



თამარ ბაიაშვილი

საქართველოს ეროვნული ბანკის
მაკროეკონომიკისა და სტატისტიკის დეპარტამენტის
მონეტარული პოლიტიკის განყოფილების
მთავარი სპეციალისტი

ოპტიმალური სავალუტო პოლიტიკა საქართველოს ეკონომიკისათვის

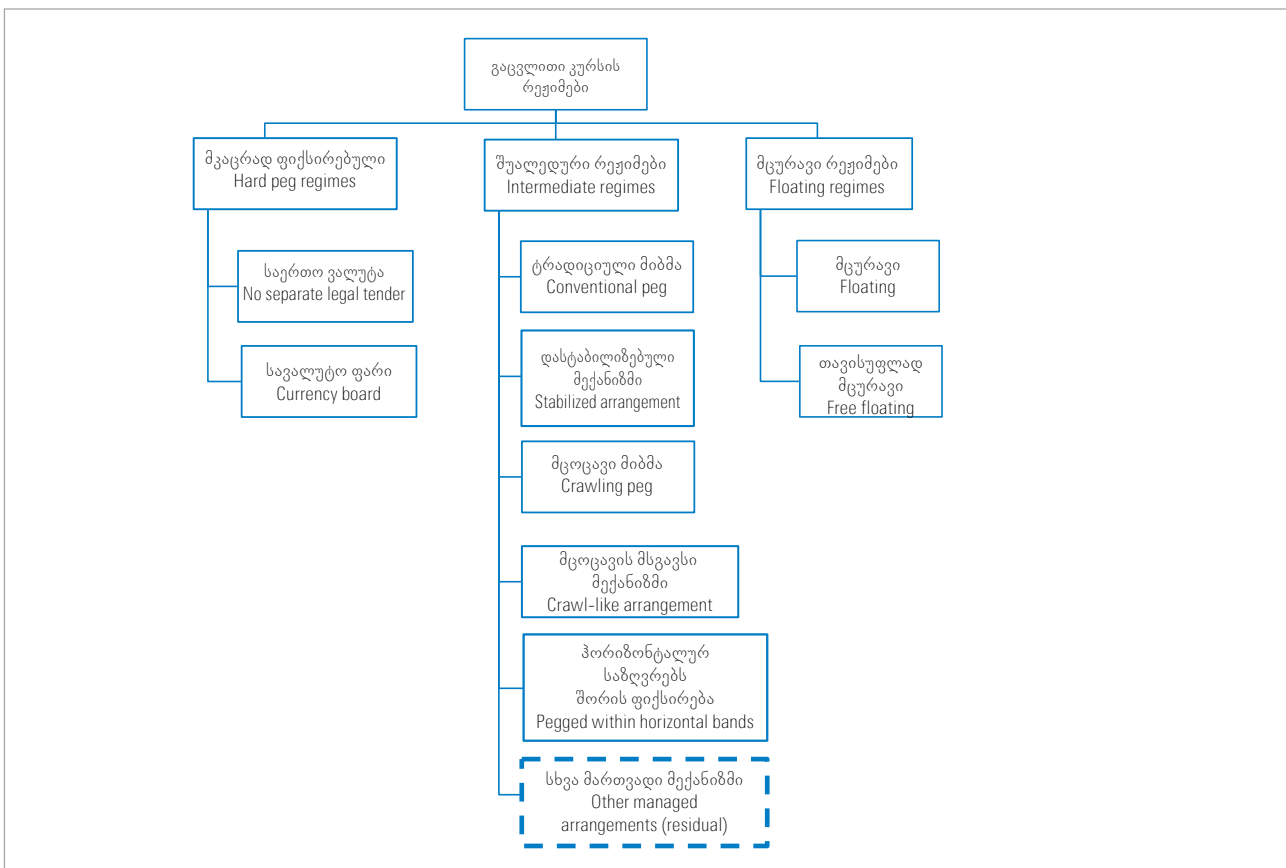
შესავალი

ბოლო წლების განმავლობაში ფინანსური ბაზრების გლობალიზაციის ძლიერი ტენდენციები შეინიშნება, რაც განაპირობებს ეროვნული ეკონომიკების კიდევ უფრო ინტეგრირებას. 2008 წლის ფინანსურმა კრიზისმა აჩვენა თუ რაოდენ მჭიდროა ქვეყნების ფინანსური ბაზრების კავშირი ერთმანეთთან. აქედან გამომდინარე კიდევ უფრო მეტი დატვირთვა შეიძინა სავალუტო ბაზრებისა და საერთაშორისო ფინანსური სისტემების წყობის

შესწავლამ. ოპტიმალური გაცვლითი კურსის პოლიტიკის არჩევა საერთაშორისო ფინანსების ერთერთ კომპლექსურ მიმართულებას წარმოადგენს.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის კლასიფიკაციის მიხედვით, გაცვლითი კურსის რეჟიმები იყოფა 10 ძირითად კატეგორიად, დაწყებული სრული დოლარიზაციიდან თავისუფლად მცურავი კურსის რეჟიმამდე (სსფ, 2014). აღნიშნული, დეფაქტო, კატეგორიზაცია დამოკიდებულია გაცვლითი კურსის მოქნილობასა და არაფორმალურ ვალდებულებებზე გაცვლითი კურსის დინამიკის მიმართ.

დიაგრამა №1
გაცვლითი კურსის რეჟიმების კლასიფიკაცია (სსფ)



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

გაცვლითი კურსის რეჟიმებმა მნიშვნელოვანი ევოლუცია განიცადა ბოლო საუკუნეების განმავლობაში, რაც განპირობებული იყო ცვალებადი ეკონომიკური ვითარებით. თუ მე-20 საუკუნის დასაწყისში არჩევანის საგანს წარმოადგენდა ოქროს სტანდარტის შემოღება, 21-ე საუკუნიდან განვითარებული ქვეყნების დიდი ნაწილი უფრო მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმზე გადავიდა. როგორც ფიქსირებული, ისე მცურავი კურსის რეჟიმს დადებითი და უარყოფითი მხარეები აქვს. აღნიშნული მიზეზების გამო, ძნელია ერთი რეჟიმის არჩევა, რომელიც ოპტიმალური იქნება ყველა ქვეყნისათვის. ქვეყნის სავალუტო პოლიტიკის არჩევანი უნდა ეფუძნებოდეს არსებული ალტერნატიული რეჟიმების დანახარჯებისა და სარგებლის ანალიზს.

სტატიის წყობა შემდეგნაირია: თავდაპირველად განხილულია გაცვლითი კურსის რეჟიმების განვითარება, შემდეგ ოპტიმალური სავალუტო სივრცის თეორია; ის წინაპირობები, რომლებიც უნდა სრულდებოდეს კურსის წარმატებული ფიქსირებისთვის ან საერთო ვალუტის შემოღებისთვის და რა დადებითი მხარეები აქვს კურსის ფიქსირებას. ასევე მოცემულია უარყოფითი გარემოებები, რომლებიც თავს იჩენს კურსის დაფიქსირებისას. ბოლოს კი განხილულია საქართველოს ეკონომიკა ოპტიმალური სავალუტო სივრცის ჭრილში და მისთვის შესაფერისი გაცვლითი კურსის რეჟიმი.

ფიქსირებული და მცურავი რეჟიმების მახასიათებლების განხილვით, აღნიშნული სტატია ასკვნის, რომ საქართველოს ეკონომიკისათვის, ამ ეტაპზე, ოპტიმალური სავალუტო პოლიტიკა მცურავი კურსია.

გაცვლითი კურსის რეჟიმების განვითარება

გაცვლითი კურსის რეჟიმებს შორის ერთ-ერთ უძველესს ოქროს სტანდარტი წარმოადგენს, რომელსაც ეყრდნობოდა მსოფლიოს ფინანსური სისტემა პირველ მსოფლიო ომამდე. ასევე არსებობდა რეჟიმები, რომლებიც იყენებდნენ ვერცხლს, ვერცხლისა და ოქროს კომბინაციას (ბიმეტალიზმი) ან სხვა ძვირფას ლითონებს. თუმცა ოქროს სტანდარტმა ფართოდ დაიმკვიდრა ადგილი.

ოქროს სტანდარტის პირობებში, მსოფლიოს ვალუტათა ძირითადი ნაწილი პირდაპირ იყო კონვერტირებადი ოქროში წინასწარ განსაზღვრული ფიქსირებული პარიტეტით. შესაბამისად, ვალუ-

ტები ერთმანეთის მიმართაც ინარჩუნებდნენ ფიქსირებულ კურსს. აღნიშნულმა რეჟიმმა აღმოფხვრა გაცვლითი კურსის მერყეობა, რითაც ხელი შეუწყო მსოფლიო ვაჭრობის განვითარებას. თუმცა, ამგვარად იზღუდებოდა ქვეყნის მონეტარული დამოუკიდებლობა და ფულის მიწოდება განისაზღვრებოდა ოქროს მოპოვებითა და მიმოქცევით. დროთა განმავლობაში შეუძლებელი გახდა ოქროს სტანდარტის შენარჩუნება რამდენიმე მიზეზის გამო. პირველ რიგში აღსანიშნავია, რომ მსოფლიოს წამყვანი ეკონომიკების მიმდინარე ანგარიშების დისბალანსის პირობებში შეუძლებელი გახდა ქვეყნებს შორის ფიქსირებული კურსის შენარჩუნება. ამავე დროს ოქროს მოპოვების შემცირებასთან ერთად, შენედა ფულის მიწოდების ზრდის ტემპი, რაც ხელისშემშლელი ფაქტორი აღმოჩნდა მსოფლიო ეკონომიკის ზრდისათვის.

მეორე მსოფლიო ომის შემდგომ ოქროს სტანდარტის გაუქმებას მოჰყვა ბრეტონ ვუდსის სისტემა, რომლის მიხედვითაც ვალუტების კურსები დაფიქსირდა დოლარის მიმართ, რომელიც გახდა „სარეზერვო ვალუტა“ და იყო კონვერტირებადი ოქროთი. აღნიშნულმა სისტემამ დაახლოებით 30 წელიწადს იარსება. ქვეყნები გაცვლითი კურსის ფიქსირებას საერთაშორისო რეზერვების საშუალებით ახერხებდნენ. აღნიშნული შეთანხმება ითვალისწინებდა ქვეყნის ვალუტის დევალვაციას ან რევალვაციას მხოლოდ „ფუნდამენტური დისბალანსის შემთხვევაში“, თუმცა ეს ყოველთვის არ ხორციელდებოდა შესაბამისი ქვეყნის მიერ. კაპიტალის ნაკადების გაძლიერებამ მთელ რიგ ქვეყნებში გაცვლით კურსზე გამყარების ზეწოლა შექმნა, თუმცა ქვეყნები მაინც ცდილობდნენ ფიქსირებული კურსის შენარჩუნებას კონკურენტუნარიანობის დაკარგვის შიშით. საბოლოოდ დადგა ზედმეტად გამყარებული დოლარის პრობლემა, რამაც უბიძგა ბრეტონ ვუდსის სისტემაზე დაფუძნებულ ოქროს სტანდარტს მოშლისკენ. ბრეტონ ვუდსის სისტემა 1971 წელს გაუქმდა, რამაც დასაბამი მისცა მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმების ევოლუციას.

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმის პრობლემების გამოვლენასთან ერთად დაიწყო ახალი რეჟიმების აღმოცენება, რომელიც მიმართული იყო გაცვლითი კურსის უფრო მეტი მოქნილობისკენ. ფინანსური ბაზრების ლიბერალიზაციამ ძლიერი ბიძგი მისცა ამ პროცესს, განსაკუთრებით განვითარებულ ქვეყნებში. რიგი მიზეზების გამო, გარკვეული ქვეყნები თავს იკავებენ მთლიანად საბაზრო



მექანიზმზე დაფუძნებული - თავისუფლად მცურავი - რეჟიმისგან და ინარჩუნებენ მუდმივად ცვალებად თანაფარდობას რომელიმე წამყვან ვალუტასთან.

თავისუფალი ბაზრის პირობებში გაცვლითი კურსის განსაზღვრა ხდება ვალუტაზე მოთხოვნა-მიწოდების ურთიერთქმედებით. გრძელვადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის დინამიკაზე გავლენას ახდენს ისეთი ფაქტორები, როგორებიცაა შედარებითი ფასების დონეები, სავაჭრო ბარიერები, ადგილობრივ და იმპორტირებულ საქონელზე მომხმარებლის განსხვავებული პრეფერენციები და პროდუქტიულობა. შესაბამისად, მოვლენები, რომლებიც აღნიშნული ფაქტორების ცვლილებას განაპირობებს ასევე აისახება გაცვლითი კურსის ცვლილებაში, რომელიც შეიძლება იყოს როგორც დროებითი, ასევე პერმანენტული ხასიათის. სწორედ აღნიშნულმა ფაქტორებმა გამოიწვია ბრეტონ ვუდსის სისტემის გადახედვის საჭიროება და საბოლოოდ კი მისი გაუქმება.

ბოლო პერიოდის განმავლობაში გარდამავალი და განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკებმა მნიშვნელოვანი ცვლილებები განიცადა, რამაც სავალუტო წყობის გადახედვის საჭიროება განაპირობა. ამ ცვლილებებს განეკუთვნება კაპიტალის მობილობის ზრდა, მიმდინარე ანგარიშის ლიბერალიზაცია, პორტფელის დივერსიფიკაცია, ვაჭრობის განვითარება, საექსპორტო სექტორების ცვლილება და ა.შ. დროთა განმავლობაში, რაც უფრო მჭიდრო გახდა ქვეყნების კავშირი გლობალურ ფინანსურ სამყაროსთან, ისინი მით უფრო მგრძობიარენი გახდნენ საერთაშორისო ასპარეზზე განვითარებული მოვლენებისადმი და უფრო გაძნელდა ფიქსირებული კურსის დაცვა. ოპტიმალური სავალუტო პოლიტიკის შერჩევა დიდი ხანია განსჯის საგანს წარმოადგენს როგორც ეკონომისტებისთვის, ისე ქვეყნების ეკონომიკური გადაწყვეტილებების მიმღებებისთვის და საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაციებისთვის. თუმცა ერთი რამ დაბეჯითებით შეიძლება ითქვას: აღნიშნული საკითხი, ზოგადი პრინციპების გავალისწინებით, ინდივიდუალურ მიდგომას სა-

ჭიროებს ქვეყნებისათვის და უნივერსალური გამოსავლის პოვნა შეუძლებელია.

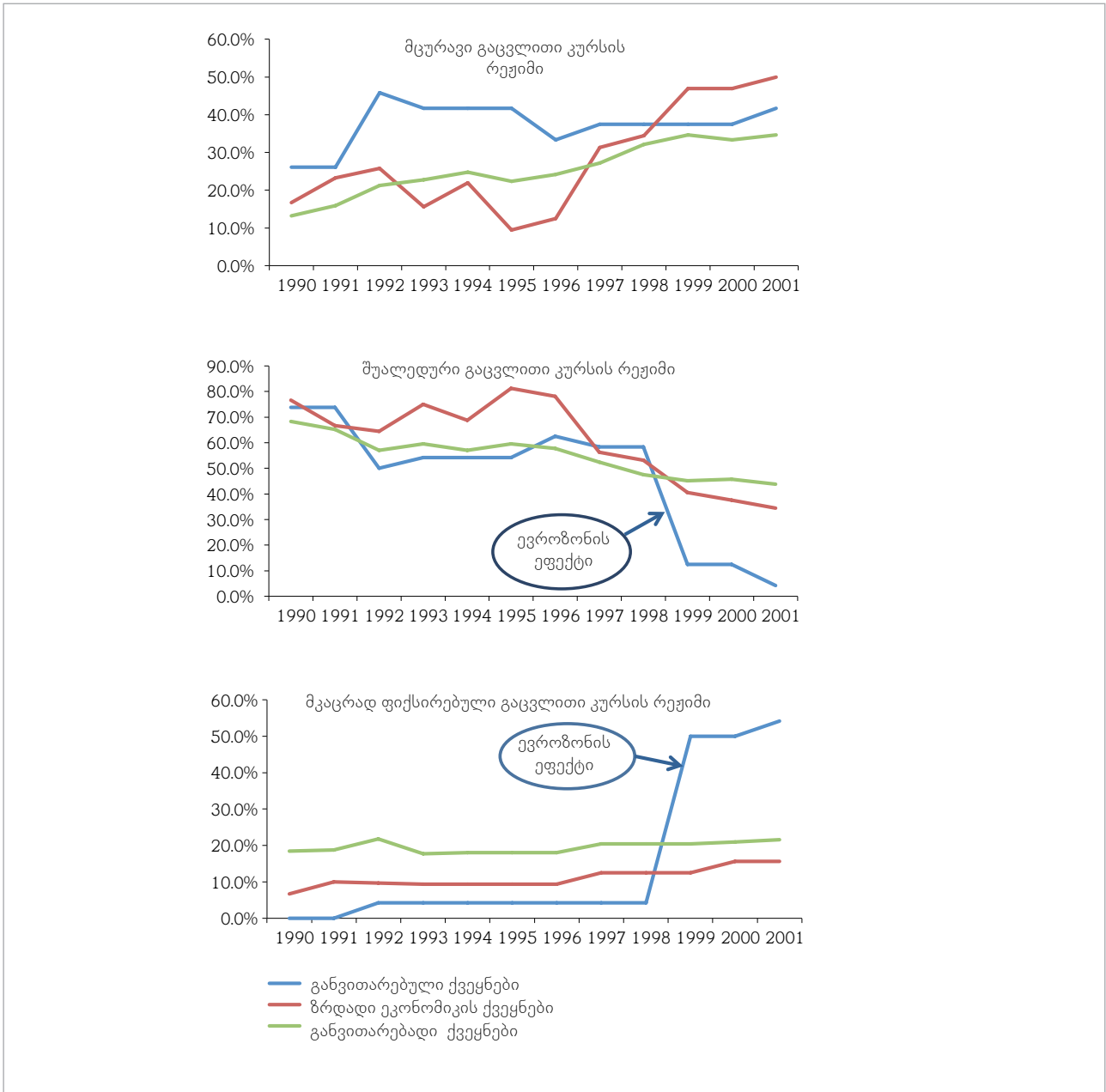
ბრეტონ ვუდსის სისტემის გაუქმების შემდგომ ეტაპზე - ბოლო 40 წლის განმავლობაში - გაცვლითი კურსის სხვადასხვა რეჟიმებისადმი ქვეყნების მიდრეკილებამ მნიშვნელოვანი ცვლილებები განიცადა. პირველ ეტაპზე, როდესაც წამყვანმა ვალუტებმა დაიწყეს ცურვა, განვითარებული ქვეყნების ნაწილი კვლავ გარკვეული ტიპის ფიქსირებულ რეჟიმს ინარჩუნებდა. თუმცა თანდათან გამოიკვეთა მცურავი და მკაცრად ფიქსირებული რეჟიმების ზრდა შუალედური რეჟიმების შემცირების ხარჯზე. ამგვარად, 90-იან წლებში სავალუტო რეჟიმები იყო პოლარიზებული, თუმცა ეს ტენდენცია შეიცვალა შემდგომი პერიოდის განმავლობაში. ბოლო პერიოდის კრიზისებისა და კაპიტალის მერყევი ნაკადების ფონზე, პატარა განვითარებული და ზრდადი ეკონომიკის ქვეყნები უფრო აქტიურად მიმართავდნენ სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციებს გაცვლით კურსებზე წნეხის შესარბილებლად. ეს კი იწვევს ქვეყნების დეფაქტო კლასიფიკაციების ხშირ ცვლილებას მცურავი რეჟიმიდან შუალედურისკენ და ამ მსხვილი კატეგორიების შიდა ცვლილებებსაც. თუმცა ეს არ ეხება მკაცრად ფიქსირებულ რეჟიმებს. ამავდროულად, წამყვანი განვითარებული ქვეყნები სავალუტო ინტერვენციების მინიმუმამდე შემცირების და სრულად საბაზრო პრინციპებზე დაფუძნებული სავალუტო ბაზრის შექმნისკენ მიიწევენ.

ფიქსირებული კურსის ნაირსახეობას წარმოადგენს სავალუტო ფარი¹. პაპავა (2012) აღნიშნავს, რომ „სავალუტო ფარი, როგორც ინსტიტუტი, მაკროეკონომიკურ სტაბილიზაციაზე გარდამავალი პერიოდისთვის არის შესაფერი და, სწორედ ამის გამო, შეუძლებელია, რომ მთელ მსოფლიოში ერთდროულად იქნეს გამოყენებული. აქვე ისიც უნდა იქნეს გათვალისწინებული, რომ გლობალური მასშტაბის შეთანხმება ერთ რომელიმე ვალუტასთან დაკავშირებით პრაქტიკულად ძნელად მისაღწევი იქნება.“

1. ტერმინს "currency board" ქართულ ენაში ცალსახად აღიარებული შესატყვისი არ გააჩნია; ქართულენოვანი ლიტერატურის ნაწილში გამოიყენება, ასევე, თარგმანი „სავალუტო საბჭო“.

დიაგრამა №2

გაცვლითი კურსების რეჟიმების განვითარება 1990-2001 წლებში (წილი მთლიან რეჟიმებში)²



წყარო: Bubula and Otker-Robe, 2002 (1990-2001)

2. სავალუტო ფონდის დე-ფაქტო კლასიფიკაცია ევროზონის ქვეყნებს თავისუფლად მცურავ რეჟიმებში განიხილავს.

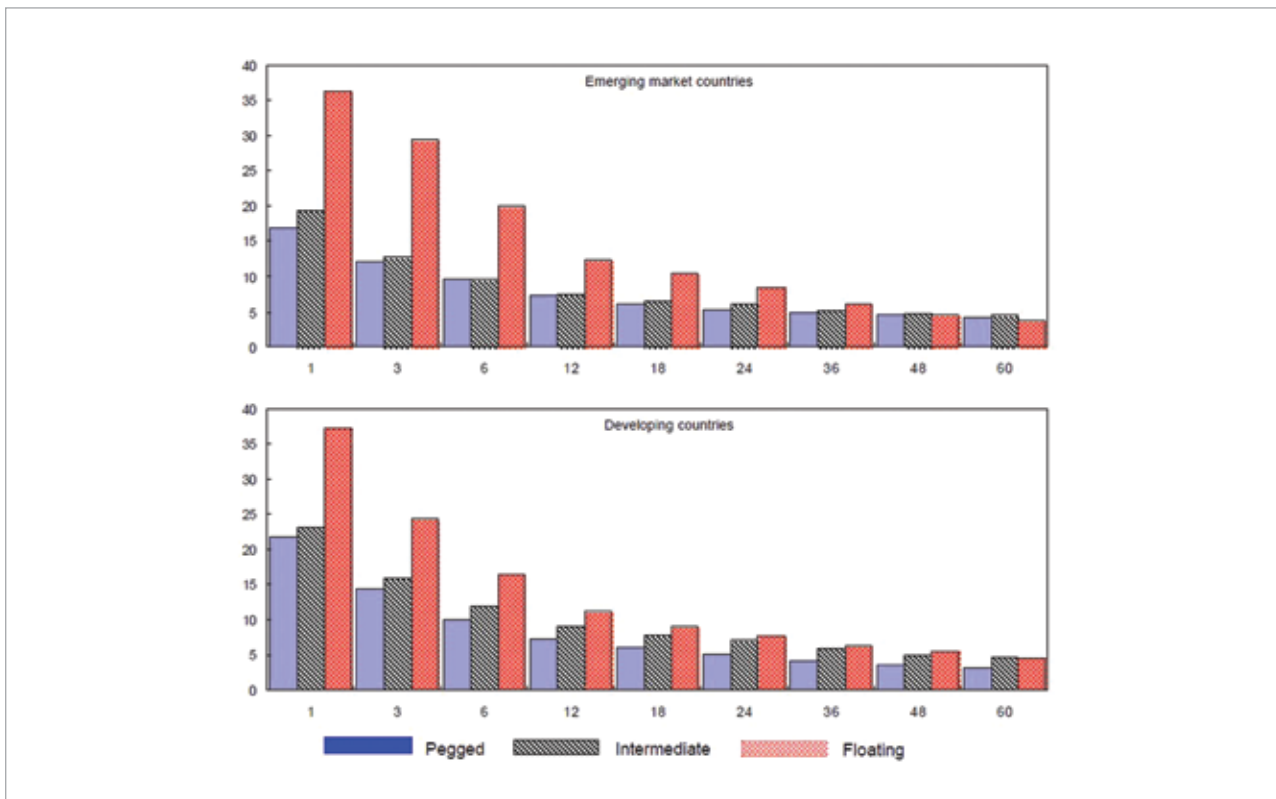


მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმები მოკლევადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის მერყეობებით ხასიათდება. თუმცა გაცვლითი კურსის ეს მოკლევადიანი მერყეობები ეკონომიკას ეხმარება შოკების დაძ-

ლევაში, ხოლო გრძელვადიან პერიოდებში კურსი იბრუნებს სტაბილურობას (დეტალურად აღნიშნული საკითხი განხილულია სტატიის მომდევნო თავებში).

დიაგრამა №3

ნომინალური გაცვლითი კურსის მერყეობები სხვადასხვა დროითი შუალედებისთვის



წყარო: Ghosh, Ostry and Tsangarides (2011)

ნანილი 1

ოპტიმალური სავალუტო სივრცე

ჯერ კიდევ 60-იან წლებში მანდელმა (Mundell, 1961), მაკინონმა (McKinnon, 1963) და კენენმა (Kenen, 1969) საფუძველი ჩაუყარეს ოპტიმალური სავალუტო სივრცის თეორიას და ჩამოაყალიბეს ის წინაპირობები, რომლებიც წარმატებული სავალუტო სივრცის საწინდარია. სავალუტო სივრცის ოპტიმალურობა გულისხმობს, რომ, გარკვეული წინაპირობების დაკმაყოფილების შემთხვევაში, საერთო ვალუტის შემოღება ზრდის მოსახლეობის კეთილდღეობას იმაზე მეტად, ვიდრე ეს სხვადასხვა ფულადი ერთეულის შემთხვევაში იქნებოდა შესაძლებელი. თუმცა ამისათვის საჭიროა, რომ საერთო ვალუტის მქონე ქვეყნები არ განიცდიდნენ ასიმეტრიულ მაკროეკონომიკურ შოკებს. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ ქვეყნებს შორის არსებობდეს მჭიდრო ეკონომიკური კავშირი და წარმოების ფაქტორების მობილობა. გასათვალისწინებელია ისიც, რომ ქვეყნის მახასიათებლები, როგორცაა ეკონომიკის გახსნილობა, შემოსავლების კორელაციები, საპროცენტო განაკვეთის მგრძობიარობა, დროში ცვალებადობა, რის გამოც ზოგიერთი ეკონომისტი სავალუტო სივრცის კრიტერიუმებს ენდოგენურად მიიჩნევს (Frankel, 1999). კერძოდ, ერთიანი სავალუტო სივრცის შექმნა ხელს უწყობს ეკონომიკური კავშირების გაღრმავებას და შედეგად ოპტიმალური სავალუტო სივრცისთვის საჭირო კრიტერიუმების დაკმაყოფილებას.

საერთო ვალუტისა თუ კურსის ფიქსირების გადაწყვეტილების მიღებისას მნიშვნელოვანია, რომ ამ ქვეყანასთან არსებობდეს მჭიდრო ეკონომიკური კავშირი. ამის საზომად შესაძლოა გამოყენებულ იქნას ქვეყნებს შორის ვაჭრობის მაჩვენებელი. რაც უფრო მაღალია ეს მაჩვენებელი, ქვეყნების ეკონომიკები უფრო მეტად არის ინტეგრირებული ერთმანეთთან და მათი ბიზნეს ციკლებიც უფრო მეტად არის სინქრონიზებული. ბიზნეს ციკლების თანხვედრა კი მნიშვნელოვანი ფაქტორია იმისათვის, რომ საერთო მონეტარული პოლიტიკა იყოს ეფექტიანი და შესაფერისი ორივე ეკონომიკისთვის. ამასთან, მჭიდრო ეკონომიკური ურთიერთობები, თავის მხრივ, ხელს უწყობს ფასების დონის დაახლოებას და ფასების ცვლილებების სწრაფ გადაცემას სავალუტო სივრცის მასშტაბით.

ოპტიმალურ სავალუტო სივრცის ფორმირებისთვის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან წინაპირობას წარმოადგენს სამუშაო ძალის თავისუფალი მობილობა. სამუშაო ძალის შეზღუდული მობილობის პირობებში ფერხდება უმუშევრობის დონისა და ინფლაციის გათანაბრება ერთიანი სავალუტო სივრცის ფარგლებში, რაც საერთო მონეტარულ პოლიტიკას ნაკლებად ეფექტიანს ხდის.

გასათვალისწინებელია ასევე, თუ რამდენად მოქნილია ხელფასები და ფასები. ასიმეტრიული შოკების შემთხვევაში, რაც წარმოშობს კორექტირების პროცესის აუცილებლობას, საერთო სავალუტო სივრცის მასშტაბით საჭიროა მოხდეს ხელფასების ცვლილება მოკლევადიან პერიოდში, რაც ხელს შეუწყობს ეკონომიკების უმუშევრობის დონის სხვაობების შემცირებას. ეს კი, თავის მხრივ, აისახება ინფლაციების დაახლოების პროცესზე.

სამუშაო ძალის მობილობასთან ერთად წარმატებული ოპტიმალური სავალუტო სივრცის შესაქმნელად მნიშვნელოვან დატვირთვას იძენს ფინანსური კაპიტალის მობილობა. კურსის ფიქსირებისას, ასიმეტრიული შოკების შესუსტება შეუძლებელი ხდება გაცვლითი კურსის ცვლილებით, ამიტომ კორექტირების პროცესის ხელშეწყობა რესურსების (როგორც ფინანსური, ისე ფიზიკური) მობილობის საშუალებით ხდება.

იმ შემთხვევაში, თუ წარმოების ფაქტორების მობილობა შეზღუდულია, ასიმეტრიული შოკების შეზღუდვა გაცვლითი კურსის ცვლილების საშუალებით ხდება. მაშასადამე, თუ ზემოაღნიშნული პირობები არ სრულდება, ქვეყნისთვის მნიშვნელოვან დატვირთვას იძენს მოქნილი გაცვლითი კურსის არსებობა.

გარდა ზემოჩამოთვლილი ეკონომიკური ფაქტორებისა, სავალუტო სივრცის ფორმირებისას მნიშვნელოვანია პოლიტიკური გარემოებები. ყურადღება უნდა მიექცეს პირველ რიგში პოლიტიკურ პრობლემებს, რომლებიც შეიძლება გამოიწვიოს სავალუტო კავშირის შექმნამ. მაგალითად, გასათვალისწინებელია, რამდენად შესაძლებელია საერთო ფისკალური პოლიტიკის არსებობა სავალუტო სივრცის წევრ ქვეყნებს შორის, რაც არბილებს ასიმეტრიული შოკების უარყოფით გავლენას (მაგ.



აშშ vs ევროზონა). თუმცა ეს მაღალი ხარისხის პოლიტიკურ ინტეგრაციას და სოლიდარობას საჭიროებს (ცენტრალიზაცია, სოლიდური საერთო ბიუჯეტი) და ხშირად გარკვეული წევრები არ ეთანხმებიან მსგავსი ტიპის რისკის გადანაწილებას. მნიშვნელოვანია ასევე, აქვს თუ არა ქვეყნებს ერთგვაროვანი პრიორიტეტები - პოლიტიკის ერთნაირი მიმართულება და მიდგომა სხვადასხვა ეკონომიკური გამოწვევებისადმი: ინფლაცია, ეკონომიკური ზრდა, უმუშევრობა, სახელმწიფო ვალი, პოლიტიკური იდეოლოგია.

კურსის ფიქსირებასთან დაკავშირებული სარგებელი

საერთო ვალუტის შემოღების ან ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნის ვალუტის მიმართ კურსის ფიქსირების ერთ-ერთი მთავარი უპირატესობა უკავშირდება მონეტარული ეფექტიანობის სარგებელს, რაც გამოწვეულია ტრანზაქციული ხარჯების დაზოგვითა და კურსის ცვალებადობით გამოწვეული დამატებითი ხარჯების აცილებით. კურსის ფიქსირებისა თუ სრული დოლარიზაციის შემთხვევაში აღმოიფხვრება სავალუტო რისკი და მასთან დაკავშირებული დამატებითი ხარჯები. შესაბამისად, საერთაშორისო ვაჭრობაში ჩართულ ეკონომიკურ აგენტებს აღარ უწევთ სავალუტო რისკების დაზღვევა. გარდა ამისა, სრული დოლარიზაციისას აღმოიფხვრება ტრანზაქციული ხარჯები, რაც უკავშირდება სხვადასხვა ვალუტების გამოყენებას. შემოღებული საერთო ვალუტა არის უფრო მეტად ლიკვიდური. აღნიშნული ფაქტორები ხელს უწყობს ვაჭრობის კიდევ უფრო გაღრმავებას სავალუტო სივრცის მასშტაბით და დადებითად აისახება ქვეყნის ეკონომიკაზე. ამასთან მცირდება ინფორმაციული ხარჯები, რადგან ინვესტორები არ საჭიროებენ დოლარიზებული ეკონომიკის მონეტარული პოლიტიკისა და სავალუტო რისკების შესწავლას. ეს კი დადებით გავლენას ახდენს ინვესტიციების მოცულობების ზრდაზე (Krugman, 2012). რაც უფრო დიდია ვაჭრობა და წარმოების ფაქტორების მობილობა ქვეყნებს შორის, მით უფრო მეტია მონეტარული ეფექტიანობის სარგებელი (Krugman, Obstfeld&Melitz, 2012).

გარდა მონეტარული სარგებელისა, წარმატებული სავალუტო სივრცის მასშტაბით იკვეთება დამატებითი დადებითი ფაქტორები. მაგალითად, სავალუტო რისკის აღმოფხვრის ხარჯზე, მცირდება ქვეყნის რისკის პრემიუმი, რაც აისახება საპროცენტო განაკვეთების შემცირებაში³ (Berg&Borensztein, 2000).

კურსის ფიქსირება შესაძლოა ასევე ეფექტიანი აღმოჩნდეს ჰიპერინფლაციასთან საბრძოლველად, როდესაც ადგილი აქვს ზედმეტად ექსპანსიურ მონეტარული პოლიტიკას, და ხელი შეუწყოს ფასების სტაბილურობას (Chang&Velasco, 1998). აღნიშნული ტაქტიკა განსაკუთრებით 70-80-იან წლებში იყო გავრცელებული და მიზნად ისახავდა დაკრედიტებისა და ფისკალური დისციპლინის გაუმჯობესებას.

სტატიის მომდევნო თავში განხილულია, თუ რატომ არის მნიშვნელოვანი ოპტიმალური სავალუტო სივრცის არსებობა ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმის ან საერთო ვალუტის შემოსაღებად და რა რისკებს უკავშირდება აღნიშნული წინაპირობების უგულვებელყოფა.

მონეტარული დამოუკიდებლობა და ფასების სტაბილურობა

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი ავტომატურად გულისხმობს იმ ქვეყნის მონეტარული პოლიტიკის იმპორტს, რომელზეც იქნება მიბმული გაცვლითი კურსი. ცენტრალური ბანკი კარგავს ადგილობრივ ბაზრებზე საპროცენტო განაკვეთების და ინფლაციის რეგულირების საშუალებას და მონეტარული პოლიტიკის ღუზა ხდება გაცვლითი კურსი.

ამ კუთხით მნიშვნელოვანია, აკმაყოფილებს თუ არა ქვეყანა ოპტიმალური სავალუტო სივრცის პირობებს და რამდენად თანხვედრაშია ბიზნეს ციკლები ერთმანეთზე მიბმული ვალუტების ეკონომიკებში. წინააღმდეგ შემთხვევაში, ასიმეტრიული შოკების პირობებში, ადგილობრივი ეკონომიკის მიერ „იმპორტირებული“ მონეტარული პოლიტიკა არ იქნება შესაფერისი და გართულდება შოკების განეიტრალების პროცესი: კონტრაციული მონე-

3. იმის გათვალისწინებით, რომ ქვეყანას გააჩნია ჯანსაღი ეკონომიკური ფუნდამენტები კრიზისის რისკების შესამცირებლად

ტარული პოლიტიკის გატარების შეუძლებლობა და კურსის მოქნილობის არარსებობა შეამცირებს შოკებისადმი ეკონომიკის მდგრადობას და ეკონომიკის აღდგენას კრიზისის შემდგომ.

ამის მაგალითს წარმოადგენს ბოლო პერიოდის კრიზისის დროს ევროზონაში განვითარებული მოვლენები, როდესაც გამოიკვეთა ერთიანი მონეტარული კავშირის პრობლემები. ერთი შეხედვით, ევროპის ცენტრალური ბანკის მონეტარული პოლიტიკა თანხვედრაში იყო მთლიანი ევროზონისთვის ტელიორის წესის⁴ მიხედვით განხორციელებულ პოლიტიკასთან. თუმცა ევროზონის პერიფერიული ეკონომიკების (საბერძნეთი, პორტუგალია, ირლანდია და ესპანეთი) ანალიზი ტელიორის წესის ჭრილში აჩვენებს, რომ 2008 წლის კრიზისის შემდგომ პერიფერიული ეკონომიკებისთვის სასურველი საპროცენტო განაკვეთი გაცილებით დაბალი იყო ევროპის ცენტრალური ბანკის მიერ განსაზღვრულ განაკვეთთან შედარებით. ამგვარად, დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის უქონლობა ხელს უშლიდა აღნიშნულ ქვეყნებს ეკონომიკის აღდგენის პროცესში (Nechio, 2011).

გარდა ამისა, ფინანსური კრიზისის ფონზე, გამოიკვეთა ევროკავშირის მასშტაბით არსებული ასიმეტრიული საგარეო დისბალანსის აქტუალურობა. პერიფერიულ ეკონომიკებში დიდი საგარეო დისბალანსის პრობლემას ევროს ნომინალური გაცვლითი კურსის სიმყარე ამძაფრებდა და ხელს უშლიდა ზედმეტად გამყარებული რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის კორექტირებას (Chenet al, 2012). აღნიშნული ტიპის კრიზისიდან გამოსავალს საგარეო ან საშინაო დეველვაცია წარმოადგენს. საგარეო დეველვაცია (გაცვლითი კურსის გაუფასურებით) უფრო ეფექტიან და სწრაფ შედეგებს იძლევა და ზრდის ქვეყნის კონკურენტუნარიანობას. თუმცა საერთო ვალუტის და ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პირობებში ამ პოლიტიკის გატარება შეზღუდულია. მაგალითისთვის, ლატვიამ და ირლანდიამ შიდა დეველვაციის რთული და ნელი გზა აირჩია, რომელსაც თან ახლდა დიდი სოციალური დანაკარგებიც. ისლანდიის შემთხვევაში, საგარეო დეველვაციამ მოკლევადიან პერიოდში ასევე გამოიწვია სოციალური დანაკარგები, თუმცა აღდგენის პროცესი უფრო სწრაფად წარიმართა (Bara&Piton, 2012).

ფასების სტაბილურობის თვალსაზრისით, თუ ქვეყანას არ აქვს ოპტიმალური სავალუტო სივრცე, ფიქსირებული გავლითი კურსის რეჟიმი მაინც შეიძლება გახდეს აქტუალური, თუ მას ახასიათებს გრძელვადიანი ჰიპერინფლაციის ისტორია და კურსის დაფიქსირება (თუ საზოგადოება ამ ფიქსირებას ენდობა) მაღალი სანდოობის მქონე ვალუტის მიმართ გაზრდის ნდობას ადგილობრივი ვალუტისა და მაკროეკონომიკური პოლიტიკის მიმართ. კურსის ფიქსირება შეაკავებს სამომხმარებლო ფასების ზრდის იმ ნაწილს, რომელიც გამოწვეულია გაცვლითი კურსის გაუფასურებით და ასევე დადებითად აისახება ინფლაციურ მოლოდინებზეც. გარდა ამისა, კურსის ფიქსირებისადმი ვალდებულება ხელს უშლის ცენტრალურ ბანკს გაატაროს ზედმეტად ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა და ეხმარება მონეტარული დისციპლინის აღდგენაში.

გაცვლითი კურსის ფიქსირებასთან ასოცირებული რისკები

სტატიის წინა თავებში საუბარი იყო ოპტიმალური სავალუტო სივრცის თეორიაზე და თუ რატომ არის მნიშვნელოვანი მისი წინაპირობების დაკმაყოფილება. მომდევნო თავებში უკვე აღწერილია, თუ რა გზებით ხდება გაცვლითი კურსის მიერ ეკონომიკური შოკების შემარბილებელი ფუნქციის შესრულება. ასევე განხილულია მოუქნელი გაცვლითი კურსის რეჟიმთან ასოცირებული დამატებითი რისკები და ხარჯები, როგორებიცაა საგარეო ბალანსის კორექტირება, ფინანსური კრიზისის რისკები, სენიორაჟი, ბოლოს ინსტანციის მსესხებლის როლი და ა.შ.

გაცვლითი კურსის ბუფერის როლი

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმის პირობებში საგარეო დეველვაცია წარმოადგენს შოკების შერბილებისა და ეკონომიკური აღდგენის ხელისშემწყობ ფაქტორს. ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პირობებში კი ეს პროცესი უფრო დიდ სოციალურ დანაკარგებთან ასოცირდება. შე-

4. ტელიორის წესი წარმოადგენს მონეტარული პოლიტიკის რეაქციის ფუნქციას მონეტარული ხელისუფლების მიერ საპროცენტო განაკვეთის განსაზღვრისთვის, მოსალოდნელი ინფლაციისა და ეკონომიკური აქტივობის გათვალისწინებით.



ვადართო თუ როგორ არის შესაძლებელი შოკების დაძლევა და ეკონომიკური აღდგენის პროცესის ხელშეწყობა გაცვლითი კურსის ალტერნატიული რეჟიმების დროს. დაფუძნებით, მოხდა საგარეო შოკი: გარკვეული მიზეზების გამო შენედა ერთ-ერთი სავაჭრო პარტნიორი ეკონომიკის ზრდა, რამაც გამოიწვია ქვეყნის საგარეო მოთხოვნის შესუსტება. საგარეო მოთხოვნის შემცირება უარყოფითად აისახება ქვეყნის ეკონომიკურ აქტივობაზე, რეალური შემოსავლები შემცირდება ეკონომიკაში და ერთობლივი მოთხოვნა იკლებს. საბოლოოდ მივიღებთ შემცირებულ ეკონომიკურ ზრდას. იმისთვის, რომ მოხდეს ეკონომიკური გაჯანსაღება, საჭიროა ქვეყნის კონკურენტუნარიანობის ამაღლება. იმის გათვალისწინებით, რომ მოკლევადიან პერიოდში ფასები სიხისტით ხასიათდება (ძირითადად ხელფასების მაღალი სიხისტის გამო) და მათ კორექტირებას გარკვეული დრო სჭირდება, კონკურენტუნარიანობის გაზრდა გაცვლითი კურსის

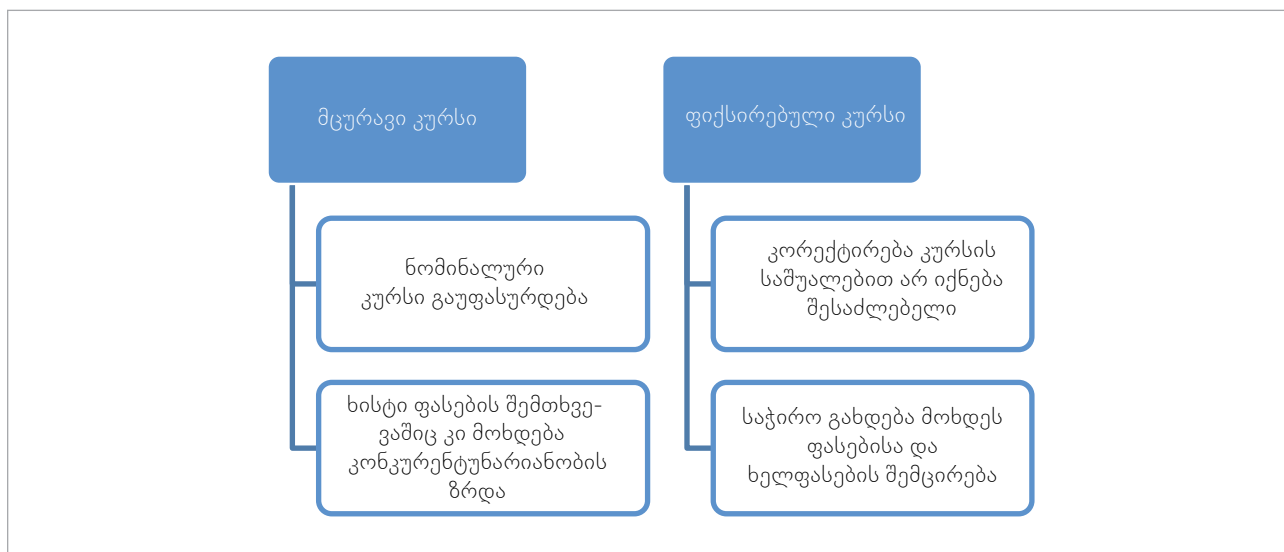
ცვლილებით უფრო სწრაფად არის შესაძლებელი.

მსგავსი შოკის შემთხვევაში, თუ ქვეყანაში მოქმედებს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი, მოხდება ადგილობრივი ვალუტის ნომინალური კურსის გაუფასურება. ხისტი ფასების შემთხვევაშიც კი, კურსის გაუფასურების გზით გაიზრდება კონკურენტუნარიანობა, რაც თავის მხრივ, წახალისებს საგარეო მოთხოვნას და ხელს შეუწყობს სავაჭრო დისბალანსის შემცირებას.

თუ ქვეყანაში მოქმედებს ფიქსირებული კურსის რეჟიმი, მაშინ კორექტირება კურსის საშუალებით არ არის შესაძლებელი. საჭირო ხდება გატარდეს შიდა სტრუქტურული ცვლილებები, შემცირდეს ხელფასების დონე, რაც აისახება ფასების შემცირებაშიც. თუმცა ეს უფრო გრძელვადიანი და მტკივნეული პროცესია, ვიდრე ნომინალური კურსის გაუფასურება.

დიაგრამა №4

უარყოფითი შოკის გავლენა მცურავი და ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმის მქონე ეკონომიკებში.



თუ გავაერთიანებთ გაცვლითი კურსის ბუფერის როლსა და მონეტარული ეფექტიანობის სარგებელს, ერთი შეხედვით ნათელი არ არის, თუ რა გავლენა აქვს გაცვლითი კურსის რეჟიმს ეკონომიკურ ზრდაზე. ერთის მხრივ, რეალური შოკების განვითარებისას, ფიქსირებული კურსის კორექტირების შეუძლებლობისა და ფასების სიხისტის გათვალისწინებით, წარმოიქმნება რესურსების არაეფექტიანად განაწილების პრობლემა, რაც უარყოფითად აისახება გამოშვებაზე. უარ-

ყოფითი შოკის შემთხვევაში თავს იჩენს ასევე მიბმული კურსის დაცვისა და სანდოობის საკითხი, რაც აისახება რეალურ საპროცენტო განაკვეთებზე. მეორე მხრივ, კურსის ფიქსირება წახალისებს უკეთეს საერთაშორისო ვაჭრობასა და ინვესტიციებს, რაც დადებითად აისახება ეკონომიკურ ზრდაზე. ლიტერატურაში არსებული არგუმენტების ემპირიულად შესასწავლად 183 ქვეყანაზე ჩატარებულმა კვლევამ აჩვენა, რომ განვითარებად ეკონომიკებში ნაკლებად მოქნილი

გაცვლითი კურსის რეჟიმები ხასიათდებიან უფრო სუსტი ეკონომიკური ზრდით და გამოშვების მაღალი მერყეობით (Levy-Yeyati&Sturzenegger, 2003);

საგარეო ბალანსი

როგორც წინა თავში იყო განხილული, მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან მახასიათებელს წარმოადგენს საგარეო კორექტირების ხელშეწყობა. კვლევებმა აჩვენა, რომ ფიქსირებული და შუალედური გაცვლითი კურსის რეჟიმები აყვებენ საგარეო ბალანსის კორექტირებას და ასეთი ეკონომიკები, როგორც წესი, ხასიათდებიან უფრო მაღალი დისბალანსით (დეფიციტით ან პროფიციტით). მსგავს ვითარებაში იზრდება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის მოულოდნელი შებრუნების ალბათობა, რაც ეკონომიკისთვის ხარჯანია. იმის გათვალისწინებით, რომ ფიქსირებული ნომინალური გაცვლითი კურსის პირობებში იზრდება რეალური გაცვლითი კურსის ცვლილების შესაძლებლობა, აღნიშნული ცვლილებები უფრო მეტად (უარყოფითად) აისახება გამოშვებასა და ეკონომიკურ აქტივობაზე. მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში კი საგარეო კორექტირება უფრო ნაკლებ ხარჯებთან ასოცირდება ვინაიდან, ერთი მხრივ, საგარეო დისბალანსი ნაკლებია, მეორე მხრივ, კი რეალური გაცვლითი კურსის ცვლილება ხელს უწყობს მიმდინარე ანგარიშის კორექტირების პროცესს. (Ghosh, 2009).

საქართველოს საგარეო ბალანსი მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტით ხასიათდება, რომელმაც პიკს (22.1% მშპ-თან ფარდობა) 2008 წელს მიაღწია, შემდეგ კი შემცირების დინამიკა მიიღო და 2014 წლისთვის მისი მთლიან შიდა პროდუქტთან ფარდობა 9.7%-მდე შემცირდა. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაახლოებით 12 პროცენტული პუნქტით გაუმჯობესება ბოლო ექვსი წლის განმავლობაში უფრო მეტ დანახარჯს მოუტანდა ქვეყანას (უმუშევრობისა და ეკონომიკური ზრდის თვალსაზრისით) ფიქსირებული კურსის მოქმედების პირობებში.

ფინანსური კრიზისები

სავალუტო რეჟიმების ანალიზისას საინტერესოა იმ ფაქტის გათვალისწინება, რომ ღია ფინანსური ანგარიშის პირობებში, ზრდადი და განვითარებადი ქვეყნები უფრო მეტად არიან მიდრეკილნი ფინანსური და სავალუტო კრიზისისადმი მიბმული ან შუალედური გაცვლითი კურსის დროს ვიდრე თავისუფლად მცურავი კურსის რეჟიმის პირობებში (Ghosh, 2009). ამის მაგალითებად გამოდგება 1992-93 წლების ევროპის (European ERM) კაპიტალის ანგარიშის კრიზისი და არგენტინის 2002 წლის სავალუტო კრიზისი.

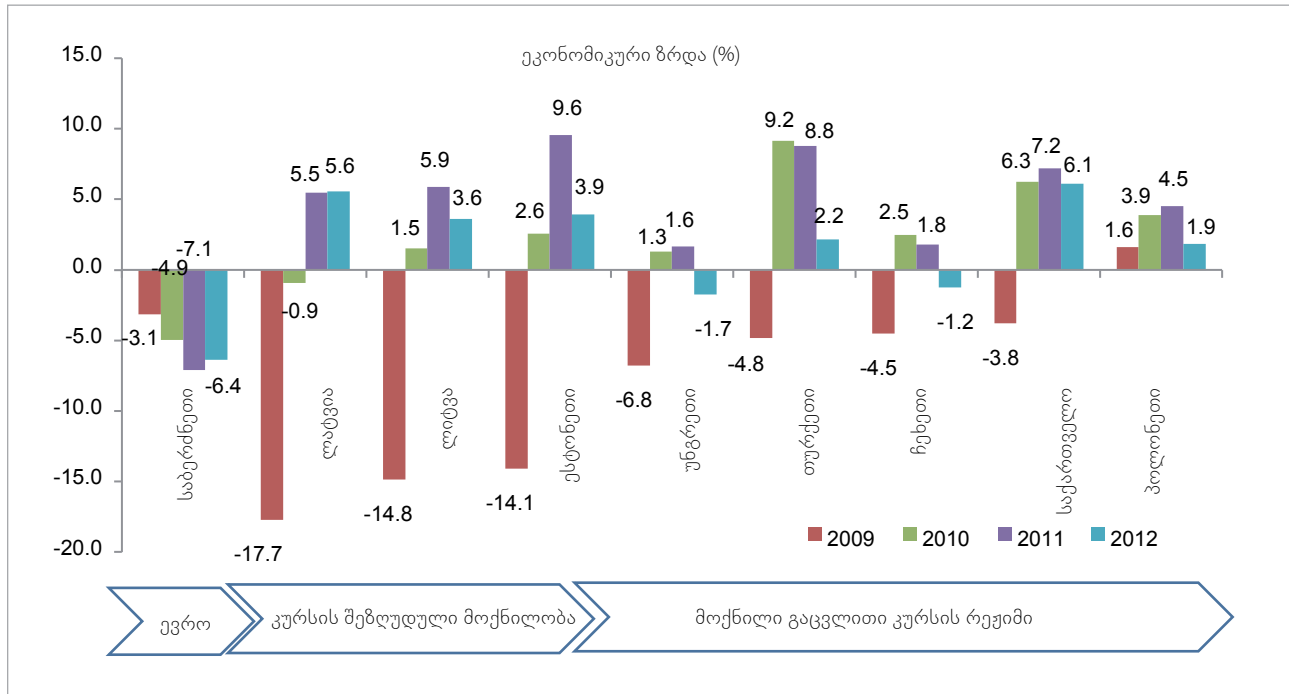
გასათვალისწინებელია აღმოსავლეთ აზიის მაგალითიც. მექსიკის, ტაილანდის, რუსეთისა თუ ბრაზილიის კრიზისებმა კიდევ ერთხელ დაგვანახა გარკვეული ტიპის კურსის დაფიქსირებამ თუ როგორ შეიძლება მიიყვანოს ქვეყანა ფინანსურ კრიზისამდე და რეცესიამდე.

განვიხილოთ კრიზისების გავლენა სხვადასხვა სავალუტო რეჟიმების მქონე ეკონომიკებზე. 2008-2009 წლების კრიზისის შედეგად ყველაზე დიდი ეკონომიკური ჩავარდნა ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმის მქონე ბალტიისპირეთის ქვეყნებმა განიცადეს. გაცვლითი კურსის მოუქნელობისა და დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის არქონის პირობებში ფისკალური კონსოლიდაცია და შიდა დეველვაცია (ადგილობრივი ხარჯების, ხელფასებისა და შედეგად ფასების შემცირება) წარმოადგენს აუცილებლობას კონკურენტუნარიანობის აღსადგენად და ეკონომიკის გამოსაცოცხლებლად. მაგრამ ეს საკმაოდ ხარჯიან, რთულ და საზოგადოებისთვის მტკივნეულ პროცესს წარმოადგენს. მსგავსი პრობლემის წინაშე დადგა ევროს მქონე საბერძნეთიც. თუმცა ამ უკანასკნელისგან განსხვავებით, სწორი მაკროეკონომიკური და სტრუქტურული რეფორმების ფონზე - ხელფასების დონის შემცირებითა და პროდუქტიულობის კორექტირებით - ბალტიისპირეთის ქვეყნებმა მოახერხეს კონკურენტუნარიანობისა და ეკონომიკური აღმავლობის აღდგენა (თუმცა მაღალი იყო თავდაპირველი სოციალური დანაკარგები). მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმის მქონე ქვეყნებში კი ნომინალური გაცვლითი კურსის ცვალებადობა იძლევა რეალური გაცვლითი კურსის სწრაფი კორექტირების საშუალებას და შოკები ნაკლებად აისახება მაკროეკონომიკურ მერყეობებში.



დიაგრამა №5

ეკონომიკური ზრდები გაცვლითი კურსის სხვადასხვა რეჟიმებში 2009-2012 წლებში.



წყარო: მონაცემები აღებულია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მსოფლიოს ეკონომიკური მიმოხილვის მონაცემთა ბაზიდან (ოქტომბერი 2013წ).

საინტერესოა ასევე 1998-2001 წლების არგენტინის კრიზისი, რომლის კულმინაციას მსოფლიოში ყველაზე დიდი სუვერენული დეფოლტი (100 მლრდ დოლარი) წარმოადგენდა. მწვავე ეკონომიკური კრიზისის ფონზე ცხადი გახდა, რომ არსებული პრობლემების გადაჭრა შეუძლებელი იყო მოქმედი ეკონომიკური პოლიტიკის ფონზე. განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი იყო გაცვლითი კურსის რეჟიმი, რომლის მიხედვითაც არგენტინული პესო დაფიქსირებული იყო აშშ დოლარის მიმართ. აღნიშნული წყობა დიდი „ტვირთი“ გახდა ეკონომიკისთვის და არ იძლეოდა შესაფერისი მონეტარული პოლიტიკის გატარების საშუალებას. გამყარებული აშშ დოლარის ფონზე, პესოც ზედმეტად მყარდებოდა პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების მიმართ, რაც აუარესებდა ქვეყნის საგარეო პოზიციას. ეკონომიკის მხარდაჭერა და გაცვლითი კურსის შენარჩუნება ხდებოდა გამზრდილი საერთაშორისო ვალდებულებებით, რამაც საბოლოოდ გაზარდა ქვეყნის სახელმწიფო ვალი არამდგრად დონემდე. განვითარებული კრიზისის ფონზე, 2001 წლის დეკემბერში ქვეყანამ უარი თქვა კურსის ფიქსირებაზე, სხვა დამატებით ღონისძიებებთან ერთად. შედეგად, გაცვლითი კურსი მკვეთრად გაუფასურდა და შემდგომი ექვსი თვის

განმავლობაში უკვე მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა მიმდინარე ანგარიშის საღარი, რამაც ხელი შეუწყო ეკონომიკური აღდგენის პროცესს პირველ ეტაპზე (Weisbrot&Sandoval, 2007).

ჰოფმანის მიერ ჩატარებულმა კვლევამ (Hoffmann, 2007) აჩვენა, რომ მოქნილი გაცვლითი კურსის მქონე რეჟიმები უკეთესად უმკლავდებიან საგარეო შოკებს, ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმებთან შედარებით, ვინაიდან კურსის მოქნილობა ამცირებს უარყოფით გავლენას. მისმა შედეგებმა აჩვენა, რომ მსოფლიო მშპ-ს ერთ პროცენტთან კლება ფიქსირებული გაცვლითი კურსის მქონე განვითარებადი ქვეყნების გამოშვებას 0.67პპ-ით ამცირებს, მაშინ როდესაც ფიქსირებული გაცვლითი კურსის მქონე განვითარებადი ქვეყნების შემთხვევაში აღნიშნული მაჩვენებელი 0.43პპ-ს შეადგენს.

აღნიშნულ დასკვნას ამყარებს ის ფაქტიც, რომ ბოლოდროინდელი კრიზისის დროს თუ მის შემდგომ პერიოდში არცერთ ქვეყანას უთქვამს უარი ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე (გარდა იმ ქვეყნებისა, რომლებიც შეუერთდნენ ევროზონას), მაშინ როდესაც ზოგიერთმა მკაცრად ფიქსირებული

გაცვლითი კურსის მქონე ეკონომიკებმა უარი თქვეს მოქმედ რეჟიმზე. ამის ერთ-ერთ მიზეზს შეიძლება წარმოადგენდეს უფრო მაღალი მაკროეკონომიკური მერყეობები (უმუშევრობის, ინფლაციისა თუ ნომინალური ზრდის კუთხით) ფიქსირებული გაცვლითი კურსის დროს ვიდრე ეს მოქნილი გაცვლითი კურსის მქონე ინფლაციის თარგეთირების ქვეყნებშია (Gagnon, 2013). კრიზისის დროს დაახლოებით 20%-ით შემცირდა ნაკლებად მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმების რაოდენობა, თუმცა ეს დინამიკა კვლავ შებრუნდა 2010 წლის დასაწყისში (Tsangarides, 2010).

აღნიშნული სტატიის წინა თავებში ყურადღება გამახვილებული იყო ოპტიმალური სავალუტო სივრცის არსებობის მნიშვნელობაზე კურსის ფიქსირებისას. თუმცა, მიუხედავად იმისა, რომ ქვეყანა შეიძლება აკმაყოფილებდეს ოპტიმალური სავალუტო სივრცის კრიტერიუმებს, მაინც არსებობს გარკვეული ფაქტორები, რომელთა მხედველობაში მიღებაც აუცილებელია. ასეთებია: ადგილობრივი მაკროეკონომიკური პოლიტიკის სპეციფიკა, ბოლო ინსტანციის მსესხებლის როლი, სენიორაჟი, რეზერვების დონე და ა.შ. აღნიშნული ფაქტორები განხილულია სტატიის მომდევნო თავებში.

ადგილობრივი მაკროეკონომიკური პოლიტიკა

სავალუტო პოლიტიკის წყობა მნიშვნელოვანია როგორც მონეტარული პოლიტიკის, ასევე ფისკალური პოლიტიკის ეფექტიანობის თვალსაზრისით. ფიქსირებული რეჟიმის პირობებში, ვინაიდან შეზღუდულია ავტონომიური მონეტარული პოლიტიკის წარმოების შესაძლებლობა, ქვეყნის ფინანსური პოლიტიკა ფისკალურ მხარეზე ხდება დამოკიდებული. გასათვალისწინებელია, რომ ფისკალური პოლიტიკა წარმოადგენს ნაკლებად მოქნილ ინსტრუმენტს და მონეტარული პოლიტიკისგან განსხვავებით, უფრო ნაკლებად დაცულია პოლიტიკური წინხისგან. ამასთან, ფისკალური ღონიძირებების გატარება უფრო დროში გაწეული პროცესია.

კურსის დაფიქსირების შემთხვევაში, იკვეთება ფისკალური პოლიტიკის მოქნილობის საჭიროება, რომ მან შეძლოს უარყოფითი შოკების ნაწილობრივ განეიტრალება. კვლევებმა აჩვენა, რომ ფიქსირებული და შუალედური გაცვლითი კურსის რეჟიმების პირობებში ფისკალური პოლიტიკა არის ნაკლებად კონტრციკლური და იზღუდება მაკროეკონომიკური

შოკებისადმი შესაძლო რეაგირების არეალი, ვიდრე ეს თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსისას არის შესაძლებელი (Ghosh, 2009). შედეგად, ფიქსირებული კურსის რეჟიმის პირობებში, შოკები მაინც მნიშვნელოვნად აისახება ეკონომიკურ აქტივობასა და დასაქმებაზე. მცურავი გაცვლითი კურსი კი ხელს უწყობს უარყოფითი შოკების გავლენის შემცირებას გამოშვებასა და უმუშევრობაზე. დამოუკიდებელი ცენტრალური ბანკისა და ნულოვანი ქვედა ბღვარის საფრთხის არარსებობის პირობებში, მონეტარული პოლიტიკა არის მოქნილი და ეფექტიანი ინსტრუმენტი, რომელიც შეიძლება გამოყენებულ იქნას დამოუკიდებელი პოლიტიკის გადაწყვეტილებების მიმღებების მიერ.

საქართველოშიც მცურავ გაცვლით კურსზე გადასვლის პერიოდში 1998-1999 წლებში ყველაზე ძლიერ შიდა რისკ ფაქტორს ბიუჯეტის ქრონიკული დეფიციტი წარმოადგენდა (კაკულია, 2001).

ბოლო ინსტანციის მსესხებელი

ცენტრალური ბანკების ერთ-ერთ ფუნქციას ბოლო ინსტანციის მსესხებლის როლი წარმოადგენს. ეს ფუნქცია ითვალისწინებს გადახდისუნარიანი, მაგრამ ლიკვიდობის პრობლემების წინაშე მდგარი ფინანსური ინსტიტუტების დახმარებას მათთვის სესხების მიცემის გზით. მისი მნიშვნელობა კიდევ უფრო გაიზარდა ბოლო პერიოდის ფინანსური კრიზისების დროს, როდესაც ბაზრებზე ლიკვიდობის დეფიციტი ფიქსირდებოდა. როგორც წესი, ცენტრალური ბანკები, აღნიშნული ფუნქციის ფარგლებში, საბანკო სისტემას მიაწვდიან ეროვნული ვალუტის რესურსს, რომლის გამოშვებაც ცენტრალური ბანკის პრეროგატივას წარმოადგენს. თუმცა უფრო რთული მდგომარეობა იქმნება, თუ ფინანსური სისტემის სტაბილურობას საფრთხე ექმნება უცხოური ვალუტის ლიკვიდობის ნაკლებობის გამო. ბოლო ინსტანციის მსესხებლის ფუნქციის უქონლობა რისკის წინაშე დააყენებდა საქართველოს ფინანსური სისტემის სტაბილურობას 2008 წლის ორმაგი კრიზისის პირობებში. საბანკო სექტორში სისტემური პრობლემებისა და კრიზისის შესაძლო განვითარების თავიდან აცილების მიზნით საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა კომერციულ ბანკებზე 136 მლნ ლარის ოდენობის ბოლო ინსტანციის სესხი გასცა.

აღსანიშნავია, რომ ბოლო ინსტანციის მსესხებლის ფუნქცია შეზღუდულია ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმის პირობებში, ვინაიდან ერთმანეთთან



წინააღმდეგობაში მოდის ადგილობრივი ვალუტის კურსის თანაფარდობის შენარჩუნება და ბოლო ინსტანციის სესხის მიწოდება. ასეთი სავალუტო რეჟიმის პირობებში, ცენტრალური ბანკის მიერ ბოლო ინსტანციის სესხის გაცემა შესაძლოა იმ ოდენობით, რაც არ შექმნის გაუფასურების წნეხს ეროვნულ ვალუტაზე. ხოლო იმ შემთხვევაში, თუ საჭირო ოდენობის ბოლო ინსტანციის სესხის გაცემა კურსზე გაუფასურების მიმართულებით მოქმედებს, ეს იწვევს ცენტრალური ბანკის მიერ სავალუტო რეგულაციების მიწოდების საჭიროებას, რაც კრიზისულ პირობებში საერთაშორისო რეგულაციების შემცირების გზით კიდევ უფრო გააუარესებს ქვეყნის საგარეო პოზიციას.

სენიორაჟი

სრული დოლარიზაციის პირობებში ქვეყანა კარგავს სენიორაჟს. აღნიშნული დანაკარგი ორ ნაწილად შეიძლება დაიყოს. ერთი უკავშირდება უცხოური ვალუტის შემოღებასთან დაკავშირებულ პირველად ხარჯს. ეს ნიშნავს, რომ ქვეყანას მოუწევს მიმოქცევაში არსებული ეროვნული ვალუტის ამოღება და მისი უცხოური ვალუტით ჩანაცვლება, ანუ ადრე მიღებული სენიორაჟის უკან დაბრუნება. ამასთან ქვეყანა უარს ამბობს მომავალში მისაღებ სენიორაჟზე, რაც უკავშირდება ახალი ფულის მიმოქცევაში გაშვებას მასზე გაზრდილი მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად. საქართველოში ლარის უცხოური ვალუტით ჩანაცვლება ნიშნავს, რომ ქვეყანას მოუწევს პირველადი ხარჯის გაწევა დაახლოებით 4.3 მლრდ ლარის ოდენობით (დაახლოებით 2.3 მლრდ აშშ დოლარი) 2014 წლის ბოლოს მონაცემებით. ეს მოიცავს სარეზერვო ფულს, მთავრობის დეპოზიტებსა და ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატებს. აღნიშნული ხარჯის დაფინანსება კი წმინდა საერთაშორისო რეგულაციებით უნდა მოხდეს. დამატებით, ქვეყანა კარგავს მომავალში გამოსაშვები ლარის სენიორაჟს.

ოფიციალური საერთაშორისო რეზერვები

ფიქსირებული სავალუტო კურსის პირობებში გასათვალისწინებელია ქვეყანაში უცხოური ვალუტის ნაკადები, რამაც შეიძლება მნიშვნელოვანი როლი ითამაშოს სავალუტო ბაზარზე ჩარევის საჭიროებისთვის. ბოლო ათწლეულების მანძილზე

მნიშვნელოვნად გაიზარდა კაპიტალის ნაკადები ზრდადი ეკონომიკებისკენ (სსფ, 2013). ეს უკავშირდებოდა ფინანსური ანგარიშების ლიბერალიზაციასა და საერთაშორისო ბაზრების ინტეგრაციის ზრდას. თუმცა ამ მოვლენას თან ახლავს რისკებიც. კაპიტალის ნაკადების შეჩერებისა და საპირისპირო პროცესის დაწყების შემთხვევაში, ქვეყანა შეიძლება სავალუტო კრიზისის საფრთხის წინაშე აღმოჩნდეს, ვინაიდან მას დიდი რაოდენობით საერთაშორისო რეზერვების რესურსი დასჭირდება ფიქსირებული კურსის შესანარჩუნებლად. გარდა ამისა, როგორც ახლო წარსულის სავალუტო კრიზისებმაც აჩვენა, ზრდადი ეკონომიკებისთვის ფიქსირებული კურსის რეჟიმი უფრო მეტად მიდრეკილია კრიზისებისადმი, მცურავ რეჟიმებთან შედარებით (სსფ, 2013 და Ghosh, Ostry, & Tsangarides, 2011). როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, მცურავი გაცვლითი კურსის პოლიტიკა საშუალებას აძლევს ეკონომიკას სხვა ნაკლებად მოქნილ რეჟიმებთან შედარებით უფრო ადვილად გადაიტანოს შოკები და თავიდან აიცილოს დიდი (სოციალური) დანაკარგები. ამავდროულად, ცენტრალურ ბანკებს საშუალება აქვთ მონეტარული პოლიტიკაც გამოიყენონ კრიზისული ვითარების გაუარესების თავიდან ასაცილებლად.

საქართველოში ოფიციალური საერთაშორისო რეზერვების მოცულობა 2.4 მლრდ აშშ დოლარს შეადგენს (ოქტომბერი, 2015). მისი დონე, სხვადასხვა ინდიკატორების მიხედვით, სათანადოა საგარეო მდგრადობის უზრუნველყოფისათვის და საკმარისად გადაფარავს იმპორტს (2014 წლის ბოლოსთვის საერთაშორისო რეზერვების შეფარდება იმპორტთან 3.4 თვეს შეადგენდა, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი კი მდგრად დონედ მიიჩნევს აღნიშნულ ინდიკატორს თუ ის აღემატება 3-ს). გასათვალისწინებელია, რომ ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმის პირობებში, უფრო დიდი რაოდენობის სავალუტო რეზერვები იქნებოდა საჭირო პრევენციული მიზნებისთვის. ასეთ შემთხვევაში, რეზერვები უნდა იყოს საკმარისი იმისთვის, რომ საგადასახდელი ბალანსთან დაკავშირებული შოკების გამო წარმოქნილი დევალვაციური წნეხი უპრობლემოდ განეიტრალებდეს და შენარჩუნებულ იქნას გაცვლითი კურსისთვის დადგენილი პარიტეტი. თუმცა, საერთაშორისო რეზერვების დაგროვება ქვეყნისთვის ხარჯიანია, ვინაიდან დიდია მისი ალტერნატიული ღირებულება (სხვაობა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობასა და საერთაშორისო აქტივების შემოსავლიანობას შორის).

სტატიის პირველ ნაწილში განხილული ფაქტორების მიხედვით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ოპტიმალური სავალუტო სივრცის არსებობის შემთხვევაში, რომელიც ითვალისწინებს საჭირო წინაპირობებს, კურსის ფიქსირება აისახება საზოგადოებრივი კეთილდღეობის ზრდაზე. ასეთ პირობებში, მიღებული სარგებელი გადააჭარბებს კურსის ფიქსირებასთან ასოცირებულ ხარჯებს. წინააღმდეგ

შემთხვევაში კი გაცვლითი კურსის მოუქნელი რეჟიმი ეკონომიკისთვის გაზრდილ ხარჯებთან და რისკებთან ასოცირდება და შესაბამისად არასასურველია. სტატიის მეორე ნაწილში განხილულია საქართველოს ეკონომიკა ოპტიმალური სავალუტო სივრცის ტრილში და შეფასება, თუ რამდენად სასურველი იქნებოდა საქართველოსთვის გაცვლითი კურსის ფიქსირება.

ნაწილი 2

ოპტიმალური სავალუტო სივრცე და საქართველო

საქართველოში მოქმედებს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი, რომელიც ითვალისწინებს ეროვნული ბანკის ინტერვენციას სავალუტო ბაზარზე სავალუტო აუქციონების საშუალებით მხოლოდ გარკვეულ შემთხვევებში: თუ ადგილი აქვს ჭარბი კაპიტალის დროებით შემოდინებას, რომელიც კურსის მკვეთრ მოკლევადიან რყევას გამოიწვევს; საერთაშორისო რეზრვების შევსების მიზნით; სახელმწიფო საგარეო ოპერაციების დასაბალანსებლად. როგორც აღნიშნული რეჟიმისთვისაა დამახასიათებელი, გაცვლითი კურსი მოკლევადიან პერიოდში მერყეობით ხასიათდება, თუმცა გრძელვადიან პერიოდში სტაბილურია.

განვიხილოთ, სასურველი იქნებოდა თუ არა საქართველოს შემთხვევაში ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი. როგორც სტატიის პირველ ნაწილში აღვნიშნეთ, იმისათვის, რომ კურსის დაფიქსირება ქვეყნისთვის იყოს სარგებელიანი, საჭიროა, რომ მას ჰქონდეს ოპტიმალური სავალუტო სივრცე იმ ქვეყანასთან, რომლის ვალუტის მიმართაც მოხდება ფიქსირება. როგორც წესი, საერთო ვალუტის შემოღებისას ან კურსის ფიქსირებისთვის ქვეყნები ორიენტირად ირჩევენ წამყვან ვალუტებს, ძირითადად აშშ დოლარს ან ევროს. განვიხილოთ საქართველოს შემთხვევაში რომელიმე მათგანი (ან სხვა ვალუტა) თუ აკმაყოფილებს ზემოთაღნიშნულ კრიტერიუმებს.

ეკონომიკური ინტეგრაცია: საერთო ვალუტისა თუ კურსის ფიქსირების გადაწყვეტილების მიღებისას მნიშვნელოვანია, რომ ამ ქვეყანასთან არსებობდეს

მჭიდრო ეკონომიკური კავშირი. ამის საზომად შესაძლოა გამოყენებულ იქნას ქვეყნებს შორის ვაჭრობის მაჩვენებელი. საქართველოს არ ჰყავს ერთი გამოკვეთილად მსხვილი სავაჭრო პარტნიორი. 10 ძირითად სავაჭრო პარტნიორზე მთლიანი ვაჭრობის 66 პროცენტი მოდის. ესენია: თურქეთი, აზერბაიჯანი, უკრაინა, ჩინეთი, გერმანია, რუსეთი და აშშ. თურქეთის, აზერბაიჯანისა თუ უკრაინის ვალუტები სტაბილურობით არ ხასიათდება, რაც ამ ვალუტებზე მიბმას არასასურველს ხდის. რაც შეეხება აშშ-სა და ევროზონის ქვეყნებს (19), 2014 წელს მათმა წილებმა რეგისტრირებულ მთლიან საგარეო ბრუნვაში მხოლოდ 4 და 17 პროცენტი შეადგინა. ამგვარად, არ იკვეთება არცერთი ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი, რომელზეც მნიშვნელოვანწილად იქნებოდა დამოკიდებული საქართველოს საგარეო ვაჭრობის ბრუნვა.

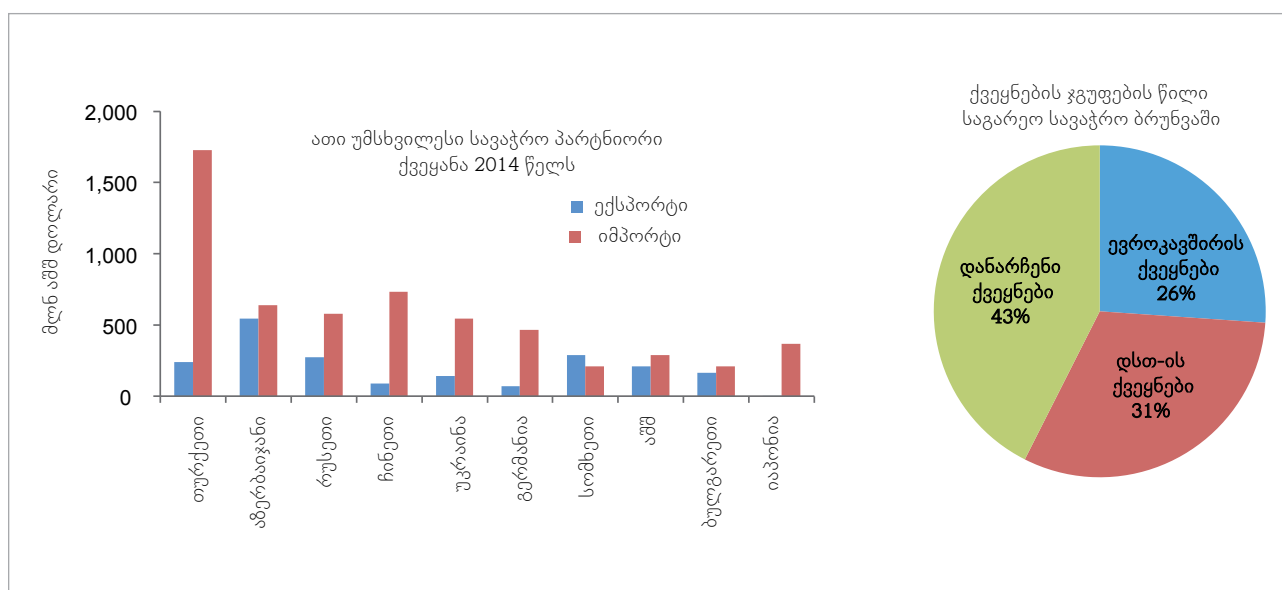
როგორც ანალიზი აჩვენებს, საქართველოს ექსპორტ-იმპორტი საკმაოდ დივერსიფიცირებულია პარტნიორი ქვეყნების მიხედვით. თუმცა, ასევე გასათვალისწინებელია, რომ ხშირ შემთხვევაში სავაჭრო ხელშეკრულებების გაფორმება ხდება არა რომელიმე პარტნიორი ქვეყნის ვალუტით, არამედ საერთაშორისო ვალუტით, როგორც არის აშშ დოლარი, ევრო და სხვა. საქართველოს საგარეო ვაჭრობაში ამ მხრივ ლიდერობს ამერიკული დოლარი, რომლითაც სავაჭრო ტრანზაქციების ორ მესამედზე მეტი ფორმდება. მას მოსდევს ევრო - დაახლოებით 18%-ით. აშშ დოლარი და ევრო დომინირებს არა მარტო საქართველოს საგარეო ვაჭრობის ინვოისებში, ასევე მსოფლიოს მამუტაბითაც. დოლარი და ევრო ასრულებს ტრანზაქციულ - შუალედურ - როლს, გამომდინარე იქიდან რომ ეს ვალუტები არის გლობალური, ფართოდ ვაჭრობადი და ხელმისაწვდომი. გარდა ამისა, აღნიშნული



ეკონომიკები ხასიათდება დიდი საგარეო ვაჭრობის მოცულობით და მათი ვალუტები ფართოდ გამოიყენება როგორც სარეზერვო ვალუტა (Auboin, 2012). გასათვალისწინებელია, რომ ეს დომინირება არ გულისხმობს იმას, რომ ფასწარმოქმნის პროცესი ხდება იმავე ვალუტით, რომლითაც განხორციელდა ანგარიშსწორება. როგორც წესი, მიმწოდებლის მიერ ფასის ფორმირება ადგილობრივი ბაზრის სხვადასხვა ფაქტორებზეა დამოკიდებულია (ადგი-

ლობრივი ფასები, ბაზრის კონკურენცია, ზომა, და ა.შ.) და შესაბამისად აქტუალური ხდება ლარის კურსი არა ტრანზაქციის ვალუტის მიმართ, არამედ იმ ქვეყნის ადგილობრივ ვალუტასთან მიმართებაში. ამ კუთხით გამონაკლისს წარმოადგენს საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე ვაჭრობადი საქონელი, როგორცაა ნავთობი, ძვირფასი ლითონები, ხორბალი და ა.შ.

დიაგრამა №6
საქართველოს სავალუტო პარტნიორების განაწილება



წყარო: საქსტატი

სამუშაო ძალის მობილობა. ოპტიმალური სავალუტო სივრცისთვის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი პირობაა სამუშაო ძალის თავისუფალი მობილობა, რაც ასევე არ გააჩნია საქართველოს აშშ-ს თუ ევროზონის ქვეყნებთან. ქართველი მოსახლეობისთვის ლეგალურ სირთულეებთან არის დაკავშირებული ამერიკისა თუ ევროპის შრომით ბაზარზე შესვლა. შეზღუდული სამუშაო ძალის მობილობის პირობებში კი ფერხდება უმუშევრობის დონისა და ინფლაციის გათანაბრება ერთიანი სავალუტო სივრცის ფარგლებში, რაც საერთო მონეტარულ პოლიტიკას ნაკლებად ეფექტიანს ხდის.

შეზღუდული შრომის მობილობა პრობლემატურ საკითხად რჩება თვით ევროკავშირის მასშტაბითაც, რაც მონეტარული კავშირისთვის ეკონომიკური ინტეგრაციისა და ასიმეტრიული შოკების დროს

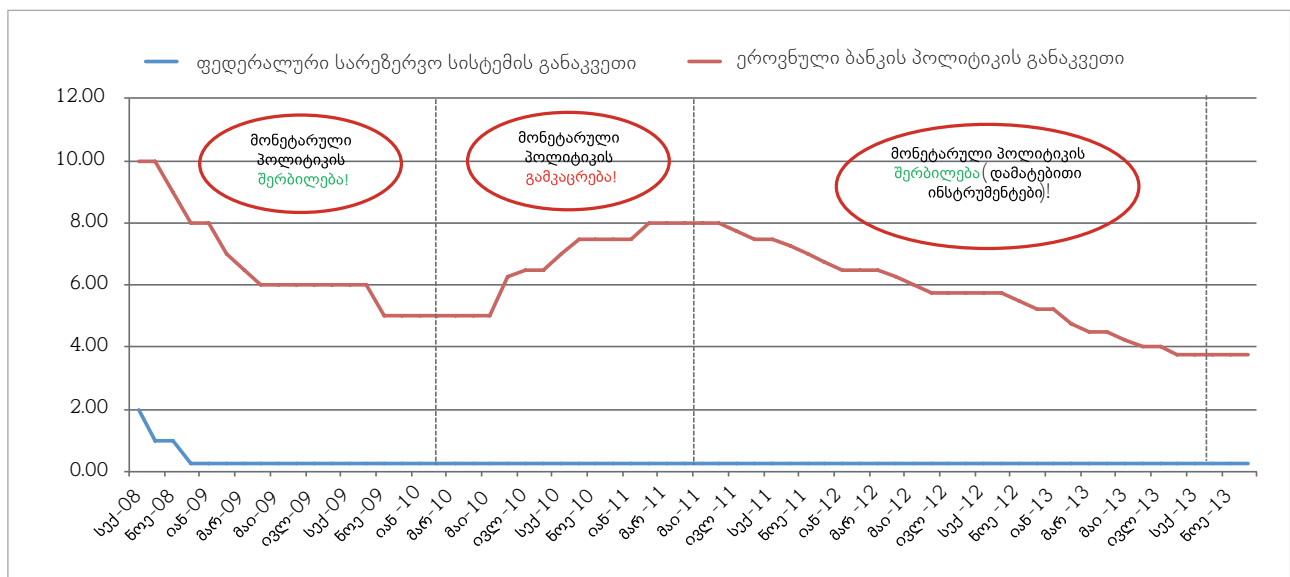
კორექტირების მნიშვნელოვან ასპექტს წარმოადგენს. მიუხედავად იმისა, რომ არ არსებობს ნაციონალური ლეგალური ბარიერები წევრ ქვეყნებს შორის, დინამიური შრომითი ბაზრის შექმნა კვლავაც გამოწვევად რჩება ეკონომიკური პოლიტიკის გამტარებელთათვის. ლეგალური შეზღუდვების არარსებობის პირობებში, დაბრკოლებას წარმოადგენს ინსტიტუციონალური (მაგ. სოციალური დაზღვევის სქემების გადატანა) და კულტურული ბარიერები (მაგ. ლინგვისტური განსხვავებანი) (Zimmermann, 2009).

ფინანსური რესურსის მობილობა. რაც შეეხება ფინანსური რესურსების მობილობას, საქართველოს არ აქვს ლეგალური ბარიერები, რაც ხელს შეუშლიდა ფინანსური კაპიტალის შემოდინება-გადინებას ევროპასა თუ ამერიკაში. თუმცა, გარდა ფორმალური

შეზღუდვებისა, არსებობს ფუნდამენტური ფაქტორები და საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრის ნაკლოვანებები, რომლებიც აფერხებს ფინანსური რესურსების მოძრაობას განვითარებული ეკონომიკებიდან განვითარებადებისკენ. ეკონომიკური თეორიის (ნეოკლასიკური მოდელის) მიხედვით, კაპიტალი უნდა მიედინებოდეს იმ ქვეყნებისკენ, სადაც მისი თანაფარდობა შრომით რესურსთან მიმართებაში ნაკლებია. თუმცა ჯერ კიდევ 90-იან წლებში ნობელის პრემიის ლაურეატმა ეკონომისტმა, ლუკასმა, აღნიშნა რომ დაკვირვება თეორიისგან განსხვავებულ შედეგებს აჩვენებდა (Lucas, 1990). მიუხედავად მას შემდეგ განვითარებული ფინანსური გლობალიზაციის პროცესებისა, აღნიშნული საკითხი კვლავაც აქტუალური რჩება. თანამედროვე კვლევები აჩვენებს, რომ განსხვავებული ხარისხის ინსტიტუციონალური წყობა - საკუთრების უფლებები, პოლიტიკური სტაბილურობა, კანონის უზენაესობა, ადგილობრივი ფინანსური ბაზრის განვითარების დონე - კვლავაც აფერხებს კაპიტალის მოძრაობას დაბალშემოსავლიანი ქვეყნებისკენ. გასათვალისწინებელია ასევე საერთაშორისო ფინანსური ბაზრის ჩავარდნები, რაც უკავშირდება სუვერენულ რისკსა და ასიმეტრიულ ინფორმაციას. (Alfaro, etal, 2008).

საქართველოს შემთხვევაში, ლარის კურსის მიბმა ევროსა თუ დოლარზე შეზღუდავს საქართველოს ეროვნული ბანკის უნარს გაატაროს ფედერალური სარეზერვო სისტემის ან ევროპის ცენტრალური ბანკისგან დამოუკიდებელი კონტრაციკლური პოლიტიკა და რეცესიის დროს სტიმულირება გაუწიოს ეკონომიკას ან გაამკაცროს მონეტარული პოლიტიკა ბუმის დროს. ეს ფაქტორი შესაძლოა უარყოფითად აისახოს ინვესტორთა მოლოდინებზე, ვინაიდან მცირდება ცენტრალური ბანკის უნარი გავლენა მოახდინოს ადგილობრივ ბიზნეს ციკლებზე, რადგან „იმპორტირებული“ მონეტარული პოლიტიკა მორგებული იქნება ამერიკისა თუ ევროზონის ეკონომიკურ ვითარებაზე. შედეგად კი გაიზრდება საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის მერყეობა. მაგალითისთვის გამოდგება ახლო წარსულში საქართველოში განვითარებული ეკონომიკური პროცესები. კერძოდ, 2010 წლის მეორე ნახევარში საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებას მიმართავდა, ვინაიდან მოსალოდნელი იყო მიზნობრივ მაჩვენებელზე მაღალი ინფლაცია. ამავე პერიოდში ამერიკის ფედერალური სარეზერვო სისტემა აგრესიულ ექსპანსიურ მონეტარულ პოლიტიკას აწარმოებდა. დოლარზე მიბმული კურსის არსებობის შემთხვევაში, ამით საქართველოში კიდევ უფრო გამძაფრდებოდა ინფლაციური ზეწოლა.

დიაგრამა №7
მონეტარული პოლიტიკა საქართველოსა და აშშ-ში



წყარო: სებ, FED



განხილული კრიტერიუმების ანალიზის საფუძველზე შეიძლება ითქვას, რომ საქართველო ვერ აკმაყოფილებს ოპტიმალური სავალუტო სივრცის შემოღების პირობებს სხვა ვალუტების მიმართ. როგორც სტატიის პირველ ნაწილში იყო აღნიშნული, როდესაც ქვეყანას არ აქვს ოპტიმალური სავალუტო სივრცე, იკვეთება რისკები, რომლებიც, პირველ რიგში, უკავშირდება დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის არქონას. ასევე იკარგება მოქნილი გაცვლითი კურსის ისეთი უპირატესობები, როგორცაა შოკების უარყოფითი გავლენის შერბილება რეალურ ეკონომიკაზე და საგარეო დისბალანსის აღდგენის ხელშეწყობა. ყოველივე ამის გათვალისწინებით, საქართველოს ეკონომიკისთვის კურსის ფიქსირებით მიღებული სარგებელი ვერ დააკომპენსირებს მასთან ასოცირებულ დანახარჯებს.

სავალუტო კეჩივება

ანალიზმა აჩვენა, რომ საქართველოს არ აქვს ოპტიმალური სავალუტო სივრცე, რაც კურსის ფიქსირებას არასასურველს ხდის. შესაბამისად, მოქმედი მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმი ოპტიმალურია არსებული ეკონომიკური ვითარების ფონზე. თუმცა მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის პირობებში აქტუალური ხდება სავალუტო რისკის თემა, განსაკუთრებით მაღალი დოლარიზაციის მქონე ეკონომიკებში.

როგორც აღვნიშნეთ კურსის ფიქსირების მთავრი უპირატესობა მდგომარეობს იმაში, რომ იგი ეხმარება საერთაშორისო ვაჭრობაში მონაწილე ეკონომიკურ აგენტებს, კურსის ცვალებადობასთან დაკავშირებული გაურკვეველობა თავიდან აიცილონ და შედაგად მოაქვს მონეტარული ეფექტიანობის სარგებელი. თუმცა გასათვალისწინებელია საერთაშორისო სავალუტო ფორვარდული ბაზრების განვითარება, რაც გარკვეულწილად საშუალებას იძლევა ჰეჯირებულ იქნას სავალუტო რისკები. სავალუტო ფორვარდების, ოპციონებისა თუ ფიუნერსების არსებობა საშუალებას აძლევს ექსპორტიორებსა და იმპორტიორებს ჰეჯირება გააკეთონ, რაც მათ დაიცავს ვალუტის კურსის ცვლილებით გამოწვეული დამატებითი ხარჯებისგან.

საქართველოსთვის სავალუტო რისკი მნიშვნელოვან საკითხს წარმოადგენს. გაცემული სესხების დაახლოებით 65 პროცენტი უცხოური ვალუტით არის დენომინირებული, მაშინ როდესაც მოსახლეობის ძირითადი ნაწილი შემოსავლებს ერო-

ვნული ვალუტით იღებს. მიუხედავად იმისა, რომ კომერციული ბანკები ჰეჯირებული არიან სავალუტო რისკისგან, უხოური ვალუტის სესხები არაჰეჯირებული მსესხებლებისთვის წარმოქმნის ვალუტების შეუსაბამობით გამოწვეულ საკრედიტო რისკებს (currency induced credit risk), რაც ფინანსური სტაბილურობისთვის საფრთხეს წარმოადგენს. სავალუტო რისკისგან დამცავ საშუალებას „ბუნებრივი ჰეჯირება“ წარმოადგენს, რაც გულისხმობს შემოსავლებისა და სასესხო ვალდებულებების თანხვედრას ერთ ვალუტაში. მაშინ როდესაც აღნიშნული ტიპის ჰეჯირება შეუძლებელია, აქტუალური ხდება სავალუტო ფორვარდული ბაზრის ინსტრუმენტების გამოყენება. აღნიშნული ბაზარი საქართველოში განვითარების სტადიაზეა და ამ ეტაპზე სავალუტო ფორვარდული ინსტრუმენტების გამოყენება მინიმალურია.

იმის გათვალისწინებით, რომ საქართველოს ეკონომიკა მაღალი დოლარიზაციით ხასიათდება, კურსის ცვალებადობა აქტუალურია არა მარტო საერთაშორისო ტრანზაქციებში ჩართული ეკონომიკური აგენტებისთვის. გაცვლითი კურსის ცვლილება გავლენას ახდენს მოსახლეობის იმ ნაწილის დანახარჯებზე, რომელთაც სესხი უცხოური ვალუტით აქვთ აღებული, თუმცა შემოსავლები ლარით აქვთ დენომინირებული. მნიშვნელოვანია იმის აღნიშვნა, რომ საქართველოში დოლარიზაცია შემცირების დინამიკით ხასიათდება. განსაკუთრებით საყურადღებოა ფიზიკური პირების დოლარიზაციის შემცირება. სესხების დოლარიზაციის მაჩვენებლის კლება ამცირებს გაცვლითი კურსის ცვალებადობით გამოწვეულ დანაკარგებს.

დოლარიზაციის მაჩვენებლის შემდგომი შემცირებისა და ჰეჯირების ბაზრის ეტაპობრივი განვითარების პარალელურად, მცირდება კურსის ცვალებადობით გამოწვეული დანაკარგებიც ეკონომიკური აგენტებისთვის, რაც ქვეყანას საშუალებას აძლევს გაზარდოს მოქნილი გაცვლითი კურსის წმინდა სარგებელი.

ამასთან, მცურავი გაცვლითი კურსის არსებობა მნიშვნელოვანია ვალუტის გრძელვადიანი სტაბილურობისთვის, რაც საბოლოო ჯამში დოლარიზაციის შემცირების მნიშვნელოვანი ფაქტორია. მცურავი გაცვლითი კურსის მნიშვნელობაზე საუბრობენ მ. კაკულია და ნ. ასლამაზიშვილი (2000): „საქართველოში არსებული მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი ... ლარისადმი ნდობის განმტკიცების ფაქტორად უნდა მივიჩნიოთ“.⁵

5. დოლარიზაცია საქართველოში: მასშტაბები, ფაქტორები, დაძლევის გზები; მერაბ კაკულია, ნანა ასლამაზიშვილი; 2000 წელი.

დასკვნა

წინამდებარე სტატიაში მოცემული ანალიზის საფუძველზე შეიძლება დავასკვნათ, რომ საქართველოს შემთხვევაში არცერთი წინაპირობა იმისა, რომ მოხდეს კურსის ფიქსირება ან სულაც სრულ დოლარიზაციაზე გადასვლა, არ არსებობს. იმის გათვალისწინებით, რომ საქართველო არის ღია ფინანსური ანგარიშის მქონე ქვეყანა და მისი ბიზნეს ციკლები განსხვავდება მსოფლიოს წამყვანი ვალუტების მქონე ეკონომიკებისგან, ადგილობრივ წყობაზე მორგებული დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკა მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს წარმოადგენს მაკროეკონომიკური პოლიტიკის წარმოებისთვის. ამგვარად, საქართველოში მოქმედ მცურავ

გაცვლით კურსზე უარის თქმა ქვეყნისთვის უფრო მეტ დანახარჯებთან იქნება ასოცირებული, ვიდრე ახალი რეჟიმით მოტანილი სარგებელი იქნება. გარდა იმისა, რომ საქართველოს არ აქვს ოპტიმალური სავალუტო სივრცე რომელიმე ქვეყანასთან, ჰიპერინფლაციისა თუ ფინანსური სექტორის არასტაბილურობის რისკები პრაქტიკულად არ არსებობს.

აქედან გამომდინარე, საქართველოს ეკონომიკის ანალიზზე დაყრდნობით შეიძლება დავასკვნათ, რომ საქართველოსთვის მოქმედი მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი ოპტიმალურია.





გამოყენებული ლიტერატურა

1. ვლადიმერ პაპავა. სავალუტო კრიზისის პირობებში „სავალუტო ფარის“ ქმედითობა პოლიტიკური დაავადებით ინფიცირებულ ეკონომიკაში (საქართველოს მაგალითზე). პროფესორ გიორგი წერეთლის დაბადებიდან მე-60 წლისადმი მიძღვნილ საერთაშორისო სამეცნიერო-პრაქტიკული კონფერენციის მასალების კრებული, ეროვნული ეკონომიკები და გლობალიზაცია (28-29 ივნისი 2012)
2. მერაბ კაკულია, ნანა ასლამაზიშვილი (2000); დოლარიზაცია საქართველოში: მასშტაბები, ფაქტორები, დაძლევის გზები; მ.კაკულია (2001). სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში.
4. Alfaro L., Kalemli-Ozcan S. & Volosovych V. (2008). Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation. *The Review of Economics and Statistics*, MIT Press. Vol. 90(2), pp. 347-368.
5. Aubion M. (2012). Use of Currencies in International Trade: Any Changes in the Picture? WTO Staff Working Paper ERSD-2012-10.
6. Bara Y. & Piton S. (2012). "Internal vs External Devaluation". *La Lettre du CEPII*. No 324.
7. Berg, A., Borensztein, E. (2000). The Pros and Cons of Full Dollarization. IMF Working Papers. WP/00/50.
8. Chang, A. & Velasco A. (1998). Financial Fragility and the Exchange Rate Regime. National Bureau of Economic Research. Working Paper. W6469.
9. Chen R., Milesi-ferretti G. M. & Tresselt T. (2012). External Imbalances in the Euro Area. IMF Working Papers. WP/12/236s.
10. Gagnon, J. E. (2013). Stabilizing Properties of Flexible Exchange Rates: Evidence from the Global Financial Crisis. Peterson Institute for International Economics. Policy Brief. November 2013.
11. Fleming M., J. (1962). Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates. *International Monetary Fund Staff Papers*. pp. 369-380.
12. Frankel J., A. (1999). No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times. NBER Working Paper Series. W7338.
13. Ghosh, A. R. (2009). Toward a Stable System of Exchange Rates: Implications of the Choice of Exchange Rate Regime.
14. Ghosh, A. R., Ostry, J. D., & Tsangarides, C. (2011). Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System. IMF Occasional Paper. No 270.
15. Hoffmann, M. (2007). Fixed versus Flexible Exchange Rates: Evidence from Developing Countries. *Economica*. Vol. 74. (No. 295), pp. 425-449.
16. International Monetary Fund (2014, 2008). Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014 (2008). Washington, D.C: International Monetary Fund.
17. Keeley, J., Kess, A. (2013). Monetary Integration: Thirteen Years of Dollarization on Ecuadorian Economics, 2000-2013. *Global Advanced Research Journal of Management and Business Studies*. 2 (1), p22-36.
18. Kenen, P. (1969). The Optimum Currency Area: An Eclectic View. In Mundell and Swoboda, (eds.). *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press.
19. Klein M. W. & Shambaugh J. C. (2006). The Nature of Exchange Rate Regimes. NBER Working Paper Series. w12729.
20. Krugman, P.R., Obstfeld, M., Melitz, M. J. (2012). *International Economics: theory & policy*. 9th ed. Boston: Pearson.
21. Levy-Yeyati, E. & Sturzenegger, F. (2003). To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate. *The American Economic Review*. Vol. 93. (No. 4), pp. 1173-1193.
22. Lucas, Robert (1990). "Why doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries?" *The American Economic Review* 80 (2): 92-96.
23. McKinnon, R. (1963). Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. Vol. 52, pp. 717-725.
24. Mundell, R.A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *The American Economic Review*. Vol. 51. (No. 4), pp. 657-665.
25. Mussa M., Masson P., Swoboda A., Jadresic E., Mauro P., & Berg A. (2000). Exchange Rate Regimes in an Increasingly. *International Monetary Fund Occasional Paper*. No 193.
26. Nakaso, H. (2013). Financial Crises and Central Banks' "Lender of Last Resort" Function. World Bank Executive Forum "Impact of the financial crises on central bank functions".
27. Nechio F. (2011). "Monetary Policy When One Size Does Not Fit All." FRBSF Economic Letter. 2011-18.
28. Noko, J. (2011). Dollarization: The Case of Zimbabwe. *Cato Journal*. Vol. 31, (No. 2), 339-365.
29. Obstfeld M. & Rogoff K. (1995). The Mirage of Fixed Exchange Rates. NBER Working Paper. No 5191.
30. Swiston, A. (2011). Official Dollarization as a Monetary Regime. IMF Working Papers. WP/11/129.
31. Quispe-Agnoli, M & Whisler, E. (2006). Official Dollarization and the Banking System in Ecuador and El Salvador. *Economic Review*. Third Quarter 2006, pp. 55-71.
32. Quispe-Agnoli, M. (2002). Costs and Benefits of Dollarization. Paper prepared for the conference "Dollarization and Latin America: Quick Cure or Bad Medicine?".
33. Reinhart, C. & Rogoff K. S. (2002). The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation. NBER Working Paper. No. 8963.
34. Rose, A. K. (2013). Surprising Similarities: Recent Monetary Regimes of Small Economies.
35. Tsangarides, C. (2010). Crisis and Recovery: Role of the Exchange Rate Regime in Emerging Market Countries. IMF Working Papers. WP/10/242.
36. Weisbrot M. & Sandovall. (2007). Argentina's Economic Recovery. Policy Choices and Implications. Center for Economic and Policy research.
37. Yagci, F. (2001). Choice of Exchange Rate Regimes for Developing Countries. World Bank Africa region Working Paper Series. No 16. NBER Working Paper. No. 19632
38. Zimmermann, K. F. (2009). Labor Mobility and the Integration of European Labor Markets. DIW Berlin Discussion Paper No. 862.

