვების იმ დონის განსაზღვრა, რომელიც გვექნებოდა ბიზნეს ციკლის გარეშე, რაც, განმარტების მიხედვით, სწორედ გამოშვების პოტენციურ დონეს წარმოადგენს.

სტრუქტურული მოდელები რომლებიც აერთიანებს სხვადასხვა ცვლადებს, შესაძლებლობას იძლევა, რომ ამ ცვლადების შესახებ არსებული ინფორმაცია ბიზნეს ციკლის ამოსაცნო-

ბად და შესაფასებლად გამოვიყენოთ. ჩვენ ამ კვლევაში გამოვიყენებთ სხვადასხვა მოდელის შეფასებებს – როგორც საწარმოო ფუნქციის, ისე მაკროეკონომიკური მოდელების შედეგებს. აღნიშნული მიდგომები ყურადღებას ამახვილებს პოტენციური გამოშვების შეფასების სხვადასხვა ასპექტზე. სხვადასხვა მოდელის გამოყენება და შედარება მნიშვნელოვანია შეფასებების საიმედოობაში დასარწმუნებლად. ამასთანავე, თითოეული ეს შეფასება გვანდის ნარატივს, რომელიც მნიშვნელოვანია პოტენციურ გამოშვებასა და შედეგად ეკონომიკის ციკლურ პოზიციაზე მსჯელობისათვის.

საწარმოო ფუნქციის მიდგომა გულისხმობს არასრული (ნაწილობრივი) წონასწორობის მოდელის გამოყენებას პოტენციური მშპ-ის შეფასებისათვის და პოტენციურ ზრდაში წარმოების სხვადასხვა ფაქტორების წვლილის ანალიზის საშუალებას ქმნის. ამის საპირისპიროდ, სტრუქტურული ზოგადი წონასწორობის მოდელები (DSGE) შესაძლებლობას იძლევა, რომ პოტენციური მშპ სხვა ცვლადებთან ურთიერთკავშირების გამოყენებით შეფასდეს. მაგალითად, ინფლაცია, რომელიც მიწოდების და მოთხოვნის შოკების გავლენით განისაზღვრება, ამ უკანასკნელის გამო, ბიზნეს ციკლის შესახებ ინფორმაციის მატარებელი იქნება. შესაბამისად, იგი წვლილს შეიტანს მოთხოვნისა (რომელიც ციკლური ხასიათისაა და ექვემდებარება მონეტარული პოლიტიკის ზემოქმედებას) და მიწოდების შოკების (რომელიც არ განიცდის მონეტარული პოლიტიკის ზემოქმედებას და გრძელვადიან ფაქტორებზეა დამოკიდებული) იდენტიფიკაციაში. გარდა ამისა, სტრუქტურული მოდელები იძლევა შესაძლებლობას განხორციელდეს კონტრაქტიური ანალიზი, რაზე დაყრდნობითაც შესაძლებელია შეფასდეს ე.წ. გამოშვების ნეიტრალური დონე – გამოშვების ის დონე, რომელიც გვექნებოდა იმ შემთხვევაში, თუ ფასების და ხელფასების სიხისტე (ნომინალური ფრიქციები) არ იარსებებდა. ეს უკანასკნელი განსაკუთრებით საინტერესოა მონეტარული პოლიტიკის გამტარებისათვის, რადგან ჩარევის საჭიროება სწორედ იმის მიხედვით

წარმოიქმნება, რამდენადაა მოკლევადიანად ნომინალური ფრიქციების გამო ფასები წონასწორული დონიდან გადახრილი: თუ სიხისტეები არ არსებობს, ფასებიც წონასწორულ ნიშნულზე იქნება და პოლიტიკის ჩარევის საჭიროებაც (და ფასების ცვლილებაზე გავლენის მოხდენის შესაძლებლობაც) არ იარსებებს. ასევე, სტრუქტურული მოდელების გამოყენებით შესაძლებელია გამოშვების ეფექტიანი დონის შეფასება, როდესაც ნომინალური სიხისტეების მსგავსად, რეალური სიხისტეებიც აღმოფხვრილია.

როგორც აღინიშნა, კონტრაქტიური ანალიზის გამოყენებით შესაძლებელია გამოშვების იმ დონის შეფასება, რომელიც გრძელვადიანი მიწოდების ფაქტორებით განისაზღვრება და მასზე მონეტარულ პოლიტიკას ზემოქმედება არ აქვს. ნომინალური ფრიქციების არარსებობის შემთხვევაში, მოკლევადიანი მიწოდების მრუდიც (ფილიპსის მრუდი) ვერტიკალურია. ნებისმიერი მოთხოვნის შოკი, მათ შორის მონეტარული პოლიტიკის შოკი, გამოიწვევს ფასების მყისიერ ზრდას გამოშვების დადებითი ეფექტის გარეშე. მოდელში, ფასების სრული მოქნილობის გარეშე, შეგვიძლია „ნამდვილი“ მოდელის (სადაც გვაქვს ნომინალური სიხისტეები) მიხედვით იდენტიფიცირებული შოკების სიმულაცია. ეს მოგვცემს გამოშვების იმ დონის შეფასების შესაძლებლობას, რაც იქნებოდა იმ შემთხვევაში, მოთხოვნის შოკებს მასზე ზემოქმედება რომ ვერ მოეხდინა. სწორედ მისგან გადახრა იქნება გამოშვების ის გაპ-ი, რაზეც მონეტარული პოლიტიკის გამტარებელი უნდა რეაგირებდეს.

წინამდებარე ნაშრომში განვიხილავთ გამოშვების პოტენციური დონის შეფასებებს სხვადასხვა მოდელების გამოყენებით (საწარმოო ფუნქციის მოდელი, ეროვნული ბანკის სტრუქტურული და ნახევრად სტრუქტურული მოდელები), ავხსნით შესაძლო განსხვავებებს და მათ მნიშვნელობას მონეტარული პოლიტიკის გატარებისათვის. აღნიშნული შეფასებები კრიტიკულად მნიშვნელოვანია მონეტარული

პოლიტიკის გატარებისთვის, რადგან მოთხოვნის მხრიდან ფასებზე შესაძლო წნეხს პოტენციური გამოშვება და შედეგად, გამოშვების გაპ-ის ზომა განსაზღვრავს, რაზეც ზემოქმედებს მონეტარული პოლიტიკა.

ლიტერატურის მიმოხილვა

პოტენციური გამოშვების შეფასება შესაძლებელია სხვადასხვა მეთოდის გამოყენებით, როგორც უმარტივესი ერთცვლადიანი მიდგომით, მაგალითად, ე.წ. HP (ჰოდრიკ-პრესკოტის) ფილტრის გამოყენებით, ისე მრავალცვლადიანი მიდგომით, რა დროსაც დაკვირვებად ცვლადებს შორის ურთიერთკავშირების საფუძველზე გამოვლენილი ტენდენციების მიხედვით ფასდება დაუკვირვებადი ცვლადების მნიშვნელობა (Arssov and Watson, 2019). მეთოდთა მეორე ჯგუფს მიეკუთვნება პოტენციური მშპ-ის განსაზღვრა როგორც საწარმოო ფუნქციის შეფასების გზით, (ლიქოკელი, 2017), ისე მაკროეკონომიკური მოდელების გამოყენებით.

ეროვნული ბანკის მიერ შემუშავებული ნახევრად სტრუქტურული (Tvalodze, et al., 2016) და სრულად სტრუქტურული DSGE მოდელების (Arevadze, et al., 2024) გამოყენებით, ეროვნული ბანკი სისტემატიურად აფასებს გამოშვების პოტენციურ დონეს. მართალია, საწარმოო ფუნქციის მოდელის გამოყენებით პოტენციური ზრდის შეფასება შესაძლებელს ხდის გრძელვადიანი ზრდის დეკომპოზიცია მოხდეს მისი გამომწვევი ფაქტორების მიხედვით, თუმცა ამ მიდგომის ნაკლოვანება ისაა, რომ გამოშვების პოტენციური დონის და შემდგომში გაპ-ის შეფასება ინფლაციაზე ინფორმაციის გარეშე ხორციელდება (Fueki, et al., 2016). სტრუქტურული მოდელი შესაძლებელს ხდის პოტენციური გამოშვება სხვადასხვა დაშვების გათვალისწინებით შეფასდეს. მაგალითად, მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლის თვალსაზრისით, მნიშვნელოვანია გამოშვების იმ გაპ-ის იდენტიფიცირება, რომელიც ფასებისა და ხელფასების სიხისტის გამო წარმოიქმნება. სტრუქტურული მოდელი კონტრაქტიური ანალიზის განხორციელების შესაძლებლობას

იძლევა იმ დაშვებებით, რომ ნომინალური ფრიქციები არ არსებობდეს და ფასები და ხელფასები ახდენენ მყისიერ კორექტირებას (Vetlov, et al., 2011). სწორედ გამოშვების აღნიშნული დონიდან გადახრა წარმოადგენს მოთხოვნის მხრიდან ფასებზე წნეხის წყაროს, რაზეც რეაგირებაც უნდა მოახდინოს მონეტარული პოლიტიკის გამტარებელმა. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ მოქნილი ფასებისა და ხელფასების პირობებთან თავსებადი პოტენციური გამოშვების დონის შეფასება მაღალი მერყეობით გამოირჩევა, რადგან ის არ გამორიცხავს გამოშვების დონეზე შოკების ზემოქმედებას, რომელიც შეიძლება გამოშვებაზე აისახებოდეს რეალური ფრიქციების გამო. ამის საპირისპიროდ, გავრცელებული მიდგომით, პოტენციური გამოშვების შეფასება მხოლოდ გრძელვადიანი ტექნოლოგიური ზრდის შოკის გავლენას ითვალისწინებს, ხოლო ისტორიაში არსებული სხვა შოკები მასზე ზეგავლენას ვერ ახდენენ, შესაბამისად გამოშვების შეფასებული პოტენციური დონეც უფრო ნაკლებად მერყევის (Fueki, et al., 2016).

როგორც აღვნიშნეთ, ერთერთი მიდგომა, რომელსაც პოტენციური გამოშვების შეფასებისა და დეკომპოზიციისთვის იყენებენ, კობ-დუგლასის საწარმოო ფუნქციის გამოყენებას ეყრდნობა. მიუხედავად ამგვარი მიდგომის მიმართ არაერთი კრიტიკული მოსაზრებისა, შედარებითი სიმარტივის წყალობით, კობ-დუგლასის ფუნქციის გამოყენება დღემდე პოპულარულ მეთოდად რჩება. გარდა ამისა, ლოგ-წრფივი გარდაქმნის შემდეგ, იგი წარმოების ფაქტორთა პროდუქტიულობის შეფასების საშუალებას იძლევა. კობ-დუგლასის წარმოების ფუნქციის სტანდარტული სპეციფიკაციის გამოყენება შესაძლოა არ იყოს მიზანშეწონილი გარდამავალი ეკონომიკისთვის (Hajkova and Hurnik, 2007). ფუნქციის სტანდარტული ფორმა იყენებს პარამეტრების მუდმივობას და დაშვებას წარმოების ფაქტორების კონკურენტული ბაზრების შესახებ; ასევე, დასაქმებისა და კაპიტალის წილების უცვლელობას, რაც გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებისთვის არ არის

რელევანტური დაშვებები და მათ ემპირიული მონაცემებიც ეწინააღმდეგება.

დაშვებების მიმართ გამოთქმული კრიტიკის გათვალისწინებით, ავტორებმა ჩეხეთის ეკონომიკის ანალიზისთვის ალტერნატიული, განვრცობილი საწარმოო ფუნქცია გამოიყენეს და მიღებული შედეგები კობ-დუგლასის სტანდარტული ფუნქციის შეფასებებს შეადარეს. შედარების შედეგად დადასტურდა, რომ გარდამავალ პერიოდში (1995-2005) კობ-დუგლასის სტანდარტული ფუნქციით შეფასებული პოტენციური წარმოება არსებითად არ განსხვავდება განვრცობილი სპეციფიკაციისგან. სწორედ ამ არგუმენტს ეყრდნობა ა. ლიქოკელი, როდესაც განიხილავს საქართველოს მსგავსი გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნისთვის კობ-დუგლასის ფუნქციის გამოყენების მიზანშეწონილობას (ლიქოკელი, 2017). მსგავს მიდგომას მიჰყვებიან ნ. ეპსტეინი და ს. მაკია-რელი (Epstein and Macchiarelli, 2010), როდესაც პოლონეთის პოტენციური გამოშვების შესაფასებლად წარმოების ფუნქციას იყენებენ.

საქართველოსთვის პოტენციური გამოშვებისა და შესაბამისი გაპის შეფასება უკვე მრავალი წელია განხილვის საგანია. ა. იმნაიშვილის თანახმად, წარმოების პოტენციალის შესაფასებლად ალტერნატიული მიდგომების (ჰოდრიკ-პრესკოტის ფილტრი, კალმანის ფილტრი, ვექტორული ავტორეგრესია, წარმოების ფუნქციის მიდგომა) გამოყენება თვისებრივად ერთგვაროვან შედეგებს იძლევა; პოტენციური გამოშვების შეფასების შედეგად მიღებული გაპ-ი კი თანხვედრაშია ინფლაციის დინამიკასთან (იმნაიშვილი, 2010).

საქართველოს ეროვნული ბანკის ანგარიშში (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2012) განსხვავებული მეთოდით შეფასდა პოტენციური წარმოება, რომელიც მკვეთრად შენედა 2008 წლის შემდეგ, თუმცა გლობალური ფინანსური კრიზისისა და აგვისტოს ომის გამო, ფაქტობრივი

წარმოება კიდევ უფრო მეტად დაეცა, რამაც გაპ-ის უარყოფითი მნიშვნელობა განაპირობა. უარყოფითი გაპი თანდათანობით დაიხურა და 2010 წლის მიწურულს ნულს გაუტოლდა. 2025 წლის 1-ლი კვარტლის მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშის მიხედვით (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2025), პანდემიის შემდგომ მაღალი პოტენციური ზრდა გამოიკვეთა, თუმცა ის 2024 წლის ბოლოდან მოდერაციას განიცდის.

პოტენციური გამოშვებისა და გაპ-ის შეფასების თვალსაზრისით გამოსარჩევია ა. ლიქოკელის ნაშრომი (ლიქოკელი, 2017), სადაც დანვრისგან და ნათლად აღწერილი შეფასების მეთოდოლოგია. წინამდებარე კვლევის მეთოდოლოგია საწარმოო ფუნქციის გამოყენებით გამოშვების გაპ-ის შეფასებისას დიდწილად სწორედ აღნიშნულ ნაშრომს ეყრდნობა, თუმცა ერთი მნიშვნელოვანი განსხვავებით – ნაცვლად ხისტი დაშვებისა, რომ ცვეთის დონე წლების განმავლობაში მუდმივია, ჩვენ ცვეთის დონეს კაპიტალის უტილიზაციის მაჩვენებელზე დაყრდნობით ვაფასებთ. კერძოდ, ა. შაიხისა და ჯ.კ. მოუდადის შემოთავაზებული მეთოდით (Shai-kh and Moudud, 2004) ჯერ კაპიტალის უტილიზაცია ფასდება, შემდეგ კი, იმის გათვალისწინებით, რომ კაპიტალის ინტენსიური გამოყენება ცვეთას ზრდის, შემოთავაზებულია ამ ორ ცვლადს შორის კავშირის აღმწერი ფუნქცია, რომლის გამოყენებითაც გადაანგარიშებულია ცვეთის ტემპი¹.

სტრუქტურული მოდელის გამოყენებით გამოშვების პოტენციური დონისა და გამოშვების გაპ-ის შეფასება აჩვენებს, რომ მართვ ერთცვლადინ ფილტრთან შედარებით, ის პროგნოზირების ხარისხს აუმჯობესებს, მაგალითად, როგორც ა. ალიჩი და სხვები (Alichi, et al., 2017) აჩვენებენ, სტრუქტურული მოდელის გამოყენების შემთხვევაში, მონაცემების განახლებისას პოტენციური გამოშვების შეფასება უფრო ნაკლებ გადახედვას განიცდის, ვიდრე HP ფილტრის შემთხვევაში.

1. უნდა აღინიშნოს, რომ ა. ლიქოკელის დასახელებულ ნაშრომში ასევე განხილულია ა. შაიხისა და ჯ.კ. მოუდადის მეთოდის გამოყენების საკითხიც. საბოლოოდ, შედარებით მოკლე დროითი მწკრივის არსებობის გამო, ავტორმა გადაწყვიტა შეფასებისთვის კონტინგენციის მიდგომისგან განსხვავებული ტექნიკა გამოეყენებინა.

მრავალფაქტორული მოდელების გამოყენების უპირატესობები პოტენციური გამოშვების შეფასებისათვის ხაზგასმულია ჯ. ბენესის და სხვების მიერ (Benes, et al., 2010). კერძოდ, მსგავსი მიდგომა მეტ ინფორმაციას იყენებს, რაც, აღნიშნული კვლევის მიხედვით, ერთცვლადიანი ფილტრაციის მიდგომასთან შედარებით, შეფასების ხარისხს აუმჯობესებს (Juillard, et al., 2006). აღნიშნულ მეთოდს მიკუთვნება სტრუქტურული და ნახევრად სტრუქტურული DSGE მოდელები. აღნიშნული მოდელები საინტერესოა იმ თვალსაზრისითაც, რომ ისინი შესაძლებელს ხდის ე.წ. კონტრაქტიურ ანალიზს, ამ გზით კი ფასდება გამოშვების პოტენციური დონე, მაგალითად ი. ვეტლოვი და სხვები (Vetlov, et al., 2011) აფასებენ გამოშვების პოტენციურ დონეს მოქნილი ფასების პირობებში ევროზონის შემთხვევაში. ავტორები განიხილავენ თუ რამდენად კარგი ინდიკატორია მოქნილი ფასების დაშვების გათვალისწინებით შეფასებული გამოშვების გაპ-ი ინფლაციის პროგნოზირებისათვის. როგორც შედეგები უჩვენებს, ის სასარგებლოა საშუალოვადიანი პერიოდისათვის, თუმცა ზოგიერთი ალტერნატიული შეფასებები უკეთეს შედეგს იძლევა; მაგალითად, მათი შედეგების მიხედვით საუკეთესო ინდიკატორი ინფლაციის პროგნოზირებისათვის არის მოდელის საფუძველზე შეფასებული ზღვრული დანახარჯები და არა გამოშვების გაპ-ი.

შეფასების ხარისხი მოდელებში დამოკიდებულია შესაბამისი მოდელის სტრუქტურაზე, რასაც ხაზს უსვამს ა.ალიჩის და სხვების (Alichi, et al., 2017) შეფასებაც; კერძოდ, სტანდარტულ მრავალფაქტორულ მოდელში მონეტარული პოლიტიკის დამატება აუმჯობესებს პოტენციური გამოშვების შეფასების ხარისხს. ფ. ფურნალეტოს და სხვები (Furlanetto, et al., 2014)-ის მიხედვით, ერთმანეთისგან მნიშვნელოვნად განსხვავდება მხოლოდ ნომინალური ფრიქციების პირობებში შეფასებული გამოშვების პოტენციური დონე და პოტენციური დონე ფინანსური ფრიქციების გათვალისწინებით. აღნიშნული კვლევის შესაბამისად, მოდელში ფინანსური ფრიქციების

გათვალისწინებით, აშშ-ის შემთხვევაში, გამოშვების გაპ-ი სისტემატიურად დადებითი იყო 1990-იანი წლებიდან ფინანსურ კრიზისამდე. შედეგები მიუთითებს იმაზე, რომ ფინანსური ფრიქციების პირობებში მაღალი საკრედიტო აქტივობა ფაქტიურ გამოშვებას ზრდიდა, მაგრამ პოტენციურს – არა. ავტორები ასკვნია, რომ ფინანსური ფრიქციების შემთხვევაში პოლიტიკის გამტარებელი დგება ინფლაციისა და გამოშვების გაპ-ის სტაბილურობას შორის არჩევანის წინაშე. ნათელია, რომ მხოლოდ მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებით შეუძლებელია ფაქტიურ და პოტენციურ გამოშვებას შორის არსებული სხვაობის აღმოფხვრა, რომელიც ეკონომიკაში არსებული სხვადასხვა ფრიქციებითაა გამოწვეული. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის რელევანტური გამოშვების გაპ-ი წარმოადგენს ნომინალური ფრიქციების გამო წარმოქმნილ გადახრას პოტენციური დონიდან. კვლევის მიგნებები მიუთითებს, რომ გამოშვების პოტენციური დონე და გაპ-ი, რომელიც არ არის შეფასებული მრავალფაქტორული მოდელის გამოყენებით, შეიძლება შეიცავდეს გაურკვევლობას, თუ რამდენად არის ეს შეფასება გადაწყვეტილების მიმღებისათვის რელევანტური ინფორმაციის მატარებელი იმის გათვალისწინებით, გამოშვების პოტენციური დონიდან რა ზომის ან/და რომელ გადახრაზე არის შესაძლებელი ზემოქმედება.

აღსანიშნავია რომ პოტენციური ზრდა არ არის მუდმივი დროში და მასზე გავლენა შეიძლება იქონიოს თავად ეკონომიკურმა ციკლებმაც. მაგალითად, ნ.ოლტონის და მ. სებასტია-ბერიელის ნაშრომი (Oulton and Sebastián-Barriel, 2013) აჩვენებს, რომ ციკლური მერყეობა გავლენას ახდენს პოტენციურ ზრდაზეც. ს.კ. ჩელიკის და სხვების (Celik, et al., 2023)-ის შეფასებით, განვითარებულ ქვეყნებში პოტენციური ზრდა გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად 1.2 პროცენტული პუნქტით შენედა. ამის გამომწვევი ფაქტორები იყო შემცირებული ინვესტიციები და მათი ზეგავლენა გამოშვების პოტენციურ დონეზე; ასევე, ცალკეული კვლე-

ვების მიხედვით, გახანგრძლივებული რეცესია უარყოფითად აისახება სამუშაო ძალის უნარებზე (Benes, et al., 2010; Oulton and Sebastián-Barriel, 2013) და შესაბამისად, პროდუქტიულობაზეც. გრძელვადიან ზრდაზე უარყოფითი გავლენა ჰქონდა კოვიდ-19-საც – ძირითადად სამუშაო ძალის მონაწილეობის შემცირების შედეგად.

მიუხედავად, იმისა რომ მოკლევადიან პერიოდში შეფასების სიზუსტე შესაძლოა საკამათო იყოს², პოტენციური ზრდის დინამიკის ანალიზი წარსულ მონაცემებზე დაყრდნობით საყურადღებოა. მაგალითად, განვითარებული ქვეყნები გასული საუკუნის 80-იანი წლებიდან განიცდიან პოტენციური ზრდის შენელებას, რომელიც გარკვეულწილად საპირისპიროდ შეიცვალა 1990-იან წლებსა და 2000-იანი წლების დასაწყისში საინფორმაციო ტექნოლოგიების სწრაფი განვითარების შედეგად, რასაც დადებითი გავლენა ჰქონდა პროდუქტიულობაზე. ზრდის შენელება კიდევ უფრო თვალშისაცემი გლობალური ფინანსური კრიზისის ფონზე გახდა. ამ პროცესში ერთერთი ძირითადი განმაპირობებელი ფაქტორი მოსახლეობის დაბერების ტენდენცია, და შესაბამისად, სამუშაო ძალის ნაკლებობაა³. პოტენციური ზრდის მოდერაციას ასევე ადგილი აქვს განვითარებადი და მზარდი ბაზრების შემთხვევაში, თუმცა ნაკლები მასშტაბებით. ამასთან, განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით ეს პროცესი მეტი პეტეროგენულობით ხასიათდება. მაგალითად, ს.კ. ჩელიკის და სხვების მიხედვით (Celik, et al., 2023), განვითარებადი ქვეყნების მხოლოდ 57%-ში არის პოტენციური ზრდა ბოლო დეკადაში უფრო ნაკლები, ვიდრე წინა პერიოდში, მაშინ, როცა ეს განვითარებული ქვეყნების 96%-ის შემთხვევაში მოხდა. ინვესტიციების სწრაფი ზრდის გამო განვითარებადი ქვეყნები 2000-2010 წლებში ზრდის დაჩქარებას განიცდიდნენ, შემდეგ სურათი საპირისპიროდ შეიცვალა, განსაკუთრებით

2015-2019 წლებში, რაც თვალსაჩინოა ჩინეთის შემთხვევაში (ინვესტიციების შემცირება). ნავთობის ექსპორტიორ ქვეყნებში გასულ დეკადაში ზრდის მოდერაციას ხელი შეუწყო 2015-2016 წლებში ნავთობის ფასების დაცემამ.

პროდუქტიულობის ზრდის შეფასება ბოლო პერიოდში განსაკუთრებით აქტუალური გახდა. ერთი მხრივ, პანდემიის შემდგომ პოტენციური ზრდა მნიშვნელოვანი განხილვის საგანია მთავრობის ვალის მდგრადობის თვალსაზრისით, განსაკუთრებით კოვიდ-19-ის პანდემიისა და მის შემდგომ პერიოდში. ამავე დროს, კიდევ უფრო გამოიკვეთა განსხვავება ქვეყნებს შორის გრძელვადიანი ზრდის კუთხით. მაგალითად, ევროკავშირისა და აშშ-ის ზრდის გრძელვადიანი დინამიკის შედარებისას, პროდუქტიულობის გაპ-ის განსხვავებები თვალშისაცემი გახდა, თუმცა ეს, ცალკეული შეფასების მიხედვით, უკვე ბოლო 30 წელია მიმდინარეობს, რაც ძირითადად აიხსნება ფაქტორთა მთლიანი პროდუქტიულობით და კაპიტალის ნაკლები ინვესტიციით ევროკავშირის შემთხვევაში (Guindos, 2024). ევროკავშირი კონკურენტუნარიანობის ზრდის შესახებ ბოლოდროინდელ მოხსენებაში პროდუქტიულობის გაპ-ზე მიუთითებს და მის აღმოსაფხვრელად შესაძლო ქმედებებს განიხილავს მ.დრაგი (Draghi, 2024).

გლობალურ დონეზე, პროდუქტიულობის ზრდის თვალსაზრისით, გამოწვევები უკავშირდება პანდემიის გავლენას სამუშაო ძალის ხარისხზე და დაბერების მაჩვენებლებს. პროდუქტიულობის ზრდის თვალსაზრისით უარყოფით კონტექსტში განიხილება გლობალური ფრაგმენტაცია, ხოლო დადებითი ფაქტორებიდან აღსანიშნავია AI ტექნოლოგიების შესაძლო პოზიტიური გავლენა პროდუქტიულობის ზრდის დაჩქარებაზე (Igan, et al., 2024). რა თქმა უნდა, ქვეყნების წარმატება დამოკიდებული იქნება ამ უკანასკნელის ადაპტაციის შესაძლებლობაზე.

2. თუმცა, გადანჯვეტილების მიმდებარის ყველაზე მეტად მნიშვნელოვანი სწორედ მიმდინარე პერიოდში საკმარისად ზუსტი შეფასებაა.

3. შედეგად, ბოლო პერიოდში ზრდა 4%-დან 1%-მდე შემცირდა (Arsov and Watson, 2019).

პოტენციური ზრდის შეფასება სირთულეებთან არის დაკავშირებული. მაგალითად, თუ პოტენციურ ზრდას ვაფასებთ საწარმოო ფუნქციის გამოყენებით, გვჭირდება შრომისუნარიანი მოსახლეობის, მონაწილეობის დონის და, უფრო მეტიც, დასაქმების იმ დონის შეფასება, რომელიც არაინფლაციურია (1-NAIRU). კაპიტალის ზომის შეფასება კიდევ უფრო ართულებს პოტენციური ზრდის ზუსტად შეფასების შესაძლებლობას, რადგან კაპიტალის მარაგებზე მონაცემები არ არის ხელმისაწვდომი და მისი შეფასება სხვადასხვა დაშვებას ეყრდნობა, რაც შეიძლება დისკუსიის საგანი იყოს. აღსანიშნავია, რომ სხვადასხვა კვლევების მიხედვით, მრავალფაქტორული მოდელის გამოყენებით შეფასება უკეთესი ხარისხისაა, თუ ვიმსჯელებთ, მაგალითად, მონაცემების განახლებასთან ერთად შეფასებული მნიშვნელობის გადახედვის საჭიროებით (Benes, et al., 2010). სხვადასხვა მეთოდზე დაყრდნობით პოტენციური გამოშვების დონის შეფასება სხვადასხვა დაშვებებს ეყრდნობა და, შესაძლოა, ერთმანეთისგან განსხვავებული შედეგები მოგვცეს. ეს, რა თქმა უნდა, არ ნიშნავს, რომ შეფასების რომელიმე მეთოდი არასწორია. სხვადასხვა შეფასება სხვადასხვა ტიპის ინფორმაციას გვაწვდის პოტენციურ გამოშვებაზე, რომელიც შეიძლება რელევანტური იყოს გადაწყვეტილების მიმღებისათვის. ამიტომ ამ ნაშრომში ჩვენ გამოვიყენებთ სხვადასხვა მეთოდებს გამოშვების პოტენციური დონისა და მისი ზრდის შეფასებისათვის და ვიმსჯელებთ შესაძლო განსხვავებების მიზეზებზე.

გამოყენებული მოდელების აღწერა

პოტენციური ზრდის ახსნა მისი ფუნდამენტური მამოძრავებელი ფაქტორებით (სამუშაო ძალა, კაპიტალი და შრომის პროდუქტიულობა) საწარმოო ფუნქციის მეთოდის გამოყენების მნიშვნელოვანი უპირატესობაა. მის ნაკლოვანებას შეფასებისას კონკრეტული ფუნქციური ფორმის (მაგალითად, კობ-დუგლასის) გამოყენება წარმოადგენს, რადგან საწარმოო ფუნქცია შესაძლოა რეალობას კარგად არ აღწერდეს. ასევე, განსხვავებით მრავალფაქტორული ფილ-

ტრისა, ეს მიდგომა არ იყენებს იმ ცვლადებს რომელიც ეკონომიკის ციკლურ მდგომარეობაზე ინფორმაციის მატარებელი შეიძლება იყოს.

პოლიტიკის გამტარებლისათვის მნიშვნელოვანია გამოშვების პოტენციური დონის და, შესაბამისად, გაპ-ის შეფასების დროს გათვალისწინებული იყოს სხვა მაკროეკონომიკურ ცვლადებში არსებული ინფორმაცია ეკონომიკის ციკლური მდგომარეობის შესახებ. სწორედ ამგვარი ინფორმაციის გამოყენება ხდის განსაკუთრებით საყურადღებოს გამოშვების პოტენციური დონის შეფასებას ე.წ. მრავალფაქტორული ფილტრის მიხედვით. მსგავსი შეფასება გამოირჩევა მეტი სიზუსტითაც, განსაკუთრებით ერთ ცვლადიან ფილტრთან შედარებით (Celik, et al., 2023).

პოტენციური გამოშვება დაუკვირვებლად ცვლადს წარმოადგენს და, შესაბამისად, მისი შეფასება მოწყვლადია გამოყენებული მოდელების დაშვებების მიმართ. ამდენად, მნიშვნელოვანია გამოშვების სხვადასხვა მეთოდებით შეფასება იმაში დასარწმუნებლად, თუ რამდენად მდგრადია შეფასება. ამავე დროს, მნიშვნელოვანი ინფორმაციის მატარებელი შეიძლება იყოს შეფასებისას გამოვლენილი განსხვავებებიც. ამდენად, ამ ნაშრომში ჩვენ განვიხილავთ ორ ძირითად მეთოდოლოგიას – ერთი მხრივ, საწარმოო ფაქტორთა მოდელს, ხოლო მეორე მხრივ, მრავალფაქტორულ მიდგომას სტრუქტურულ მოდელებზე დაყრდნობით.

პირველი მიდგომის მიხედვით, გამოშვების პოტენციური დონის შეფასება ეყრდნობა კობ-დუგლასის საწარმოო ფუნქციას:

$$Y_t = A_t * K_t^\alpha * L_t^\beta \quad (2.1)$$

სადაც Y_t აგრეგატული გამოშვებაა t პერიოდში, L_t - დასაქმებულთა მთლიან რიცხოვნობას აღნიშნავს, K_t კი კაპიტალის მარაგს პერიოდის დასაწყისში. A_t საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობას ასახავს და განტოლების ნარჩენობითი წევრია. პარამეტრები α და β

კაპიტალისა და შრომის მიმართ გამოშვების ელასტიურობის აღმწერი სიდიდეებია. საწარმოო ფუნქცია ეყრდნობა კლებადი ზღვრული პროდუქტიულობის ($\alpha, \beta < 1$) და მასშტაბის მუდმივი უკუგების დაშვებებს ($\alpha + \beta = 1$). განტოლებაში გამოყენებული სიდიდეებიდან დაკვირვებადია მთლიანი გამოშვება და დასაქმებულთა როდენობა, ხოლო კაპიტალის მარაგი შეფასებულია მუდმივი მარაგების მეთოდით⁴, რომლის საბაზისო განტოლება $K_{t+1} = (1 - \delta) * K_t + I_t$ გულისხმობს, რომ სამომავლო კაპიტალის მარაგი ინვესტიციებთან ერთად იზრდება, თუმცა ცვეთის გამო კაპიტალის ნაწილი მწყობრიდან გამოდის. როგორც უკვე აღინიშნა, ჩვენს შეფასებაში ცვეთის კოეფიციენტი მუდმივი δ აღარაა და კაპიტალის უტილიზაციის ცვალებადობის კვალდაკვალ, $\delta(u_t)$ დროთა განმავლობაში შეიძლება შეიცვალოს.

კაპიტალის მარაგის შეფასების მიზნით გამოყენებულია მუდმივ ფასებში გამოსახული მთლიანი კაპიტალის ფორმირება. საბაზისო მოდელში დაშვებულია, რომ კაპიტალის ცვეთის წონასწორული მნიშვნელობა წლიურად ხუთი პროცენტია: $\delta_{ss} = 5\%$ ⁵. სწორედ ამ სიდიდის გათვალისწინებითაა შეფასებული საბაზისო მოდელის კაპიტალის მარაგების მნიშვნელობა.

კაპიტალის უტილიზაციის, u_t -ის გავლენით, შესაძლოა, ზოგიერთ პერიოდში ცვეთამ 5%-ს გადააჭარბოს, ზოგჯერ კი - პირიქით, ჩამორჩეს. ცვეთის დინამიკის შესასწავლად, პირველ რიგში, უტილიზაციის დონის შეფასებაა საჭირო, რისთვისაც გამოყენებულია განტოლება

$$\log Y_t = \gamma_0 + \gamma_1 t + \gamma_2 \log K_t + \varepsilon_t \quad (2.2)$$

(Shaikh and Moudud, 2004), სადაც K_t საბაზისო მოდელით გამოთვლილი კაპიტალის მარაგია, t - დროის ცვლადი, ε_t კი შემთხვევითი სიდი-

დე. განტოლების შეფასებით შეგვიძლია განვსაზღვროთ გამოშვების პროგნოზირებული მნიშვნელობა Y_t^* . კაპიტალის უტილიზაციის (სიმძლავრეების ათვისების) სიდიდე თითოეული პერიოდისთვის გამოითვლება როგორც $u_t = Y_t / Y_t^*$. გამოსახულება მიუთითებს, რომ გრძელვადიან წონასწორობაში, როდესაც $Y = Y^*$, უტილიზაციის მაჩვენებელი 1-ის ტოლია. იმ პერიოდებში, როდესაც ეკონომიკა პოტენციურზე მეტ პროდუქციას აწარმოებს ($Y > Y^*$), ჭარბი წარმოების გამო კაპიტალი მეტად იცვითება და $u_t > 1$. საწინააღმდეგო ვითარებაა მაშინ, როდესაც წარმოება პოტენციალს ჩამორჩება.

ვინაიდან ცვეთა სიმძლავრეების ათვისების მიმართ ზრდადი ფუნქციაა, ამ ცვლადებს შორის ურთიერთკავშირი ზოგადი სახით შეგვიძლია ამგვარად წარმოვადგინოთ: $\delta(u_t) = \delta_{ss} * u_t^\varphi$, სადაც φ კაპიტალის უტილიზაციის მიმართ ცვეთის სენსიტიურობას განსაზღვრავს. აღნიშნული განტოლების ტეილორისეული მეორე რიგის განშლა $u=1$ სიდიდის მიმართ საბოლოოდ გვაძლევს განტოლებას, რომელსაც ანალიზისას ეყრდნობით:

$$\delta(u_t) = \delta_{ss} * (1 + a_1 * (u_t - 1) + a_2 * (u_t - 1)^2) \quad (2.3)$$

სადაც პარამეტრების მნიშვნელობებად შერჩეულია $a_1 = a_2 = 0.1$. მთლიანობაში, უტილიზაციის მაჩვენებლის განსაზღვრის შემდეგ სწორედ ამ განტოლებით გადაფასდება ცვეთის ნორმა და შესაბამისად გადაითვლება კაპიტალის მარაგიც.

კაპიტალის მარაგის, $\hat{K}_t$ შეფასების შემდეგ, საწარმოო ფუნქციის მოდელიდან ($\tilde{Y}_t = \tilde{A}_t * \tilde{K}_t^\alpha * \tilde{L}_t^\beta$) განისაზღვრება პოტენციური გამოშვება (Y_t) = $A_t * K_t^\alpha * L_t^\beta$ კალმანის ფილტრის გამოყენებით, სადაც აღნიშვნა $\tilde{x}$ ცვლად x -ის ტრენდს შეესაბამება.

მოდელის ძირითადი განტოლება $Y_t = A_t * K_t^\alpha * L_t^\beta$

4. დეტალებისთვის იხილეთ: (Berlemann, M. and Wesselhöft, 2012).

5. ცვეთის 5%-იანი კოეფიციენტი შემოთავაზებულია ა. ლიქოკელის მიერ (ლიქოკელი, 2017).

გულისხმობს, რომ ელასტიურობის პარამეტრები α და β მუდმივი სიდიდეებია, სადაც α მთლიან გამოშვებაში კაპიტალის შემოსავლების წილს შეესაბამება, β კი - შრომის შემოსავლების წილს. ამ დაშვების საწინააღმდეგოდ, ეკონომიკური ლიტერატურა გვთავაზობს, რომ განვითარების სხვადასხვა ეტაპზე კაპიტალისა და შრომის შემოსავლების მთლიან გამოშვებასთან ფარდობა დროში ცვლადი სიდიდეა (Karabarbounis and Neiman, 2014; Piketty and Zucman, 2014) და ეკონომიკის სტრუქტურულ ცვლილებებს მიჰყვება (Novakova, 2020). სამომავლო კვლევის მიმართულების განვითარების მიზნით, შესაძლოა საინტერესო იყოს ჩვენ მიერ მოდიფიცირებული მოდელის შეფასება ცვლადი ელასტიურობების გამოყენებით.

რაც შეეხება მრავალფაქტორულ ანალიზს გამოშვების პოტენციური დონის შეფასებისას ამ შემთხვევაში შეფასება ხორციელდება სტრუქტურული და ნახევრად სტრუქტურული მოდელებით, სადაც სხვადასხვა ცვლადების

შესახებ არსებული ინფორმაცია გვეხმარება გამოშვების პოტენციური დონის შეფასებაში. საქართველოს ეროვნული ბანკი იყენებს ორ მოდელს: ნახევრად-სტრუქტურულ მოდელს - GEMO (Tvalodze, et al., 2016), და სრულად სტრუქტურულ DSGE მოდელს - LEGO (Arevadze, et al., 2024). აღნიშნულ მოდელებს მნიშვნელოვანწილად მსგავსი თვისებები ახასიათებთ, ამიტომ სივრცის დაზოგვის მიზნით, აღვწერთ იმ ძირითად განტოლებებს, რომელებიც განსაზღვრავენ მოდელის სტრუქტურას.

სტრუქტურულ მოდელში საოჯახო მეურნეობების (მომხმარებლების) დროთაშორისი ოპტიმიზაციის გადანაცვლების შემაჯამებელი ქცევითი განტოლებაა ე.წ. ეილერის განტოლება, რომლის მიხედვით, დროთაშორის მოხმარების განაწილება დამოკიდებულია რეალურ საპროცენტო განაკვეთზე. მას შეგვიძლია ვუწოდოთ IS მრუდიც (ინვესტიცია-დანაზოგები), რომელიც წრფივი სახით შემდეგნაირად ჩაიწერება:

$$\hat{c}_t = \frac{h}{1+h} \hat{c}_{t-1} + \frac{1}{1+h} E_t \hat{c}_{t+1} - \frac{1}{\sigma} \frac{1-h}{1+h} (i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^{net}) + \frac{\gamma^z}{1+\gamma^z+h} \left(\frac{h}{1+\gamma^z} \hat{y}_{t+1}^z - \hat{y}_t^z \right) + \varepsilon_t^d \quad (2.4)$$

მიმდინარე პერიოდის მოხმარების გაპ-ი ($\hat{c}_t$) დამოკიდებულია წარსული და მომავალი მოხმარებების გაპ-ზე და უარყოფითად რეალური საპროცენტო განაკვეთის გაპ-ზე (გადახრა ნეიტრალური დონიდან r_t^{net}):

$$\hat{r}_t = i_t - E_t \pi_{t+1} - r_t^{net} \quad (2.5)$$

IS განტოლებაში, h , σ არის სტრუქტურული პარამეტრები, სადაც h აკონტროლებს თურამდენად მიდრეკილნი არიან მომხმარებლები წარსული პერიოდის მოხმარების შენარჩუნებისკენ. რაც უფრო ძლიერია მოხმარების შენარჩუნებისკენ მიდრეკილება, მით უფრო ნაკლები რეაგირება ექნება მოხმარებას რეალურ საპროცენტო განაკვეთზე.

ხოლო σ არის პარამეტრი, რომელიც განსაზღვრავს მოხმარების რეალურ საპროცენტო განაკვეთზე რეაგირებას. γ^z არის მდგრად

მდგომარეობაში ეკონომიკის პოტენციური ზრდა, ხოლო ($\hat{y}_t^z$) - პოტენციური ზრდის გადახრა მდგრადი მდგომარეობიდან. აღნიშნული ფორმულირება გულისხმობს, რომ პოტენციური ზრდა დროთა განმავლობაში მუდმივი არ არის და პროდუქტიულობის შოკმა შესაძლოა გრძელვადიან მდგრად მდგომარეობასთან შედარებით ზრდის დაჩქარება/შენელება გამოიწვიოს. თუ ეს შოკი საკმარისად ხანგრძლივვადიანია ისე, რომ ცვლის საოჯახო მეურნეობების წარმოდგენას სამომავლო შემოსავლების შესახებ, მაშინ მოხმარება ტრენდთან შედარებით უფრო მეტად დაჩქარდება, ანუ მივიღებთ დადებით მოხმარების გაპ-ს. ეს ეკონომიკური აგენტების მოლოდინების გამო ხდება - თუ მომავალი შემოსავალი დიდი ხნის განმავლობაში დაჩქარებული იქნება, მაშინ ისინი ინტენსიურად

6. მოხმარების გაპ-ში ვგულისხმობთ პროცენტულ გადახრას პოტენციური დონიდან.

დაიწყებენ მის „წინასწარ ხარჯვას“ (Frontloading), რის შედეგადაც მოხმარების გაზ-ი დადებითი იქნება. რადგან პროდუქტიულობის შოკი მოხმარების ტრენდსაც ცვლის, ამ ეფექტის გარეშე ფაქტიური მოხმარება მას სწრაფად ვერ ეწევა, რამაც პროდუქტიულობის შოკის გავლენით უარყოფითი მოხმარების გაზ-ი შეიძლება მოგვცეს. საბოლოოდ როგორ შეიცვლება მოხმარების გაზ-ი პროდუქტიულობის შოკზე რეაგირების თვალსაზრისით, დამოკიდებულია იმაზე, თუ რამდენად ხანგრძლივადიანი და მნიშვნელოვანი იქნება პროდუქტიულობის შოკი. მარტივ დახურული ეკონომიკის მქონე მოდელებში (სადაც ასევე არ გვაქვს კაპიტალში ინვესტიციები), გამოშვებისა და მოხმარების გაზ-ები ექვივალენტურია⁷:

$$\hat{y}_t = \hat{c}_t \quad (2.6)$$

$$\pi_t = \frac{1}{1+\beta} \pi_{t-1} + \frac{\beta}{1+\beta} E_t \pi_{t+1} + \frac{(1-\theta)(1-\beta\theta)}{\theta(1+\beta)} \bar{m}c_t + \varepsilon_t^s \quad (2.7)$$

სადაც, π_t არის ინფლაციის მაჩვენებელი, ხოლო $\bar{m}c_t$ ასახავს რეალური ზღვრული დანახარჯების გაზ-ს. β არის დისკონტის კოეფიციენტი, ხოლო θ - ფასების სიხისტის კოეფიციენტი. მარტივ მოდელებში სადაც ფასების სიხისტე არის ერთადერთი ნომინალური ფრიქცია, მაშინ ჩვენ შეგვძლია ვაჩვენოთ, რომ:

$$\bar{m}c_t = \hat{y}_t \quad (2.8)$$

შესაბამისად, გამოშვების დადებით გაზ-ი ზრდის მიმართულებით მოქმედებს ინფლაციაზე. თავის მხრივ, IS მრუდისა და რეალური საპროცენტო განაკვეთის გათვალისწინებით, მოსალოდნელი ინფლაციის ზრდა გამოწვევს რეალური საპროცენტო განაკვეთის კიდევ უფრო შემცირებას, რაც კიდევ უფრო გაზრდის გამოშვების დადებით გაზ-ს. შემდგომში ეს ინფლაციის ზრდაზე აისახება. აქედან გამომდინარეობს გარკვეული ინსტრუმენტის აუცი-

ნახევრად-სტრუქტურულ მოდელში IS მრუდის სტრუქტურა მსგავსია, იმ განსხვავებით, რომ მოხმარება ცალკე ცვლადი არ არის წარმოდგენილი და ეს განტოლება განმარტებულია მთლიანად გამოშვების გაზ-ის საფუძველზე. ასევე, ნაცვლად სტრუქტურული ფორმისა, განტოლებები მოცემულია ე.წ. დაყვანილი ფორმით და შესაბამისად განტოლებებს შორის პარამეტრების მიხედვით ურთიერთკავშირზე შეზღუდვები არ არის დაწესებული.

IS მრუდი ორივე მოდელში წარმოადგენს მოხმარების განმარტებას. რაც შეეხება მიწოდების მხარეს, ის გამომდინარეობს ფირმების გადაწყვეტილებიდან დააწესონ ოპტიმალური ფასი ხისტი ფასების პირობებში. სწორედ ხისტი ფასების არსებობა განაპირობებს მოკლევადიანი მიწოდების მრუდის არსებობასაც, როდესაც ფასები რეაგირებს ზღვრულ დანახარჯებზე.

ლებლობა, რომელიც გამოშვების და ინფლაციის ერთდროულ სტაბილიზებას მოახდენს. სწორედ ესაა მონეტარული პოლიტიკის როლიც, რომელიც ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის პირობებში, ინფლაციური მოლოდინების მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრაზე რეაგირების გზით მოქმედებს. ეს რეაგირება უნდა იყოს საკმარისად მკაცრი. რეაგირების კოეფიციენტი უნდა იყოს 1-ზე მეტი იმისათვის, რომ ინფლაციის მოსალოდნელი 1%-იანი გადახრის გამო ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი გაიზარდოს ერთზე მეტად, რათა რეალური საპროცენტო განაკვეთი საკმარისად გაიზარდოს. ამას, IS მრუდიდან გამომდინარე, მოყვება მოხმარების (გამოშვების) გაზ-ის და შესაბამისად ფასებზე წნეხის შემცირება. აღნიშნული დამოკიდებულება ცნობილია ტეილორის წესის სახელით და შემდეგნაირად ჩაიწერება:

7. მთავრობის დანახარჯები განიხილება, როგორც მოთხოვნის შოკი.

$$i_t = \delta_1 i_{t-1} + (1 - \delta_1)(i_t^{net} + \delta_2(E_t \pi_{t+1} - \pi^{tar})) + \varepsilon_t^m \quad (2.9)$$

სადაც, i_t^{net} ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთია – განაკვეთის ის დონე რომელიც გვექნება იმ შემთხვევაში, როდესაც არ იქმნება მონეტარული პოლიტიკის არც გამკაცრების და არც შერბილების საჭიროება. ხოლო ε_t^m ასახავს მონეტარული პოლიტიკის შოკს – ცენტრალური ბანკის მიერ პოლიტიკის განაკვეთის ისეთ ცვლილებას, რომელიც წარმოადგენს გადახვევას მონეტარული პოლიტიკის წესიდან.

აღნიშნულ განტოლების მიხედვით, ნომინალური განაკვეთი რეაგირებს ინფლაციის მიზნობრივი დონიდან გადახრაზე და საპროცენტო განაკვეთი ენდოგენურად განისაზღვრება, რაც ამ მეთოდის საკვანძო თვისებაა. საპროცენტო განაკვეთი რომ ეგზოგენურად იყოს განსაზღვრული, მაშინ მოდელში არ იარსებებდა მექანიზმი, რომელიც უზრუნველყოფდა ინფლაციისა და გამოშვების გაპ-ის დასტაბილურებას. ენდოგენური საპროცენტო განაკვეთის ფუნქცია, ტეილორის წესთან ერთად (როცა ინფლაციური მოლოდინების გადახრაზე რეაგირების კოეფიციენტი ერთზე მეტია), უზრუნველყოფს სტაბილურობას მოდელშიც და რეალურ ვითარებაშიც.

პოტენციური გამოშვების შეფასებისათვის, ჩვენ გვჭირდება მოდელს მივაწოდოთ მონაცემები ცვლადებზე, რომლებზეც დაკვირვება შესაძლებელია. მაგალითად π_t -ის შემთხვევაში, დაკვირვებადი ცვლადი შესაძლოა იყოს სამომხმარებლო ფასების ინდექსის მიხედვით დათვლილი ინფლაცია. გამოშვების გაპ-ი დაუკვირვებადი ცვლადია, თუმცა ჩვენ ვაკვირდებით ფაქტიურ მშპ-ს. ამიტომ გვჭირდება, მოდელში შემოვიტანოთ დამატებითი ცვლადი ისე, რომ შევძლოთ გამოშვების გაპ-ის დაკავშირება მშპ-ის შესახებ დაკვირვებად მონაცემებთან. მაგალითად, ეკონომიკური ზრდა – Δy_t (რაც დაკვირვებადია) და გამოშვების გაპ-ი ერთმანეთთან შემდეგი ფორმით შეგვიძლია დავაკავშიროთ:

$$\Delta y_t = \Delta z_t + (\hat{y}_t - \hat{y}_{t-1}) \quad (2.10)$$

სადაც Δz_t არის პოტენციური ზრდა, რომელიც ასევე დაუკვირვებადი ცვლადია და განსაზღვრავს პოტენციური გამოშვების ცვლილებას, ხოლო $(\hat{y}_t - \hat{y}_{t-1})$ ასახავს გამოშვების გაპ-ის ცვლილებას. შედეგად, ეკონომიკური ზრდა აიხსნება ან პოტენციური ზრდით, ან გამოშვების გაპ-ის ზრდით.

თავის მხრივ, პოტენციური ზრდა გამოყენებულ მოდელებში ეგზოგენურად განისაზღვრება:

$$\Delta z_t = \rho \Delta z_t + (1 - \rho) \Delta z + \varepsilon_t^z \quad (2.11)$$

Δz არის პოტენციური ზრდის გრძელვადიანი წონასწორული მაჩვენებელი. პოლიტიკის ანალიზისათვის გამოყენებულ მოდელში, როგორცაა, ეროვნული ბანკის LEGO მოდელი, შოკების ანალიზისთვის ბევრი სხვა ცვლადი გამოიყენება. მაგალითად, ერთერთი საწყისი განვრცობა მოდელში შრომის ბაზრისა და ხელფასების ჩამოყალიბების მექანიზმის დამატებაა. აღნიშნული განვრცობები გვეხმარება, მოდელი უკეთესად მოვარგოთ რეალობას და უკეთ მოვახდინოთ დაუკვირვებადი ცვლადების იდენტიფიცირება. მაგალითად, თუ დაბალ ინფლაციასა და ხელფასების მაღალ ზრდას ერთდროულად აქვს ადგილი, მოდელის სტრუქტურა ამ ეპიზოდს აღიქვამს ისე, თითქოს მომხდარიყოს პროდუქტიულობის დადებითი შოკი, რამაც, ერთის მხრივ, ხელფასები გაზარდა, ხოლო მეორეს მხრივ, ინფლაციაზე კლების მიმართულებით იმოქმედა. შესაბამისად, მონაცემები და მოდელის სტრუქტურა გვეხმარება მოვახდინოთ პროდუქტიულობის შოკის გენერირება, რომელიც, თავის მხრივ, გვაძლევს Δz_t შეფასების შესაძლებლობას. მაგალითად, ბოლო ორი წლის განმავლობაში ერთი მხრივ, მაღალი ეკონომიკური აქტივობა და მეორე მხრივ, დაბალი ინფლაცია, მოდელის მიერ აღიქმება როგორც ამ პერიოდში მიმდინარე დადებითი პროდუქტიულობის შოკის შედეგი.

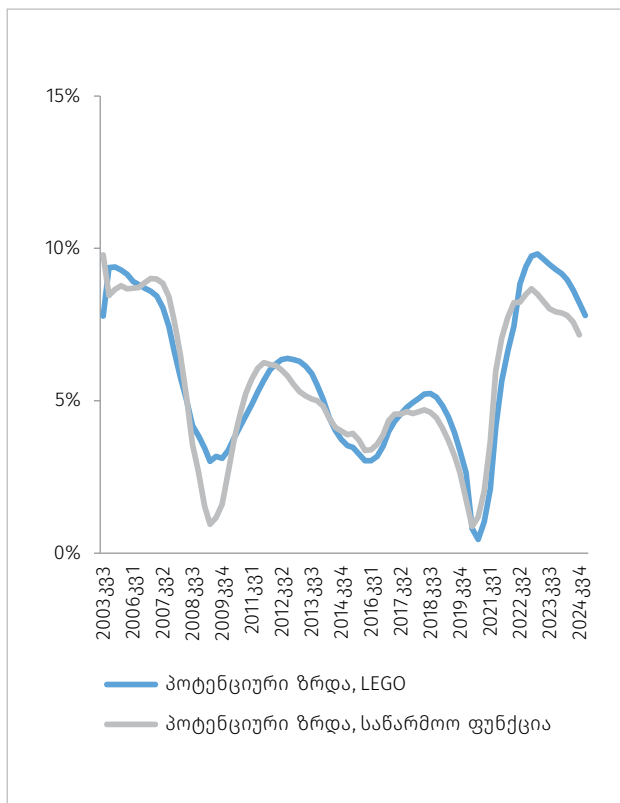
შედეგების განიხილვა

როგორც აღინიშნა, ამ ნაშრომში პოტენციური ზრდის შეფასება ეყრდნობა სამი სხვადასხვა მოდელის შეფასებას. მათი გამოყენებითა და სხვადასხვა დაშვებების გათვალისწინებით, განვახორციელეთ პოტენციური ზრდის ალტერნატიული შეფასებებიც. მაგალითად, კოვიდ-19-ის შოკი არ იყო ტიპური ეკონომიკური შოკი, რომელიც განჭვრეტადი შეიძლებოდა ყოფილიყო ეკონომიკური აგენტებისათვის 2019 წლის ბოლო კვარტალში. თუმცა როდესაც შეფასება ხდება კალმანის ფილტრის მიხედვით, ორმხრივი ფილტრაციაა გამოყენებული, რაც გულისხმობს იმას, რომ ყოველ მოცემულ მომენტში ეკონომიკურ აგენტებს მომავალზეც აქვთ წარმოდგენა, მომავალთან დაკავ-

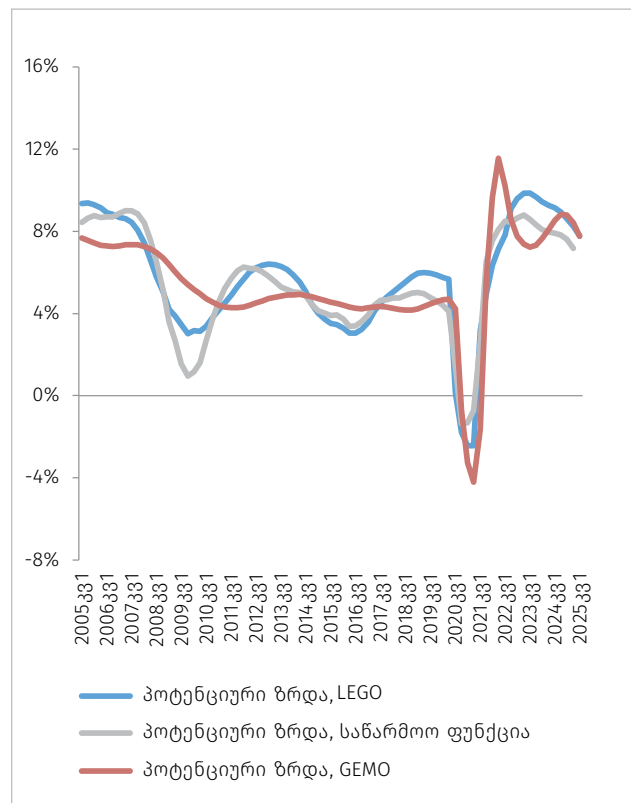
შირებული შეხედულებები კი გავლენას ახდენს პოტენციური გამოშვების შეფასებაზეც. მომავალი რეცესიის განჭვრეტის საფუძველზე, შესაძლოა, პოტენციურმა ზრდამ შემცირება დაიწყო მანამ, სანამ შოკი რეალიზდება. ამ საკითხს უფრო დეტალურად ქვემოთ შევხებით. ასევე შევაფასეთ პოტენციური ზრდა მოქნილი ფასების პირობებში, რაც შეესაბამება მონეტარული პოლიტიკის მიზნებისათვის ერთ-ერთ ყველაზე რელევანტურ განმარტებას გამოშვების პოტენციური დონისა და შესაბამისი გაპ-ის შესახებ.

საბაზისოდ ჩვენ შევაფასეთ პოტენციური ზრდა საწარმოო ფუნქციის მოდელისა და DSGE⁸ მოდელის გამოყენებით (იხ. დიაგრამა 1).

დიაგრამა 1. პოტენციური ზრდის შეფასება (საბაზისო)



დიაგრამა 2. პოტენციური ზრდის შეფასება (კოვიდ-19-ის გავლენა)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი და ავტორთა გამოთვლები.

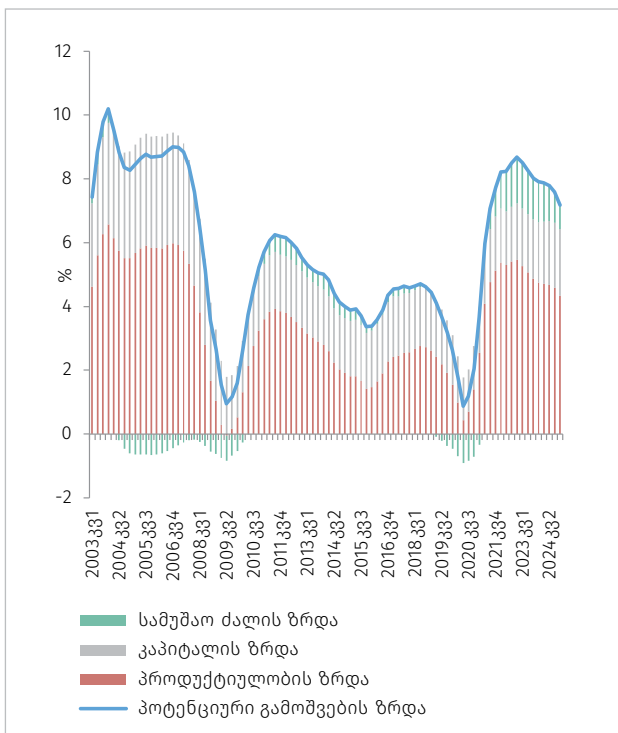
8. ეროვნული ბანკის DSGE (LEGO) მოდელის დეტალური აღწერა და კალიბრაცია შეგიძლიათ იხილოთ შემდეგ მისამართზე: <https://nbg.gov.ge/fm/wp/nbg-wp-2024-02.pdf>

შეფასების მიხედვით, საინტერესოა ეკონომიკური ზრდის სამი ეპიზოდის გამოყოფა. 2008 წლის რეცესიამდე არსებულ პერიოდში პოტენციური ზრდა, ორივე მოდელის შეფასებით, მაღალი იყო, თუმცა, საწარმოო ფუნქციის მოდელის მიხედვით, რეცესიის პერიოდში პოტენციური ზრდის შენელება უფრო მკვეთრი იყო, რაც პროდუქტიულობის მკვეთრი შენელებით აიხსნება (იხ. დიაგრამა 3). აღნიშნული სხვაობა პოტენციურ ზრდებს შორის საინტერესო ეპიზოდია იმის გასაანალიზებლად, თუ რა ახდენს გავლენას სტრუქტურული მოდელის შეფასებაზე.

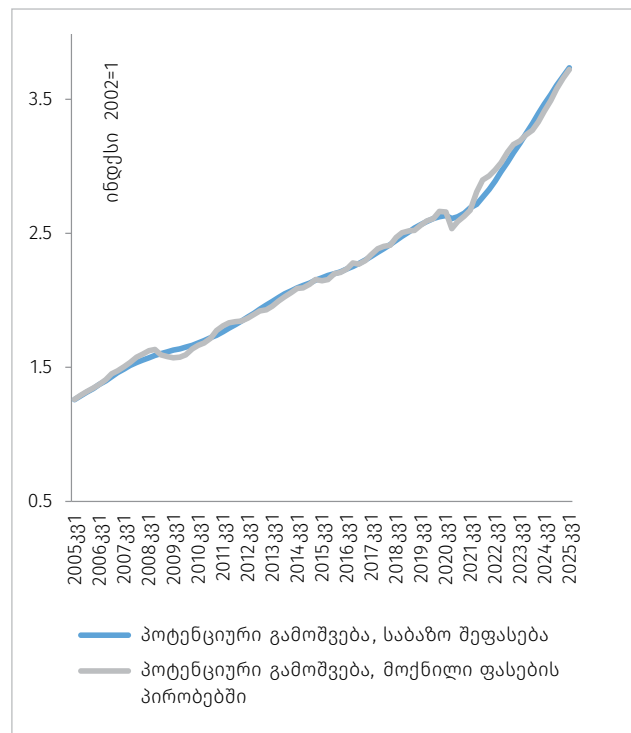
DSGE მოდელი იყენებს სხვადასხვა ცვლადებზე, მათ შორის ინფლაციაზე, არსებულ მონაცემებს გამოშვების გაპ-ის და შესაბამისად პოტენციური ზრდის შესაფასებლად. 2008 წლის რეცესიის შემდგომ დაბალი ინფლაცია დაფიქსირდა, შედეგად ეს ეპიზოდი მოდელის მიერ აღიქმება, როგორც ამ პერიოდში მოთხოვნის მხარის

ძლიერი უარყოფითი შოკი, რამაც გამოშვების ნეგატიური გაპ-ი განაპირობა. შესაბამისად, ამ პერიოდის დაბალი ინფლაცია თავსებადია შედარებით უფრო მაღალი პოტენციური ზრდის შენარჩუნებასთან⁹. ცვლადებს შორის მსგავსი ურთიერთკავშირების საფუძველზე შეფასებული პოტენციური ზრდისა და შესაბამისად გაპ-ის მნიშვნელობები უფრო საყურადღებო შეიძლება იყოს მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლისათვის, რადგან გაპ-ის შეფასება ეყრდნობა სხვადასხვა ინფორმაციას – რაც მთავარია, ინფლაციის შესახებ არსებულ მონაცემებს, რაც განაპირობებს გამოშვების გაპ-ის შეფასებული მნიშვნელობის თავსებადობას ინფლაციის შესახებ არსებულ მონაცემთან. თავის მხრივ, საწარმოო ფუნქცია მნიშვნელოვან ინფორმაციას გვანდის პოტენციური ზრდის კომპოზიციაზე – როგორც აღვნიშნეთ, 2008 წლის რეცესიამდე პოტენციური ზრდის მთავარი წყარო მაღალი პროდუქტიულობა და კაპიტალის აკუმულაცია იყო (იხ. დიაგრამა 3).

დიაგრამა 3. პოტენციური ზრდის დეკომპოზიცია საწარმოო ფუნქციის მიხედვით



დიაგრამა 4. პოტენციური გამოშვების დონე საბაზო და მოქნილი ფასების მიხედვით



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი და ავტორთა გამოთვლები.

9. საწარმოო ფუნქციის შეფასებასთან შედარებით.

რეცესიის შემდგომ, რასაც 2008 წლის რუსეთ-საქართველოს ომიც დაემთხვა, პოტენციურმა ზრდამ მოდერაცია განიცადა და მიუხედავად გაუმჯობესებისა, თითქმის მთელი მომდევნო დეკადის განმავლობაში, დაბალი რჩებოდა (4-4.5%-ის ფარგლებში). ეს ძირითადად პროდუქტიულობის შემცირებით აიხსნება. ამ ეპიზოდში ორივე მოდელის შეფასება არსებითად იდენტურია, ისე, როგორც კოვიდ პანდემიის მიმდინარეობისას, როცა პოტენციური ზრდა მკვეთრად დაეცა, ამ შემთხვევაშიც ძირითადად პროდუქტიულობის შემცირების ხარჯზე.

აღსანიშნავია, რომ 2023 წლის დასაწყისიდან მიმდინარე პერიოდამდე, DSGE მოდელის შეფასებით, პოტენციური ზრდა დაჩქარდა, რაც მაღალი ზრდის ფონზე არსებულ დაბალ ინფლაციასთან თავსებადია. შესაბამისად, გასულ წლებში მიწოდების დადებითი შოკები დომინირებდნენ და გადაწონიდნენ მოთხოვნის მხრიდან ფასებზე შესაძლო წნეხს. უნდა აღინიშნოს, რომ ორივე მოდელის მიხედვით პოტენციური ზრდა მოდერაციას განიცდის და მიმდინარე შეფასებით, 7.5%-ის ფარგლებშია. მოსალოდნელია, რომ ის შემდგომ პერიოდში გრძელვადიან ნიშნულს, 5%-ს დაუახლოვდეს. აღსანიშნავია, რომ კოვიდ-19-ის შემდგომ პერიოდში უპრეცედენტოდ მაღალი იყო დასაქმების დადებითი წვლილი პოტენციური ზრდაში. მოსალოდნელია, რომ ეს კონტრიბუცია თანდათან ამოიწურება, რადგან სამუშაო ძალის მიწოდება შეზღუდულია.

საბაზისო შეფასებაში არის ერთი საყურადღებო ფაქტორი; კერძოდ, როდესაც კოვიდ პანდემიას ვუახლოვდებით, პოტენციური ზრდა მანამდე საკმაოდ ადრე იწყებს შემცირებას. როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ეს იმით აიხსნება, რომ კალმანის ფილტრის მეთოდი მიმდინარე პერიოდში არსებული მდგომარეობის შესაფასებლად მომავალ მონაცემებსაც იყენებს. თეორიულ დონეზე, ასეთი მიდგომა სწორია იქედან გამომდინარე, რომ ეკონომიკური აგენტები გადაწყვეტილებებს მომავლის განჭვრეტის საფუძველზე იღებენ. ზოგადად ეს სწორი დაშვებაა, თუმცა 2020 წლის ეპიზოდი

არ იყო ის, რისი განჭვრეტის შესაძლებლობა შეიძლებოდა ჰქონოდათ ეკონომიკურ აგენტებს, თუნდაც ერთი კვარტლით ადრე, რადგან ეს შოკი თავისი ბუნებით არ წარმოადგენდა ეკონომიკურ შოკს. შესაბამისად, უფრო სწორი იქნება ისეთი მიდგომა, სადაც 2019 წლამდე პოტენციური გამოშვების შეფასებისას გათვალისწინებული არ იქნება პანდემიის შოკი. ანუ ჩვენთვის საინტერესოა, რა იქნებოდა პოტენციური ზრდა იმის გათვალისწინებით, რომ 2019 წლის ბოლო კვარტალში ეკონომიკურ აგენტებს არ სცოდნოდათ, რომ ეს შოკი მოხდებოდა (რაც შეესაბამება რეალობას). აღნიშნული სიმულაცია ჩვენ DSGE მოდელის გამოყენებით განვახორციელეთ; კერძოდ, პოტენციური ზრდა ჯერ 2019 წლამდე არსებული მონაცემებით შევაფასეთ, ხოლო შემდგომ, 2020 წლის პირველი კვარტალიდან დაწყებული მონაცემებით. ფაქტიურად, ეს მიდგომა პოტენციურ ზრდაში სტრუქტურული ცვლილებების (იხ. დიაგრამა 2) გათვალისწინების შესაძლებლობას გვაძლევს. როგორც ვხედავთ, 2020 წლის დასაწყისში პოტენციური ზრდა მკვეთრ ვარდნას განიცდის. ეს მიუთითებს, რომ მონაცემებზე მორგებისათვის პოტენციური ზრდის აღნიშნულ შოკამდე გაცილებით ადრე შემცირებით გამოწვეული ცდომილება აღმოფხვრილია. ეროვნული ბანკის პროგნოზირების მოდელში (GEMO) აღნიშნული ფაქტორის გათვალისწინება ხდებოდა ექსპერტული მოსაზრების მიხედვით, მოდელის გარეთ პოტენციური ზრდის კორექტირების გზით. ამ მიდგომით პოტენციური ზრდის შეფასება, საწარმოო ფუნქციის მიხედვით მიღებულ შეფასებასთან ერთად, მოცემულია დიაგრამა 2-ზე. თუმცა აღსანიშნავია, რომ ამ უკანასკნელ შემთხვევაში, პოტენციური ზრდის შენელების დაწყება შოკის მოხდენამდე უფრო ადრე სრულად მაინც არ არის აღმოფხვრილი. ექსპერტული მოსაზრებით, პოტენციური ზრდის დაკორექტირება ეყრდნობოდა იმ დაშვებას, რომ კოვიდ-19-ის პერიოდში ეკონომიკის დახურვის შესახებ გადაწყვეტილებამ საწარმოო სიმძლავრეების დროებით დახურვა და პოტენციალის მყისიერი შემცირება განაპირობა. სტრუქტურული მოდელით სარგებლობის ერთ-ერთი უპირატესობა ისიცაა, რომ რომ მისი

გამოყენებით შესაძლებელია განხორციელდეს კონტრაქტული ანალიზი. ეკონომიკაში სწორედ ნომინალური ფრიქციების არსებობა (ხელფასებისა და ფასების მოუქნელობა მოკლევადიან პერიოდში) განაპირობებს იმას, რომ მოთხოვნის შოკის შედეგად გამოშვება პოტენციურზე უფრო მეტად/ნაკლებად გაიზარდოს. მონეტარული პოლიტიკა პოტენციურიდან გამოშვების ამ გადახრაზე რეაგირებს, რათა გამოშვების გაპ-მა გავლენა არ მოახდინოს ფასებზე. ფასების მოქნილობის პირობებში მოთხოვნის შოკი მყისიერად გამოიწვევდა ფასების გაზრდას ახალ წონასწორულ ნიშნულამდე, ხოლო გამოშვება პოტენციურ დონეზე დარჩებოდა – ამ შემთხვევაში მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებით ჩარევა უშედეგოა. ამის გათვალისწინებით, ჩვენ სტრუქტურული მოდელის გამოყენებით შეგვიძლია შევაფასოთ გამოშვების პოტენციური დონე, რომელიც გვეჩვენებოდა იმ შოკების ზეგავლენის პირობებში, რაც რეალიზდა, მაგრამ იმ დაშვებით, რომ ეკონომიკაში ნომინალური ფრიქციები არ ყოფილიყო. გამოშვების ამ დონის შესაფასებლად საჭიროა მოდელის ის ვერსია, რომელიც აღწერს ეკონომიკას ისეთს, როგორც ის არის, სადაც გვაქვს ნომინალური ფრიქციები. ეს არის ჩვენი საბაზისო მოდელი – „ნამდვილი მოდელი“. შემდგომ კი, „ნამდვილი მოდელის“ საფუძველზე შეფასებული შოკების გამოყენებით უნდა განხორციელდეს სიმულაცია მოდელით („ფრიქციების გარეშე მოდელი“), რომლიც უშვებს, რომ ფასები სრულად მოქნილია. ამ დაშვების პირობაში მოთხოვნის შოკები ვეღარ იწვევენ გამოშვების გადახრას პოტენციური დონიდან (რაც შეიძლება დაკავშირებული ყოფილიყო ნომინალურ ფრიქციებთან), ხოლო ფასებზე მყისიერი ზეგავლენა აქვთ. შედეგად ვიღებთ პოტენციური დონის შეფასებას, რომელიც შეესაბამება გამოშვების იმ დონეს, რომელიც არსებობს იმ პირობაში, როცა მოთხოვნის შოკები ვერ ახდენს გამოშვებაზე ზეგავლენას ნომინალური ფრიქციების გამო. სხვაობა გამოშვების ამ პოტენციურ დონესა და ფაქტურ დონეს შორის იქნება გამოშვების ის გაპ-ი, რომელიც პოტენციური დონიდან ნომინალური ფრიქციებით გამოწვეულ გამოშვების დროებით

გადახრაზე მიუთითებს. ის ფაქტი, რომ მონეტარულ პოლიტიკას გავლენის მოხდენა შეუძლია მხოლოდ ნომინალური ფრიქციების პირობებში წარმოქმნილ გამოშვების გაპ-ზე იმისათვის, რომ მოთხოვნის შოკები არ გადაეცეს ფასებს, ხაზს უსვამს მსგავსი მიდგომის გამოყენების მნიშვნელობას.

მიღებული შეფასების მიხედვით (იხ. დიაგრამა 4), გამოშვების პოტენციური დონე უფრო მერყევია. ეს აიხსნება იმით, რომ ნომინალური სიხისტეების გამო მოთხოვნის შოკებით გამოწვეული გამოშვების გადახრა პოტენციურიდან არის ნაწილი იმ ფაქტორებისა, რომლებიც იწვევენ ფაქტური გამოშვების ტრენდიდან გადახრას. თუმცა ეს არის სწორედ გამოშვების ის გაპ-ი, რომელზე რეაგირებაც შესაძლებელია მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების გამოყენებით.

შეფასების მიხედვით, აღსანიშნავია ორი ეპიზოდი. პირველი, პანდემიის პერიოდში პოტენციური ზრდა სწრაფად ეცემა, ვიდრე საბაზო შეფასებაშია. მსგავსი დინამიკა შეიძლება იმით აიხსნას, რომ გამოშვების ფაქტური ვარდნა უფრო მეტად უკავშირდებოდა მიწოდების ფაქტორებს, ვიდრე დაბალი მოთხოვნის გამო წარმოქმნილ უარყოფით გამოშვების გაპ-ს. ამის საპირისპიროდ, აღსანიშნავია 2021 წელს უფრო მაღალი პოტენციური გამოშვება, რაც შეიძლება აიხსნას იმით, რომ ეკონომიკის გახსნასთან ერთად მოთხოვნა სწრაფად ვერ აღდგა. ასევე მნიშვნელოვანია შევნიშნოთ, რომ 2023 წლის შემდგომ შეფასებული გამოშვების გაპ-ი უფრო მაღალია, ვიდრე საბაზო შეფასებით, რაც მიუთითებს ამ პერიოდში მოთხოვნის შოკების ზეგავლენაზე.

დასკვნები

მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლისთვის ერთერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი საკითხია ეკონომიკის ციკლური პოზიციის შეფასება – გამოშვების გაპ-ის გაზომვა, რაც არის მიმდინარე გამოშვების პოტენციური დონიდან პროცენტული გადახრა. პოტენციური გამოშვება დაუკვირვებლად ცვლადს წარმოადგენს, რაც აჩენს მისი შეფა-

სების საჭიროებას. ამ სტატიაში ჩვენ განვიხილეთ სამი სხვადასხვა მოდელის გამოყენებით მიღებული შეფასებები. აღსანიშნავია 2022 წლის მე-2 ნახევრიდან 2024 წლის დასაწყისამდე პოტენციური ზრდის დაჩქარება, რა დროსაც ის წლიურ 8-9%-ის ფარგლებში მერყეობდა. თუმცა ბოლო პერიოდში შესამჩნევია, რომ პოტენციური ზრდა მოდერაციას განიცდის და მიმდინარე კვარტალში (2025-კვ1) 7.5%-ის ფარგლებშია. მოსალოდნელია, რომ ის ნორმალიზებას შემდგომშიც გააგრძელებს გრძელვადიანი ნიშნულის მიმართულებით (5%), რის ერთერთ განმაპირობებელ მიზეზსაც პოტენციურ ზრდაზე დასაქმების კლებადი გავლენა წარმოადგენს. მაღალი პოტენციური ზრდა მაშინ, როდესაც რეალური ხელფასების ზრდაც მაღალია, ამსუბუქებს ფირმების დანახარჯების ფასებზე წნეხს. ამდენად, პოტენციური ზრდის დინამიკა მნიშვნელოვანი იქნება მომავალ პერიოდში ინფლაციური წნეხის გასაანალიზებლად.

პოტენციური გამოშვების შეფასება ამ ნაშრომში გაკეთებულია სამი სხვადასხვა მოდელისა და სხვადასხვა დაშვებების გათვალისწინებით. აღსანიშნავია, რომ ეს შეფასებები არ ეწინააღმდეგება ერთმანეთს, პირიქით, გვთავაზობს განსხვავებულ და ურთიერთშემავსებელ ხედვას და შესაძლებლობას, გამოშვების გაპ-ი იმდაგვარად შეფასდეს, რომ რელევანტური ინფორმაციის მატარებელი იყოს მონეტარული პოლიტიკის გატარებისათვის. მაგალითად, საწარმოო ფუნქციის მოდელი ინფორმაციას გვაწვდის პოტენციური ზრდის წყაროებზე, რაც, თავის მხრივ, მნიშვნელოვან ინფორმაციას წარმოადგენს. თვალსაჩინოებისთვის, თუ ზრდის ძირითადი წყარო არის დასაქმება, მსგავს ვითარებაში პოტენციური ზრდა ხელფასების წნეხის შემამსუბუქებელი არ არის, რადგან ერთეულ მუშახელზე გამოშვება მნიშვნელოვნად არ იცვლება. სტრუქტურული მოდელების უპირატესობა ისაა, რომ გამოშვების პოტენციური ღონე და შემდგომ გაპ-ი ფასდება სხვა ცვლადების შესახებ არსებული ინფორმაციის საფუძველზე. პირველ რიგში, იგულისხმება ინფლაციის შესახებ ინფორმა-

ცია, რათა შეფასდეს მოთხოვნიდან ფასებზე მომდინარე შესაძლო წნეხი. მოდელები იძლევა შესაძლებლობას, რომ კონტრაქტიური ანალიზის გამოყენებით შეფასდეს გამოშვების ისეთი ღონე და შესაბამისად გაპ-ი, რომელიც შეესაბამება მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების გამოყენებით მოთხოვნაზე გავლენის მოხდენის შესაძლებლობას, როგორცაა, მოქნილი ფასების პირობებში გამოშვების პოტენციური ღონიდან გადახრა.

გამოყენებული ლიტერატურა

- იმნაიშვილი, ა. (2010). *საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის პოტენციური ღონის შეფასება. სადისკუსიო ნაშრომი*. თბილისი: საქართველოს ეროვნული ბანკი.
- ლიქოკელი, ა. (2017). პოტენციური ზრდის შეფასება საქართველოს ეკონომიკისთვის. *ეკონომიკა და საბანკო საქმე*, 5(1), გვ. 31-51.
- საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2012). ათვისებული სიმძლავრეების შეფასება და პოტენციური გამოშვების განსაზღვრა საქართველოს ეკონომიკისათვის. *ინფლაციის მიმოხილვა*, საქართველოს ეროვნული ბანკი, გვ. 20-21.
- საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2025). *პირველი კვარტლის მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში*. [ონლაინ] ხელმისაწვდომია: https://nbg.gov.ge/fm/პუბლიკაციები/ანგარიშები/მონეტარული_პოლიტიკის_ანგარიში/2025/2025q1-geo.pdf?v=jf1d1 [წვდომა: 2025 წლის 23 აპრილი].
- Alichi, A., Bizimana, O., Laxton, D. and Tanyeri, K. (2017). *Multivariate Filter Estimation of Potential Output for the United States*. IMF Working Paper No. 2017/106. [online] Washington, D.C.: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/WP/2017/wp17106.ashx> [Accessed 23 Apr. 2025].
- Arevadze, L., Mkhattrishvili, S., Metreveli, S., Tsustkiridze, G., Mdivnishvil, T. and Khinashvili, N. (2024). *DSGE Model for Georgia: LEGO with Emerging Market Features*. National Bank of Georgia Working Paper 02/2024. [online] Tbilisi: National Bank of Georgia. Available at: <https://nbg.gov.ge/fm/wp/nbg-wp-2024-02.pdf?v=zef2> [Accessed 23 Apr. 2025].
- Arsov, I. and Watson, B. (2019). *Potential Growth in Advanced Economies*. Reserve Bank of Australia Bulletin. [online] Sydney: Reserve Bank of Australia. Available at: <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2019/dec/pdf/potential-growth-in-advanced-economies.pdf> [Accessed 23 Apr. 2025].

- Benes, J., Clinton, K., Garcia-Saltos, R., Johnson, M., Laxton, D., Manchev P. and Matheson T. (2010). *Estimating Potential Output with a Multivariate Filter*. IMF Working Paper, No. 10/285. [online] Washington, D.C.: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10285.pdf> [Accessed 23 Apr. 2025].
- Berlemann, M. and Wesselhöft, J. E. (2012). *Estimating aggregate capital stocks using the perpetual inventory method: New empirical evidence for 103 countries*. Hamburg: Helmut Schmidt Universität.
- Celik, S. K., Kose, M. A. and Ohnsorge, F. (2023). *Potential Growth Prospects Risks, Rewards, and Policies*. World Bank Policy Research Working Paper, No. 10355. [online] Washington, D.C.: World Bank. Available at <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099439203102334334/pdf/IDU01dc-8e11c0d0ab047d80b7a60e220b64efa9d.pdf> [Accessed 23 Apr. 2025].
- Draghi, M. (2024). *The future of European competitiveness: Report by Mario Draghi*. [Online] Available at: https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/draghi-report_en [Accessed 23 Apr. 2025].
- Epstein, N. and Macchiarelli, C. (2010). *Estimating Poland's potential output: a production function approach*. IMF Working Paper, WP/10/15. [online] Washington, D.C.: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp1015.pdf> [Accessed 23 Apr. 2025].
- Felipe, J. and Adams, F. G. (2005). The estimation of the Cobb-Douglas function: a retrospective view. *Eastern Economic Journal*, 31(3), pp. 427-445.
- Fueki, T., Fukunaga, I., Ichiue, H. and Shirota, T. (2016). Measuring Potential Growth with an Estimated DSGE Model of Japan's Economy. *International Journal of Central Banking*, 12(1), pp. 1-32.
- Furlanetto, F., Gelain, P. and Sanjani, M. T. (2014). *Output Gap in Presence of Financial Frictions and Monetary Policy Trade-offs*. IMF working papers, No. 2014/128. [online] Washington, D.C.: International Monetary Fund. Available at: https://www.imf.org/-/media/Websites/IMF/imported-full-text-pdf/external/pubs/ft/wp/2014/_wp14128.ashx [Accessed 23 Apr. 2025].
- Guindos, L. d. (2024). Bridging the gap: reviving the euro area's productivity growth through innovation, investment and integration, *European Central Bank*. [online] Available at: ecb.europa.eu/press/key/date/2024/html/ecb.sp241002~33cedce2bc.en.html [Accessed 23 Apr. 2025].
- Hajkova, D. and Hurnik, J. (2007). Cobb-Douglas production function: the case of a converging economy. *Czech Journal of Economics and Finance*, 57(9-10), pp. 465-476.
- Igan, D., Rosewall, T. and Rungcharoenkitkul, P. (2024). *Productivity in the post-pandemic world: old trend or new path?* Bank of International Settlements Bulletin 93. [online] Basel: Bank for International Settlements. Available at: <https://www.bis.org/publ/bisbull93.pdf> [Accessed 23 Apr. 2025].
- Juillard, M., Kamenik, O., Kumhof, M. and Laxton, D. (2006). *Measures of Potential Output from an Estimated DSGE Model of the United States*. Czech National Bank Working Paper No. 11/2006. [online] Prague: Czech National Bank. Available at: https://www.cnb.cz/export/sites/cnb/en/economic-research/galleries/research_publications/cnb_wp/cnbwp_2006_11.pdf [Accessed 23 Apr. 2025].
- Karabarbounis, L. and Neiman, B. (2014). The global decline of labor share. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(1), pp. 61-103.
- Novakova, L. (2020). The impact of technology development on the future of the labour market in the Slovak Republic. *Technology in Society*, vol.62, issue C, pp. 1-12.
- Oulton, N. and Sebastia-Barriel, M. (2013). *Long and Short-Term Effects of the Financial Crisis on Labour Productivity, Capital and Output*. CEP Discussion Paper No 1185. London: Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science.
- Piketty, T. and Zucman, G. (2014). Capital is back: wealth-income ratios in rich countries 1700-2010. *The Quarterly Journal of Economics*, 129(3), pp. 1255-1310.
- Shaikh, A. M. and Moudud, J. K. (2004). *Measuring capacity utilization in OECD countries: a cointegration method*. The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper N. 415. Annandale-on-Hudson, NY: The Levy Economics Institute of Bard College.
- Tvalodze, S., Mkhatriashvili, S., Mdivnishvili, T., Tuberidze, D. and Zedginidze, Z. (2016). *The National Bank of Georgia's Forecasting and Policy Analysis System*. Tbilisi: National Bank of Georgia.
- Vetlov, I., Hlédik, T., Jonsson, M. and Kucsera, H. (2011). *Potential output in DSGE models*. ECB Working Paper No. 1351. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Zhang, S., Zhu, J., Fang, Q., Liu, Y., Xu, S. and Tsai, M. H. (2019). Solving the time-varying Cobb-Douglas production function using a varying-coefficient quantile regression model. *Journal of Advanced Computational Intelligence and Intelligent Informatics*, 23(5), 831-837.



5 მანეთი. ესკიზი. 1992 წელი. ავტორი ნოდარ მაღაზონია.
დაცულია საქართველოს ეროვნული ბანკის ფულის მუზეუმში.



10 მანეთი. ესკიზი. 1992 წელი. ავტორი ნოდარ მალაზონია.
დაცულია საქართველოს ეროვნული ბანკის ფულის მუზეუმში.

ნეიტრალური (R-STAR) და ბუნებრივი (R-BAR) საპროცენტო განაკვეთების შეფასება საქართველოსთვის

სერგო გადელია, მარიამ ჭანტურია, გიორგი გიგინეიშვილი, თამთა სოფრომაძე

ანოტაცია

კვლევაში განხილულია ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთის კონცეფცია, რომელიც მონეტარული პოლიტიკის პოზიციის შეფასების მთავარი ინდიკატორია. ზოგადად, ნეიტრალური განაკვეთი დაუკვირვებადი ცვლადია, რაც მისი შეფასების მთავარ სირთულეს წარმოადგენს და, შესაბამისად, იგი ხშირად დისკუსიის საგანია. მოცემულ ნაშრომში საქართველოსთვის ნეიტრალური განაკვეთის შესაფასებლად შერჩეულია ნახევრად-სტრუქტურული ახალი კეინზიანური მოდელი (ე.წ. GEMO). კვლევაში ასევე წარმოდგენილია მოკლევადიან და გრძელვადიან ნეიტრალურ განაკვეთებს შორის განსხვავება, რომლებიც ლიტერატურაში მოიხსენება როგორც ნეიტრალური და ბუნებრივი განაკვეთები. აღნიშნული განაკვეთების შეფასება ეფუძნება იმ ცვლადების ტრენდებისა და წონასწორული დონეების ანალიზს, რომლებიც მათ დინამიკას განსაზღვრავს.

საკვანძო სიტყვები: ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთი; ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთი; მონეტარული პოლიტიკა.

შესავალი

ნეიტრალურ და ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთებს მნიშვნელოვანი გავლენა აქვთ მომხმარებლების და ბიზნესის წარმომადგენელთა ყოველდღიურ ფინანსურ გადაწყვეტილებებზე.

ეს განაკვეთები განსაზღვრავენ სესხის ღირებულებას სახლის, ავტომობილის ან ბიზნესში ინვესტიციების დაფინანსებისას, აგრეთვე ზეგავლენას ახდენს დანაზოგებიდან მიღებულ სარგებელზე. მათი სწორად გააზრება წარმოდგენას იძლევა ეკონომიკურ გარემოსა და მომავალ ფინანსურ პირობებზე.

ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთი – $R\text{-bar}$ ($\bar{r}$) – აღნიშნავს გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთს, რომლის პირობებშიც ეკონომიკა ოპერირებს სრული დატვირთვით და ინფლაცია სტაბილურია. იგი წარმოადგენს საკვანძო ეტალონს, რომელიც ცენტრალურ ბანკს ეხმარება განსაზღვროს, ხორციელდება თუ არა ექსპანსიური ან პირიქით შემზღუდველი მონეტარული პოლიტიკა.

ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთი – $R\text{-star}$ (r^*) – არის განაკვეთი, რომელიც არც აჩქარებს და არც ანელებს ეკონომიკურ ზრდას. როდესაც ცენტრალური ბანკი ადგენს პოლიტიკის განაკვეთს ნეიტრალურზე მაღლა, სესხის აღება ძვირდება. შედეგად გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთი ამცირებს მოთხოვნას სესხებზე, რაც ზღუდავს ერთობლივ მოთხოვნასა და საბოლოოდ ეკონომიკურ ზრდასა და ინფლაციას ანელებს. პირიქით, ნეიტრალურზე დაბალი განაკვეთები ასტიმულირებს ეკონომიკურ აქტივობას, ზრდის მოთხოვნას ინვესტიციებსა და

სესხებაზე, რაც საბოლოოდ ინფლაციაზე ზრდის მიმართულებით აისახება.

აღსანიშნავია, რომ ნეიტრალური და ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთები დაუკვირვებელი ცვლადებია, რომელთა ჩამოყალიბებაზე გავლენას ახდენენ ისეთი ფაქტორები, როგორიცაა ტექნოლოგიური პროგრესი, პროდუქტიულობა, დემოგრაფიული ვითარება, ქვეყნის რისკიანობის დონე, გლობალური ფინანსური პირობები და სხვა. აღნიშნული ფაქტორების შესწავლა კრიტიკულად მნიშვნელოვანია მონეტარული პოლიტიკის შემუშავების პროცესში, ვინაიდან იგი მონეტარული პოლიტიკის მიმართულების განმსაზღვრელია.

მორის ობსფელდი ხაზს უსვამს ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთების კლებად ტენდენციას ბოლო ათწლეულების განმავლობაში, რის ძირითად მიზეზებად დემოგრაფიულ ცვლილებებს, პროდუქტიულობის ზრდის შენელებას და უსაფრთხო აქტივებზე მოთხოვნის მატებას ასახელებს (Obstfeld, 2023). იგი ასევე აღნიშნავს, რომ მიუხედავად იმისა, რომ გრძელვადიანი ბუნებრივი განაკვეთის შეფასება მნიშვნელოვანი საწყისი წერტილია, ის ყოველთვის საკმარისი არ არის მოკლევადიანი მონეტარული პოლიტიკისთვის სწორი მიმართულების მისაცემად. ამიტომ, აუცილებელია ასევე, სხვა ფაქტორებთან ერთად, განხილულ იქნას მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი, ფინანსური პირობები და პოლიტიკის სანდოობა.

მომხმარებლებისთვის ეს დინამიკა ასახულია იმ საბაზრო საპროცენტო განაკვეთებში, რომლებიც მოქმედებს სესხებისა და იპოთეკების გაცემისას. ბიზნესისთვის კი, ეს განაკვეთები გავლენას ახდენს ინვესტიციებისა და საქმიანობის გაფართოების გადაწყვეტილებებზე. r^* და $\bar{r}$ -ზე მოქმედი ფაქტორების გაცნობიერება ორივე ჯგუფს ეხმარება მიიღოს გაცილებით ინფორმირებული ფინანსური გადაწყვეტილებები და შეაფასოს მოსალოდნელი ეკონომიკური პირობები.

წინამდებარე ნაშრომის მიზანია ისტორიულ პერიოდებზე საქართველოს ნეიტრალური და ბუნებრივი განაკვეთებისა და მონეტარული პოლიტიკის მიმართულების შეფასება. ნაშრომის მიზნად ისახავს მოცემული თემის გარშემო არსებულ დისკუსიაში წვლილის შეტანას და საგარეო ფაქტორების მნიშვნელობის წარმოჩენას ისეთი ტიპის მცირე, ღია ეკონომიკისთვის, როგორიც საქართველოა.

ლიტერატურის მიმოხილვა

ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთი წარმოადგენს მონეტარული პოლიტიკის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან კონცეფციას, რომლის ანალიზიც, როგორც წესი, სხვადასხვა პერსპექტივიდან ხდება. ამიტომ, მეთოდოლოგიური ჩარჩოს განხილვამდე, საჭიროა მისი მკაფიო კონცეფციური განსაზღვრა. გაურკვევლობის ერთ-ერთი ძირითადი წყარო არის ორი ტერმინის – ნეიტრალური და ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთების – მნიშვნელობების გაიგივება პოლიტიკის პოზიციის შეფასებისას. მიუხედავად იმისა, რომ ზოგიერთ კონტექსტში ეს შეიძლება მართებულიც იყოს, დროითი პერიოდები კრიტიკულად მნიშვნელოვანია მათი განსხვავებისთვის.

ლიტერატურაში, ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთი შეესაბამება გრძელვადიან წონასწორობას, როდესაც ციკლური ფაქტორები სრულად ამოწურულია და ეკონომიკა თავის პოტენციურ დონეზეა, ხოლო ინფლაცია – ცენტრალური ბანკის მიზნობრივ დონეზე. რაც შეეხება ნეიტრალურ განაკვეთს, იგი ასახავს დროებით ციკლურ ფაქტორებსა და შიდა თუ გარე შოკებს, რომლებიც, შესაძლოა, გრძელვადიანი წონასწორობიდან გადახრას იწვევდეს (Rachel and Smith, 2015). თუ პოლიტიკის განაკვეთი ნეიტრალურ დონეზეა, მონეტარული პოლიტიკას არც დისინფლაციური გავლენა აქვს და არც ინფლაციური მიმდინარე პერიოდში (Obstfeld, 2023).

ნეიტრალური და ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთების შეფასების შესახებ მრავალფე-

როვანი ლიტერატურა არსებობს. ვინაიდან ეს განაკვეთები დაუკვირვებადი ცვლადებია, მათი შეფასებები განსხვავდება იმის მიხედვით, თუ რომელი მეთოდოლოგიაა გამოყენებული. შემდეგი თავი მიმოიხილავს ძირითად მეთოდებს, რომლებიც გამოიყენება ნეიტრალური და ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთების განსაზღვრისთვის, მათ შორის: დროითი მწკრივების მიდგომას, სტრუქტურულ და ნახევრად-სტრუქტურულ მაკროეკონომიკურ მოდელებს და, ასევე, საპროცენტო განაკვეთის დროითი სტრუქტურის მიდგომას. ქვემოთ განხილული იქნება მათი დაშვებები, უპირატესობები და შეზღუდვები.

ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთის განსაზღვრისას ფართოდ იყენებენ HLW მეთოდოლოგიას – ჰოლსტონის, ლაუბახის და ვილიამსის მიდგომას (Holston et al., 2023), რომელიც, თავის მხრივ, ეფუძნება ლაუბახის და ვილიამსის ნაშრომს (Laubach and Williams, 2003). ავტორები იყენებენ ნახევრად-სტრუქტურულ მოდელს, რომელიც ახალ-კეინზიანურ მიდგომას ეყრდნობა. დამატებით იგი მოიცავს დროში ცვალებად მერყეობასა და უწყვეტ მიწოდების შოკებს, რათა გათვალისწინებულ იქნას პანდემიისა და პანდემიის შემდგომი პერიოდების ეკონომიკური დინამიკა. ეს მოდელი მოიცავს IS და ფილიპსის მრუდებს. IS მრუდი გამოშვებისა და რეალური საპროცენტო განაკვეთის გაპებს შორის კავშირს წარმოგვიდგენს, ხოლო ფილიპსის - ინფლაციასა და გამოშვების გაპს-ს შორის ურთიერთკავშირს ასახავს. მოცემული მეთოდოლოგიით, ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთს განსაზღვრავს გამოშვების ტრენდის ზრდა და ნარჩენობითი წევრი (რეზიდუალი), რომელიც, თავის მხრივ, ასახავს ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთის სხვა დეტერმინანტებს. გამოშვების გაპი ფასდება ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრის საშუალებით და გამოიყენება ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთის იდენტიფიცირებისთვის. თუ ინფლაცია აღემატება მის მიზნობრივ მაჩვენებელს, მაშინ რეალური საპროცენტო განაკვეთი მის ბუნებრივ დაბალია, ხოლო თუ ინფლაცია მის მიზნობრივ

მაჩვენებელზე დაბლაა, მაშინ რეალური საპროცენტო განაკვეთი აჭარბებს მის მიზნობრივ დონეს. თუმცა, ობსტელდის (Obstfeld, 2023) თანახმად, HLW მეთოდოლოგია აფასებს არა ბუნებრივ, არამედ ნეიტრალურ საპროცენტო განაკვეთს.

HLW მეთოდოლოგიისგან განსხვავებით, რომელიც იყენებს მოდელს გარკვეული ეკონომიკური სტრუქტურით, ლუბიკის და მათისის მიდგომა (Lubik and Matthes, 2015) ეფუძნება ვექტორულ ავტორეგრესულ მოდელს დროში ცვალებადი პარამეტრებით, რომელიც მოიცავს სამ ძირითად ცვლადს: რეალური მშპ-ს ზრდის დონეს, PCE ინფლაციასა და მოკლევადიან რეალურ საპროცენტო განაკვეთს. იდენტიფიკაციის ეს მიდგომა უფრო მოქნილია და უბრალოდ ამ ცვლადებს შორის კორელაციებს ასახავს. პარამეტრების მერყეობის შეზღუდვით ლუბიკმა და მათისმა მოახერხეს მოდელის ადაპტაცია Covid-19 შოკისა და პანდემიის შემდგომი პერიოდისთვის (Lubik and Matthes, 2023). ავტორების თანახმად, ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთის შეფასება, რომელიც შეესაბამება წონასწორობას მოქნილი ფასებით, რეალური საპროცენტო განაკვეთის ხუთი წლის შემდგომი პროგნოზია. მიღებული შედეგები განსხვავდება HLW-ის შედეგებისგან რამდენიმე ისტორიულ ეპიზოდში, რაც მიუთითებს იმაზე, რომ სტრუქტურული განტოლებებით შეფასებული ბუნებრივი განაკვეთი უკეთ ითვალისწინებს ეკონომიკაში სტრუქტურულ ცვლილებებს, რომლებმაც შესაძლოა ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება გამოიწვიოს. მსგავსი მეთოდოლოგია გამოიყენა დელ ნეგრომ (Del Negro, 2019), რომელიც მოიცავს საერთო კომპონენტებიან VAR მოდელს და აფასებს ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთს, როგორც მოკლევადიანი რეალური საპროცენტო განაკვეთის ტრენდს. გარდა ამისა, ავტორები აღნიშნავენ, რომ არსებობს საერთო გლობალური ფაქტორი ქვეყნებს შორის, რაც ხაზს უსვამს ღია ეკონომიკის მახასიათებლების გათვალისწინების მნიშვნელობას ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთის შეფასებისას.

კიდევ ერთ მიდგომას ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთის შესაფასებლად, გარდამავად-სტრუქტურული და დროის მწკრივების მეთოდებისა, წარმოადგენს სრულად სტრუქტურული მაკროეკონომიკური მოდელები. მიუხედავად იმისა, რომ ეს მიდგომა მოდელის არასწორი სპეციფიკაციის შემთხვევაში დიდ ცდომილებებს შეიცავს, იგი შესაძლებელს ხდის ფაქტორების ფართო სპექტრის გათვალისწინებას, რომლებიც, შესაძლოა, ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთზე ზემოქმედებდნენ. ლიტერატურაში ერთ-ერთი მიმართულება იყენებს ახალ-კეინზიანურ DSGE მოდელებს (Del Negro et al., 2017), რომელშიც ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთი განისაზღვრება როგორც მოკლევადიანი რეალური განაკვეთი მოქნილი ფასების ეკონომიკაში, სადაც გამოშვება ბუნებრივ (მოქნილი ფასების) დონეზეა. ობსტელდის მიხედვით (Obstfeld, 2023), ეს ინტერპრეტაცია თანხვედრაშია გრძელვადიანი წონასწორობის განაკვეთთან, რადგან იგი ეფუძნება წონასწორობის რეალური საპროცენტო განაკვეთის მოსალოდნელ დონეს. ალტერნატიულად, ზოგიერთი მკვლევარი იყენებს თაობათა ცვლისა და გადაფარვის (OLG) მოდელებს (Platzer and Peruffo, 2022; Rachel and Summers, 2019), რომელიც საშუალებას იძლევა გაანალიზდეს სასიცოცხლო ციკლის დინამიკა შემოსავლების კონტექსტში შეზღუდული დროის ჰორიზონტში. ამ მიდგომით შესაძლებელია გრძელვადიანი განმსაზღვრელი ფაქტორების, როგორიცაა მოსახლეობის ზრდა, უთანასწორობა, დანაზოგებისა და ინვესტიციების დისბალანსები და სხვა ეკონომიკური ფაქტორების შესწავლა.

კიდევ ერთი მიმართულება ლიტერატურაში ფინანსური ბაზრების მონაცემებსა და გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების დროით სტრუქტურას იყენებს გრძელვადიანი რეალური საპროცენტო განაკვეთის პროგნოზის მისაღებად (Adrian et al., 2013; Hördahl and Tristani, 2014). ეს მიდგომა ეფუძნება მთავრობის ობლიგაციების ვადიანობის სპექტრიდან მიღებულ ინფორმაციას, სადაც გრძელვადიანი

შემოსავლიანობა იშლება რამდენიმე კომპონენტად: მოსალოდნელი რეალური მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი, მოსალოდნელი ინფლაცია, რეალური ვადიანობის რისკის პრემია და ინფლაციის რისკის პრემია. რეალური განაკვეთები მიიღება ნომინალური განაკვეთების კორექტირებით ბაზარზე ან გამოკითხვებზე დაფუძნებული ინფლაციის მოლოდინებით. ამ დეკომპოზიციის პირველი კომპონენტი ასახავს ბაზარზე დაფუძნებულ ბუნებრივ რეალურ საპროცენტო განაკვეთს.

მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნული მეთოდოლოგიები მნიშვნელოვან წიაღსვლებს გვთავაზობს, მრავალი კვლევა არასაკმარისად, ან საერთოდ არ ითვალისწინებს ღია ეკონომიკის მახასიათებლებს. მცირე ღია ეკონომიკებისთვის გლობალური ფინანსური პირობები და გლობალური ფაქტორები გადამწყვეტ როლს თამაშობს (Rachel and Smith, 2015), რადგან ამ ეკონომიკებში ისინი ხშირად აღიქმება როგორც ეგზოგენური მოვლენები, მათზე ზემოქმედების შეზღუდული შესაძლებლობების გამო. როგორც ობსტელდი აღნიშნავს (Obstfeld, 2023), შიდა დანაზოგები და ინვესტიციები არ არის აუცილებლად ერთმანეთის ტოლი, რადგან ბევრ ქვეყანას გააჩნია მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი ან პროფიციტი. შედეგად, ისეთი ფაქტორები, როგორიცაა კაპიტალის ნაკადები და კონკრეტული ქვეყნების გრძელვადიანი რისკის პროფილი, ამ ეკონომიკებში შეიძლება მნიშვნელოვან გავლენას ახდენდეს ნეიტრალურ და ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთებზე.

მარტივ ნახევრად-სტრუქტურულ მოდელში წონასწორობის რეალური გაცვლითი კურსის ჩართვა ღია ეკონომიკის ასპექტების გათვალისწინების საშუალებას იძლევა. ცენტრალური ბანკები, რომლებმაც მონეტარული პოლიტიკის ჩარჩოდ პროგნოზირებისა და პოლიტიკის ანალიზის სისტემა (FPAS) აირჩიეს, ნეიტრალური და ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთების განსაზღვრისთვის ნახევრად-სტრუქტურულ პროგნოზირების მოდელებს იყენებენ, სადაც ითვალისწინებენ როგორც რეალური გაცვლითი

კურსის ტრენდს, ისე პოტენციურ ეკონომიკურ ზრდას. ამ მიდგომის თვალსაჩინო მაგალითია კასტაინგი (Castaing et al., 2024), რომელიც იყენებს კვარტალურ ნახევრად-სტრუქტურულ მოდელს ახალ-კეინზიანური მახასიათებლებით, რათა შეაფასოს ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთი ახალი ზელანდიისთვის. მოდელი ითვალისწინებს წონასწორული რეალური გაცვლითი კურსის დინამიკასა და გლობალურ ნეიტრალურ საპროცენტო განაკვეთს რეალური დაუზღვეველი საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტის (UIP) პირობის მეშვეობით. მსგავსად, ჰლედიკი და ვლჩეკი (Hlédik and Vlček, 2018) და ბულირი და ვლჩეკი (Buliř and Vlček, 2024) ნახევრად-სტრუქტურულ მოდელს იყენებენ ჩეხეთის ეკონომიკისთვის, სადაც HLW ჩარჩოს აფართოებენ არა მხოლოდ პოტენციური ზრდით, არამედ რეალური გაცვლითი კურსის გამყარების ტრენდით. პოტენციური ზრდის კორექტირება წონასწორული რეალური გამყარებით, საშუალებას იძლევა, აღიბეჭდოს არა მხოლოდ პროდუქტიულობის ზრდით მიღებული შემოსავლები, არამედ განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკური დაახლოების (Convergence) პროცესი განვითარებულ ქვეყნებთან. მეორეს მხრივ, HLW-თან შედარებით, ეს მიდგომა ითვალისწინებს რაციონალურ მოლოდინებს და მოდელს ასრულებს მონეტარული პოლიტიკის წესის განსაზღვრით. ავტორები ასკვნიან, რომ პოტენციური ეკონომიკური ზრდა ნეიტრალურ საპროცენტო განაკვეთზე დადებით გავლენას ახდენს, ხოლო რეალური გაცვლითი კურსის გამყარების ტრენდი მას ამცირებს, რადგან იგი ზრდის უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ინვესტიციების შემოსავლიანობას.

თეორიული ჩარჩო და გამოყენებითი მეთოდოლოგია

თეორიული ჩარჩო

აღნიშნულ ქვეთავში წარმოდგენილი თეორიული ჩარჩოს მიხედვით, რომელიც დიდწილად მორის ობსფელდის (2023) მიდგომას ეფუძნება, ვაფასებთ როგორც ნეიტრალურ, ისე ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთებს. მიუხედავად

იმისა, რომ ამ განაკვეთების ძირითადი განმსაზღვრელი ფაქტორები მსგავსია, მათი ძირითადი განმასხვავებელი ფაქტორი დროითი ჰორიზონტია. გარდა ამისა, მკაფიოდ ვასხვავებთ რეალურ და ნომინალურ განაკვეთებს, სადაც რეალური განაკვეთი ინფლაციის მოლოდინებით კორექტირდება. აღნიშნული წარმოდგენს საშუალო და გრძელვადიანი განაკვეთების მოკლევადიანისგან გამიჯვნის ერთ-ერთ მთავარ კრიტერიუმს. საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში, ინფლაციის მოლოდინები, როგორც წესი, თანხვედრაშია ცენტრალური ბანკის მიზნობრივ მაჩვენებელთან, თუ მის პოლიტიკას სანდოობა აქვს. თუმცა, მოკლევადიან პერიოდში, მოლოდინები შეიძლება განსხვავდებოდეს მიზნობრივი მაჩვენებლისგან. ამ უკანასკნელის გათვალისწინებით, გრძელვადიანი კონცეფცია შეიძლება დაკორექტირდეს მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის – რომელსაც ნეიტრალურ განაკვეთს (NIR) ვუწოდებთ – შესაფასებლად, რისთვისაც საჭიროა ინფლაციის მოლოდინების ციკლური ფაქტორების და შიდა თუ გარე რეალური ტრენდების გათვალისწინება. თავის მხრივ, ბუნებრივი განაკვეთი, რომელიც უფრო მჭიდროდ უკავშირდება გრძელვადიან კონცეფციას, ამ ჩარჩოში მოიაზრება, როგორც გრძელვადიანი ნეიტრალური განაკვეთი და ამ ტერმინს მის სინონიმად ვიყენებთ.

ნეიტრალურ და ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთებს შორის განსხვავების მეორე კრიტერიუმი ეფუძნება რეალური საპროცენტო განაკვეთების ტრენდებისა და მდგრადი დონეების გამიჯვნას. პირველ შემთხვევაში საქმე გვაქვს მოკლევადიან ცნებასთან (r^*), მაშინ როცა მეორეს უფრო გრძელვადიანი ხასიათი აქვს ($\bar{r}$) და, მეტწილად, გრძელვადიანი დეტერმინანტებით განისაზღვრება, რომელიც უკავშირდება როგორც გლობალურ, ისე ადგილობრივ ფაქტორებს. აღნიშნული განაკვეთი შეიძლება გაანალიზდეს მოთხოვნისა და მიწოდების დინამიკის კონტექსტში (Rachel and Smith, 2015). გრძელვადიანი $\bar{r}$ -ის ანალიზის ყველაზე გავრცელებული მიდგომა გულისხმობს დანაზოგებისა (S) და ინვესტიციების (I) ბალანსის და მათი გრძელვადიანი

დეტერმინანტების განხილვას, როგორცაა პროდუქტიულობის ზრდა, დემოგრაფიული ცვლილებები, უთანასწორობა, ფინანსური სისტემის რისკები, ქვეყნის რისკ-პრემია და ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკა. მაგალითად, თუ განვიხილავთ რამზის (Ramsey) მოდელს მოსახლეობის ზრდითა და CRRA პრეფერენციების მქონე ეკონომიკური აგენტებით, რეალური საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც უზრუნველყოფს წონასწორობას დანაზოგებსა და ინვესტიციებს შორის, შეიძლება განისაზღვროს შემდეგნაირად:

$$\bar{r} = 1/\sigma g + n + \rho \quad (3.1.1)$$

სადაც n აღნიშნავს მოსახლეობის ზრდას, σ – დროში ჩანაცვლების ელასტიურობას, g – პროდუქტიულობის ზრდას, ხოლო ρ – დროით პრეფერენციებს.

ამგვარად, დემოგრაფიული ვითარება ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთის ($\bar{r}$) კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი განმსაზღვრელია. თუმცა, დემოგრაფიასა და ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთს შორის კავშირი საკმაოდ კომპლექსურია. მოსახლეობის ზრდის გათვალისწინება რამზის (Ramsey) მოდელში მხოლოდ ამ დამოკიდებულების გამარტივებულ ხედვას იძლევა, მაშინ როდესაც მოსახლეობის ასაკობრივი კომპოზიცია არანაკლებ მნიშვნელოვანია, ვიდრე მისი საერთო რაოდენობის ზრდა. OLG მოდელები უფრო კომპლექსურ მიდგომას გვთავაზობს, რადგან ისინი სასიცოცხლო ციკლის დინამიკასა და მოსახლეობის ასაკობრივ სტრუქტურას ითვალისწინებს გრძელვადიანი რეალური საპროცენტო განაკვეთის განსაზღვრისას.

ღია ეკონომიკებში ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთზე ($\bar{r}$) გავლენას ახდენს შიდა და გარე დანაზოგებისა და ინვესტიციების ბალანსი; უფრო მაღალი ადგილობრივი $\bar{r}$ საგარეო $\bar{r}$ -თან შედარებით შეიძლება მიუთითებდეს ადგილობრივ კაპიტალის უფრო მაღალ მომგებიანობაზე (Obstfeld and Rogoff, 1994). სასურველ ინვესტიციას, რომელიც დამოკიდებულია

ისეთ ფაქტორებზე, როგორცაა საინვესტიციო საქონლის შედარებითი ფასი, საჯარო ინვესტიციების დონე და საკრედიტო სპრედები, ასევე კრიტიკული როლი აქვს r -ის ფორმირებაში (Rachel and Smith, 2015). ამგვარად, მიუხედავად იმისა, რომ რამზის მოდელი გრძელვადიანი r -ის ფორმირებაში პროდუქტიულობის როლს უსვამს ხაზს, მასზე გავლენა დამოკიდებულია დემოგრაფიული ცვლილებების, ტექნოლოგიური პროგრესისა და ფინანსური პირობების კომბინაციაზე.

გარდა სეკულარული ფაქტორებისა, რომლებიც ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთზე გავლენას ახდენენ, გრძელვადიან რეალურ საპროცენტო განაკვეთზე შეიძლება ფისკალურმა და მონეტარულმა პოლიტიკამაც იმოქმედოს. თუ განვიხილავთ ჰეტეროგენული აგენტების მიდგომას, სადაც შინამეურნეობები იდიოსინკრატული რისკის წინაშე დგანან და აქტივების ბაზარი არასრულყოფილია, შინამეურნეობებმა შესაძლოა მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ფლობა არჩიონ, რათა თავი დაიზღვიონ რისკებისგან. ამგვარად, ფისკალური ხარჯვის შედეგად სახელმწიფო ვალის მოცულობის ზრდა საერთო დანაზოგებს ამცირებს და ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთს ზრდის (Rachel and Summers, 2019; Campos et al., 2024). რაც შეეხება მონეტარულ პოლიტიკას, ტრადიციული მიდგომის თანახმად, მონეტარული პოლიტიკა გრძელვადიან პერიოდში ნეიტრალურია. თუმცა, ზოგიერთი კვლევა საპირისპირო დასკვნამდე მიდის და აღნიშნავს, რომ ექსპანსიურმა მონეტარულმა პოლიტიკამ შესაძლოა რესურსების უფრო ეფექტიანი გადანაწილება და პროდუქტიულობის ზრდა წაახალისოს, რითაც ინოვაციასა და ეკონომიკურ განვითარებას შეუწყობს ხელი (Benigno et al., 2024). მეორე მხრივ, ზედმეტად ექსპანსიურმა მონეტარულმა პოლიტიკამ შეიძლება ვალის ჭარბი დაგროვება გამოიწვიოს, რაც მოთხოვნასა და ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთს შეამცირებს.

გარდა შიდა მაკროეკონომიკური ბალანსის ჩარჩოსი, რომელიც ბუნებრივი რეალური

საპროცენტო განაკვეთის ჩამოყალიბებაზე სასურველი ინვესტიციებისა და დანაზოგების გავლენას უსვამს ხაზს, რეალური დაუზღვეველი საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტის მიდგომა დამატებით პერსპექტივას გვთავაზობს როგორც r^* , ისე $\bar{r}$ -ის გასაანალიზებლად. ეს მიდგომა გამოიყენება ინფლაციის თარგეტირების მქონე ქვეყნებში, სადაც მონეტარული პოლიტიკა FPAS ჩარჩოთი წარიმართება ახალ-კეინზიანურ DSGE მოდელებთან ერთად. ამ მიდგომის მიხედვით, r^* ასახავს ჰიპოთეტურ რეალურ საპროცენტო განაკვეთს, რომელიც იარსებებდა ეკონომიკაში ფრიქციების – ნომინალური სიხისტეების გარეშე (Lindé et al., 2022).

რეალური დაუზღვეველი საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტი (Real UIP) ეფუძნება ლოგიკას, რომ იგი ასახავს ინვესტიციების ინდიფერენტულობას ადგილობრივი და უცხოური მთავრობის ობლიგაციებში ინვესტიციის მიმართ, და აკავშირებს ადგილობრივ რეალურ საპროცენტო განაკვეთს, რეალურ გაცვლით კურსსა (RER) და ქვეყნის რისკს უცხოურ რეალურ საპროცენტო განაკვეთთან. ეს კავშირი აღიწერება შემდეგი განტოლებით:

$$r_t^* = r_{f,t}^* + \overline{\text{prem}}_t - \Delta Z_t \quad (3.1.2)$$

სადაც, r_t^* აღნიშნავს ადგილობრივ რეალურ ნეიტრალურ განაკვეთს, $r_{f,t}^*$ – უცხოურ რეალურ ნეიტრალურ განაკვეთს, $\overline{\text{prem}}$ – ქვეყნის წონასწორულ რისკ-პრემიას, ხოლო ΔZ_t – რეალური გაცვლითი კურსის ტრენდის გამყარებას.

დაუზღვეველი რეალური საპროცენტო განაკვეთის პირობა (Real UIP) ხაზს უსვამს როგორც გლობალური, ისე შიდა ფაქტორების გავლენას როგორც r^* -ზე, ისე $\bar{r}$ -ზე. მაგალითად, გლობალური რეალური საპროცენტო განაკვეთის ზრდა საგარეო აქტივებს უფრო მიმზიდველს ხდის, რაც კაპიტალის გადინებას აძლიერებს და ადგილობრივ რეალურ ნეიტრალურ განაკვეთებზე ზრდის მიმართულებით მოქმედებს, რათა შემცირდეს გაუფასურების რისკი და ახალი წონასწორობა დამყარდეს.

ასევე, ბალასა-სემუელსონის თეორიის თანახმად, პროდუქტიულობის ზრდამ, განსაკუთრებით ვაჭრობად სექტორში, შეიძლება გამოიწვიოს შედარებით მაღალი ფასები სავაჭრო პარტნიორებთან შედარებით. ეს კი, თავის მხრივ, შეიძლება რეალური გაცვლითი კურსის გამყარებაში ითარგმნოს, რაც, მსყიდველობითი უნარის პარიტეტის (PPP) შესაბამისად, ადგილობრივი რეალური საპროცენტო განაკვეთის შემცირებაში აისახება.

გარდა ამისა, პროდუქტიულობის გაუმჯობესებამ და სუვერენული რისკ-პრემიის შემცირებამ შესაძლოა შეამციროს ვადიანობის რისკის პრემია (term premium) და რეალური ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთი. თუმცა, პროდუქტიულობის ზრდის გავლენა რეალურ საპროცენტო განაკვეთზე შეიძლება იყოს საკმაოდ არაერთგვაროვანი. თუ პროდუქტიულობის გაუმჯობესება აუმჯობესებს მომავალი შემოსავლის მოლოდინს, ამან შესაძლოა შეამციროს მიმდინარე დანაზოგების საჭიროება, რაც, მოკლევადიან პერიოდში, რეალურ საპროცენტო განაკვეთზე შემცირების მიმართულებით იმოქმედებს. თუმცა, თუ პროდუქტიულობის გაუმჯობესება მნიშვნელოვნად ზრდის ინვესტიციებზე მოთხოვნას, ამან შესაძლოა რეალურ საპროცენტო განაკვეთი გაზარდოს.

აღსანიშნავია, რომ ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთი, ანუ გრძელვადიანი ნეიტრალური განაკვეთი, პოლიტიკის გამტარებლებს არ აძლევს ინფორმაციას რეალურ განაკვეთზე, რომელიც მიმდინარე ეკონომიკური პირობებისა და შოკების შესაბამისია. მოკლევადიანი ნეიტრალური განაკვეთი კი უფრო ინფორმატიული და მონეტარული პოლიტიკის მიმდინარე მდგომარეობის ამსახველი რომ იყოს, აუცილებელია ამ ცნების გაფართოება და იმ ფაქტორების მოკლევადიანი ტრენდების გათვალისწინება, რომლებიც მას აყალიბებს. კერძოდ, როგორცაა: ქვეყნის რისკ-პრემია, გლობალური რეალური განაკვეთი, გაცვლითი კურსი. ეს კი შესაძლებელია ამ ფაქტორების ტრენდებისა და მდგრადი მდგომარეობის (steady-state) ფრთხილი კალიბრაციით.

მოკლევადიანი და გრძელვადიანი ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთების (NIR) შედარება აჩვენებს, რომ მონეტარული პოლიტიკა, შესაძლოა, მოკლევადიან პერიოდში გრძელვადიანთან შედარებით უფრო შემზღუდველი ან ექსპანსიური იყოს. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის პოზიციის შეფასებისა და ადეკვატური გადაწყვეტილებების მიღებისთვის აუცილებელია ორივე კომპონენტის ანალიზი.

გამოყენებითი მეთოდოლოგია: ახალი კეინზიანური მოდელი

ეს ქვეთავი აღწერს კვარტალური პროგნოზირების მოდელის (GEMO) ძირითად განტოლებებს, რომელიც გამოიყენება პროგნოზირებისა და პოლიტიკის ანალიზისთვის საქართველოს ეროვნულ ბანკში (Tvalodze et al., 2016). ეს არის

„ნახევრად-სტრუქტურული (Semi-structural) გაპის მოდელი“ რაციონალური მოლოდინებით. იგი აერთიანებს ახალ-კეინზიანური „DSGE მოდელების“ მთავარ პრინციპებს ნომინალური და რეალური სიხისტის შესახებ და ასევე ემპირიულ თვისებებს, რომლებიც საქართველოს ეკონომიკის სპეციფიკას შეესაბამება. GEMO მოდელი მნიშვნელოვან ანალიტიკურ ინსტრუმენტს წარმოადგენს როგორც მოკლევადიანი, ისე გრძელვადიანი ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთების შეფასებისთვის.

მოდელი შედგება ოთხი ძირითადი ბლოკისგან¹, რომლებიც ასახავს მცირე ღია ეკონომიკის ტიპურ მახასიათებლებს. ერთობლივი მოთხოვნის ბლოკი წარმოდგენილია IS მრუდით:

$$\hat{y}_t = \alpha_1 \hat{y}_{t-1} + \alpha_2 E_t \{\hat{y}_{t+1}\} - \alpha_3 (\hat{r}_{t-1}^{eff} + \widehat{prem}_{t-1}) - \alpha_5 \hat{z}_{t-1} + \alpha_6 \hat{y}_t^* + \alpha_7 \hat{g}_t - \alpha_8 \hat{s}_t^{\frac{GEL}{USD}} + \alpha_9 \hat{cr}_t + \varepsilon_t^y \quad (3.2.1)$$

გამოშვების გაპი ($\hat{y}_t$) დამოკიდებულია მის წარსულ მნიშვნელობაზე ($\hat{y}_{t-1}$), რაც ერთობლივი მოთხოვნის პერსისტენტულობას ასახავს; მოსალოდნელი გამოშვების გაპზე, რომელიც ეფუძნება t პერიოდში არსებულ ინფორმაციას ($E_t \{\hat{y}_{t+1}\}$). გამოშვების გაპი ასევე დაკავშირებულია რეალური ეფექტური საპროცენტო განაკვეთის გაპთან ($\hat{r}_{t-1}^{eff}$), რომელიც წარმოადგენს ადგილობრივი და უცხოური საპროცენტო განაკვეთების შეწონილ საშუალოს და ასახავს მონეტარული პოლიტიკის საპროცენტო არხის გავლენას; ქვეყნის რისკ-პრემიის გაპის ლაგთან ($\widehat{prem}_{t-1}$). დამატებით, გამოშვების გაპი ასევე დამოკიდებულია რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის წარსულ მნიშვნელობაზე ($\hat{z}_{t-1}$), რომელიც წმინდა ექსპორტის ეფექტს აღწერს; საგარეო მოთხოვნის ეფექტის გასათვალისწინებლად – საგარეო გამოშვების გაპზე ($\hat{y}_t^*$); მთავრობის სტრუქტურული ბიუჯეტის დეფიციტის გაპზე ($\hat{g}_t$); ასევე, ფინანსური დოლარიზაციის საბალანსო უწყისის ეფექტი წარმოდგენილია ლარის აშშ

დოლართან გაცვლითი კურსის გაპით ($\hat{s}_t^{\frac{GEL}{USD}}$)

ასევე, ერთობლივ მოთხოვნაზე გავლენას ახდენს საკრედიტო გაპი ($\hat{cr}_t$), რომელიც მონეტარული პოლიტიკის საკრედიტო არხის ასახვაა; და მოთხოვნის შოკი (ε_t^y).

რეალური ეფექტური საპროცენტო განაკვეთი განისაზღვრება შემდეგი განტოლებით:

$$\hat{r}_t^{eff} = \sigma \hat{r}_t^{ld} + (1 - \sigma) \hat{r}_t^{lfx} \quad (3.2.2)$$

სადაც $\hat{r}_t^{ld}$ ადგილობრივი რეალური საპროცენტო განაკვეთია, გამოთვლილი, როგორც სხვადასხვა ვადიანობის ადგილობრივი საპროცენტო განაკვეთების შეწონილი საშუალო, ხოლო $\hat{r}_t^{lfx}$ აშშ დოლარში გამოხატული რეალური საპროცენტო განაკვეთია, რომელიც გამოითვლება ადგილობრივის მსგავსად, აშშ დოლარში გამოხატული სხვადასხვა ვადიანობის საპროცენტო განაკვეთები გამოყენებით. მიწოდების მხარე ახალ-კეინზიანური ჰიბრიდული ფილიპსის მრუდით აღიწერება:

1. მოდელის დეტალური დოკუმენტაციისთვის იხილეთ საქართველოს ეროვნული ბანკის პროგნოზირებისა და პოლიტიკის ანალიზის სისტემა (Tvalodze et al., 2016).

$$\pi_t = \beta_1(\beta_2\pi_t^m + (1 - \beta_2)[\beta_3\pi_{t-1} + (1 - \beta_3)\pi_t^e]) + (1 - \beta_1)(\beta_4\pi_t^{oil} + (1 - \beta_4)\pi_t^{food}) + \beta_5\hat{y}_t - \beta_6\hat{z}_t + \beta_7\hat{s}_t^{\frac{GEL}{USD}} + \varepsilon_t^\pi + u_t^\pi + \rho l * u_{t-1}^\pi \quad (3.2.3)$$

განტოლება (3.2.3)-ში π_t წარმოდგენს კვარტალურ განლიურებულ მთლიან ინფლაციას, რომელიც დამოკიდებულია იმპორტირებულ ინფლაციაზე (π_t^m); მთლიანი ინფლაციის ლაგზე (π_{t-1}) და ინფლაციურ მოლოდინებზე (π_t^e), ნავთობისა (π_t^{oil}) და სურსათის ფასების (π_t^{food}) ინფლაციაზე, რომლებიც ამ ცვლადების მთლიან ინფლაციაზე პირდაპირ ეფექტს ითვალისწინებს და რომლებიც, თავის მხრივ, ეგზოგენურ პროცესებადაა წარმოდგენილი. აღნიშნული ცვლადები მჭიდრო კავშირშია საერთაშორისო სასაქონლო ფასებსა და აშშ დოლარის გაცვლით კურსთან; გამოშვების გაზი (y_t) მოთხოვნის მხრიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს იჭერს; რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაზი (z_t) აღწერს იმპორტირებული შუალედური საქონლის ფასების ეფექტს; აშშ დოლარის გაცვლითი კურსის ($\hat{s}_t^{\frac{GEL}{USD}}$) გაზი, რომელიც მოიცავს აშშ დოლარში დენომინირებული ვალის მომსახურების ხარჯს იმ ფირმებისთვის, რომლებიც ფინანსურად დოლარიზებული არიან; და სტანდარტული მიწოდების შოკი (ε_t^π) მაღალი სიხშირის მიწოდების შოკებთან ($u_t^\pi + \rho l * u_{t-1}^\pi$) ერთად.

ინფლაციური მოლოდინები (π_t^e) წარმოდგენილია, როგორც წარსული ინფლაციისა (π_{t-1}) და ინფლაციის რაციონალური მოლოდინების ($E_t\{\pi_{t+1}\}$) შეწონილი კომბინაცია და ინფლაციური მოლოდინების შოკი:

$$\pi_t^e = \delta E_t\{\pi_{t+1}\} + (1 - \delta)\pi_{t-1} + \varepsilon_t^{\pi^e} \quad (3.2.4)$$

ნომინალური გაცვლითი კურსი აკმაყოფილებს დაუზღვეველი საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტის (UIP) პირობას:

$$i_t - i_t^* = 4\left(\hat{s}_t^{\frac{GEL}{USD^e}} - \hat{s}_t^{\frac{GEL}{USD}}\right) + prem_t + \varepsilon_t^s \quad (3.2.5)$$

რომლის თანახმადაც ადგილობრივი (i_t) და უცხოური (i_t^*) მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების დიფერენციალი კომპენსირებულია მოსალოდნელი განლიურებული გაუფასურებით

$$4\left(\hat{s}_t^{\frac{GEL}{USD^e}} - \hat{s}_t^{\frac{GEL}{USD}}\right)$$

შესწორებული ქვეყნის რისკ-პრემიით ($prem_t$), რაც უზრუნველყოფს არბიტრაჟის არარსებობას ადგილობრივ და უცხოურ აქტივებს შორის. და ბოლოს, მონეტარული პოლიტიკის რეაქციის ფუნქცია წარმოდგენილია ტელიორის ტიპის წესით:

$$i_t = \gamma_1 i_{t-1} + (1 - \gamma_1)[i_t^N + \gamma_2 E_t(\pi_{4,t+4} - \pi_{t+4}^{tar}) + \gamma_3 \hat{y}_t] + \varepsilon_t^i - \gamma_4 \varepsilon_t^T \quad (3.2.6)$$

სადაც i_t ნომინალური პოლიტიკის განაკვეთია, i_t^N - ნეიტრალური ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი, $\pi_{4,t+4}$ - წელიწადში მოსალოდნელი ინფლაცია მომავალ წელს, π_{t+4}^{tar} - ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი მომავალ წელს და ε_t^i - სტანდარტული მონეტარული პოლიტიკის შოკი.

მონეტარული პოლიტიკის წესი უზრუნველყოფს, რომ პოლიტიკის განაკვეთი რეაგირებს როგორც მომდევნო წლის მოსალოდნელი ინფლაციის გადახრაზე მის სამიზნე მაჩვენებლიდან, ასევე გამოშვების გაპზე (output gap). პოლიტიკა პირველ ფაქტორზე უფრო ძლიერად რეაგირებს, ვიდრე

მეორეზე. გარდა ამისა, პოლიტიკის წესში წინა პერიოდის განაკვეთის ჩართვა უზრუნველყოფს ინერციას პოლიტიკის ცვლილებაში. საბოლოოდ, ეს წესი მოიცავს ნომინალურ ნეიტრალურ განაკვეთს (i_t^N), რომლის ბუსტი განმარტებაც კრიტიკულად მნიშვნელოვანია მონეტარული პოლიტიკის განმახორციელებლებისთვის, რადგან ის მნიშვნელოვან ორიენტირს წარმოადგენს პოლიტიკის გამკაცრების ან შერბილების საჭიროების განსაზღვრისას.

ნომინალური ნეიტრალური განაკვეთი (i_t^N), რომელიც წარმოადგენს მონეტარული პოლიტიკის

ორიენტირს, განისაზღვრება, როგორც რეალური ნეიტრალური განაკვეთისა და მოსალოდნელი ინფლაციის ჯამი. მოკლევადიან პერიოდებში ინფლაციური მოლოდინების საზომად აღებულია 1 წლის შემდგომ მოსალოდნელი ინფლაცია, ხოლო გრძელვადიანი პერსპექტივაში 1 წლის შემდგომ ინფლაციის მოსალოდნელი მიზნობრივი დონე. ასევე, ნეიტრალურ განაკვეთს ახასიათებს პერსისტენტულობა:

$$i_t^N = \gamma_5 i_{t-1}^N + (1 - \gamma_5)(\bar{r}_t + E_t\{\pi_{t+4}\}) \quad (3.2.7)$$

რეალური ნეიტრალური განაკვეთი, თავის მხრივ, განისაზღვრება რეალური დაუზღვეველი საპროცენტო განაკვეთის პირობით (real UIP):

$$\bar{r}_t = \rho_r \bar{r}_{t-1} + (1 - \rho_r)(\bar{r}_t^* + \overline{prem}_t - E_t\{\Delta \bar{Z}_{t+1}\}) \quad (3.2.8)$$

რეალური ნეიტრალური განაკვეთი დამოკიდებულია უცხოურ რეალურ ნეიტრალურ განაკვეთზე (ნეიტრალურ განაკვეთზე აშშ-ში), რადგან საქართველო, როგორც მცირე, ღია ეკონომიკა, გლობალური კაპიტალის ნაკადებისა და ფინანსურ პირობების ძლიერ ზეგავლენას განიცდის. გარდა ამისა, მასზე გავლენას ახდენს სეკულარული ფაქტორები, როგორიცაა პროდუქტიულობის ზრდა, რომელიც აისახება რეალური გაცვლითი კურსის გამყარების ტრენდში. პროდუქტიულობის უფრო მაღალი ზრდა, როგორც წესი, იწვევს რეალური გაცვლითი კურსის გამყარების ტრენდს, რაც თავის მხრივ, ამცირებს ნეიტრალურ საპროცენტო განაკვეთს. მეორე მხრივ, რეალური ნეიტრალური განაკვეთი ასევე დამოკიდებულია ქვეყნის რისკის პრემიის ტრენდზე/მდგრად დონეზე – თუ ქვეყნის რისკის პრემია იზრდება, ეს იწვევს შიდა რეალური ნეიტრალური განაკვეთის ზრდას, რადგან ინვესტორები ინვესტიციას გრძელვადიან პერსპექტივაში უფრო სარისკოდ აღიქვამენ და ითხოვენ უფრო მაღალ კომპენსაციას, რაც გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს ზრდის.

შედეგების განხილვა

საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა (სებ) 2009 წელს ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი დაწესა, რომლის მთავარი ინსტრუმენტი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთია (რეფინანსირების განაკვეთი). საწყის ეტაპზე, ინფლაციის შედარებით მსუბუქი თარგეთირების რეჟიმი მოქმედებდა (ე.წ. LITE), თუმცა 2016 წელს სებ სრულფასოვანი თარგეთირების რეჟიმზე გადავიდა, რაც მონეტარული პოლიტიკის საპროგნოზო ტრაექტორიის კომუნიკაციას მოიცავდა (forward guidance). აღსანიშნავია, რომ გასული ათწლეულის განმავლობაში, მიუხედავად სხვადასხვა სახის მიწოდებისა და მოთხოვნის შოკებისა, სებ-ი ინარჩუნებს სანდოობას, რაც სხვადასხვა ინდიკატორში ვლინდება. მათ შორის, სახაზინო ფასიანი ქაღალდების განაკვეთებსა (Yield Curve) და ფინანსური ბაზრებისა და სანარმოთა ინფლაციური მოლოდინების კვლევებში.

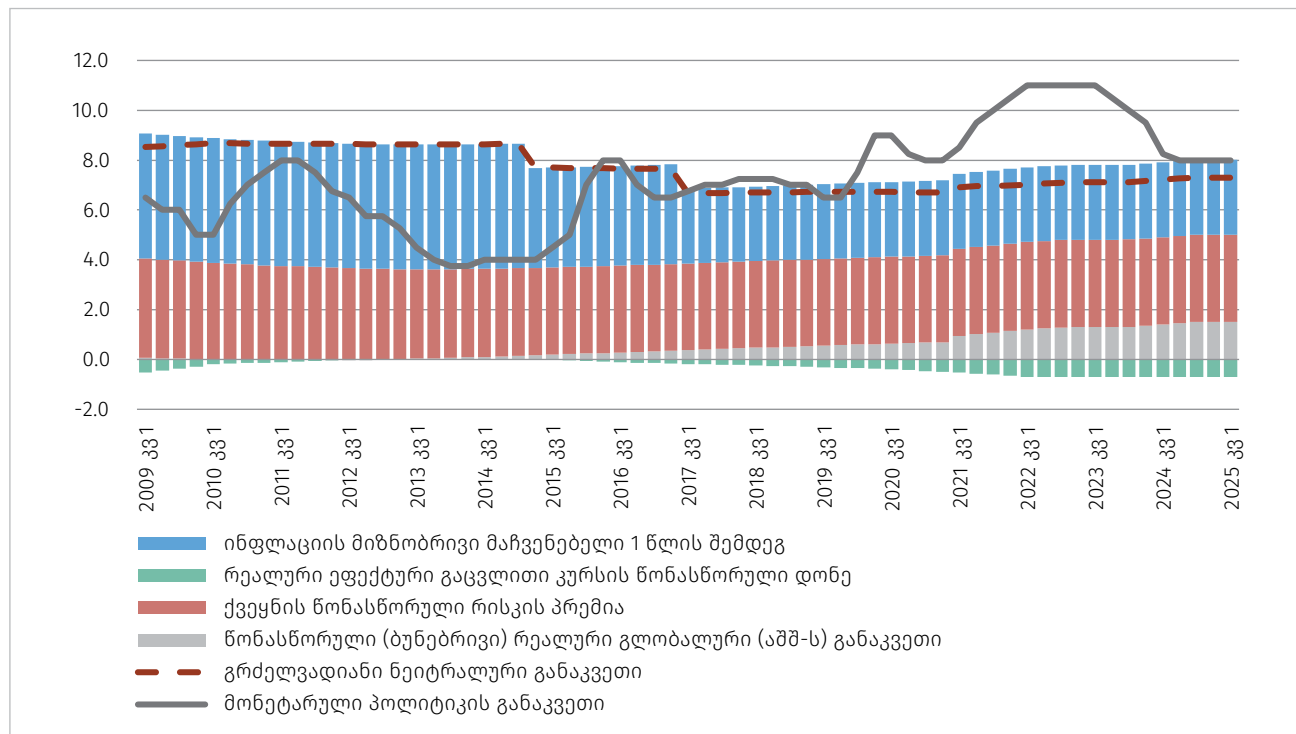
საქართველოსთვის ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთის ანალიზისას ვიყენებთ როგორც ემპირიულ მტკიცებულებებს, ისე თეორიულ მიდგომებს მოკლე და გრძელვადიანი წონასწორული დონეების შესაფასებლად და შემდგომ, ამ შეფასებათა ინტეგრირებას ვახდენთ რეალური დაუზღვეველი საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტის (UIP) პირობაში. კერძოდ, გრძელვადიანი წონასწორული დონეები კალიბრირებულია ქვეყნისა და მისი სავაჭრო პარტნიორების სტრუქტურული ცვლილებების გათვალისწინებით, ხოლო მოკლევადიანი ნეიტრალური განაკვეთისთვის ტრენდების შეფასება მეტწილად ითვალისწინებს მიმდინარე და საშუალოვადიან ტენდენციებს. როგორც აღინიშნა, ამ კვლევაში „ბუნებრივ განაკვეთს“ განვიხილავთ როგორც გრძელვადიან ნეიტრალურ საპროცენტო განაკვეთს, ხოლო მისი მოკლევადიან ანალოგს ვუწოდებთ მოკლევადიან ნეიტრალურ განაკვეთს.

ანალიზს ვიწყებთ გლობალური ფაქტორების შეფასებით. კერძოდ, რეალური UIP-ის მიდგომის ფარგლებში, აშშ-ის საპროცენტო განაკვეთი მნიშვნელოვან ფაქტორს წარმოადგენს საქართველოს ნეიტრალური განაკვეთის განსაზღვრისათვის ორივე პერიოდში. აღსანიშნავია, რომ ბოლო ათწლეულის განმავლობაში, პოსტპანდემიურ პერიოდამდე, ეკონომისტები გლობალური რეალური საპროცენტო განაკვეთის კლებადი ტენდენციების გამომწვევი სტრუქტურული და ციკლური ფაქტორების ახსნას ცდილობდნენ. თუმცა, პოსტპანდემიურ პერიოდში, დებატები დიდწილად გაზრდილი ნეიტრალური განაკვეთის ამხსნელი ფაქტორების შესახებ იმართება. მათ შორის, მსოფლიოს წამყვან ეკონომისტებს ოლივიე ბლანშარდსა და ლოურენს სამერს შორის აქტიური დებატები მიმდინარეობს აშშ-ში ნეიტრალური განაკვეთის შეფასებასთან დაკავშირებით; კერძოდ, გაზრდილია თუ არა იგი პრეპანდემიულ პერიოდთან შედარებით. განსაკუთრებით აქტუალურია გრძელვადიანი ნეიტრალური განაკვეთის შეფასება, ვინაიდან ისეთი ფაქტორები, როგორიცაა ფისკალური მდგრადობა და ხელოვნური ინტელექტის განვითარება მისი ზრდის არგუმენტებს წარმოადგენს. ამავდროულად, დემოგრაფიული ვითარება და სხვა ეკონომიკური ფაქტორები აღნიშნულს ეჭვქვეშ აყენებს. შესაბამისად, გაზრდილია გაურკვევლობა გრძელვადიანი განაკვეთის გარშემო, რაც სხვადასხვა მიდგომით მისი შეფასების აუცილებლობას უსვამს ხაზს. მაგალითად, ნიუ-იორკის ფედერალური სარეზერვო ბანკი იყენებს ლაუბახ-ვილიამსისა და ჰოლსტონ-ლაუბახ-ვილიამსის მოდელებს, რომლებზე დაყრდნობითაც გრძელვადიანი ნეიტრალური განაკვეთის შეფასება 0.5-1.5%-ის ფარგლებშია. აღსანიშნავია, რომ ბაზარზე არსებული მოლოდინებიც თანხვედრაშია აღნიშნულთან, რაც, დიდწილად ხელოვნური

ინტელექტის განვითარებითა და ფისკალური ფაქტორებით იხსნება. ეს კი, თავის მხრივ, სხვა თანაბარ პირობებში, საქართველოში გრძელვადიანი ნეიტრალური განაკვეთის ზრდას განაპირობებს. თუმცა, მნიშვნელოვანია გაიმიჯნოს, თუ რომელი ფაქტორის გათვალისწინებით არის გადახედილი $\bar{r}$ ამერიკაში, ვინაიდან მათი გადმოცემა ცალკეულ შემთხვევაში, კერძოდ საქართველოზე განსხვავებული იქნება. საბოლოოდ, ჩვენს შეფასებებში აშშ-ს როგორც გრძელვადიანი, ისე მოკლევადიანი ნეიტრალური განაკვეთი ზრდის მიმართულებით არის გადახედილი და გათვალისწინებულია სწორედ ლაუბახ-ვილიამსისა და ჰოლსტონ-ლაუბახ-ვილიამსის შეფასებები.

რეალური UIP-ის პირობების კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი კომპონენტია ქვეყნის რისკის პრემია, რომელიც მოიცავს როგორც სუვერენულ, ისე გაცვლითი კურსის რისკებს. აღნიშნულ ანალიზში, სუვერენული რისკის პრემიის შესაფასებლად გამოყენებულია განვითარებადი ბაზრების ფასიანი ქაღალდების ინდექსი (EMBI), რომელსაც ბლუმბერგი აფასებს. რაც შეეხება გაცვლითი კურსის რისკის პრემიას, იგი დაუკვირვებადი ცვლადია და შეფასებულია ზემოთ აღწერილი ნახევრად-სტრუქტურული მოდელით (GEMO). აღსანიშნავია, რომ ბოლო ათწლეულის განმავლობაში ვლინდება ქვეყნის სუვერენული რისკის პრემიის შემცირება. კერძოდ, 2009 წლიდან - რუსეთ-საქართველოს ომისა და გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ - იგი კლების ტენდენციით ხასიათდებოდა. შედეგად, სუვერენული და გაცვლითი კურსის რისკის პრემიების წონასწორული დონის შეფასებაც შემცირების მიმართულებით გადაიხედა, დაახლოებით 4%-დან 3.5%-მდე (იხილეთ დიაგრამა 1).

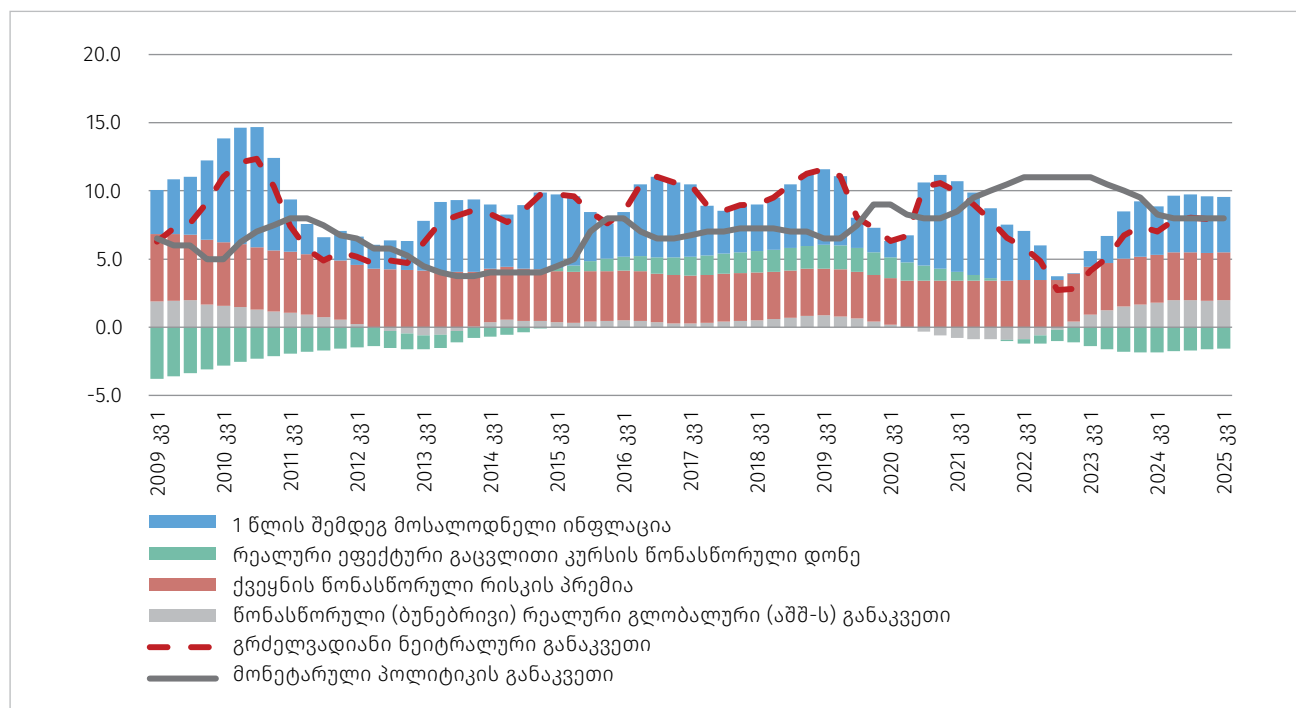
დიაგრამა 1. ახალი კეინზიანური მოდელით შეფასებული გრძელვადიანი ნეიტრალური განაკვეთის დეკომპოზიცია საქართველოსთვის



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი და ავტორთა გამოთვლები.

რაც შეეხება, რისკის პრემიის მოკლევადიან ტრენდს, იგი შედარებით უფრო მაღალი მერყეობით ხასიათდება, რაც არსებული შოკების შედეგია და იგი GEMO-ს მეშვეობით ფასდება (იხილეთ დიაგრამა 2).

დიაგრამა 2. ახალი კეინზიანური მოდელით შეფასებული მოკლევადიანი ნეიტრალური განაკვეთის დეკომპოზიცია საქართველოსთვის



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი და ავტორთა გაანგარიშებები.

ბოლოს, რეალური გაცვლითი კურსის ტრენდი მთავარ როლს ასრულებს რეალური UIP-ის პირობაში². 2009 წლის შემდგომ საქართველო სწრაფი ზრდის პერიოდიდან შედარებით ნელი ზრდის ფაზაში გადავიდა, რაც დიდწილად ვაჭრობადი სექტორის შენელებით აიხსნებოდა. აღსანიშნავია, რომ 2014-2015 წლებში, გლობალურად დოლარის გამყარების შედეგად, საქართველოში ნომინალური კურსი მნიშვნელოვნად გაუფასურდა, რასაც, თავის მხრივ, სავაჭრო პარტნიორებიდან საგარეო შემოღინებების კლებაც განაპირობებდა. ნომინალური გაუფასურება, რომელსაც თან ერთვოდა ვაჭრობადი სექტორის არავაჭრობადთან შედარებით უფრო დიდი შენელება, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურებაში (REER) აისახა, რასაც არამხოლოდ ციკლური, არამედ ფუნდამენტური ფაქტორებიც განაპირობებდა. შესაბამისად, ამ პერიოდში, REER ნეიტრალურ განაკვეთზე ზრდის მიმართულებით მოქმედებდა როგორც მოკლე, ისე გრძელვადიან პერიოდში (იხ. დიაგრამა 1 და 2). 2022 წლის შემდგომ სიტუაცია შეიცვალა. კერძოდ, კაპიტალის შემოღინება დაჩქარდა, რასაც თან მოყვა პროდუქტიულობის ზრდაც, განსაკუთრებით ინფორმაციისა და კომუნიკაციის სექტორში, რომელიც ვაჭრობადი სექტორის გაუმჯობესებულ პროდუქტიულობასა და ნომინალური გაცვლითი კურსის გამყარებაში აისახა. შედეგად, REER-იც მყარდებოდა, რასაც როგორც ციკლური, ისე ფუნდამენტური ფაქტორები განაპირობებდა. ამ უკანასკნელს კი, ბალასა-სამუელსონის ეფექტის გათვალისწინებით, ვაჭრობადი სექტორის შედარებით მაღალი პროდუქტიულობა განაპირობებდა. REER-ის სამომავლო ტრაექტორია, დიდწილად, პროდუქტიულობის გაზრდილ დონეზე შენარჩუნებასა და გეოპოლიტიკურ ვითარებაზეა დამოკიდებული. მისი გრძელვადიანი წონასწორული დონის გარშემოც მაღალი გაურკვევლობაა, თუმცა ამჟამინდელი შეფასებით, რომელიც GEMO-სა და ექსპერტულ შეფასებას ეფუძნება,

რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის წონასწორული დონე გამყარებულია 0.5-1%-ის ფარგლებში.

საბოლოოდ, ზემოხსენებული ტენდენციების გათვალისწინებით, გრძელვადიანი ნეიტრალური განაკვეთი დაახლოებით 7-7.5%-ის ფარგლებში მერყეობს. ამასთან, მოკლევადიან პერსპექტივაში ნეიტრალური განაკვეთი მაღალი მერყეობით ხასიათდება მის გრძელვადიან ანალოგთან შედარებით. მიმდინარე შეფასებით, მოკლევადიანი ნეიტრალური განაკვეთი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს უტოლდება (8%), რაც მიუთითებს, რომ მონეტარული პოლიტიკა არც შემზღუდველია და არც ასტიმულირებს ეკონომიკურ აქტივობას.

დასკვნა

მონეტარული პოლიტიკის სწორად წარმართვის ერთ-ერთ მთავარ წინაპირობას ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთის შეფასება წარმოადგენს. ოლივიე ბლანშარდის სიტყვებით, რომ ვთქვათ იგი ე.წ. „ბნელ კუთხეში“ (Dark Corner) მოხვედრის თავიდან აცილებაში ეხმარება პოლიტიკის გამტარებელს. თუმცა, ვინაიდან იგი დაუკვირვებადი ცვლადია, მისი შეფასებაც გარკვეულ გამოწვევებს უკავშირდება. შესაბამისად, მხოლოდ ერთი მეთოდით მიღებული შედეგები შესაძლოა არ იყოს საკმარისი მის სრულფასოვნად განსასაზღვრად. ამიტომ, მიზანშეწონილია, სხვადასხვა თეორიულ ჩარჩოზე დაფუძნებული შეფასებებისა და ექსპერტული ანალიზის სინთეზი.

წარმოდგენილი კვლევაში ნეიტრალური განაკვეთი ახალი კეინზიანური ნახევრად-სტრუქტურული მოდელის (GEMO) მეშვეობით არის შეფასებული, რომელიც მონეტარული პოლიტიკის პროგნოზირებისა და ანალიზის სისტემის (FPAS) ძირითად მოდელს წარმოადგენს. ამ მოდელის ნახევრად-სტრუქტურული ბუნება შესაძლებელს ხდის მასში

2. მოცემულ ანალიზში UIP-ის პირობაში გამოყენებულია ლარის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი, რაც ეფუძნება დაშვებას, რომ სავაჭრო პარტნიორების გაცვლითი კურსების ტრენდი გაუფასურება აშშ დოლარის მიმართ ნულს უტოლდება.

ექსპერტული მსჯელობის ინტეგრაციას, რაც ამ მეთოდოლოგიის უპირატესობას წარმოადგენს. შედეგად, მიმდინარე კვლევაში ნეიტრალური განაკვეთის შეფასება ეფუძნება როგორც მოდელზე დაფუძნებულ, ისე ექსპერტულ ინტერპრეტაციებზე დამყარებულ ანალიზს. მიღებული შედეგებით კი იმიჯდება გრძელვადიანი და მოკლევადიანი ნეიტრალური განაკვეთის შეფასებები. კერძოდ, კვლევაში წარმოდგენილი შეფასებით, მიმდინარე ეტაპზე გრძელვადიანი ნეიტრალური განაკვეთი 7-7.5%-ის ფარგლებში მერყეობს, ხოლო მოკლევადიანი კი 8%-ის ფარგლებშია.

გამოყენებული ლიტერატურა

- Adrian, T., Crump, R. K. and Moench, E. (2013). Pricing the term structure with linear regressions. *Journal of Financial Economics*, 100 (1), pp. 110-138.
- Benigno, G., Hofmann, B., Nuno, G. and Sandri, D. (2024). Quo vadis, r^* ? The natural rate of interest after the pandemic. *BIS Quarterly Review*, March.
- Buliř, A. and Vlček, J. (2024). The Mirage of Falling R-stars. *Czech National Bank Working Papers*, Volume 6/2024.
- Campos, R. G., Fernandez-Villaverde, J., Nuno, G. and Paz, P. (2024). Navigating by Falling Stars: Monetary Policy with Fiscally Driven Natural Rates. *Banco de Espana Working Paper*, No. 2439.
- Castaing, A., Chadwick, M., Galimberti, J. K., Sing, M., and Truong E. (2024). Estimates of New Zealand's Nominal Neutral Interest Rate. *Reserve Bank of New Zealand Bulletin*, 87(4).
- Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M. P. and Tambalotti, A. (2017). Safety, Liquidity, and the Natural Rate of Interest. *Brookings Papers on Economic Activity*, 48 (Spring), pp. 235-316.
- Del Negro, M., Giannone, D., Giannoni, M. P. and Tambalotti, A. (2019). Global trends in interest rates. *Journal of International Economics*, 118(C), pp. 248-262.
- Hlédik, T. and Vlček, J. (2018). Quantifying the Natural Rate of Interest in a Small Open Economy – The Czech Case. *Czech National Bank Working Papers*, 7/2018.
- Holston, K., Laubach, T. and Williams, J. C. (2023). Measuring the Natural Rate of Interest after COVID-19. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports*, No. 1063.
- Hördahl, P. and Tristani, O. (2014). Inflation Risk Premia in the Euro Area and the United States. *International Journal of Central Banking*, 10(3), pp. 1-47.
- Laubach, T. and Williams, J. C. (2003). Measuring the Natural Rate of Interest. *Review of Economics and Statistics*, 85(4).
- Lindé, J., Tietz, R. and Platzer, J. (2022). Natural versus neutral rate of interest: Parsing disagreement about future short-term interest rates, *VoxEU Column*, July, Volume 26.
- Lubik, T. A. and Matthes, C. (2015). Calculating the Natural Rate of Interest: A Comparison of Two Alternative Approaches. *Richmond Fed Economic Brief*, 15(10).
- Lubik, T. A. and Matthes, C. (2023). The Stars Our Destination: An Update for Our R^* Model. *Richmond Fed Economic Brief*, 23(22).
- Obstfeld, M. (2023). Natural and Neutral Real Interest Rates: Past and Future. *NBER Working Papers*, Volume No. 31949.
- Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1994). The Intertemporal Approach to the Current Account. *NBER Working Paper*, No. 4893.
- Papetti, A. (2019). Demographics and the natural real interest rate: historical and projected paths for the euro area. *ECB Working Paper Series*, No. 2258.
- Platzer, J. and Peruffo, M. (2022). Secular Drivers of the Natural Rate of Interest in the United States: A Quantitative Evaluation. *IMF Working Papers*, 22(30).
- Rachel, Ł. and Smith, T. D. (2015). Secular drivers of the global real interest rate. *Bank of England Staff Working Paper*, Issue No.571.
- Rachel, Ł. and Summers, L. H. (2019). On Secular Stagnation in the Industrialized World. *Brookings Papers on Economic Activity*, 50(1), pp. 1-76.
- Ramsey, F. P. (1928). A Mathematical Theory of Saving. *The Economic Journal*, 38(152), pp. 543-559.
- Tvalodze, S., Mkhatriashvili, S., Mdivnishvili, T., Tuberidze, D. and Zedginidze, Z. (2016). *The National Bank of Georgia's Forecasting and Policy Analysis System*. Tbilisi: National Bank of Georgia.



50 მანეთი. ესკიზი. 1992 წელი. ავტორი ნოდარ მალაზონია.
დაცულია საქართველოს ეროვნული ბანკის ფულის მუზეუმში.



1000 მანეთი. ესკიზი. 1992 წელი. ავტორი ნოდარ მაღაზონია.
დაცულია საქართველოს ეროვნული ბანკის ფულის მუზეუმში.

ბიზნეს სესხების ზრდის წვლილი ეკონომიკურ აქტივობაში

დავით უტიაშვილი, მარიამ ხარაიშვილი

ანოტაცია

წინამდებარე ნაშრომი იკვლევს საკრედიტო აქტივობასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის კავშირს საქართველოში. კვლევაში განსაკუთრებული აქცენტი კეთდება კრედიტის სტრუქტურასა და კომპოზიციაზე და არა მხოლოდ მის მთლიან მოცულობაზე. მიუხედავად იმისა, რომ ძლიერი ეკონომიკური ზრდა, როგორც წესი, კრედიტის ზრდას უწყობს ხელს, კრედიტის ტიპს – იქნება ეს სამომხმარებლო, იპოთეკური თუ ბიზნეს სესხი – არსებითი მნიშვნელობა აქვს მისი ეკონომიკური ზემოქმედების ფორმირებაში. საერთაშორისო ლიტერატურასა და საქართველოს დეტალურ ემპირიულ ანალიზზე დაყრდნობით, კვლევაში შეფასებულია ბიზნეს სესხების როლი მდგრად ეკონომიკურ ზრდაში, კაპიტალის ფორმირებასა და პროდუქტიულობის გაუმჯობესებაში. სტატისტიკური ანალიზი აჩვენებს, რომ საქართველოში ბოლო წლებში საკრედიტო აქტივობის ძირითადი წყარო ბიზნეს სესხებია, რასაც თან ახლავს ძლიერი ეკონომიკური აქტივობა. აღნიშნული კავშირის დამატებით შესაფასებლად, გამოყენებულია VARX მოდელი, რომელიც აჩვენებს, როგორ მოქმედებს სხვადასხვა ტიპის სესხების წვლილის ცვლილება მთლიან საკრედიტო ზრდაში ინვესტიციების წვლილზე რეალური მშპ-ს ზრდაში. მიუხედავად იმისა, რომ მონაცემთა ნაკლებობა ზღუდავს მიზეზ-შედეგობრივი კავშირების დადგენას, ეკონომეტრიკული მიგნებები თანხვედრაშია სტატისტიკური ანალიზისა და საერთაშორისო

კვლევების შედეგებთან. ნაშრომში ნაჩვენებია, რომ ძლიერ საკრედიტო აქტივობას, რომლის მთავარი წყარო ბიზნეს სესხებია, სესხების მაღალი ხარისხის ფონზე, შესწევს უნარი მნიშვნელოვნად გაზარდოს ქვეყნის გრძელვადიანი ეკონომიკური პოტენციალი.

საკვანძო სიტყვები: კრედიტის კომპოზიცია, ბიზნეს სესხები, ეკონომიკური ზრდა, ინვესტიციის დინამიკა, VARX მოდელი

შესავალი

ეკონომიკურ ზრდასა და საკრედიტო აქტივობის ზრდას შორის კავშირი წლების მანძილზე ემპირიულად აქტიური შესწავლის საგანია. ერთი მხრივ, მძლავრი ეკონომიკური ზრდა მაღალი საკრედიტო აქტივობის საფუძველს ქმნის, მეორე მხრივ კი, თავად საკრედიტო აქტივობა, ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის ზრდის მეშვეობით, ეკონომიკური ზრდის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ხელშემწყობ ფაქტორად გვევლინება.

საკრედიტო აქტივობა, სამ მთავარ კომპონენტად შეიძლება დაიყოს: სამომხმარებლო სესხები, იპოთეკური და ბიზნეს სესხები. თითოეულს განსხვავებული გავლენა აქვს ეკონომიკაზე. თუ საკრედიტო პორტფელის ზრდას ბიზნეს სესხები განაპირობებენ, ეკონომიკაზე მისი გადაცემის ეფექტი, როგორც წესი, უფრო ფუნდამენტურია და ნაკლებად ციკლური. ბიზნეს სესხები პირდა-

პირ მოქმედებენ ინვესტიციების დინამიკაზე, და შესაბამისად ხელს უწყობენ კაპიტალის დაგროვებას, საწარმოო სიმძლავრეების გაფართოებას და ქვეყნის ეკონომიკური პოტენციალის ზრდას.

სამომხმარებლო სესხების გავლენა ეკონომიკას, როგორც წესი, მოხმარების არხით გადაეცემა. მათი ზრდა იწვევს მოხმარების დროში გადანაწილებას და ერთობლივი მოთხოვნის ზრდას. იპოთეკური სესხები კი ხშირად სტიმულს აძლევს უძრავ ქონებაში ინვესტიციებს, რაც თავის მხრივ აძლიერებს ეკონომიკურ აქტივობას, განსაკუთრებით სამშენებლო და მშენებლობასთან დაკავშირებულ სექტორებში.

უნდა აღინიშნოს, რომ საკრედიტო აქტივობას ასევე შესწევს უნარი გაამძაფროს ეკონომიკური ციკლები. დაკრედიტების ჭარბმა ზრდამ შესაძლოა გამოიწვიოს ჭარბი მოხმარება და ინვესტიციები, განსაკუთრებით უძრავ ქონების სექტორში. ეს პროცესები ხშირად ზრდის აქტივების, და შესაბამისად, უზრუნველყოფის ღირებულებას, რაც საკრედიტო ციკლის დამატებით გაძლიერებას იწვევს და ქმნის ე.წ. “Feedback Loop” ეფექტს. მეორე მხრივ, საკრედიტო აქტივობის მკვეთრმა შეფერხებამ შეიძლება გამოიწვიოს როგორც სამომხმარებლო, ისე საინვესტიციო ხარჯების ვარდნა, რაც დამატებით ამცირებს აქტივების ღირებულებას და ართულებს ფინანსებზე წვდომას. ამ მახასიათებლებიდან გამომდინარე, საკრედიტო აქტივობასა და ეკონომიკურ აქტივობას შორის კავშირის შესწავლისას მნიშვნელოვანი განმსაზღვრელი ფაქტორია ის, თუ რა კომპონენტი წარმოადგენს დაკრედიტების ზრდის ძირითად მამოძრავებელ ძალას.

საკრედიტო პორტფელის კომპოზიცია მნიშვნელოვნად განსაზღვრავს მის მდგრადობასა და გავლენას ეკონომიკურ ზრდაზე. თუ ზრდის ძირითადი წყარო ბიზნეს სესხებია, უფრო სავარაუდოა, რომ ასეთი საკრედიტო ზრდა ხელს შეუწყობს პროდუქტიულობის გრძელვადიან ზრდას, სამუშაო ძალის ეფექტიანობის გაუმჯო-

ბესებასა და ეკონომიკური პოტენციალის გაფართოებას. ამასთან, ბიზნეს სესხებით განპირობებული ზრდა ნაკლებად მიდრეკილია აქტივების ფასების ბუშტების წარმოქმნისკენ.

მეორე მხრივ, თუ ზრდას განსაზღვრავს სამომხმარებლო ან იპოთეკური სესხები, უფრო მაღალია რისკი, რომ გაიზარდოს მოთხოვნა მიწოდების შესაძლებლობების ფარგლებს მიღმა, რაც იწვევს უძრავი ქონების ბაზარზე ბუშტების წარმოქმნის ალბათობის მატებას და მოსახლეობის ჭარბ დაკრედიტებას მათი შემოსავლის ზრდის დინამიკის მიღმა.

წინამდებარე ნაშრომის მიზანია გამოიკვლიოს საკრედიტო აქტივობის ძირითადი მახასიათებლები, სტრუქტურა (კომპოზიცია) და განვითარების ტენდენციები საქართველოში ბოლო წლების განმავლობაში, და ასევე მიმოიხილოს მისი შესაძლო წვლილი ეკონომიკური ზრდის დინამიკაში.

ლიტერატურის მიმოხილვა

ეკონომიკურ ზრდასა და საკრედიტო აქტივობას შორის კავშირი წლებია მაკროფინანსური ანალიზის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან თემას წარმოადგენს. თუმცა ბოლო პერიოდის განმავლობაში კვლევის აქცენტმა უბრალოდ კრედიტის მოცულობიდან მის კომპოზიციაზე/სტრუქტურაზე გადაინაცვლა. ანუ კვლევების მთავარ თემად იქცა არა მთლიანი საკრედიტო პორტფელის დინამიკა, არამედ ის, თუ ძირითადად ვინ იღებს სესხს – კორპორაციები თუ შინა მეურნეობები. ლიტერატურა აჩვენებს, რომ კრედიტის დანიშნულება, იქნება ეს ინვესტიცია თუ მოხმარება, მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს როგორც გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდაზე, ისე ქვეყნის ფინანსურ მოწყვლადობაზე.

ამ მიმართულებით ერთ-ერთი ყველაზე ფართოდ ციტირებადია ტ.ბეკის, ბ.ბიუკარაბაქის, ფ.რიოჰასა და ნ.ვალევის ნაშრომი (Beck et al., 2012), რომელშიც შესწავლილია კორპორაციული და სამომხმარებლო კრედიტების მახასიათებლები და მათ გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე 45 ქვეყა-

ნაში 1994–2005 წლებში. მათი შედეგები ცხადყოფს, რომ კორპორატიული კრედიტი მნიშვნელოვნად უწყობს ხელს ეკონომიკურ ზრდას, სამომხმარებლო სესხებს კი არ აქვს მსგავსი დადებითი ეფექტი. ამასთან ნაშრომის ავტორებმა აჩვენეს, რომ ბიზნეს სესხების ზრდა მნიშვნელოვნად უკავშირდება უთანასწორობის სწრაფ შემცირებას, მაშინ როცა სამომხმარებლო სესხები ასეთ კავშირს არ აჩვენებს. ნაშრომი ასევე აჩვენებს, რომ სამომხმარებლო სესხების წილი უფრო მაღალია მეტად ურბანიზებულ ქვეყნებში, სადაც წარმოების სექტორი შედარებით მცირეა.

კრედიტის სტრუქტურის ეფექტიანობას სხვადასხვა ქვეყნების ჭრილში იკვლევენ ბ. ბიუკარაბაქი და ს.კრაუსე, რომლებიც შეისწავლიან ორი ტიპის კრედიტის, კერძოდ შინა მეურნეობებისა და კორპორატიული სექტორის სესხების, დინამიკის ზეგავლენას სავაჭრო ბალანსზე (Büyükkarabacak and Krause, 2009). როგორც წესი, ძლიერი საკრედიტო აქტივობა კარგად განვითარებული ფინანსური ბაზრებისა და ფინანსებზე მაღალი წვდომის ასახვაა. თუმცა აღნიშნულ ნაშრომში წარმოდგენილი მოდელი და ემპირიული ანალიზი იმაზე მიუთითებს, რომ არა მთლიანად საკრედიტო აქტივობა, არამედ მისი კომპოზიცია არის არსებითი სავაჭრო ბალანსზე ზემოქმედების კუთხით. კერძოდ, ავტორები აჩვენებენ, რომ კომპანიებზე გაცემულ სესხებს სავაჭრო ბალანსზე პოზიტიური ასახვა აქვს, მაშინ როცა შინამეურნეობებზე გაცემული სესხები სავაჭრო ბალანსზე ნეგატიურად აისახება.

ისტორიული პერსპექტივიდან მნიშვნელოვანია ო.ჯორდას, მ.შულარიკისა და ა.ტეილორის კვლევა, სადაც წარმოდგენილია მონაცემები 17 განვითარებულ ქვეყანაზე ბოლო 140 წლის განმავლობაში (Jordà et al., 2016). ავტორები აღწერენ, თუ როგორ გადავიდა საკრედიტო სისტემა ფირმებზე ორიენტირებულიდან შინამეურნეობებზე ორიენტირებულ კრედიტზე და ამ ცვლილებას უწოდებენ “The Great Mortgaging”. მათი მიგნებაა, რომ იპოთეკური სესხების ჭარბ ზრდას შეიძლება ჰქონდეს მნიშვნელოვანი ზეგავლენა განვითარებულ ქვეყნებში ფინანსურ

მონყვლადობაზე. სწორედ იპოთეკების ბუმი წარმოადგენდა მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ ფინანსური არასტაბილურობის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან წყაროს. ზოგადად, ნაშრომის მიგნებები იმაზე მიუთითებს, რომ საკრედიტო აქტივობის ანალიზისას აუცილებელია მისი ჩაშლა კომპონენტების მიხედვით და ინდივიდუალური შესწავლა მაკროპრუდენციული პოლიტიკის შემუშავებისთვის.

ჯ.დელარიჩა, დ. იგანი, ლ. ლაევენი და ჰ. ტონგი ქმნიან საკრედიტო ბუმების ახალ მონაცემთა ბაზას 100-ზე მეტ ქვეყანაში (Dell’Ariccia et al., 2016). ანალიზის საფუძველზე ავტორები განასხვავებენ ცუდი და კარგი საკრედიტო ბუმის პერიოდებს. საკრედიტო ბუმი მიიჩნევა ცუდად თუ მას მომდევნო სამ წელიწადში მოჰყვება საბანკო კრიზისი და დაკავშირებულია რეცესიასთან. ისტორიული მოვლენების შეფასებით ნაკლებად სავარაუდოა ასეთი საკრედიტო ბუმი ბიზნეს სესხების ზრდით იყოს განპირობებული.

საინტერესო მიგნებებია წარმოდგენილი ს. ჩეკეტის, მ. მოჰანტისა და ფ. ზამპოლის კვლევით ნაშრომში (Cecchetti et al., 2011). ინდუსტრიული ქვეყნების პანელური მონაცემების ანალიზზე დაყრდნობით, ავტორები ასკვნიან, რომ ჭარბვალიანობა ზოგადად, აზიანებს ეკონომიკურ ზრდას, თუმცა ვალის ტიპს არსებითი მნიშვნელობა აქვს. ისინი განსაზღვრავენ ზღვრულ დონეებს, რომელთა გადაჭარბების შემდეგ სხვადასხვა ტიპის დავალიანება იწყებს ეკონომიკური ზრდის შეფერხებას. აღსანიშნავია, რომ კომერციული ვალის ზღვარი ნაკლებად შემზღუდველია, ხოლო მისი სიჭარბის შემთხვევაში გავლენა ეკონომიკის ზრდის შეფერხების კუთხით უფრო მცირეა, ვიდრე ეს შინამეურნეობების ჭარბი ვალის ან საჯარო ვალის შემთხვევაშია.

ზემოთ წარმოდგენილი კვლევების შედეგებს ასევე ამყარებს მ.გარსია-ესკრიბანოსა და ფ. ჰანის ნაშრომი (Garcia-Escribano and Han, 2015). ამ ნაშრომში განხილულია საკრედიტო პორტფელის ზრდისა და შემადგენლობის (კორპორატიული, სამომხმარებლო და იპოთეკური დაკრედიტების) წვლილი ეკონომიკურ ზრდაში განვითარებადი

და გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში. მრავალქვეყნიანი პანელური რეგრესიების გამოყენებით, ავტორები აჩვენებენ, რომ დაკრედიტების ზრდას მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს რეალურ მშპ-ზე, სადაც გავლენის მასშტაბი და გადაცემის არხები დამოკიდებულია კრედიტის ტიპზე. კერძოდ, შედეგები მიუთითებს, რომ კორპორატიული კრედიტის შოკები ეკონომიკურ ზრდაზე ძირითადად ინვესტიციის მეშვეობით მოქმედებს, მაშინ როცა სამომხმარებლო კრედიტის შოკები ასოცირდება პირად მოხმარებასთან. შესაბამისად, კორპორატიული სექტორის კრედიტის ზრდა მეტწილად ხელს უწყობს ეკონომიკის პოტენციალის ზრდას, ხოლო სამომხმარებლო სესხების ზრდის გადაცემა ეკონომიკაზე მეტწილად მოთხოვნის არხით ხდება. გარდა პანელური ანალიზისა, ბრაზილიის მაგალითზე ჩატარებული დროითი მწკრივის მოდელის გამოყენებით ნაშრომი აანალიზებს, როგორ მოქმედებს დაკრედიტების ზრდა და მისი სტრუქტურა რეალურ ეკონომიკურ ზრდაზე. ამ კერძო შემთხვევის კვლევის შედეგები თანხვედრაშია პანელური ანალიზის შედეგებთან. აღსანიშნავია, რომ ბრაზილიის კერძო შემთხვევის მსგავსი ანალიზი საქართველოსთვის წარმოდგენილია წინამდებარე ნაშრომში ქვემოთ მოცემულ ქვეთავებში.

საკვლევი თემის მთავარი ჰიპოთეზის მხარდაჭერი შედეგები წარმოდგენილია უახლეს კვლევებშიც. ამის მაგალითია შ. ჰირანოსა და ჯ. შტიგლიცის კვლევა (Hirano and Stiglitz, 2024). ეს ნაშრომი იკვლევს, როგორ მოქმედებს კრედიტის ზრდა გრძელვადიან პროდუქტიულობასა და ეკონომიკურ ზრდაზე ორ-სექტორიანი ენდოგენური ზრდის მოდელის გამოყენებით. თეორიული ენდოგენური ზრდის მოდელში ინტეგრირებულია ფინანსური შუამავლობაც. მოდელში მხოლოდ ერთი სექტორია (მშენებლობა/მრეწველობა), რომელიც ზრდის მამოძრავებელია, მაშინ როცა მეორე სექტორი (უძრავი ქონება) ასეთ როლს არ ასრულებს. ავტორთა დასკვნით, გრძელვადიანი პროდუქტიულობისათვის გადამწყვეტი არა მთლიანად კრედიტის ზრდაა, არამედ ის, თუ რომელ სექტორშია ის მიმართული. კაპიტალური ინვესტიციების დასაფინანსებლად მიმართული

კრედიტის ზრდა ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას. ავტორთა მიერ წარმოდგენილი ანალიზი ასევე მიუთითებს, რომ შესაბამისი ფინანსური რეგულაციების გარეშე, დაბალმა საპროცენტო განაკვეთებმა და აგრესიულად შემსუბუქებულმა მონეტარულმა პოლიტიკამ შეიძლება ხელი შეუწყოს მინაზე სპეკულაციური აქტივობების გაძლიერებას, რაც წარმოებაში ინვესტიციების უკუგდებას და ეკონომიკური ზრდის შემცირებას გამოიწვევს.

წინამდებარე კვლევის მიზანია გაანალიზოს საკრედიტო აქტივობის დინამიკა საქართველოში, მისი დეკომპოზიცია და შესაძლო კავშირი ეკონომიკურ ზრდასთან.

მონაცემები

წინამდებარე ნაშრომში წარმოდგენილი მონაცემების ძირითად წყაროს საქართველოს ეროვნული ბანკი და საქსტატი წამოადგენს. კერძოდ, ეროვნულ ბანკის წყაროზე დაყრდნობით კვლევაში გამოყენებულია დაკრედიტების ზრდის მონაცემები და მათი ჩაშლა შემდგომ კატეგორიებად: სამომხმარებლო სესხები, ბიზნეს სესხები და იპოთეკური სესხები. ანალიზი ასევე მოიცავს კომპანიების ბრუნვების წლიურ ზრდებს და მათ ჩაშლას კომპანიის ზომის მიხედვით. სესხების დინამიკა გაანალიზებულია ეკონომიკური სექტორების მიხედვით. ეროვნული ბანკი ასევე წარმოადგენს წყაროს ობლიგაციების ბაზრის დინამიკის, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთისა და ეფექტური გაცვლითი კურსის მონაცემებისთვის. რაც შეეხება ეკონომიკურ აქტივობასთან დაკავშირებულ მონაცემებს, მათი ძირითადი წყარო საქსტატია. აქ მოიაზრება ისეთი მონაცემები როგორიცაა, მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ-ს) ზრდა და მისი ჩაშლა დანახარჯების კატეგორიების მიხედვით, ასევე მშპ-ს დეფლატორი, სამთავრობო დანახარჯები და სავაჭრო ბალანსი.

საერთაშორისო ბაზრებთან დაკავშირებული მონაცემებისთვის ნაშრომში სხვადასხვა წყარო გამოიყენება. კერძოდ, Brent-ის ნავთობის ფასების მონაცემებისა და VIX მოწყვლადობის ინდექსის წყაროა ამერიკის ფედერალური სა-

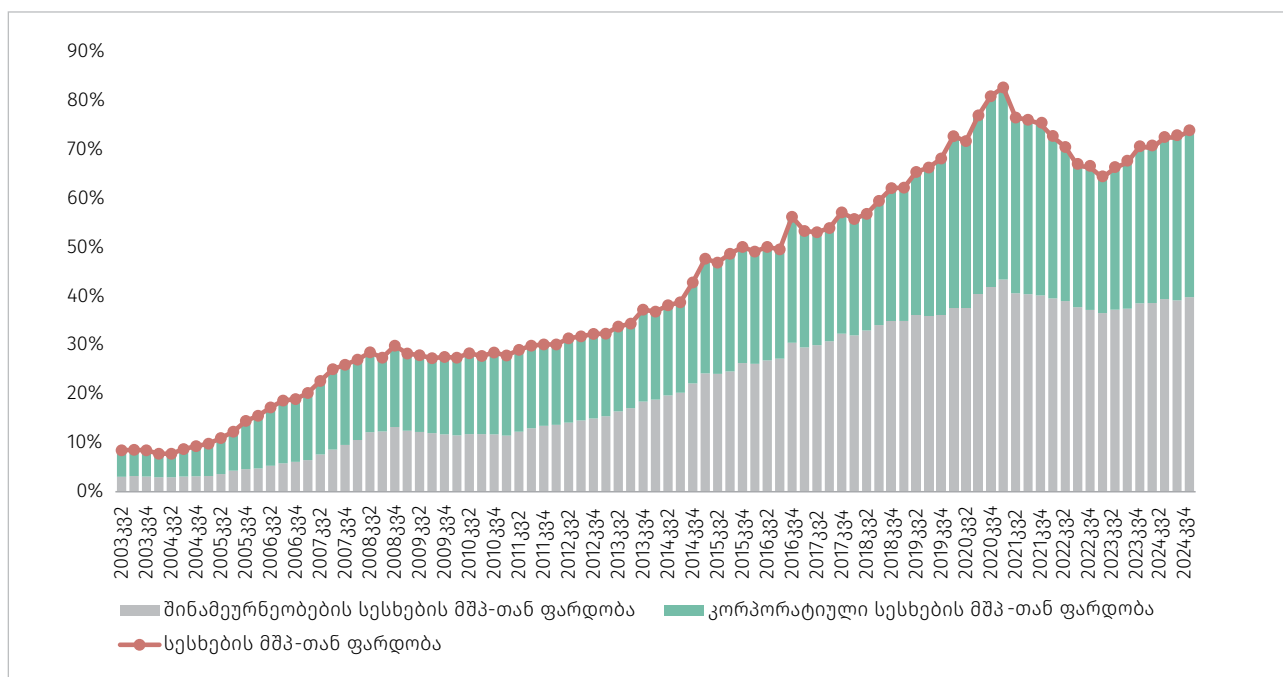
რეზერვო სისტემის მონაცემთა ბაზა – FRED. OECD-ის ქვეყნების მთლიანი შიდა პროდუქტის მონაცემები უშუალოდ OECD data-bank-დან არის აღებული. LIBOR-სა და SOFR-ის მონაცემებისთვის FRED-ისა და ნიუ იორკის ფედერალური სარეზერვო ბანკის წყაროებია გამოყენებული. ნაშრომში წარმოდგენილი სხვა ინდიკატორები, შექმნილი და მოდიფიცირებულია ავტორთა გაანგარიშებებსა და ანალიზზე დაყრდნობით. აღსანიშნავია, რომ კვლევაში ნომინალური ცვლადებიდან რეალური ცვლადების გამოსაყვანად გამოყენებულია მშპ დეფლატორის ზრდის ტემპი. მონაცემების სიხშირე არის თვიური და კვარტალური, მათი ხელმისაწვდომობისა და კვლევის საკითხის გათვალისწინებით.

საკრედიტო აქტივობისა და მისი დეკომპოზიციის შეფასება

საქართველოს ფინანსური სექტორის სტრუქტურაში დაახლოებით 90 პროცენტი კომერციულ ბანკებს უკავიათ. შესაბამისად, ბანკების მიერ გაცემული სესხების დინამიკა

ფინანსური სექტორის დინამიკის და მასთან დაკავშირებული ეკონომიკური აქტივობის მთავარი განმსაზღვრელი ფაქტორია. მთლიანი კრედიტის მთლიან შიდა პროდუქტთან ფარდობა, ბოლო მონაცემებით, დაახლოებით 74%-ს შეადგენს (დიაგრამა 1), რაც მსგავსი ქვეყნების ანალოგიურ მაჩვენებელთან შედარებით მაღალია (დიაგრამა 2) და ქვეყანაში ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის მაღალ მაჩვენებელზე მიუთითებს. ეს ინდიკატორი ბოლო 20 წლის მანძილზე მნიშვნელოვნად გაიზარდა. ამგვარ დინამიკას, შესაძლოა, ბევრი განმაპირობებელი მიზეზი ჰქონდეს და ამის მიხედვით ეკონომიკაზე განსხვავებული ზემოქმედება მოახდინოს. ერთი მხრივ, აღნიშნული ინდიკატორი ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის ზრდის პირობებში მზარდია, თუმცა აღსანიშნავია ისიც, რომ გადაჭარბებული ზრდა შესაძლოა ეკონომიკაში ფინანსური სტაბილურობის რისკების დაგროვებაზე მიუთითებდეს. ამიტომ მნიშვნელოვანია სესხების ზრდის კატეგორიების მიხედვით შეფასება.

დიაგრამა 1. სესხების¹ მთლიან შიდა პროდუქტთან ფარდობა



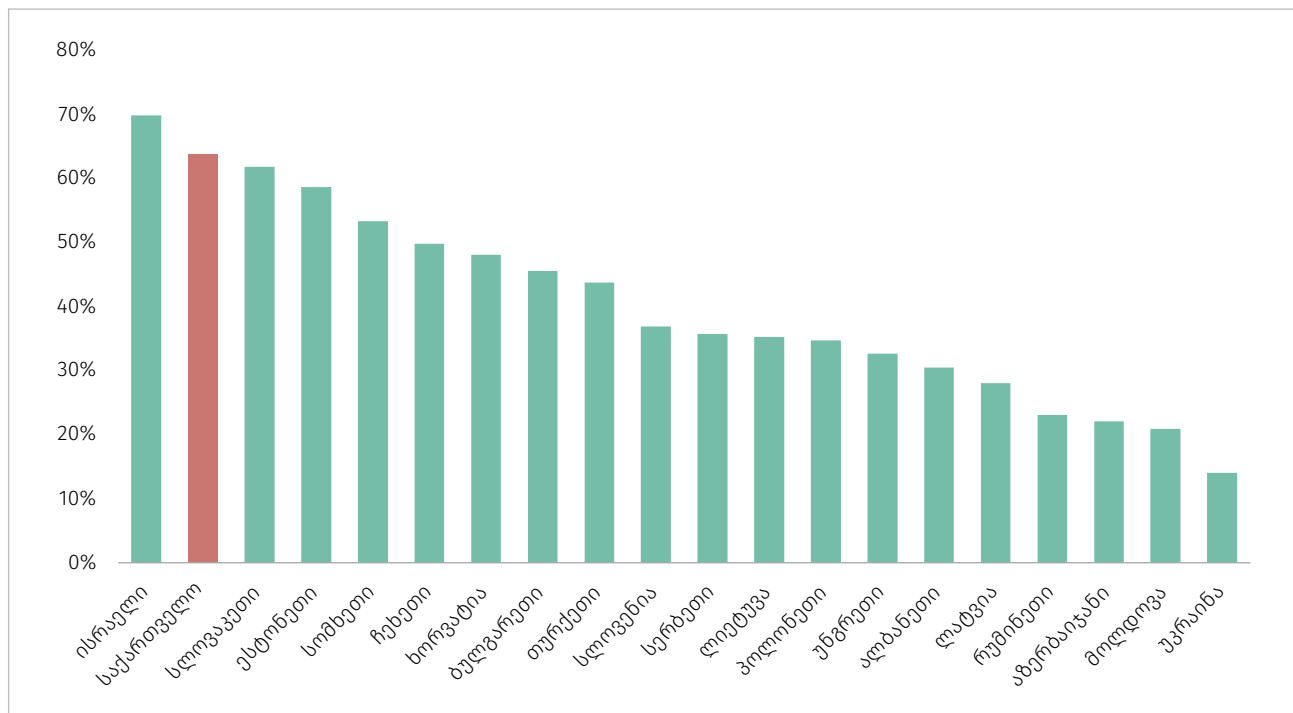
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

1. სესხები მოიცავს როგორც კომერციული ბანკებისა და მიკროსაფინანსო ინსტიტუტების მიერ გაცემულ სესხებს, ისე არასაფინანსო სექტორის მიერ ქვეყნის შიგნით გამოშვებულ ობლიგაციებს.

კომპანიების ჭრილში სესხებზე მაღალი ხელმისაწვდომობის ამსახველია დიაგრამა 3-ში მოცემული ინდიკატორები. სხვა ქვეყნებთან შედარებით, საქართველოში იმ კომპანიების წილი, რომელიც საბანკო სესხით/საკრედიტო ხაზით სარგებლობენ შედარებით მაღალია. მეორე მხრივ, შედარებით ჭრილში, მცირეა ის დრო, რაც ბანკებში სესხზე გადაწყვეტილების მიღებას სჭირდება. ეს გარემოებები იმაზე მიუთითებს, რომ საქართველოში კომპანიებს ფინანსებზე მაღალი ხელმისაწვდომობა გააჩნიათ. ამას ადასტურებს გამოკითხვის საფუძველზე შედგენილი ფინანსებზე ხელმი-

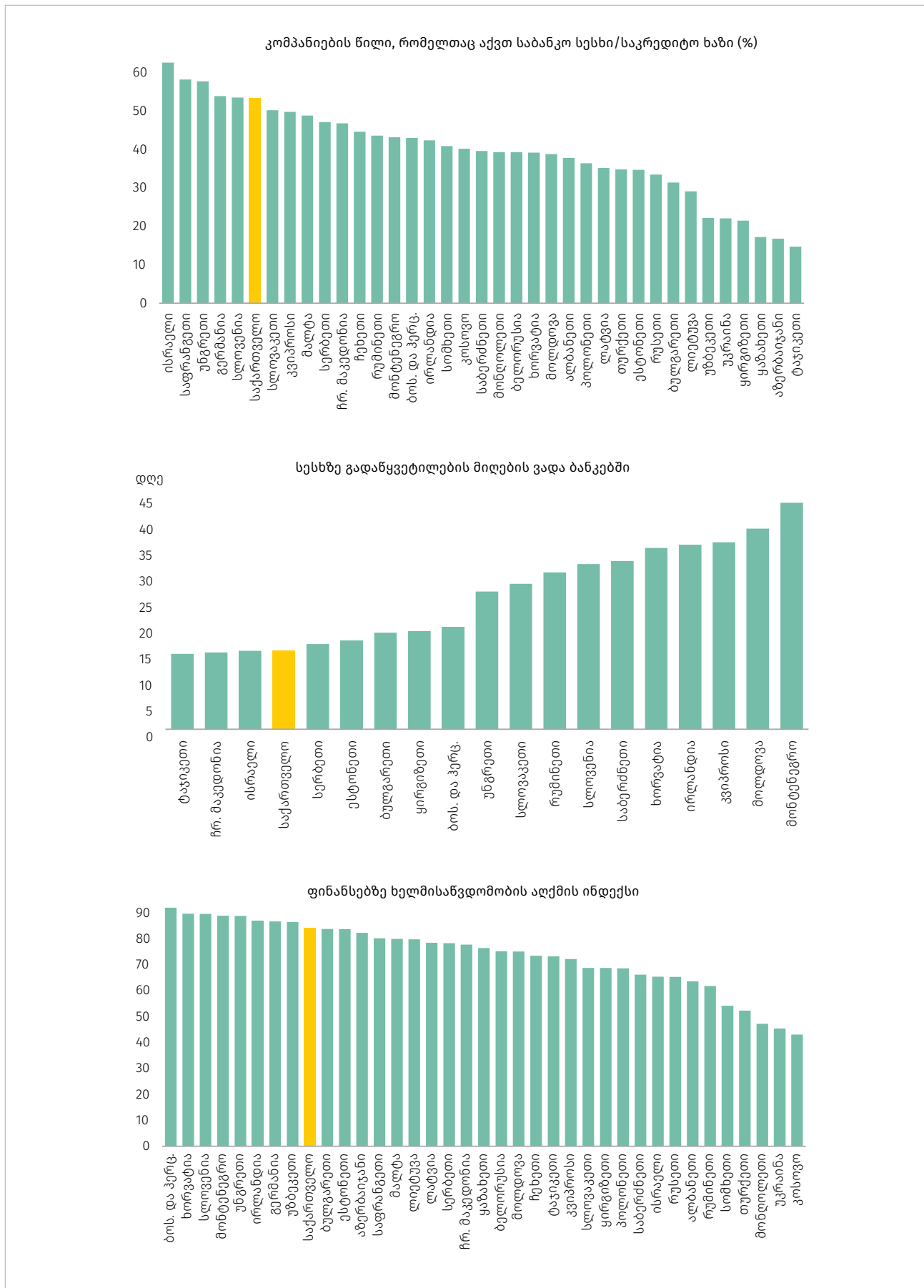
საწვდომობის აღქმის ინდექსიც. თუმცა აქვე ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ იმ სესხების წილი, რომელზეც უზრუნველყოფა მოითხოვება, საქართველოში შედარებით მაღალია, რაც თავის მხრივ, უარყოფითად აისახება სესხების ხელმისაწვდომობაზე და ძირითადად განპირობებულია მოძრავი გირაოს გამოყენების ნაკლები პრაქტიკით. თუმცა, ზემოთ აღწერილი სხვა ინდიკატორებიდან გამომდინარე და ბიზნეს სესხების ზოგადი დინამიკის საფუძველზე შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საქართველოში კომპანიებისთვის ფინანსებზე ხელმისაწვდომობა მაღალია.

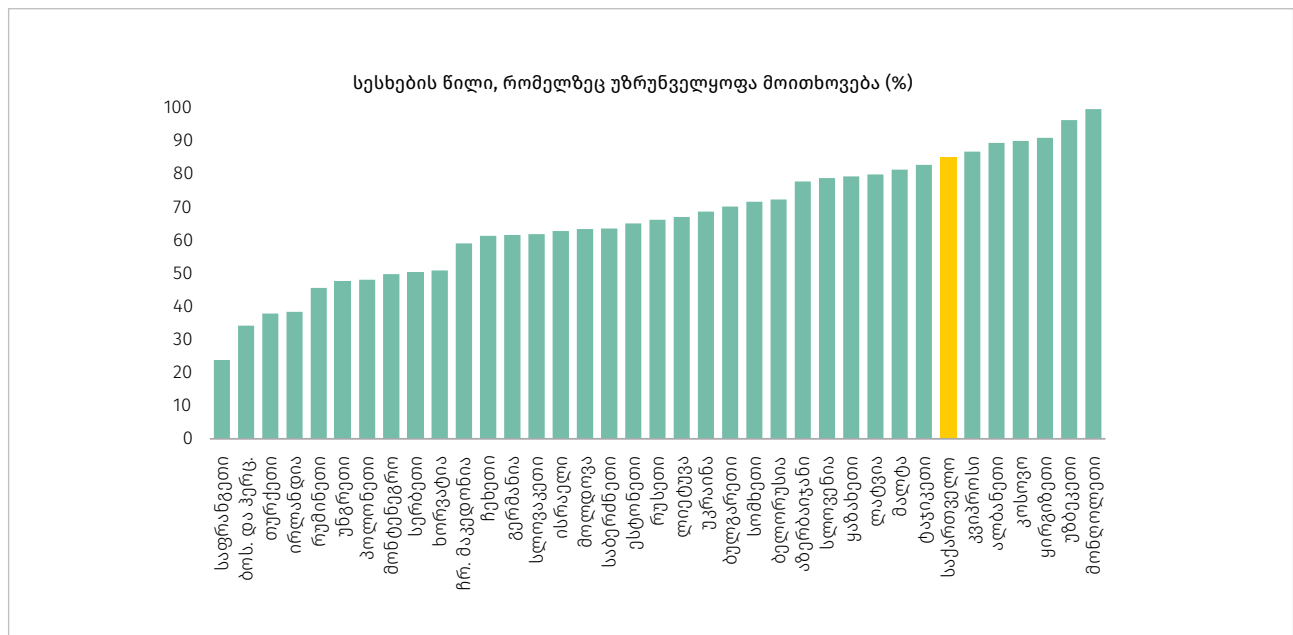
დიაგრამა 2. ბანკების მიერ კერძო სექტორზე გაცემული სესხების ფარდობა მთლიან შიდა პროდუქტთან, 2023 წელი



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, IMF.

დიაგრამა 3. კომპანიების წვდომა საბანკო სესხებზე (შერჩეული ინდიკატორები)



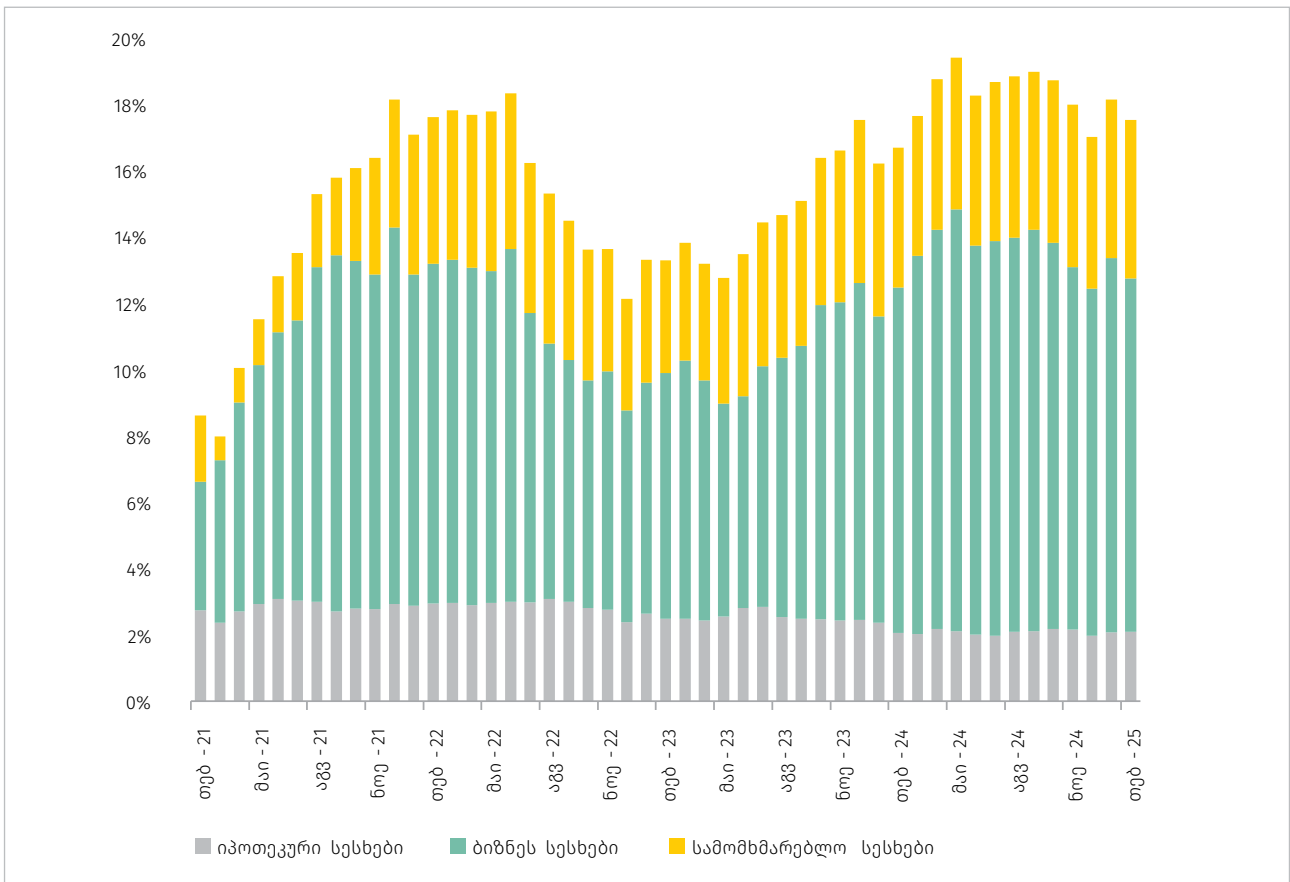


წყარო: World Bank Enterprise Surveys (2023).

2025 წლის თებერვლის მონაცემებით, სესხების წლიურმა ზრდამ, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით, 17.4% შეადგინა. აღნიშნულ ზრდაში მნიშვნელოვანი წილი – 11%, ბიზნეს სესხებმა შეიტანა (დიაგრამა 4). 2022 წლიდან მოყოლებული საკრედიტო აქტივობის ზრდასთან ერთად, ასევე იზრდებოდა ბიზნეს სესხების წვლილი მთლიანი სესხების მოცულობის ზრდაში. ამგვარი დინამიკა, როგორც წესი, თან ახლავს ან/და პირიქით ხელს უწყობს მაღალ ეკონომიკურ ზრდას, რომელიც აღნიშნულ პერიოდში დაფიქსირდა. სესხების ცალკეული სახეობების დინამიკას თუ დავაკვირდებით,

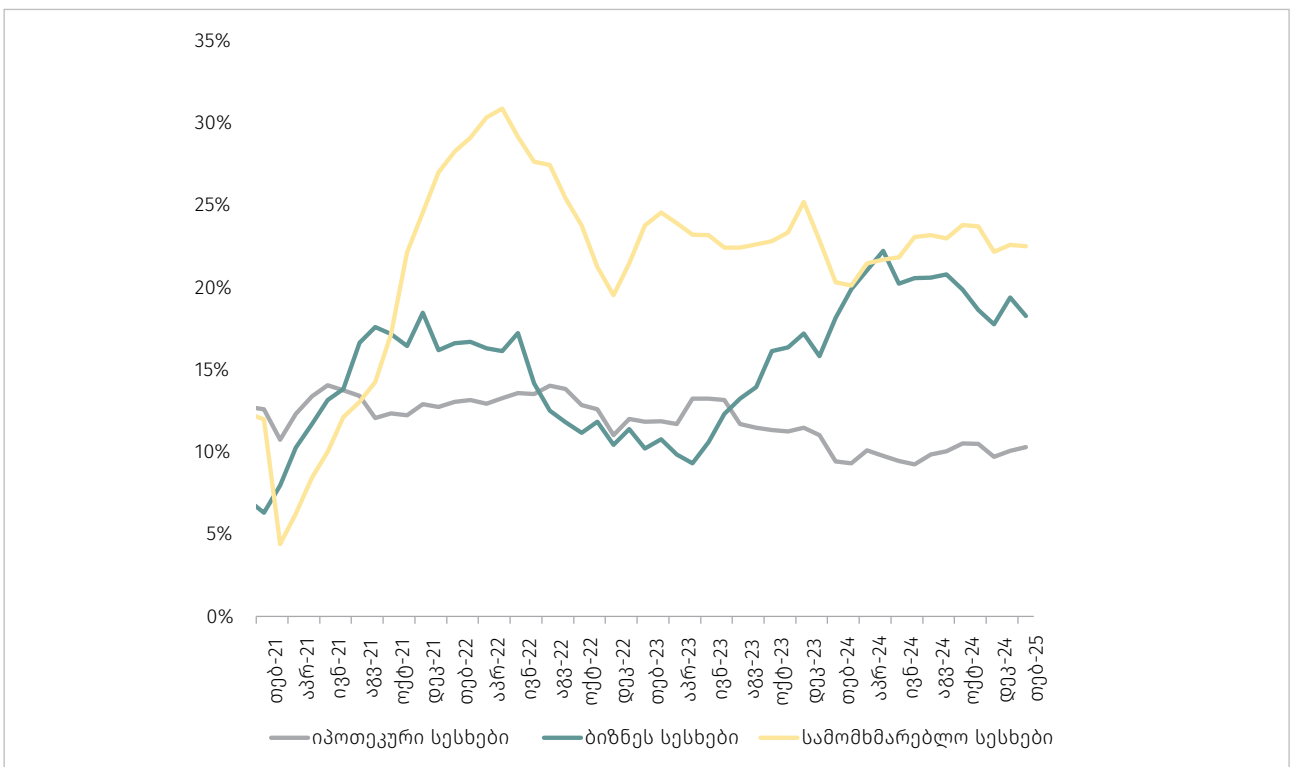
ნათლად ჩანს, რომ იპოთეკური სესხების წლიური ზრდის ტემპი გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით ბოლო წლებში 10%-ის ახლოს დასტაბილურდა. შედარებით მაღალი მერყეობით ხასიათდება სამომხმარებლო სესხების დინამიკა, რომლის წლიური ზრდის ტემპი ბოლო რამდენი წლის განმავლობაში 20-25%-ის ფარგლებში მერყეობს. რაც შეეხება, ბიზნეს სესხებს, მათმა წლიურმა ზრდის ტემპმა მატება 2023 წლიდან დაიწყო და ბოლო ორი წლის მანძილზე დაახლოებით 10 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა (დიაგრამა 5).

დიაგრამა 4. სესხების წლიური ზრდის დეკომპოზიცია (გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

დიაგრამა 5. სესხების წლიური ზრდა (გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით)

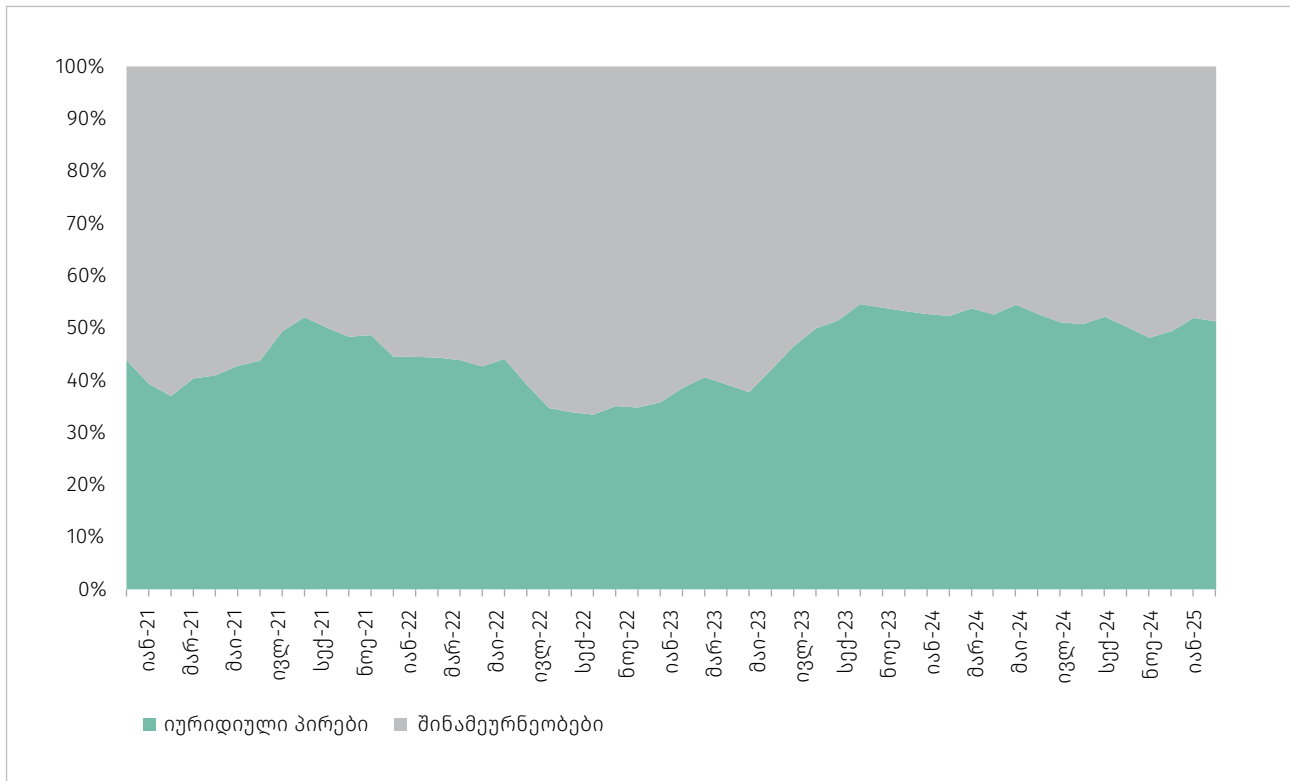


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

მსგავსი სურათი წარმოჩნდება სესხების იურიდიულ და ფიზიკურ პირებზე სესხების გაცემის დინამიკის ანალიზისას. ბოლო წლების მანძი-

ლზე გაზრდილია იურიდიული პირების წილი მთლიანი სესხების ზრდის ტემპში (დიაგრამა 6).

დიაგრამა 6. სესხების წლიური ზრდის დეკომპოზიცია (გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით)

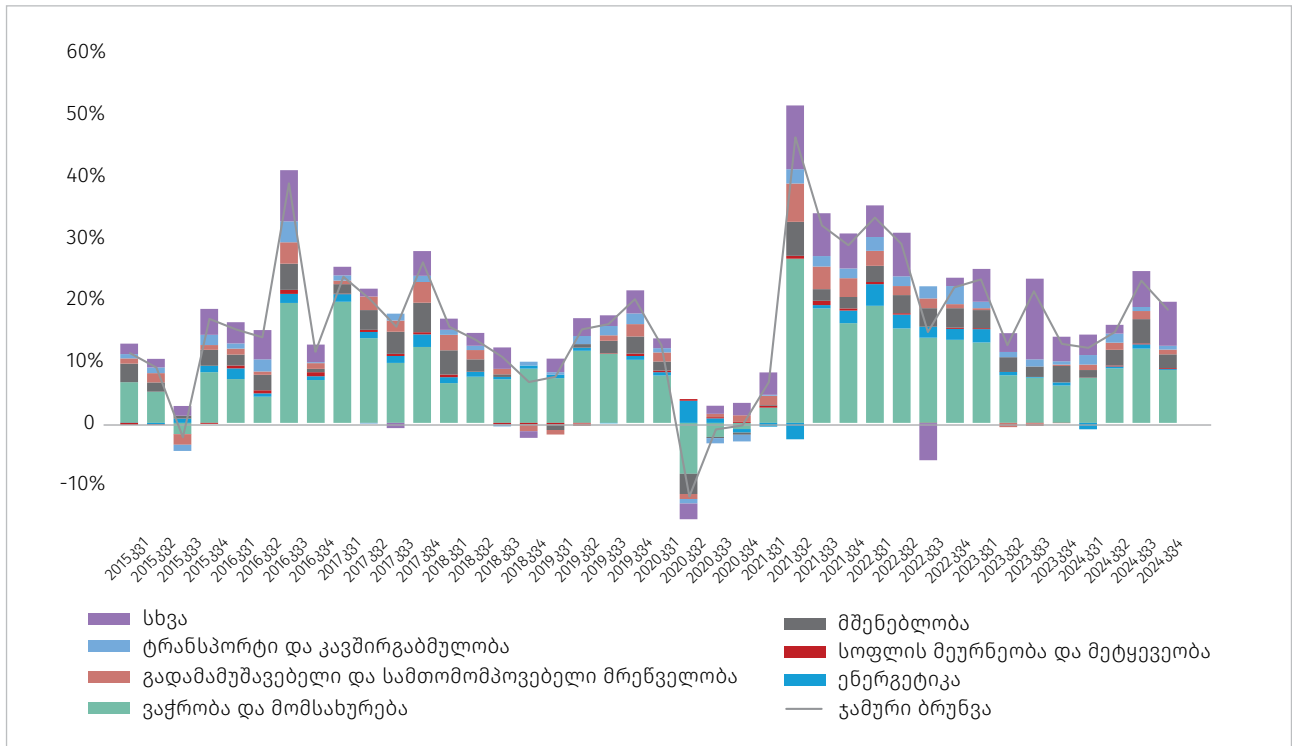


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

ეკონომიკური ლიტერატურა ცალსახად მიუთითებს ბიზნეს სესხებსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის მჭიდრო კავშირზე. თუმცა ამ ცვლადებს შორის კავშირი თავისი შინაარსით ენდოგენურია. ერთი მხრივ, ძლიერი ეკონომიკური ზრდა ბიზნეს სესხების ზრდას აჩქარებს, ხოლო მეორე მხრივ, ბიზნეს სესხების ზრდა ხელს უწყობს მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის ტემპის დაჩქარებას. აღნიშნული სურათი უკეთესად ჩანს სექტორულ ჭრილში. დიაგრამა 7-ზე წარმოდგენილია ეკონომიკის სექტორების წვლილი საბანკო ბრუნვების ზრდაში, ხოლო დიაგრამა 8 გვიჩვენებს ანალოგიური სექტორების კონტრიბუციას რეალური მშპ-ს ზრდაში. მოლოდინის შესაბამისად, სწორედ იმ სექტორებმა, რომლებსაც ყველაზე დიდი

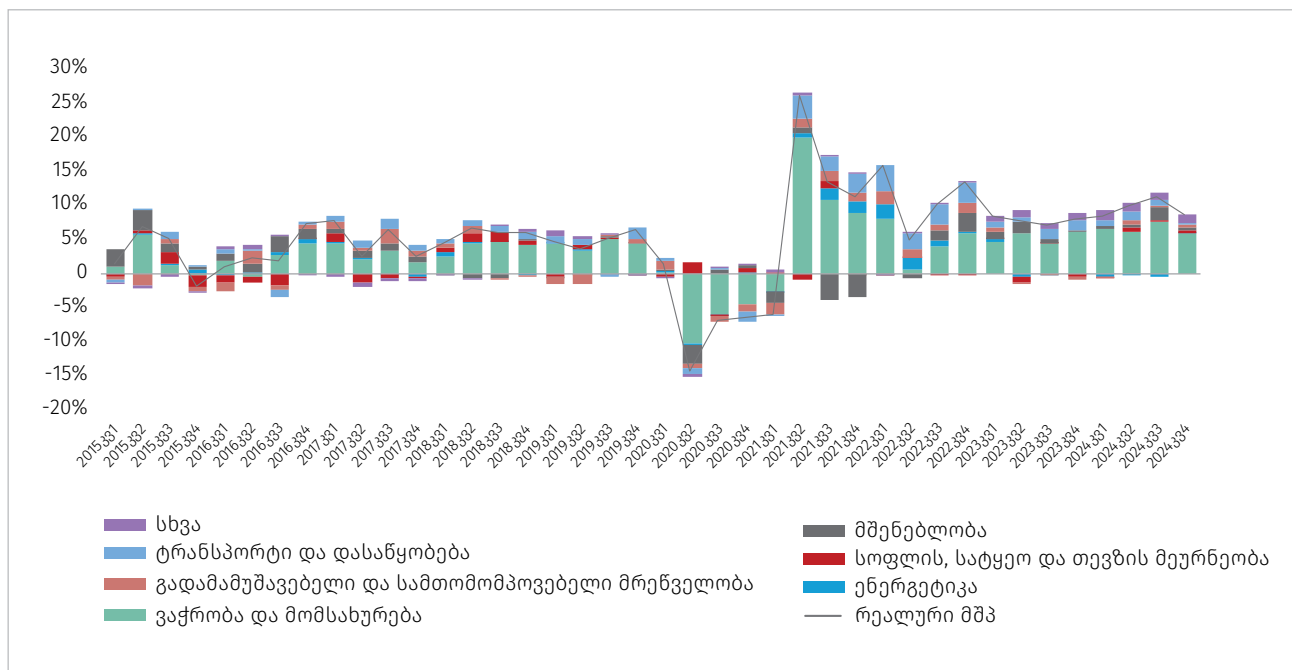
წვლილი აქვთ საბანკო ბრუნვებში, განსაკურებით მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანეს ეკონომიკურ ზრდაში. უფრო დეტალური სურათი ჩანს სესხების სექტორულ ჩაშლაში (დიაგრამა 9), რომელიც თანხვედრაშია წინა ორ დიაგრამაზე წარმოდგენილ დინამიკასთან. ერთი მხრივ, ბუნებრივი და მოსალოდნელია, რომ ეკონომიკის სექტორები, რომელთაც ეკონომიკურ ზრდაში მნიშვნელოვანი წვლილი შეაქვთ, უფრო დიდი წვლილის მატარებლები არიან საბანკო ბრუნვებში და სესხებში. თუმცა, მეორე მხრივ, უნდა აღინიშნოს, რომ სწორედ ფინანსებზე და სესხებზე ხელმისაწვდომობამ შეუწყო ხელი აღნიშნული სექტორების სწრაფ განვითარებას და შესაბამისად ეკონომიკის მთლიან ზრდას.

დიაგრამა 7. სექტორების წვლილი საბანკო ბრუნვების ზრდაში



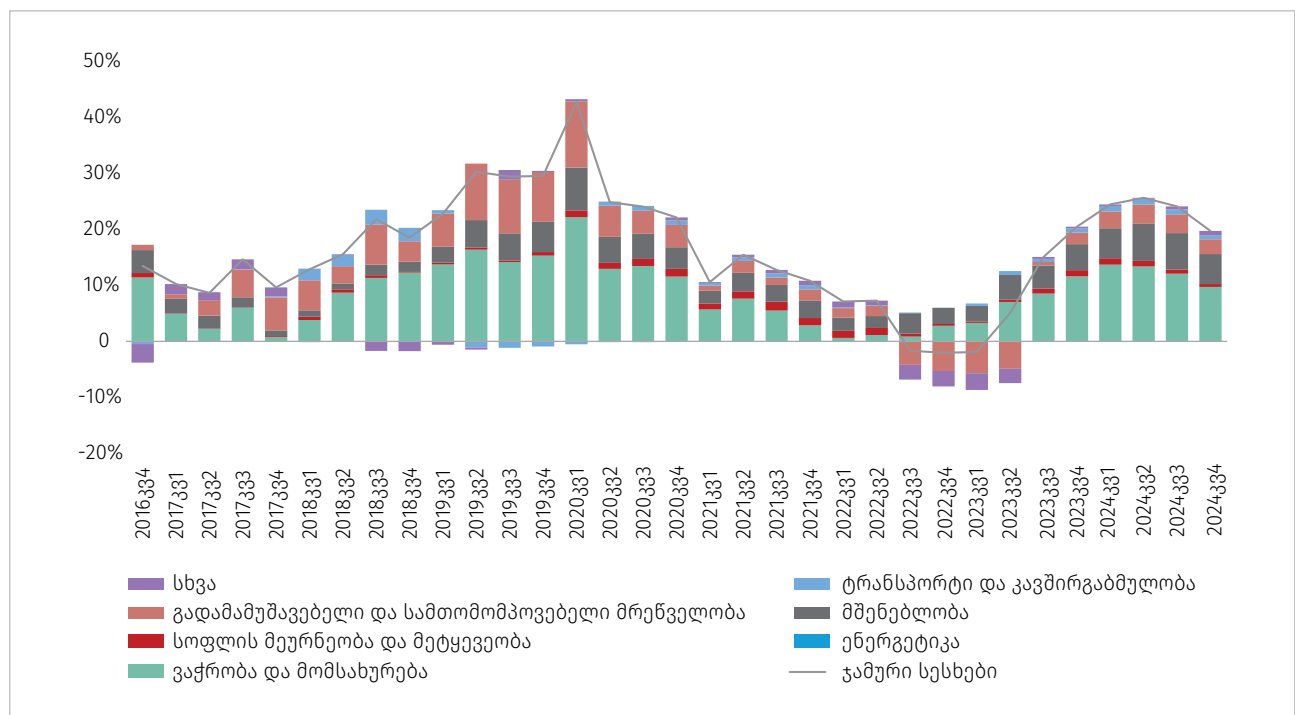
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი და ავტორთა გამოთვლები.

დიაგრამა 8. სექტორების წვლილი რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდაში



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი და ავტორთა გამოთვლები.

დიაგრამა 9. სექტორული სესხების წილი საბანკო სესხების ზრდაში²



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი და ავტორთა გამოთვლები.

ბიზნეს სესხებსა და ეკონომიკურ აქტივობას შორის ანალიზისას მნიშვნელოვანი ნაწილია ბიზნეს სესხების კომპანიების ზომის მიხედვით შეფასება. როგორც წესი, ემპირიული ანალიზი იმაზე მიუთითებს, რომ ეკონომიკური აქტივობის მთავარი მამოძრავებელი ძალა მცირე და საშუალო ზომის კომპანიებია.³ საქართველოს შემთხვევაში მსგავსი დინამიკა ბოლო წლებში არ იკვეთება. კომპანიების ბრუნვების წლიური ზრდის შედარებითი ანალიზი გვიჩვენებს, რომ დიდი ზომის კომპანიების ბრუნვების ზრდის ტემპი ბოლო 10 წლის მანძილზე სისტემატურად აჭარბებს მცირე და საშუალო კომპანიების ბრუნვების წლიურ ზრდის ტემპს (დიაგრამა 10), ამასთან, დიდ კომპანიებზე გაცემული სესხების წვლილი მთლიანი ბიზნეს სესხების ზრდაში სისტემატურად უფრო მაღალია (დიაგრამა 11).

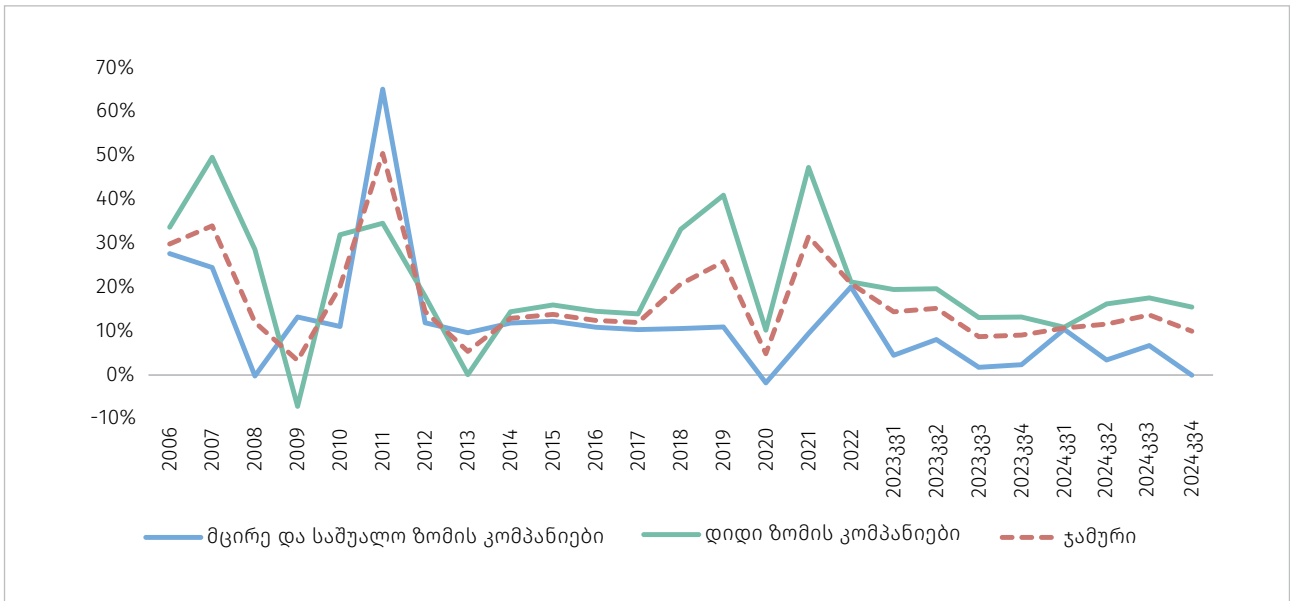
აქვე უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ მცირე და საშუალო ზომის კომპანიებზე გაცემული სეს-

ხების წლიური ზრდის ტემპი ისტორიულად უფრო მაღალი იყო, ვიდრე დიდ კომპანიებზე გაცემული სესხების წლიური ზრდის ტემპი (დიაგრამა 12). ამ ტენდენციიდან განსხვავებული სურათი ბოლო 10 წლის განმავლობაში 2019-2020 წლებში და შემდგომ 2023-2024 წლებში გამოიკვეთა. ამ პერიოდებში დიდ კომპანიებზე გაცემული სესხების ზრდის ტემპმა მცირე და საშუალო ზომის კომპანიებზე გაცემული სესხების ზრდის ტემპს გადააჭარბა. ყოველივე ზემოთ აღნიშნულის გათვალისწინებით, ნაკლებად სავარაუდოა, რომ ეკონომიკის ზრდა კონკრეტული ზომის კომპანიების დინამიკით აიხსნას. თუმცა ისიც უნდა გავითვალისწინოთ, რომ ანალიზის პერიოდი საკმაოდ მოკლეა და აღნიშნული ინტერვალის სხვადასხვა მაკროეკონომიკური შოკითა და მაკროფინანსური გარემოს სისტემატური ცვლილებებით ხასიათდება.

2. დიაგრამა 8-ში მოცემული კლასიფიკაცია შედგენილია ისე, რომ თანხვედრაში იყოს დიაგრამა 7-ის და დიაგრამა 6-ის კლასიფიკაციასთან. თუმცა, იქიდან გამომდინარე, რომ თავდაპირველი კატეგორიები განსხვავებულია, შესაძლოა კატეგორიების კომპონენტები ზუსტად არ ემთხვეოდეს ერთმანეთს.

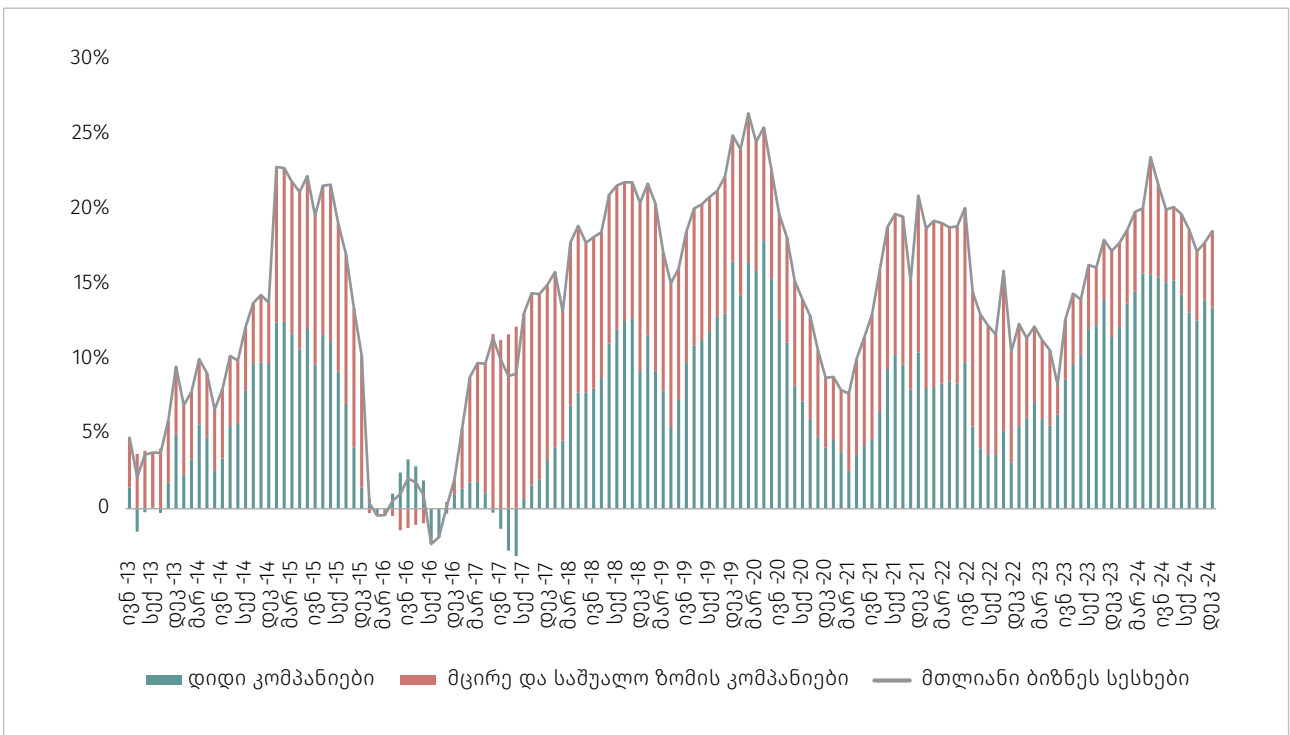
3. იხილეთ: (Gherghina et al., 2020; Al-Haddad et al., 2019).

დიაგრამა 10. ბრუნვების წლიური ზრდა კომპანიების ზომის მიხედვით

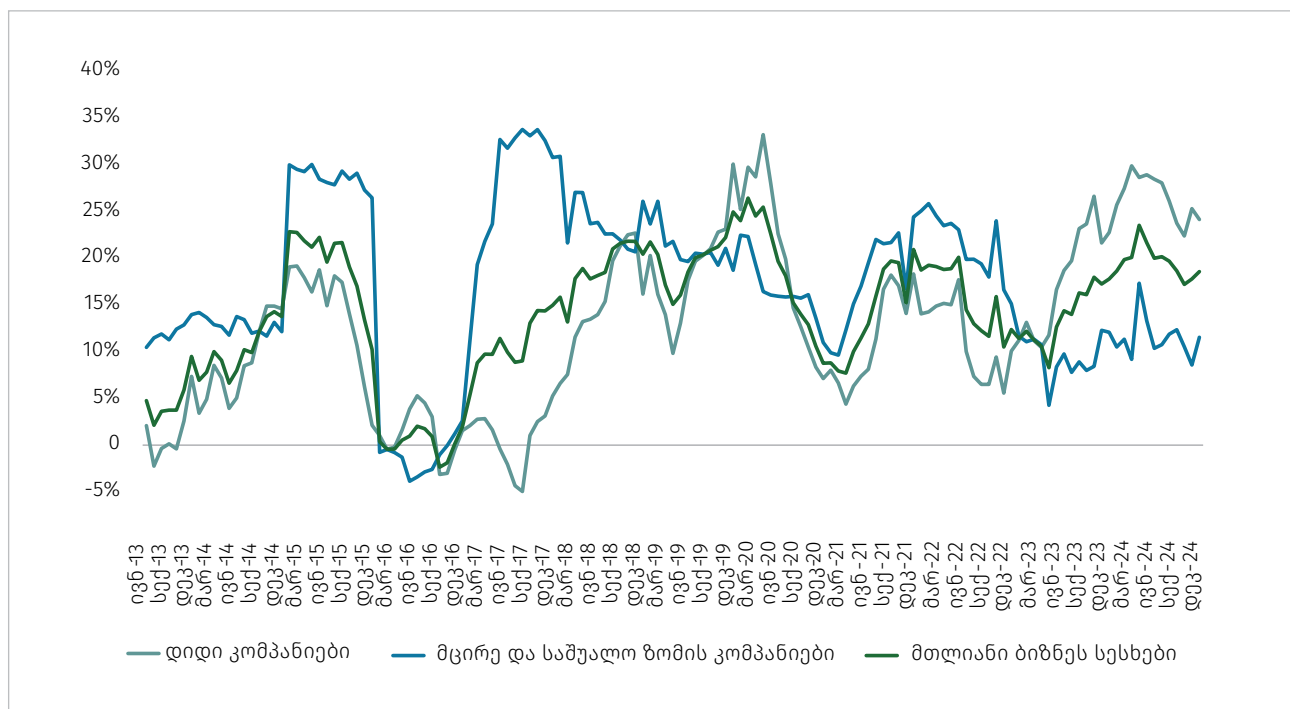


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

დიაგრამა 11. ბიზნეს სესხების წლიური ზრდის ტემპის დეკომპოზიცია



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

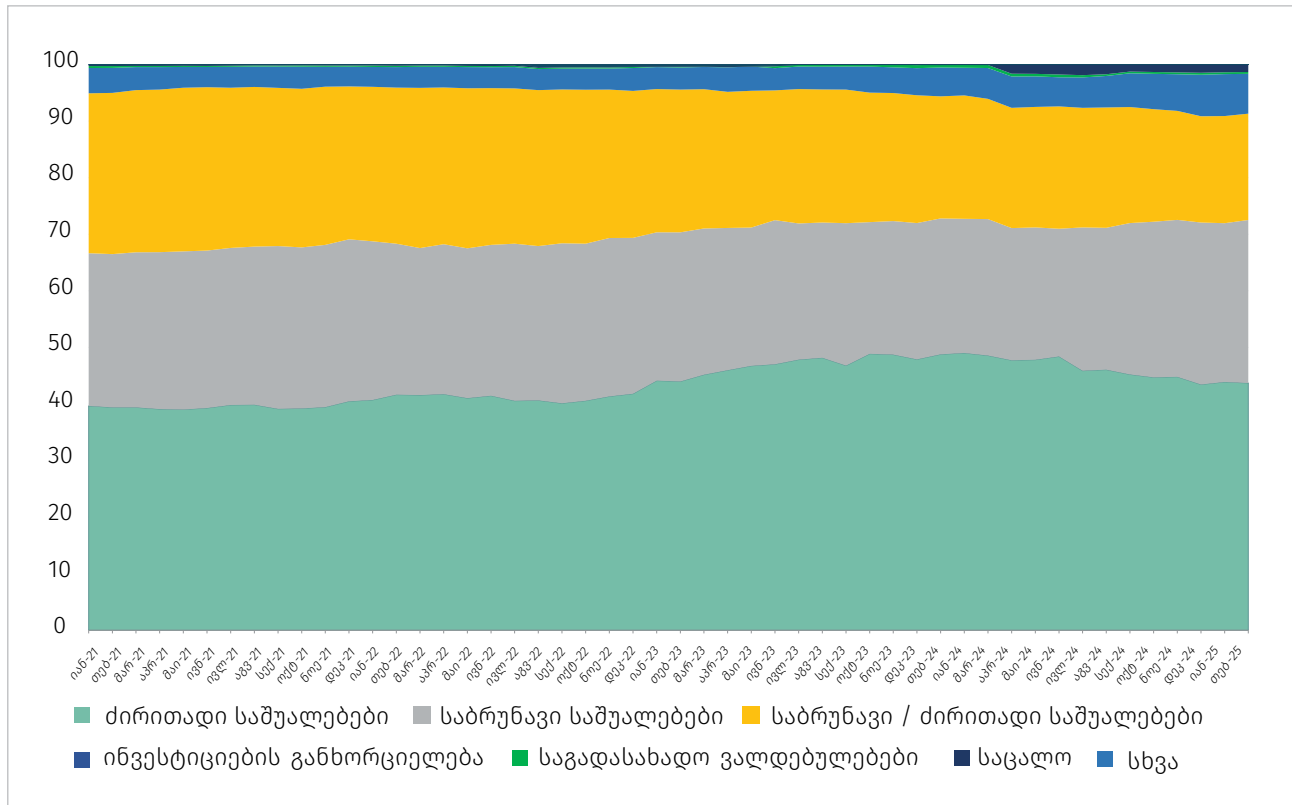
დიაგრამა 12. ბიზნეს სესხების წლიური ზრდა კომპანიების ზომის მიხედვით

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

როგორ წესი, ბიზნეს სესხების პოზიტიური წვლილი ეკონომიკურ ზრდაში ამ სესხების ინვესტიციებში შეტანილი წვლილით აიხსნება. ბიზნეს სესხების ზრდა ხელს უწყობს კაპიტალის ფორმირებას და შესაბამისად ზრდის ეკონომიკური აქტივობის პოტენციალს. ბიზნეს სესხების კაპიტალის ფორმირებაში შეტანილი წვლილის შესაფასებლად საინტერესოა ბიზნეს სესხების ეკონომიკური საქმიანობის მიხედვით ჩაშლის ანალიზი, რომელიც დიაგრამა 13-ზე არის ნაჩვენები. გრაფიკზე წარმოდგენილი კლასიფიკაციიდან კაპიტალის ფორმირებას ხელშემწყობად შეგვიძლია მივიჩნიოთ ის სესხები, რომელიც ხმარდება დანახარჯებს

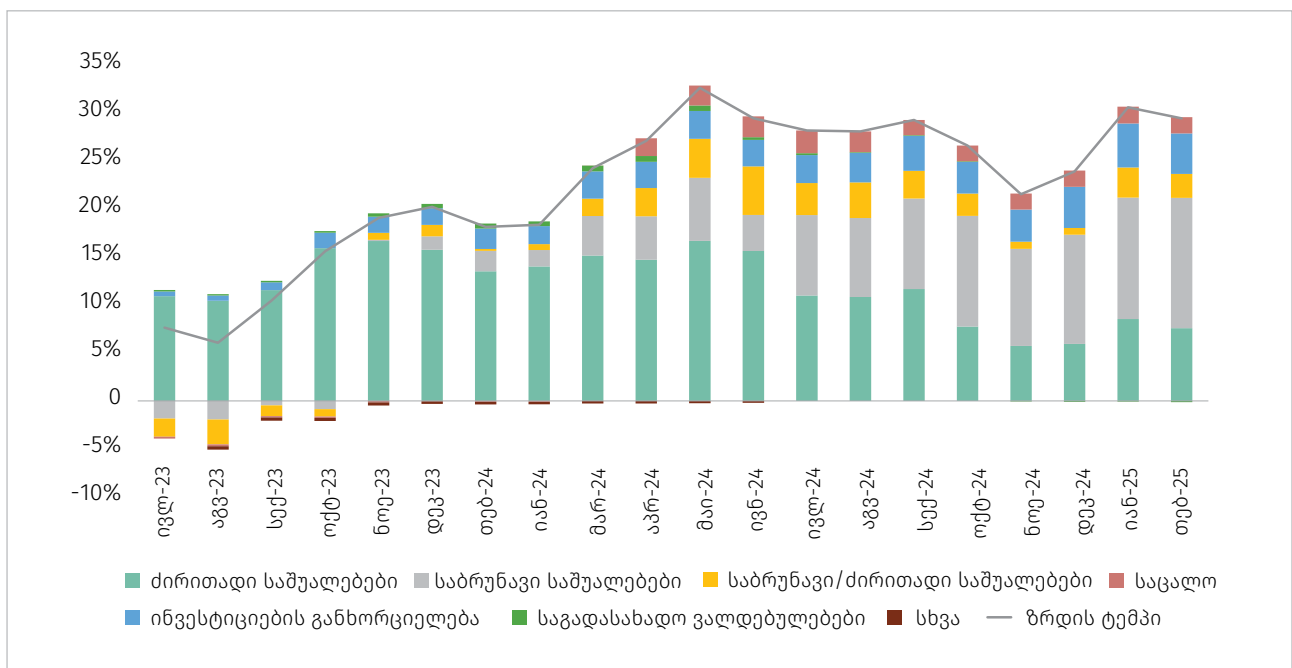
ძირითად საშუალებებზე, ინვესტიციების განხორციელებასა და ნაწილობრივ საბრუნავი/ძირითადი საშუალებების დაფინანსებას. ბიზნეს სესხების მიზნობრივობით ჩაშლა იმაზე მიუთითებს, რომ სესხების მნიშვნელოვანი ნაწილი სწორედ კაპიტალის ფორმირებას ემსახურება და შესაბამისად მეტი პოტენციალი აქვს ხელი შეუწყოს ეკონომიკურ ზრდას. მსგავსი სურათი იკვეთება ასევე ბიზნეს სესხების ზრდის დეკომპოზიციამ (დიაგრამა 14), სადაც მნიშვნელოვანი წვლილი 2023-2024 წლებში სწორედ ძირითადმა საშუალებებმა და ინვესტიციების განხორციელებამ შეიტანა.

დიაგრამა 13. ბიზნეს სესხების პროცენტული ჩაშლა მიზნობრიობის მიხედვით



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

დიაგრამა 14. მსხვილი ბიზნეს სესხების ზრდის ტემპის დეკომპოზიცია მიზნობრიობის მიხედვით

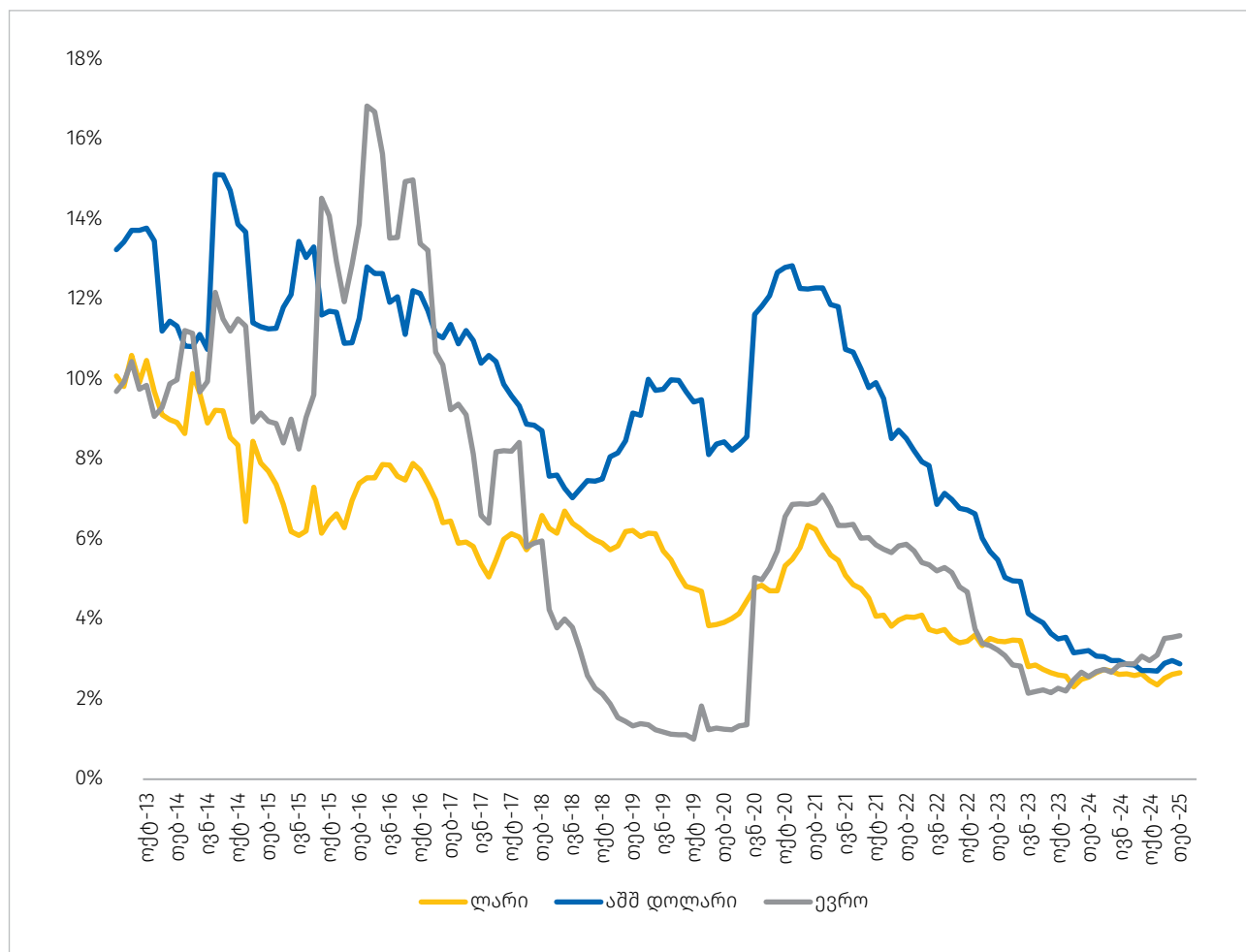


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

წარმოდგენილ სტატისტიკურ ანალიზზე დაყრდნობით რამდენიმე საკითხი იკვეთება. თვალსაჩინოა ბიზნეს სესხების მნიშვნელოვანი წვლილი მთლიან საკრედიტო აქტივობაში. ამასთან აღნიშნული სესხების დიდი ნაწილი სწორედ კაპიტალის ფორმირებას ხმარდება. წარმოდგენილმა სტატისტიკური ანალიზმა აჩვენა, რომ ბიზნეს სესხების ზრდის წვლილის მატების თანადროულად, მნიშვნელოვნად გაიზარდა ეკონომიკური აქტივობის რეალური ზრდის ტემპი. მონაცემთა სერიის სიმოკლიდან გამომდინარე, ძნელია მიზეზ-შედეგობრივი ანალიზის გაკეთება; თუმცა, ქვემოთ მოცემული ეკონომეტრიკული ანალიზი ნაწილობრივ ამის საშუალებას იძლევა. აქვე, საინტერესოა იმის

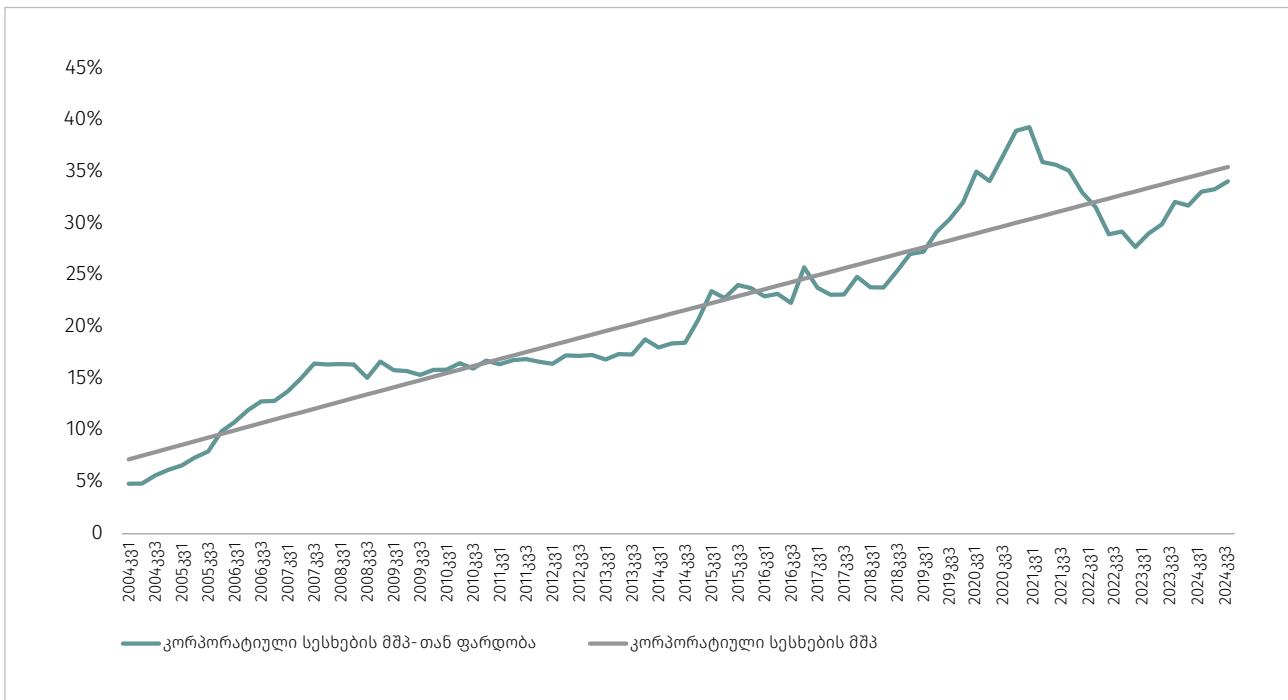
აღნიშვნაც, რომ ბოლო წლების განმავლობაში არა მხოლოდ ბიზნეს სესხების წილი გაიზარდა მთლიან დაკრედიტებაში, არამედ გაუმჯობესდა ამ სესხების ხარისხიც, რაც ნათლად ჩანს დიაგრამა 15-ზე. გრაფიკზე ნაჩვენებია, რომ პოსტანდემიური პერიოდიდან მოყოლებული უმოქმედო სესხების წილი ბიზნეს სესხებში ყველა ვალუტაში მნიშვნელოვანი შემცირებით ხასიათდება. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ კორპორატიული კრედიტი ეკონომიკის ზრდის თანაზომიერად იზრდება. მიმდინარე ეტაპზე აღნიშნული ტიპის კრედიტის მშპ-თან ფარდობა მცირედით ტრენდის ქვემოთ ნარჩუნდება (დიაგრამა 16), რაც ბიზნეს სესხების სამომავლო ზრდისთვის არსებულ სივრცეზე მიუთითებს.

დიაგრამა 15. უმოქმედო სესხების წილი კომპანიებზე გაცემულ სესხებში



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

დიაგრამა 16. კორპორატიული კრედიტის მშპ-თან გაპი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

ეკონომეტრიკული ანალიზი

მ. გარსია-ესკრიბანოსა და ფ. ჰანის ზემოთ განხილული ნაშრომი, რომელიც შეისწავლის კავშირს საკრედიტო აქტივობასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის (Garcia-Escribano and Han, 2015). ავტორები აქცენტს აკეთებენ, სესხების არა მთლიან ზრდაზე, არამედ ბიზნეს სესხების წვლილზე მთლიან საკრედიტო აქტივობაში. დაკრედიტების დინამიკა ჩაშლილია კორპორატიულ, სამომხმარებლო და იპოთეკური სესხების ზრდის წვლილებად მთლიან საკრედიტო აქტივობაში. ავტორები აჩვენებენ, რომ სწორედ ეს წვლილები განსაზღვრავს ინვესტიციებისა და მოხმარების წვლილს მთლიან ეკონომიკურ აქტივობაში და შესაბამისად ეკონომიკურ ზრდაში. კვლევა ჩატარებულია განვითარებადი ქვეყნების პანელური ანალიზის საფუძველზე. კვლევის შედეგების რეპლიკაცია საქართველოს მაგალითზე ვერ მოხერხდა, რაც გასაკვირი არც არის. საქართველოსთვის დროითი მწკრივის

სიმოკლისა და ზოგადად საანალიზო პერიოდში არსებული მნიშვნელოვანი ცვლილებების გათვალისწინებით, როგორც მოსალოდნელი იყო, მიღებული კოეფიციენტები სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი არ აღმოჩნა. თუმცა, ამავე ნაშრომში წარმოდგენილია case study, რომლის მიზანია აჩვენოს თუ როგორ აისახება სამომხმარებლო, იპოთეკური და ბიზნეს სესხების ზრდის პოზიტიური შოკი მთლიან ეკონომიკურ აქტივობაზე ინვესტიციებისა და მოხმარების არხით.

წინამდებარე კვლევაში მოცემულია ანალოგიური ანალიზი საქართველოსთვის. კერძოდ, VARX მოდელით ნაჩვენებია თუ როგორ რეაგირებს ბიზნესის წვლილის ცვლილებაზე მთლიან საკრედიტო აქტივობაში ინვესტიციების წვლილი მთლიან ეკონომიკურ ზრდაში.

VARX მოდელი წარმოდგენილია შემდეგი სპეციფიკაციით:

$$Y_t^{Georgia} = A(L)Y_t^{Georgia} + \beta_1 X_t^{Georgia} + \beta_s Z_t + \varepsilon_t^{Georgia}$$

სადაც $Y_t^{Georgia}$ წარმოადგენს ენდოგენურ ცვლადებს, კერძოდ, სამომხმარებლო სესხების, იპოთეკური და ბიზნეს სესხების წვლილებს მთლიანი საკრედიტო პორტფელის რეალურ ზრდაში და შინამეურნეობების მოხმარებისა და ინვესტიციების წვლილებს რეალური მშპ-ს ზრდაში.

ვექტორი $X_t^{Georgia}$ აერთიანებს ქვეყნისთვის მასალათებელ ეგზოგენურ ცვლადებს, როგორიცაა მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, რეალური ეფექტური საპროცენტო განაკვეთი და სამთავრობო დანახარჯების წლიური ზრდა.

Z_t ვექტორი აერთიანებს ისეთ გარე ცვლადებს, როგორიცაა გლობალური ფინანსური პირობები (LIBOR-ი და SOFR-ი), OECD-ის ქვეყნების მთლიანი შიდა პროდუქტის რეალური ზრდა, ნავთობის ფასების წლიური ზრდის ტემპი (Brent index), ეკონომიკური გაურკვევლობის ამსახველი ინდექსები (VIX). მონაცემების სიმცირიდან გამომდინარე, დნობის ინტერვალის დასათვლელად გამოყენებულია ე.წ. მონტე-კარლო სიმულაციები (Monte-Carlo Simulations).

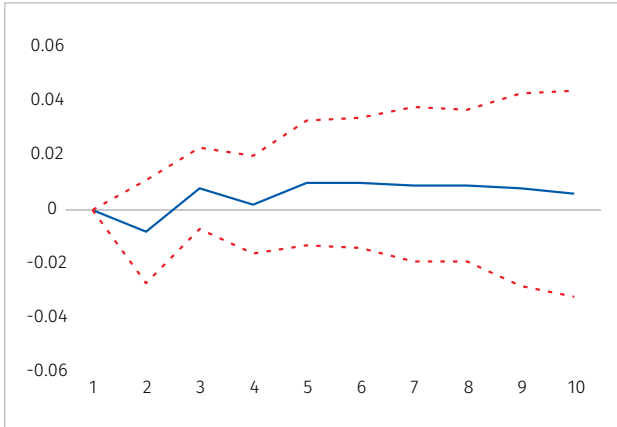
დიაგრამა 17-ზე წარმოდგენილია შოკზე რეაგირების გრაფიკები (Impulse Response Functions).

მათგან ნათლად ჩანს, რომ სამომხმარებლო სესხებისა და იპოთეკების სესხების წვლილის ზრდა პოზიტიურად აისახება ინვესტიციების წვლილის ზრდაზე მშპ-ში, თუმცა სამომხმარებლო სესხების შემთხვევაში, ეს წვლილი საკმაოდ მოკრძალებულია, იპოთეკების შემთხვევაში კი პოზიტიურ ეფექტს დაახლოებით სამ კვარტალში ნეგატიური ანაცვლებს. რაც შეეხება ბიზნეს სესხების წვლილის ზრდას, ამ შემთხვევაში, პირველადი რეაგირება ნეგატიურია, თუმცა მესამე კვარტალიდან ეს ეფექტი პოზიტიური ხდება და 10 კვარტლის ჩათვლით ინარჩუნებს პოზიტიურ დონეს.

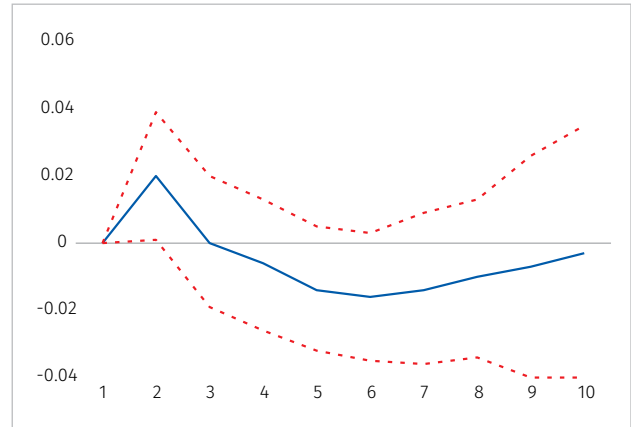
აღნიშნულ ანალიზის შედეგების ინტერპრეტაციას განსაკუთრებული სიფრთხილით უნდა მოვეკიდოთ დნობის ინტერვალისა და ზოგადად მონაცემთა სიმწირის გათვალისწინებით. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ მიღებული შედეგები თანაბომიერია წინამდებარე ნაშრომში წარმოდგენილ სტატისტიკურ ანალიზთან და საერთაშორისო კვლევების ზოგად ნარატივთან იმის შესახებ, რომ ბიზნეს სესხებს, სხვა ტიპის სესხებთან შედარებით, მეტი პოტენციალი აქვს ხელი შეუწყონ რეალურ ეკონომიკურ ზრდას.

დიაგრამა 17. რეალური მშპ-ს ზრდაში ინვესტიციების წვლილის რეაგირება სესხების სხვადასხვა კომპონენტების წვლილის ზრდაზე⁴

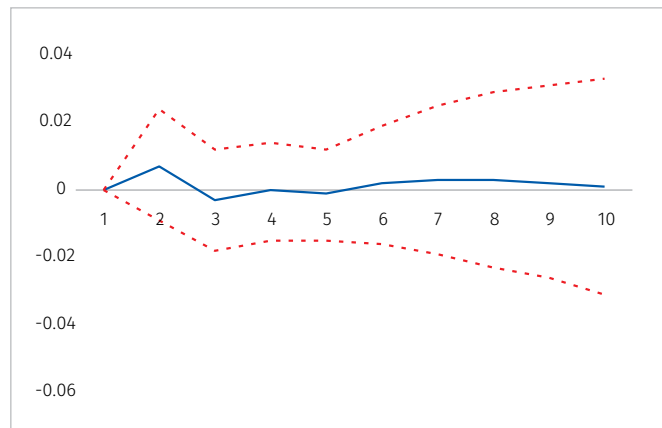
რეალურ მშპ-ს ზრდაში ინვესტიციების წვლილის რეაგირება სამომხმარებლო სესხების ზრდის წვლილის შოკზე (პროცენტული პუნქტი)



რეალურ მშპ-ს ზრდაში ინვესტიციების წვლილის რეაგირება ბიზნეს სესხების ზრდის წვლილის შოკზე (პროცენტული პუნქტი)



რეალურ მშპ-ს ზრდაში ინვესტიციების წვლილის რეაგირება იპოთეკური სესხების ზრდის წვლილის შოკზე (პროცენტული პუნქტი)



4. გრაფიკზე ლურჯი ხაზით ნაჩვენებია რეაქცია ერთი სტანდარტული გადახრის შოკზე (Choleski, dof adjusted), ხოლო წითელი ხაზებით ნაჩვენებია 95% ნდობის ინტერვალი. პორიზონტალურ ღერძზე წარმოდგენილი დროის ერთეულები გამოსახავს კვარტალებს. შეფასებული ვექტორული ავტორეგრესიული (VAR) მოდელი აკმაყოფილებს სტაბილურობის პირობას. ყველა რეაქციის ფუნქცია უახლოვდება ნულს 30 კვარტალზე ნაკლებ დროში; თუმცა გრაფიკზე ნაჩვენებია მხოლოდ პირველი 10 კვარტალი, რაც შეესაბამება ესკრიბანოსა და ჰანის (2015) კვლევაში გამოყენებულ მიდგომას.

შეჯამება

საკრედიტო აქტივობას არსებითი როლი აქვს ეკონომიკურ ზრდაში. თუმცა იმისთვის, რომ მან ეკონომიკაზე პოზიტიური ასახვა ჰქონდეს, არსებითია არა უშუალოდ მთლიანი სესხების დინამიკა, არამედ მისი სტრუქტურა. თუ მთლიანი საკრედიტო აქტივობის მთავარი მამოძრავებელი ბიზნეს სესხებია, უფრო მეტად მოსალოდნელია, რომ ასეთი ზრდა ეკონომიკური პოტენციალის განვითარებასა და ძლიერ ეკონომიკურ აქტივობას შეუწყობს ხელს. საქართველოს შემთხვევაში, ბოლო წლებში მნიშვნელოვან ეკონომიკურ ზრდას თან ახლდა დაკრედიტების ისეთი ზრდა, რომლის ძირითადი კონტრიბუტორი სწორედ ბიზნეს სესხები იყო. ამასთან, არსებული სესხები არა მარტო მოცულობაში გაიზარდა, არამედ გაუმჯობესდა მათი ხარისხიც.

აღსანიშნავია, რომ კორპორატიული კრედიტი ეკონომიკის ზრდის თანაბომიერად იზრდება. მიმდინარე ეტაპზე აღნიშნული კრედიტის მშპ-თან ფარდობა მცირედით ტრენდის ქვემოთ ნარჩუნდება, რაც ბიზნეს სესხების ზრდისთვის არსებულ სივრცეზე მიუთითებს. მთლიანი სესხების ზრდის დინამიკაში ბიზნეს სესხების წილის ზრდა, სესხების მაღალი ხარისხის შენარჩუნების ფონზე, რეალური ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობი მნიშვნელოვანი ფაქტორია.

გამოყენებული ლიტერატურა

- Al-Haddad, L., Al-Shattarat, W., Al-Zu'bi, Z. M. F. and Asad, M. (2019). The role of small and medium enterprises (SMEs) in employment generation and economic growth: A study of marble industry in emerging economy. *International Journal of Financial Research*, 10(6), 153–160.
- Beck, T., Büyükkarabacak, B., Rioja, F. K. and Valev, N. T. (2012). Who gets the credit? And does it matter? Household vs. firm lending across countries. *The B.E. Journal of Macroeconomics*, 12(1), 1–46.
- Büyükkarabacak, B. and Krause, S. (2009). Studying the effects of household and firm credit on the trade balance: The composition of funds matters. *Economic Inquiry*, 47(4), 653–666.
- Cecchetti, S.G., Mohanty, M.S. and Zampolli, F. (2011). The real effects of debt. *BIS Working Paper*, No. 352.
- Dell'Ariccia, G., Igan, D., Laeven, L. and Tong, H. (2016). Credit booms and macrofinancial stability. *Economic Policy*, 31(86), 299–355.
- Garcia-Escribano, M. and Han, F. (2015). *Credit expansion in emerging markets: Propeller of growth?* IMF Working Paper No. 15/212. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Gherghina, Ș. C., Simionescu, L. N., Hudea, O. S. and Duca, I. G. (2020). Small and medium-sized enterprises (SMEs): The engine of economic growth through investments and innovation. *Sustainability*, 12(18), 7527.
- Jordà, Ò., Schularick, M. and Taylor, A. M. (2016). The great mortgaging: Housing finance, crises, and business cycles. *Economic Policy*, 31(85), 107–152.



2 ლარი. ესკიზი. 1993 წელი. ავტორები ნოდარ და ბაჩანა მაღაზონიები.
დაცულია საქართველოს ეროვნული ბანკის ფულის მუზეუმში.



10 ლარი. ესკიზი. 1993 წელი. ავტორები ნოდარ და ბაჩანა მაღაზონიები.
დაცულია საქართველოს ეროვნული ბანკის ფულის მუზეუმში.

ღია ბანკინგი საქართველოში და ღია ფინანსების მომავალი

ვარლამ ებანოიძე, ვასილ შენგელია, ანა ფირცხალაიშვილი

ანოტაცია

სტატია შეეხება ღია ბანკინგის დამკვიდრებას საქართველოში და მის გავლენას ფინანსური სექტორის განვითარებაზე. განიხილება ეროვნული ბანკის ინიციატივები, რომლებიც მიზნად ისახავენ ინოვაციური ფინანსური სერვისების ხელმისაწვდომობის გაუმჯობესებას, მომხმარებელთა ჩართულობის და კონკურენციის გაზრდას. სტატიაში აღწერილია ღია ბანკინგის მთავარი უპირატესობები, მათ შორის სერვისების მოქნილობა და ხარჯების შემცირება. წარმოდგენილია იმ სფეროთა ანალიზი, სადაც ღია ბანკინგს განსაკუთრებით დიდი პოტენციალი აქვს. ნაშრომში განხილულია საქართველოში ღია ბანკინგის ღია ფინანსებში გადაზრდის შესაძლებლობები საუკეთესო საერთაშორისო გამოცდილების გათვალისწინებით, რომელიც ასახავს ფინანსური მომსახურების არეალის არსებითად გაფართოებას. სტატიაში ხაზგასმულია მრავალმხრივი თანამშრომლობისა და ტექნოლოგიური ინფრასტრუქტურის გაუმჯობესების როლი თანამედროვე ინკლუზიური ფინანსური ეკოსისტემის შექმნაში.

საკვანძო სიტყვები: ღია ბანკინგი, ღია ფინანსები, მესამე მხარის პროვაიდერები (TPP), ფინანსური ტექნოლოგიები, ინოვაციური სერვისები, აპლიკაციის პროგრამული ინტერფეისი (API), ფინანსური ეკოსისტემა.

შესავალი

ღია ბანკინგი ფინანსური სერვისების მოდერნიზაციის ერთ-ერთ ყველაზე ინოვაციურ მიმართულებად მიიჩნევა. 2019 წლიდან საქართველოს ეროვნული ბანკმა ღია ბანკინგის განვითარება სტრატეგიულ პრიორიტეტად გამოაცხადა, რაც ნათლად მეტყველებს იმაზე, თუ როგორ ცდილობს საქართველო იყოს კონკურენტუნარიანი გლობალურ ფინანსურ არენაზე. ღია ბანკინგისა და ღია ფინანსებისკენ სწრაფვა პირდაპირ უკავშირდება ფინანსურ ჩართულობას და მომხმარებელთა უფლებების დაცვას, რაც გარდამავალი ეკონომიკებისთვის უმნიშვნელოვანესი ამოცანაა. ამასთან, პერსპექტივაში ღია ფინანსებზე გადასვლა თანხვედრაშია ფინანსური სისტემის გაციფრულების გლობალურ ტენდენციასთან.

საქართველოს ფინანსური ეკოსისტემა მნიშვნელოვან ტრანსფორმაციას განიცდის, რაც განპირობებულია ტექნოლოგიური და რეგულატორული ინოვაციებით, რომლებიც მიზნად ისახავენ კონკურენციის, მომხმარებლის არჩევანისა და გამჭვირვალობის გაძლიერებას საბანკო სექტორში. ღია ბანკინგზე გადასვლა შესაძლებლობას იძლევა, რომ მესამე მხარის პროვაიდერებმა¹ მომხმარებლის თანხმობით მიიღონ წვდომა მის საბანკო მონაცემებზე და შესთავაზონ მას უფრო ფართო სპექტრის

1. მესამე მხარის პროვაიდერები - Third Party Providers (TPP) - კომპანიები, რომლებიც მომხმარებლის თანხმობით იყენებენ მის საბანკო მონაცემებს ინოვაციური ფინანსური სერვისების შესათავაზებლად.

ფინანსური პროდუქტები და სერვისები. საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ ღია ბანკინგის დამკვიდრების მიმართულებით გადადგმული ნაბიჯები საფუძველს იძლევა იმისათვის, რომ ქვეყანას ჰქონდეს ამბიცია პოზიციონირებდეს, როგორც ფინტექ ინოვაციების რეგიონული ლიდერი, რაც შექმნის ფინანსურ ეკოსისტემას, რომელიც სარგებელს მოუტანს როგორც მომხმარებლებს, ისე ბიზნესს.

წინამდებარე სტატია განიხილავს ღია ბანკინგის განვითარებას საქართველოში და ღია ფინანსების მომავალს, აგრეთვე იმას, თუ როგორ აისახება აღნიშნული ცვლილებები ფინანსურ ინსტიტუტებზე, მესამე მხარის პროვაიდერებსა და მომხმარებლებზე. ნაშრომში ასევე შეფასებულია, რამდენად შეესაბამება სებ-ის ღია ბანკინგის ინიციატივები გლობალურ საუკეთესო პრაქტიკებსა და წამყვანი ქვეყნების რეგულატორულ ჩარჩოებს.

ლიტერატურის მიმოხილვა

ღია ბანკინგის ევოლუცია და მისი შედეგები ეკონომისტების მიერ დეტალურადაა შესწავლილი. ღია ბანკინგის ძირითადი პრინციპები – კონკურენციის გაძლიერება, ფინანსური ჩართულობის გაზრდა და ინოვაციების ხელშეწყობა თანხვედრაშია ბაზრის ეფექტიანობისა და მომხმარებლის გაძლიერების არსებულ თეორიებთან.

ფინანსური ლიბერალიზაციის შემსწავლელი ეკონომისტები ხშირად უსვამენ ხაზს რეგულირების ჩარჩოების როლს საბანკო ინოვაციების ჩამოყალიბებაში. მაგალითად, ევროკავშირის PSD² რეგულაციაზე ჩატარებული კვლევები აჩვენებენ, რომ მონაცემთა გაზიარების ვალდებულება ქმნის უფრო კონკურენტულ საბანკო გარემოს, ამცირებს ხარჯებს და აფართოებს სერვისების არჩევანს. ეკო-

ნომისტების, მათ შორის თომას ფილიპონის მიერ ჩატარებული კვლევების მიხედვით, ღია ბანკინგი ხელს უწყობს ტრადიციული ბანკების მიერ საბაზრო ძალაუფლების კონცენტრაციის შემცირებას, რაც იწვევს ფინანსური პროდუქტების ფასების ოპტიმიზაციას და მომხმარებლებისთვის საბანკო სერვისებზე წვდომის გაფართოებას (Philippon, 2019).

ევროპელი ეკონომისტები იკვლევდნენ, თუ როგორ უწყობს ხელს ღია ბანკინგი ფინანსურ სტაბილურობას სერვისის პროვაიდერების მრავალფეროვნებით. ღია ბანკინგიდან ღია ფინანსებზე გადასვლის პროცესთან დაკავშირებით დ. ცეტშე, რ. ბაკლი და დ. არნერი აღნიშნავენ, რომ ფინანსური მონაცემების გაზიარების არეალის გაფართოება ბანკების მიღმა, სადაზღვევო და საინვესტიციო სექტორებში, რაც აღნიშნული გადასვლის საკვანძო მომენტი, ზრდის ბაზრის საერთო ეფექტიანობას და მომხმარებელთა არჩევანს (Zetzsche et al., 2021).

ეკონომისტებმა შეისწავლეს ციფრული ფინანსური ეკოსისტემების გავლენა ფინანსურ ჩართულობაზე განვითარებად ბაზრებზე (Ozili, 2018; Demirgüç-Kunt et al., 2022). კვლევები, რომლებიც ღია ბანკინგის დანერგვას ეხება ისეთ ქვეყნებში, როგორიცაა ბრაზილია და ინდოეთი, აჩვენებენ, თუ როგორ შეუძლიათ ადგილობრივ ბაზარზე მორგებულ რეგულაციურ ჩარჩოებს ღია ბანკინგის სარგებლის მაქსიმალურად გაზრდა. საქართველოს ეროვნული ბანკის მიდგომა, რომ ქვეყანაში მოქმედებდეს საერთო ღია API-ის³ – აპლიკაციის პროგრამული ინტერფეისის სტანდარტი, რომელიც შესაბამისობაშია ბერლინის ჯგუფის (Berlin Group)⁴ სტანდარტთან, ერთი მხრივ, ასახავს საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკის დანერგვის მცდელობას, მეორე მხრივ კი, ითვალისწინებს საქართველოს ფინანსური სექტორის სპეციფიკურ საჭიროებებს (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2021).

2. PSD2 - Payment Services Directive 2 არეგულირებს ევროკავშირის ტერიტორიაზე საგადახდო მომსახურებას. ის ავალდებულებს ბანკებს გაუზიარონ მომხმარებლის ანგარიში და გადახდის მონაცემები მესამე მხარის პროვაიდერებს მომხმარებლის თანხმობით.

3. API - Application Programming Interface

4. Berlin Group Standard - გულისხმობს ტექნიკურ წესებსა და ფორმატებს, რომლებიც ემსახურება ინფორმაციის უსაფრთხო მიმოცვლის რეგულირებას, ასევე პრინციპს, რომლის მიხედვითაც სასურველია ყველაფერი ხდებოდეს API-ის მეშვეობით, რაც ამარტივებს პროცესს და აადვილებს ახალი სერვისების წვდომას.

ეკონომიკური ლიტერატურა ხაზს უსვამს ფინანსურ ინოვაციებსა და მომხმარებელთა დაცვას შორის ბალანსის შენარჩუნების მნიშვნელობას. მიუხედავად იმისა, რომ ღია ბანკინგი ხელს უწყობს კონკურენციისა და ეფექტიანობის ზრდას, ეკონომისტები საყურადღებოდ მიიჩნევენ იმას, რომ ძლიერი რეგულაციური ზედამხედველობის გარეშე, დომინანტი ტექნოლოგიური კომპანიების მხრიდან შეიძლება წარმოიშვას რისკები მონაცემთა უსაფრთხოებასა და ბაზრის მონოპოლიზაციასთან დაკავშირებით (Carstens, 2019; Zetzsche et al., 2020). რეგულაციური ჩარჩოს განვითარება საქართველოში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ღია ბანკინგისა და ღია ფინანსების გრძელვადიანი წარმატების უზრუნველყოფაში.

თეორიული ჩარჩო

ღია ბანკინგი ეფუძნება მონაცემთა პორტაბელობისა და მომხმარებლის თანხმობის პრინციპს, რაც მომხმარებლებს აძლევს შესაძლებლობას გაუზიარონ საკუთარი ფინანსური მონაცემები მესამე მხარის პროვაიდერებს (TPPs) უსაფრთხო და რეგულირებული გარემოს პირობებში. ეს მიდგომა აძლიერებს კონკურენციას ფინანსურ ინსტიტუტებს შორის, ვინაიდან მომხმარებლებს უფრო მარტივად ეძლევათ სერვისების შედარებისა და პროვაიდერების შეცვლის შესაძლებლობა ისეთი ფაქტორების მიხედვით, როგორიცაა ფასი, მომსახურების ხარისხი და კლიენტთა კმაყოფილება. ეკონომიკური თვალსაზრისით, გაზრდილი კონკურენცია იწვევს ბაზრის უფრო ეფექტიან ფუნქციონირებას, ტრანზაქციების ხარჯების შემცირებასა და ინოვაციების ზრდას (Carletti, 2020; Gomber et al., 2017).

ღია ბანკინგის თეორიული მოდელი ეფუძნება დაშვებას, რომ მომხმარებლები მიიღებენ სარგებელს საკუთარი ფინანსური მონაცემების უკეთესი კონტროლის შედეგად. ეს აძლევს მათ საშუალებას მიიღონ უკეთ ინფორმირებული გადაწყვეტილებები ფინანსურ პროდუქტებსა და სერვისებთან დაკავშირებით. თეორიულად, ღია ბანკინგს ასევე აქვს პოტენციალი ფინანსური

სერვისების ხელმისაწვდომობის გაზრდით ხელი შეუწყოს იმ ადამიანების ფინანსურ ჩართულობას, რომლებიც, ტრადიციულად, ნაკლებად არიან ინფორმირებული. მესამე მხარის გადანაცვტილებების საბანკო სისტემებთან ინტეგრაციის გზით, ღია ბანკინგი შესაძლებელს ხდის მომხმარებლის მოთხოვნებზე მორგებული ფინანსური პროდუქტები შეიქმნას – დაწყებული ბიუჯეტირების ხელსაწყოებით, დამთავრებული ალტერნატიული დაკრედიტების ვარიანტებით (Zetzsche et al., 2020).

საქართველოს მიერ ამ მოდელის მიღება, განსაკუთრებით ბერლინის ჯგუფის სტანდარტის დამკვიდრების გზით, ხელს უწყობს რეგულაციური ჩარჩოს ძლიერების შენარჩუნებას და მის შესაბამისობას საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკებთან. ეს მოდელი აგებულია მომხმარებელთა დაცვისა და მონაცემთა უსაფრთხოების პრინციპებზე, რაც ითვალისწინებს კონფიდენციალურობასთან დაკავშირებულ გამოწვევებს და იცავს მნიშვნელოვან ფინანსურ ინფორმაციას, იმავდროულად ხელს უწყობს ინოვაციებს.

საერთაშორისო გამოცდილება

საქართველო აგრძელებს სვლას ღია ბანკინგიდან უფრო ფართო – ღია ფინანსების მიმართულებით, რაც გულისხმობს საბოლოო მომხმარებლის ისეთი ფინანსური მონაცემების გაზიარებას, რომლებიც თავმოყრილია არა მხოლოდ კომერციულ ბანკებში, არამედ სხვა საფინანსო ინსტიტუტებშიც, როგორებიცაა სადაზღვევო კომპანიები, საპენსიო და საინვესტიციო ფონდები და სხვა. ამიტომ მნიშვნელოვანია იმის გაანალიზება, თუ როგორ გაიარეს ეს გზა ფინანსურ ინოვაციებში დაწინაურებულმა ქვეყნებმა. მათი გამოცდილების გათვალისწინებით საქართველო უკეთესად შეძლებს პოზიციონირებას და მნიშვნელოვანი ნაბიჯების გადადგმას ეფექტიანი და უსაფრთხო ფინანსური ეკოსისტემების ჩამოყალიბებისკენ.

ღია ბანკინგის განვითარება **გაერთიანებულ სამეფოში** დაიწყო 2018 წელს, როდესაც კონ-

კურენციისა და ბაზრის უფლებამოსილების ორგანომ (CMA) ცხრა ყველაზე დიდი ბანკი დაავალდებულა, რომ მათი მომხმარებლების მონაცემები გაეხსნათ მესამე მხარის პროვაიდერებისთვის აპლიკაციის სტანდარტიზებული პროგრამული ინტერფეისების - API-ის საშუალებით. ღია ბანკინგის განხორციელების ორგანოს (Open Banking Implementation Entity - OBIE) ზედამხედველობით, სისტემამ 2023 წლისთვის 7 მილიონზე მეტი აქტიური მომხმარებელი მოიზიდა და ხელი შეუწყო ფინტექ ეკოსისტემის განვითარებას.

დიდი ბრიტანეთის ფინანსური ქცევის მარეგულირებელ ორგანო (Financial Conduct Authority – FCA) 2019 წელს გამოვიდა Open Finance Call for Input ინიციატივით, რაც ითვალისწინებდა დაინტერესებული სუბიექტებისგან (ბანკები, ფინტექ კომპანიები, მომხმარებელთა ჯგუფები) წინადადებების მიღებას ღია ფინანსების განვითარების შესაძლებლობებთან დაკავშირებით. მოგვიანებით, ამ გზით მიღებული რეკომენდაციები დაუკავშირა ჭკვიანი მონაცემების (Smart Data) ინიციატივას. ეს მიდგომა მოიცავს მომხმარებლის მონაცემების პორტაბელურობის გავრცელებას ფინანსური სექტორის სხვადასხვა სეგმენტზე, მათ შორის, იპოთეკურ სესხებზე, პენსიებზე და დაზღვევაზე (FCA, 2019).

გაერთიანებული სამეფოს სტრატეგია მოიცავს: ჭკვიანი მონაცემების (Smart Data) საბჭოს შექმნას, რომელიც უზრუნველყოფს სექტორთაშორის განვითარების კოორდინირებას; ინტეროპერაბელურობის და მომხმარებლის მონაცემებზე კონტროლის უზრუნველყოფას; ინდუსტრიაზე დაფუძნებული ინოვაციის წახალისებას ძლიერი რეგულაციური ზედამხედველობის ქვეშ.

ღია ფინანსების განვითარებას **ავსტრალიაში** საფუძვლად უდევს მონაცემებზე მომხმარებლის უფლებათა ჩარჩო (Consumer Data Right – CDR), რომელიც 2019 წელს ამოქმედდა ღია ბანკინგის ფორმატში, შემდეგ კი გავრცელდა

ენერგომომარაგებისა და ტელეკომუნიკაციების სერვისებზეც. ეს არის ღია მონაცემთა ინტეგრირებული სისტემა, რომელსაც ახასიათებს ეტაპობრივი (ფაზებად დაყოფილი) ამოქმედება; მონაცემების მიმღებთა ცენტრალური აკრედიტაციის სისტემა, რომელსაც მართავს ავსტრალიის კონკურენციისა და მომხმარებელთა კომისია (ACCC); მომხმარებლის კონტროლისა და გამჭვირვალობის ძლიერი ხაზგასმა თანხმობის სტანდარტიზებული პანელების საშუალებით; API-ის სანდოობისა და მონაცემების მინიმალაციის პრინციპები. აღნიშნული მიდგომა საშუალებას აძლევს მომხმარებლებს უწყვეტად მიიღონ და მართონ თავიანთი მონაცემები მრავალ სექტორში, რაც ხელს უწყობს კონკურენციას (CDR, 2019).

ბრაზილიის ღია ბანკინგის მოდელმა, რომელსაც კოორდინაციას უწევს ბრაზილიის ცენტრალური ბანკი (BCB), ფუნქციონირება დაიწყო 2021 წელს და მომდევნო წლისთვის სწრაფად გარდაიქმნა ღია ფინანსებზე ორიენტირებულ სისტემად. ბრაზილიის მაგალითი გამოირჩევა თავისი ყოვლისმომცველი ჩართულობით ფინანსური მომსახურების სექტორებში (ბანკინგი, დაზღვევა, საპენსიო ფონდი, საინვესტიციო სერვისები).

ბრაზილიის მიდგომა მოიცავს რეგულირებული სუბიექტებისთვის სავალდებულო მონაწილეობის მოდელს. იგი ეყრდნობა ძლიერ ტექნიკურ სტანდარტებს და მარეგულირებელ ჩარჩოს. მისი გამორჩეული მახასიათებლებია რეალურ დროში თანხმობის მართვის შესაძლებლობა; Pix-ის განხორციელება, რომელიც წარმოადგენს ღია ფინანსებში მჭიდროდ ინტეგრირებულ სწრაფი გადახდის პლატფორმას; მჭიდრო კოლაბორაცია ღია ფინანსებში ჩართულ და დაინტერესებულ მხარეთა შორის (BCB, 2021).

შედეგად, ბრაზილია სწრაფად იქცა გლობალურ ლიდერად მომხმარებელზე ორიენტირებულ ციფრულ ფინანსებში და წარმოადგენს რეგულატორული ჩარჩოს მიერ მართულ ფინანსური ეკოსისტემის მოდელს.

განსხვავებით დიდი ბრიტანეთისა და ბრაზილიისგან, ლიბ ფინანსების **სინგაპურის** მოდელი არ ითვალისწინებს API-ის სავალდებულო გაზიარების პრინციპს. ნაცვლად ამისა, ფინანსური ინოვაციების წასახალისებლად იყენებს:

- APIX (API Exchange) პლატფორმას, რომელიც აკავშირებს ფინანსურ ინსტიტუტებს და ფინტექ კომპანიებს აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონში;
- სინგაპურის მონეტარული ხელისუფლების (MAS-ის) ფინანსური ინდუსტრიის API რეგისტრს, რომელიც მხარს უჭერს API-ის გამჭვირვალობასა და სტანდარტიზაციას;
- რეგულირების ლაბორატორიებს ლიბ ფინანსების მოდელების გამოსაცდელად, მათ შორის, ტრანსსასაზღვრო გადახდების, ციფრული იდენტობის და ტოკენიზირებული აქტივების.

სინგაპურის წარმატება აჩვენებს, თუ როგორ შეუძლია სახელმწიფოს ხელშეწყობამ და საერთაშორისო თანამშრომლობამ დაჩქაროს ლიბ ფინანსებისკენ მიმავალი გზა.

სხვადასხვა ქვეყნის მაგალითზე რამდენიმე საერთო სტრატეგია გამოჩნდა, რომელიც უზრუნველყოფს ლიბ ბანკინგიდან ლიბ ფინანსებზე ეფექტიან და მარტივ გადასვლას:

- არეალის ეტაპობრივად გაფართოება: ძირითადი საბანკო მონაცემებით დაწყება (ანგარიშები, ტრანზაქციები, გადახდები) და თანდათანობითი გაფართოება პენსიების, დაზღვევის, იპოთეკური კრედიტების, ინვესტიციებისა და სხვა სექტორების მოცვით, როგორიცაა ტელეკომუნიკაციები და კომუნალური მომსახურებები;
- პირადი მონაცემების დაცვა: მომხმარებლის ნდობის გაძლიერება უსაფრთხო API-ით, თანხმობის საფუძველზე წვდომით და გამჭვირვალობის პანელებით;
- ჩართული სუბიექტების კოორდინაცია: ინდუსტრიების მიხედვით ჯგუფების და კომიტეტების შექმნა ლიბ ფინანსების

ეკოსისტემების განვითარებისა და სექტორების სინქრონიზაციის მიზნით;

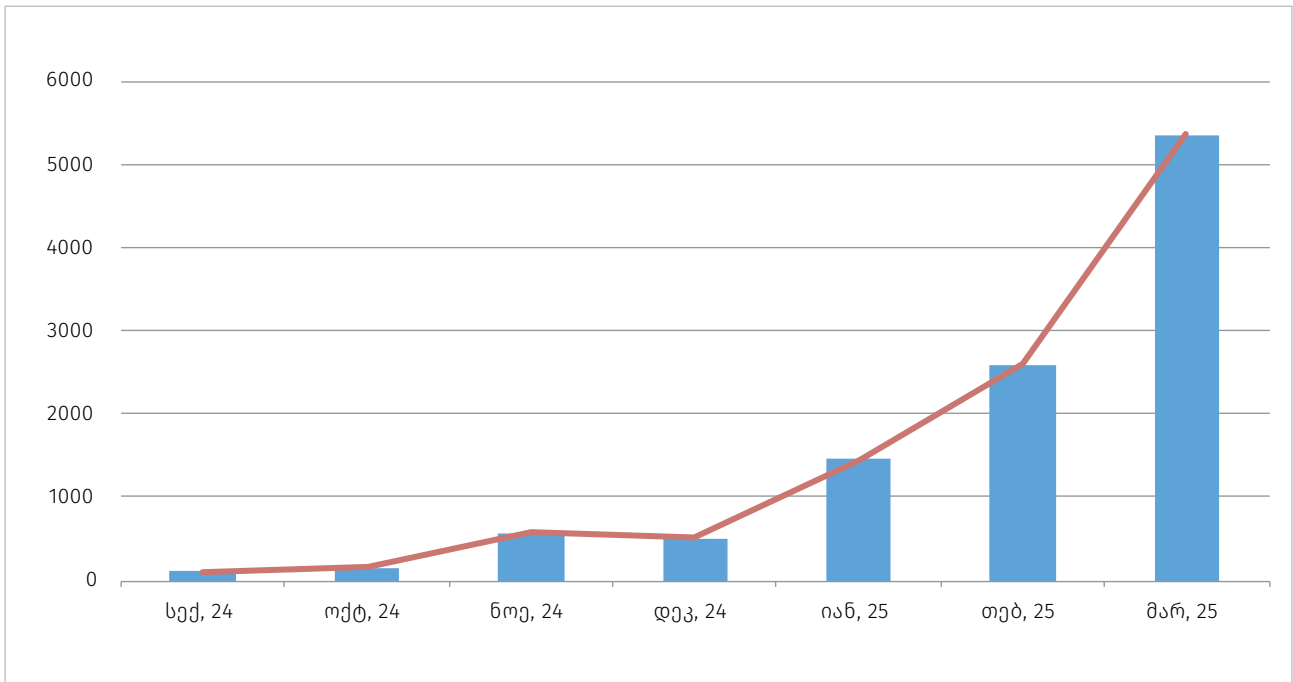
- API სტანდარტიზაცია და ინტეროპერაბელობა: ფართოდ გამოყენებული სტანდარტების ინტეგრაცია (მაგ., ბერლინის ჯგუფი, UK OBIE, FAPI, ან ISO 20022);
- მომხმარებლებზე ორიენტირებული ინფრასტრუქტურა: მონაცემების მოქნილობა მომხმარებლებისთვის, თანხმობის გამჭვირვალე მექანიზმები და ინოვაციურ ფინანსურ ხელსაწყოებზე წვდომა, ასევე ციფრული განათლების და ინკლუზიის განვითარება;
- რეგულირების ლაბორატორიის გამოყენება: ახალი და ინოვაციური მოდელების რეგულირებად გარემოში გამოცდის და დაკვირვების მიზნით (MAS, n.d.).

მონაცემთა ანალიზი

ქვემოთ გაანალიზებული მონაცემები ასახვენ საქართველოს ეროვნულ ბანკის ლიბ ბანკინგის ინიციატივის ამოქმედებისა შედეგებს. ეს ინიციატივა მოიცავს სხვადასხვა აპლიკაციის პროგრამული ინტერფეისების (API-ის) გამოყენებას, რაც ხელს უწყობს საბანკო მონაცემების შეუფერხებელ გაცვლას რეგულირებულ ფინანსურ ინსტიტუტებსა და მესამე მხარის პროვაიდერებს შორის; ასევე იმას, თუ რა გავლენა აქვს სხვადასხვა API-ის გამოყენებას, ლიბ ბანკინგში ჩართული სუბიექტების რაოდენობასა და სერვისებზე.

2025 წლის მდგომარეობით, საქართველოს ლიბ ბანკინგის ეკოსისტემაში ოფიციალურად რეგისტრირებულია საქართველოში მოქმედი ხუთი წამყვანი კომერციული ბანკი, ციფრული ბანკი პეისერა ბანკი (Paysera Bank) და სამი არასაბანკო ინსტიტუტი, მათ შორის ფინტექ კომპანია Keepz.me, რომლებმაც უკვე დაიწყეს გადახდების ინიცირება. ეროვნული ბანკი აქტიურად აკვირდება API-ის გამოყენების სტატისტიკას. ძირითად ინდიკატორებს წარმოადგენს: აქტიური მომხმარებლების რაოდენობა, ტრანზაქციების მოცულობა და ლიბ ბანკინგის საშუალებით განხორციელებული ტრანზაქციების საერთო რაოდენობა.

დიაგრამა 1. ღია ბანკინგის საშუალებით განხორციელებული ტრანზაქციების რაოდენობა 2024-2025 წლებში



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

მონაცემები ასახავს საქართველოს ეროვნული ბანკის ღია ბანკინგის აპლიკაციის პროგრამული ინტერფეისების (API-ის) მიღების მზარდ ტენდენციას ფინანსური სექტორის სხვადასხვა სეგმენტზე. დისტანციური იდენტიფიკაციის განხორციელების მიზნით აპლიკაციის პროგრამული ინტერფეისების აქტიურ მომხმარებელთა რაოდენობა ზრდას განაგრძობს.

ღია ბანკინგის გამოყენების მაჩვენებლების საგრძნობი მატება საქართველოს ბაზარზე მესამე მხარის პროვაიდერების მხრიდან ინოვაციური ფინანსური სერვისების შეთავაზების ზრდას უკავშირდება. მაგალითად, საგადახდო მომსახურების პროვაიდერები (Payment Service Providers – PSP) მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ ღია ბანკინგის გამოყენების გაფართოებაში - ავტომატიზებული გადახდებისა და ფინანსური პროდუქტების განვითარებაში.

რეალურ მონაცემებზე დაკვირვება, ღია ბანკინგის დანერგვის შემდეგ, გვაჩვენებს, რომ ძირითადი მაჩვენებლები, როგორიცაა კონკურენციის

რენცია ბაზარზე, მომხმარებელთა კმაყოფილება და ფინანსური ჩართულობა მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა. ეს შეფასება ეყრდნობა გაზიარებულ მონაცემებს, დაინტერესებული მხარეების უკუკავშირსა და ბაზრის დინამიკის ანალიზს ღია ბანკინგთან დაკავშირებული რეფორმების დანერგვამდე და მის შემდეგ.

მთავარი ის არის, რომ ღია ბანკინგმა მნიშვნელოვნად გააფართოვა მომხმარებელთა წვდომა ისეთ ფინანსურ პროდუქტებსა და სერვისებზე, რომლებიც უკეთ პასუხობენ მათ ინდივიდუალურ საჭიროებებს. მონაცემების უსაფრთხო გაზიარებისა და თავსებადი აპლიკაციის პროგრამული ინტერფეისების განვითარებით მომხმარებლებს შესაძლებლობა ეძლევათ ფინანსურ ინსტიტუტებთან და მესამე მხარის პროვაიდერებთან უფრო გამჭვირვალედ და მარტივად ითანამშრომლონ.

კონკურენციის თვალსაზრისით, ღია ბანკინგის გავლენა აშკარაა. მისმა დანერგვამ კომერციული ბანკებისთვის სავალდებულო გახადა საბოლოო

მომხმარებლის თანხმობის საფუძველზე მათი მონაცემების მესამე მხარის პროვაიდერთან გაზიარება, რამაც ახალ ფინანსურ სტარტაპებსა და არაბანკო ინსტიტუტებს ბაზარზე შესვლის შესაძლებლობა მისცა. ამ მოთამაშეებმა შემოიტანეს უფრო მოქნილი, ტექნოლოგიურად განვითარებული სერვისები, რომლებიც მიმართულია იმ მომხმარებლებისკენ, რომლებიც მანამდე ნაკლებად იყვნენ ჩართულები.

ფინანსური ჩართულობის კუთხით, ღია ბანკინგი გამოიკვეთა როგორც პერსპექტიული ინსტრუმენტი. მან საშუალება მისცა რეგიონებში მცხოვრებ ადამიანებს, რომელთაც შესაძლოა არ ჰქონდეთ წვდომა ტრადიციულ ბანკებზე, ფინანსური ოპერაციების განსახორციელებლად გამოიყენონ მობილური აპლიკაციები და ვებ-სერვისები. ეს ცვლილება ემსახურება არა მხოლოდ ქვეყნის მასშტაბით ეკონომიკური უთანასწორობის შემცირებას, არამედ მომხმარებლებს აძლევს ფინანსების დამოუკიდებლად მართვის შესაძლებლობას.

გარდა ამისა, ღია ბანკინგის ინფრასტრუქტურამ საფუძველი ჩაუყარა მონაცემებზე დაფუძნებული ანალიტიკისა და პერსონალიზებული ფინანსური პროდუქტების განვითარებას.

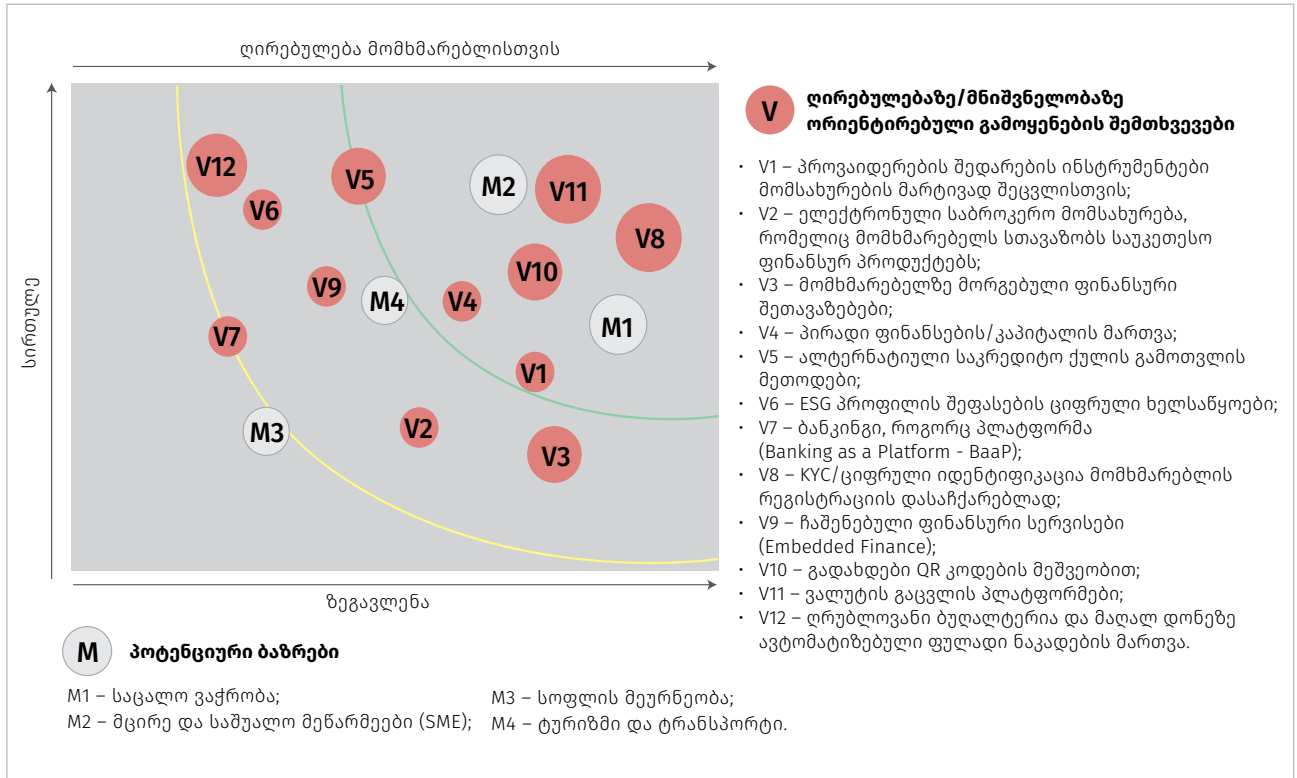
თუ შევაჯამებთ, ღია ბანკინგის დანერგვამ საქართველოში გააუმჯობესა როგორც ფინანსური სერვისების ფუნქციონალობა და ხელმისაწვდომობა, ისე ინოვაცია და მომხმარებელთა კეთილდღეობა. რაც უფრო მეტად იზრდება და ვითარდება ღია ფინანსების ეკოსისტემა, აღნიშნული ბენეფიტები მით უფრო მეტად ფართოვდება და მეტ მნიშვნელობას იძენს.

ღია ბანკინგისა და ღია ფინანსების შესაძლებლობები

ეს მატრიცა ვიზუალურად ასახავს ღია ბანკინგისა და ღია ფინანსების შესაძლებლობებს სამი ძირითადი პარამეტრის – მომხმარებლისთვის შექმნილი ღირებულების; ბაზარზე ზეგავლენის და განხორციელების სირთულის მიხედვით.

წრეებით, რომლებიც წარმოადგენს კონკრეტულ შესაძლებლობას ღია ბანკინგის კონტექსტში, მარკირებულია გამოყენების ღირებულებაზე ორიენტირებული შემთხვევები (V1–V12) და ბაზრის სეგმენტები (M1–M4). წრეების განთავსება მატრიცაში ასახავს რამდენად დიდ ღირებულებას ქმნიან ისინი მომხმარებლებისთვის, რამდენად რთულია მათი განხორციელება, და რა მასშტაბის გავლენა შეიძლება მოახდინონ ბაზარზე.

დიაგრამა 2. ღია ბანკინგისა და ღია ფინანსების შესაძლებლობების და პრიორიტეტების მატრიცა



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

გამოყენების ღირებულებაზე/მნიშვნელობაზე ორიენტირებული შემთხვევები (ვარდისფერი წრეები) წარმოადგენენ პრაქტიკულ აპლიკაციებს ან სერვისებს, რომლებიც ღია ბანკინგის მეშვეობით ხორციელდება. თითოეული V-თი მონიშნული პუნქტი შეესაბამება მატრიცის მარჯვენა მხარეს მოცემულ ჩამონათვალს. მაგალითად: V1 და V10 განთავსებულია მაღალი ღირებულებისა და საშუალო სირთულის ზონაში, რაც მიუთითებს, რომ მათი განხორციელება შესაძლებელია შედარებით მცირე რესურსებით და მაღალი სარგებლის მიღებით. V12 და V6 ასევე ქმნიან ღირებულებას, თუმცა უფრო რთული განსახორციელებელია, რაც მეტ რესურსებსა და ტექნიკურ ჩართულობას მოითხოვს.

პოტენციური ბაზრები (ნაცრისფერი წრეები) წარმოადგენს იმ ინდუსტრიულ სექტორებს, სადაც შეიძლება გამოყენებულ იქნას ღია ბანკინგის ინსტრუმენტები და მომსახურება. მაგალითად: M2-ს (SME), რომელიც განთავსებულია მაღალი

ღირებულების და საშუალო სირთულის ზონაში, მოსალოდნელია, რომ დიდი გავლენა ექნება ქვეყნის ფინანსურ ეკოსისტემაზე. M3-ს (სოფლის მეურნეობა), რომელიც დაბალი სირთულის, მაგრამ ასევე დაბალი გავლენის სფეროა, შეიძლება კარგი ნიშის შესაძლებლობა იყოს.

ის სფეროები/პროექტები, რომლებიც მატრიცაში განთავსებულია ადგილებზე, სადაც მომხმარებლისათვის მაღალი ღირებულება და დანერგვის დაბალი სირთულეა, საუკეთესო კანდიდატები არიან ინვესტირებისთვის. შესაძლებლობები, როგორიცაა V5 და M2, განლაგებულია ისეთ ადგილებზე, რომ არ არის რთული, მაგრამ აქვს მნიშვნელოვანი ღირებულება. უფრო რთული, მაგრამ მაღალი ღირებულების გამოყენების შემთხვევები (მაგალითად, V12, V6) შეიძლება საჭიროებდეს დიდი ხნის დაგეგმვას და ინფრასტრუქტურულ ინვესტიციებს. ბაზრები, როგორიცაა M3 (სოფლის მეურნეობა), შეიძლება იყოს დაბალი რისკის მატარებელი.

ქვემოთ ჩამოთვლილია, თუ რისთვის შეიძლება გამოიყენონ კომპანიებმა და ფინანსურმა ინსტიტუტებმა ეს მატრიცა:

- ინვესტიციების პრიორიტეტიზაცია: კონცენტრირება ისეთ სფეროებზე/პროექტებზე, რომელიც მატრიცაში განთავსებულია ადგილებზე, სადაც არის მომხმარებლისათვის მაღალი ღირებულება და დანერგვის დაბალი სირთულე;
- დასვენების შესაძლებლობები და გრძელვადიანი სტრატეგიული აქტივობები: იმის გაანალიზება, თუ სად შეიძლება სწრაფად განხორციელდეს მოქმედებები და სად იქნება საჭირო დაგეგმვა;
- ლია ბანკინგის სტრატეგიების კოორდინაცია მომხმარებლისთვის მისაღებ ღირებულებასთან და ზოგად ბიზნეს ეფექტთან: დარწმუნდით, რომ ინვესტიციები და განვითარება მომხმარებლის საჭიროებებსა და ბიზნეს მიზნებს აკმაყოფილებს.

საქართველოს ეროვნული ბანკის (NBS) მიერ ლია ბანკინგის ინიციატივების განხორციელებამ მოიტანა დადებითი შედეგები, რომლებიც გვაჩვენებს მონაცემებზე დაფუძნებული ფინანსური რეფორმების გარდამტეხ პოტენციალს.

ლია ბანკინგმა შექმნა უფრო დინამიური და კონკურენტული გარემო საქართველოს ფინანსურ სექტორში. დაინერგა სტანდარტიზებული მონაცემთა გაზიარების მექანიზმები, რაც მოიცავს უსაფრთხო API-ს. ლია ბანკინგმა შესაძლებლობა მისცა ახალ მონაწილეებს, განსაკუთრებით ფინტექ კომპანიებსა და საგადახდო მომსახურების პროვაიდერებს (PSP), მიიღონ და დაამუშაონ მომხმარებელთა მონაცემები, რომლებიც ადრე მხოლოდ ბანკებისთვის იყო ხელმისაწვდომი. მონაცემების დემოკრატიზაციამ განაპირობა პირობების გათანაბრება, რამაც მომსახურების უფრო მცირე და მოქნილ მომწოდებლებს ტრადიციულ ინსტიტუტებთან კონკურენციის შესაძლებლობა მისცა. შედეგად, მომხმარებლებმა დაიწყეს უფრო მრავალფეროვანი სერვისების მიღება,

მათ შორის, პერსონალიზებული, იაფი და ინოვაციური ფინანსური პროდუქტები.

მნიშვნელოვნად გაიზარდა ლია ბანკინგის მომხმარებელზე ორიენტირებული უპირატესობები. API-მა, რომლებიც მხარს უჭერენ ციფრულ რეგისტრაციას (Onboarding) და გამარტივებულ გადახდებს, არსებითად შეამცირა ფინანსური ურთიერთობებისთვის საჭირო სირთულე და დრო. მომხმარებლებს ახლა შეუძლიათ სერვისების უფრო კომფორტულად მიღება, ბანკში ფიზიკური ვიზიტის გარეშე. ისეთი ფუნქციები, როგორიცაა ავტომატიზებული ანგარიშების აგრეგაცია, ბიუჯეტის განაწილების ხელსაწყოები და ბანკის ანგარიშიდან გადახდები პლასტიკური ბარათების გამოყენების გარეშე, ამარტივებს ფინანსურ მენეჯმენტს, რაც დადებითად მოქმედებს მომხმარებლის კმაყოფილებაზე და ციფრული ფინანსური სერვისების მიმართ ნდობის გაზრდაზე.

მონაცემების მოქნილობა, რომელიც ლია ბანკინგის ცენტრალური პრინციპია, ხელს უწყობს უფრო ეფექტიანი ფინანსური ბაზრების განვითარებას დანახარჯებისა და დროის შემცირებით. ინსტიტუტებს შორის მონაცემთა შეუფერხებელი მიმოსვლის საშუალებით ფინანსური პროვაიდერები უკეთ აფასებენ კრედიტუნარიანობას, ქმნიან უფრო პერსონალიზებულ ფინანსურ პროდუქტებს და უფრო სწრაფად ამუშავებენ განაცხადებს. გაზრდილი გამჭვირვალობა და ხელმისაწვდომობა ასევე ხელს უწყობს ფინანსური ჩართულობის გაუმჯობესებას.

შესაბამისად, საქართველოს ეროვნული ბანკის ლია ბანკინგის ინიციატივის შედეგები ადასტურებს, რომ კარგად დაგეგმილმა მარეგულირებელმა და ტექნოლოგიურმა ჩარევებმა შესაძლოა უზრუნველყოს მნიშვნელოვანი პროგრესი ფინანსური სისტემის მრავალი მიმართულებით განვითარებაში. კონკურენციის, მომხმარებლის გამოცდილების და ბაზრის ეფექტიანობის გაუმჯობესება, აგრეთვე საქართველოს, როგორც რეგიონული ინოვაციური როლი, ორიენტირებულია ლია ფინანსებისაკენ სვლაზე.

შედეგების განხილვა

მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოს ღია ბანკინგის ინიციატივის ამჟამინდელი შედეგები იმედის მომცემია, გამოიკვეთა რამდენიმე სფერო, რომელიც შემდგომ განვითარებას საჭიროებს, რათა უზრუნველყოფილი იყოს ღია ფინანსების ეკოსისტემის მდგრადი და სამართლიანი ზრდა. საკვანძო ასპექტები, როგორიცაა მომხმარებლის ცნობიერება, ნდობა, მონაცემთა დაცვა და ტექნიკური სტანდარტიზაცია, გადამწყვეტ როლს ასრულებს ამ რეფორმების გრძელვადიან წარმატებაში.

საქართველოს ეროვნული ბანკის რეგულატორული ზედამხედველობა და საერთაშორისო სტანდარტებთან, როგორიცაა ბერლინის ჯგუფის API-ის სპეციფიკაციები, შესაბამისობა, წარმოადგენს საყრდენ ნაბიჯს უსაფრთხო და სანდო ეკოსისტემის შექმნისთვის. თუმცა, ღია ბანკინგისგან სარგებლის მაქსიმალურად მიღება მოითხოვს მოსახლეობის ცნობიერების ამაღლებას და ბაზრის მონაწილეების განვითარებას. აუცილებელია, რომ მომხმარებლები იყვნენ გათვითცნობიერებულები და იცოდნენ თავიანთი უფლებები.

მეორე მნიშვნელოვანი ასპექტია ღია ბანკინგიდან ღია ფინანსებზე გადასვლა. მიუხედავად იმისა, რომ ღია ბანკინგის სისტემა ძირითადად საბანკო მონაცემების (მაგალითად, ანგარიშის ინფორმაცია და გადახდის სერვისები) ხელმისაწვდომობაზეა ორიენტირებული, ღია ფინანსები მოიცავს უფრო ფართო ფინანსურ პროდუქტებს, მათ შორის დაზღვევას, პენსიებს, ინვესტიციებს და პირადი ფინანსური დაგეგმვის ინსტრუმენტებს. ამ გაფართოებას დასჭირდება ფინანსურ სისტემებს შორის ურთიერთობის ეფექტიანობის გაზრდა, გამართული თანამშრომლობა და რეგულაციების მეტი მოქნილობა. ქვეყნები, როგორიცაა ავსტრალია და ბრაზილია, აქტიურად ახორციელებენ ღია ფინანსებზე ორიენტირებულ სტრატეგიებს.

ღია ბანკინგის პოტენციალის სრული რეალიზაცია, განსაკუთრებით ღია ფინანსებზე გადასვლისას, მოითხოვს რეგულატორული ჩარჩოების გაძლიერებას, ინვესტიციებს უსაფრთხო ინფრასტრუქტურაში, მომხმარებელთან ურთიერთობის ხელშეწყობას და როგორც შიდა, ისე საერთაშორისო თანამშრომლობის.

დასკვნა

საქართველოს ეროვნული ბანკის სტრატეგიული ფოკუსი ღია ბანკინგზე და მისი თანმიმდევრული სვლა ღია ფინანსებისკენ წარმოადგენს გარდამტეხ მომენტს ქვეყნის ფინანსური სექტორის მოდერნიზაციის პროცესში. აღნიშნული ინიციატივები არა მხოლოდ ცვლიან ფინანსური მომსახურებების მიწოდებისა და მოხმარების შესაძლებლობებს, არამედ ქმნიან საფუძველს უფრო გამჭვირვალე, ინკლუზიური და ინოვაციებზე ორიენტირებული ფინანსური ეკოსისტემისთვის.

ღია ბანკინგი, რომელიც ხელს უწყობს მონაცემების მოქნილობას, მოხმარების გაზრდასა და API-ზე დაფუძნებული სერვისების განვითარებას, უკვე ზრდის კონკურენციას ფინანსურ ინსტიტუტებს შორის, მომსახურებებზე ხელმისაწვდომობის გაუმჯობესებას და ფინტექ სტარტაპებისა და სხვა არასაბანკო ინსტიტუტების ჩართულობის შესაძლებლობას. ეს ტენდენციები პირდაპირ აისახება მომხმარებლის არჩევანის გაფართოებაზე, ტრანზაქციის ხარჯების შემცირებაზე და უფრო პერსონალიზებული ფინანსური პროდუქტების განვითარებაზე განსაკუთრებით იმ სეგმენტებისთვის, რომლებიც მანამდე შედარებით ნაკლებად იყო განვითარებული.

საქართველოს შესაბამისობა ღია ბანკინგის საერთაშორისო სტანდარტებთან, როგორიცაა ბერლინის ჯგუფის API-ის ჩარჩო და აქცენტი გამჭვირვალობაზე, მოქნილობასა და მონაცემთა დაცვაზე, უზრუნველყოფს ამ ინოვაციების უსაფრთხო და კონტროლირებად გარემოში გან-

ხორციელებას. ღია ბანკინგის ეკოსისტემაში მონაწილე სუბიექტების რაოდენობის ზრდა, დაწყებული დიდი კომერციული ბანკებიდან, დამთავრებული ფინტექებით, მოწმობს ინტერესთა ჯგუფების მზარდ ნდობასა და ეკოსისტემის მზაობას.

როდესაც ქვეყანა ღია ბანკინგიდან ღია ფინანსებზე გადადის, ინოვაციის არეალი ფართოვდება და მოიცავს ისეთ ფინანსურ სერვისებს, როგორიცაა დაზღვევა, პენსიები, ინვესტიციები და პირადი ფინანსური მართვის ინსტრუმენტები. ამ გარდაქმნამ შესაძლოა გააღრმავოს ფინანსური სექტორის ინტეგრაცია სხვადასხვა სფეროში, ხელი შეუწყოს ინდუსტრიათა შორის თანამშრომლობას და განამტკიცოს საქართველოს, როგორც რეგიონული ფინტექ ჰაბის პოზიცია, განსაკუთრებით ე.წ. „შუა დერეფნის“ ფარგლებში.

ღია ფინანსების პოტენციალის სრულად რეალიზებისთვის, მნიშვნელოვანია გაგრძელდეს ინვესტირება ციფრულ ინფრასტრუქტურაში, ძალისხმევა რეგულატორული შესაძლებლობების განვითარებაში და საერთაშორისო თანამშრომლობაში. ასევე აუცილებელია მოხდეს მომხმარებელთა ცნობიერების ამაღლება, ციფრული განათლების ხელშეწყობა და ნდობის გაძლიერება ახალი ტექნოლოგიების მიმართ.

დასასრულს, ღია ფინანსებისკენ მიმართული ევოლუცია შესაძლებლობას აძლევს საქართველოს მოწინავე პოზიციები დაიკავოს ფინანსური სისტემის ახალი თაობის შექმნაში, რომელიც უფრო ეფექტიანია და კონკურენტუნარიანი, მოქნილია და თანამედროვე, მორგებულია მომხმარებლისა და ბიზნესის საჭიროებებზე.

გამოყენებული ლიტერატურა

საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2021). *ღია ბანკინგი*. [ონლაინ] ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge> [წვდომა: 2025 წლის 19 მარტი].

საქართველოს საბანკო ასოციაცია. (2021). *ღია ბანკინგის სტანდარტი*. [ონლაინ] ხელმისაწვდომია: <https://openfinance.ge/standards> [წვდომა: 2025 წლის 19 მარტი].

Australian Government (ACCC). (2019). *Consumer Data Right (CDR) Framework*. [online] Available at: <https://www.accc.gov.au/focus-areas/consumer-data-right-cdr> [Accessed 19 March 2025].

Australian Government (ACCC). (2022). *Statutory Review of the Consumer Data Right Issues paper*. [online] Available at: <https://www.cdr.gov.au/sites/default/files/2022-03/Statutory-Review-of-the-Consumer-Data-Right-issues-paper-2022.pdf> [Accessed 20 March 2025].

Banco Central Do Brasil (BCB). (2021). *Open Finance*. [online] Available at: https://www.bcb.gov.br/en/financialstability/open_finance [Accessed 20 March 2025].

Carletti, E., Claessens, S., Fataś, A. and Vives, X. (2020). *The Bank Business Model in the Post-Covid-19 World. The Future of Banking 2*. London: Centre for Economic Policy Research.

Carstens, A. (2019). *Data, technology and policy coordination*. Bank for International Settlements (BIS). [online] Available at: <https://www.bis.org/review/r190208a.htm> [Accessed 20 March 2025].

Demirgüç-Kunt, A., Klapper, L., Singer, D. and Ansar, S. (2020). *The Global Findex Database 2017: Measuring Financial Inclusion and Opportunities to Expand Access to and Use of Financial Services*. Washington, DC: The World Bank Economic Review, Article N 10.1093

European Parliament and Council of the European Union. (2015). Directive (EU) 2015/2366 on payment services in the internal market. *Official Journal of the European Union*, L 337, 23 December, pp.35–127. [online] Available at: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32015L2366> [Accessed 30 Apr. 2025].

European Banking Authority (EBA). (2018). *The Future of Banking: Open Banking and PSD2*. [online] Available at: <https://www.eba.europa.eu/regulation-and-policy/payment-services-and-electronic-money> [Accessed 21 March 2025].

Financial Conduct Authority (FCA). (2019). *Call for Input: Open finance*. [online] Available at: <https://www.fca.org.uk/publications/calls-input/call-input-open-finance> [Accessed 21 March 2025].

Gomber, P., Kauffman, R.J., Parker, C. and Weber, B.W. (2018). On the fintech revolution: Interpreting the forces of innovation, disruption, and transformation in financial services. *Journal of Management Information Systems*, 35(1), pp.220–265. Volume 35.

Moneythor. (2020). *Open Banking in Singapore: Comparing PSD2 & FPDS*. [online] Available at: <https://www.moneythor.com/analysis-opinions/open-banking-in-singapore-comparing-psd2-fpds/> [Accessed 21 March 2025].

Open Banking Implementation Entity (OBIE). (2021). *Open Banking Standards*. [online] Available at: <https://www.openbanking.org.uk/about-us/the-obie/> [Accessed 21 March 2025].

Ozili, P.K. (2018). Impact of digital finance on financial inclusion and stability. *Borsa Istanbul Review*, 18(4), pp.330–340.

Philippon, T. (2019). On fintech and financial inclusion. *NBER Working Paper*, No. 26330, September.

Zetsche, D.A., Buckley, R.P. and Arner, D.W. (2020). Decentralized finance and the quest for financial stability. *European Banking Institute Working Paper*, No. 2017-006.

Zetsche, D.A., Buckley, R.P. and Arner, D.W. (2021). Open banking, open data and open finance: Lessons from the European Union. *Journal of Financial Regulation*, pp.172–203.

ინფორმაცია ავტორებისთვის

სტატიების სტრუქტურირების და წყაროების მითითების წესები

სტატიის სტრუქტურა

1. შესავალი
2. ლიტერატურის მიმოხილვა
3. თეორიული ნაწილი – ეკონომიკური მოდელი/თეორია, რომელსაც ეფუძნება სტატია
4. მონაცემების ანალიზი
5. შედეგები და შედეგების განხილვა
6. დასკვნა

სტატიის მოცულობა უნდა შეადგენდეს 2500-5000 სიტყვას.

წყაროების მითითების წესი (ჰარვარდის სტილი)

1. წყაროების მითითება ნაშრომის ტექსტში

როდესაც ნაშრომის ტექსტში გამოიყენება სხვა ავტორის/ავტორების/ორგანიზაციის ინფორმაცია, აუცილებლად უნდა მიუთითოთ ავტორების სახელები და გამოყენებული ნაშრომის პუბლიკაციის წელი. ეს ეხება როგორც პარაფრაზს (სხვისი აზრის/შედეგების საკუთარი სიტყვებით გადმოცემას), ისე ციტირებას (სხვისი ტექსტის უცვლელად გადმოტანას). აღნიშნული დეტალები უნდა განთავსდეს წინადადების ბოლოს,

მაგალითად: თუ ერთი ავტორია – (McCurley, 2012), თუ ორი ავტორია – (Brown and Taylor, 2021), ხოლო, თუ სამი ან მეტი – მიეთითება მხოლოდ პირველი ავტორი (Brown et al., 2021)

2. გამოყენებული ლიტერატურის სია

გამოყენებული ლიტერატურის სია არის ყველა იმ წყაროს ჩამონათვალი, რომელიც გამოყენებულია ნაშრომში.

a. წიგნების მითითება

წიგნების მითითებისას ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს, ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:

- ავტორ(ებ)ი – პიროვნებები ან ორგანიზაცია, ჯერ გვარები, შემდეგ სახელები;
- პუბლიკაციის წელი;
- სათაური (ქვესათაურის ჩათვლით, ასეთის არსებობის შემთხვევაში), იტალიკით;
- პუბლიკაციის ადგილი;
- გამომცემელი.

მაგალითად: Smith, J. (2020). *Global Economics*. London: Routledge.

b. პარაგრაფი წიგნში

- წიგნში პარაგრაფის მითითებისას ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს, ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:
- ავტორი - პიროვნებები ჯერ გვარი, შემდეგ სახელი;
- პუბლიკაციის წელი;
- პარაგრაფის სათაური;
- რედაქტორი - პიროვნება/პიროვნებები, ჯერ სახელი, შემდეგ გვარი;
- წიგნის სათაური, იტალიკით;
- პუბლიკაციის ადგილი;
- გამომცემელი;
- გვერდები.

მაგალითად: Green, T. (2018). Innovation in education. In: K. Black, ed., *Modern Learning Theories*, 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, pp.55–70.

c. სტატიები გაზეთებისა და ჟურნალებიდან

ამ შემთხვევაში ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს, ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:

- ავტორ(ებ)ი;
- პუბლიკაციის წელი;
- სათაური;
- გაზეთის/ჟურნალის დასახელება იტალიკით;
- ტომის/გამოცემის ნომერი;
- თვე და რიცხვი (გაზეთისთვის) ან თვე/კვარტალი (ჟურნალისთვის), თუ არ არის ტომის/გამოცემის ნომერი;
- გვერდი.

მაგალითად: Taylor, A. and Brown, M. (2019). Climate change and agriculture. *Journal of Environmental Studies*, 45(3), pp.215–230.

d. ინფორმაცია ინტერნეტიდან

ამ შემთხვევაში ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს:

- ავტორ(ებ)ი ან ორგანიზაცია, პასუხისმგებელი ვებ-გვერდზე;
- წელი, თუ თარიღი არ არის, ჩასვით (no date);
- ვებ-გვერდის/დოკუმენტის სათაური იტალიკით ;
- [ონლაინ] ხელმისაწვდომია, ბმული (ლინკი);
- თარიღი, როდესაც პირველად ეწვით ამ გვერდს - დღე/თვე/წელი.

მაგალითად: World Health Organization. (2022). *Mental health and COVID-19*. [online] Available at: <https://www.who.int/mental-health-covid> [Accessed 30 Apr. 2025].

National Statistics Office of Georgia. (2023). *Demographic data of the population*. [online] Available at: <https://www.geostat.ge/> [Accessed 30 April 2025].



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

საქართველო, თბილისი 0114
ზვიად გამსახურდიას სანაპირო #1
monetaryeconomics@nbg.gov.ge
www.nbg.gov.ge