



შალვა მხატრიშვილი

საპარტეზოლოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკისა და სტატისტიკის დეპარტამენტის მაკროეკონომიკური კვლევების განყოფილების წარმომადგენელი

ლარის გაცვლითი კურსი და საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის შეფასებები*

შესავალი

ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურებამ ეკონომიკისთვის თუ რაიმე კარგი გააკეთა, ერთ-ერთი უეჭველად ისაა, რომ გაააქტიურა მაკროეკონომიკური საკითხების განხილვები. თუმცა, დისკუსია ეკონომისტებში, გარკვეულ შემთხვევებში მიმდინარეობს არა კვლევებზე, არამედ მხოლოდ ინტუიციამდე დაყრდნობით, რომელიც ხშირად არასწორად აღქმულ თეორიულ საკითხებზე არის დაფუძნებული. ამის გამო ბევრი არასწორი შეფასება გაკეთდა ლარის ბოლოდროინდელი გაუფასურებისა და საგარეო შოკის გარშემო, განსაკუთრებით საქართველოს ეროვნულ ბანკთან (სებ-თან) მიმართებაში, რომლებიც თეორიულადაც კი მცდარია. ამიტომ აუცილებელია, რომ მაკროეკონომიკის შესახებ დასკვნები საერთაშორისო ლიტერატურასა და კვლევებზე დაფუძნებით გაკეთდეს; ასეთი კვლევები კი საკმაოდ ყოვლისმომცველია. სტატიის მიზანია საერთაშორისო კვლევებზე დაყრდნობით განვიხილოთ სებ-ის მონეტარული პოლიტიკის შესახებ გაკეთებული დასკვნები და ვაჩვენოთ, რომ ეს დასკვნები მცდარია. პირველ რიგში, სტატიაში ნაჩვენებია, რომ სებ-ის ინტერვენციების პოლიტიკა იყო სწორი. კერძოდ, გადაწყვეტილება, რომ აქტიური ინტერვენციებისგან თავი შეეკავებინა შეესაბამებოდა მიმდინარე გამოწვევებს, ვინაიდან საგარეო შოკის დროს, რომელიც საქართველომ განიცადა, კურსის დაცვის მიზნით აქტიური სავალუტო ინტერვენციები გამოიღებდა არასასურველ შედეგს, არამედ - პირიქით. გარდა ამისა, ნაჩვენებია რომ არასწორია მოსაზრება იმის შესახებ, რომ თითქოს სებ-ის ინტერვენციების პოლიტიკა არ იყო დროული და ეფექტური. ამასთან,

მაკროეკონომიკურ საფუძველს მოკლებულია ის მოსაზრებაც, რომ 2011-2013 წლებში გაკეთებული ინტერვენციები გავლენას მოახდენდა დღევანდელ გაცვლით კურსზე. ინტერვენციების შემდეგ განხილულია მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის უპირატესობები. აღნიშნული რეჟიმი უკეთ იცავს ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდას საგარეო შოკებისგან, თუნდაც საქართველოს მსგავსად დოლარიზებულ ეკონომიკაში. ამასთან, მცურავი გაცვლითი კურსი ამცირებს სპეკულაციური შეტევის ალბათობას და ხელს უწყობს დედოლარიზაციის პოლიტიკას, რაც საგარეო შოკების მიმართ ქვეყნის მდგრადობას ზრდის. შესაბამისად, მოსაზრება, რომ სებ-ის მიერ მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის არჩევა არასწორი იყო, არ არის არგუმენტირებული. შემდეგ სტატიაში ნაჩვენებია, რომ საგარეო შოკის პირობებში უცხოურ ვალუტაში მოზიდული სახსრებისთვის მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირება ვერ იქნებოდა სტაბილიზაციის ინსტრუმენტი. ბოლოს კი განხილულია მოსაზრება, რომ თითქოს სებ-ი რეფინანსირების სესხების მოცულობის შემლუდვით ეკონომიკურ/ფინანსურ სტაბილურობას შეუწყობდა ხელს, რაც არასწორია. კერძოდ, კვლევებზე დაყრდნობით ნაჩვენებია, რომ საგარეო შოკის დროს კურსის დაცვის მიზნით მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრი გამკაცრება ბევრად უფრო მეტ უარყოფით შედეგს გამოიღებდა, ვიდრე ლარის გაცვლითი კურსის დროებითი გამყარებით მიღებული სარგებელია. ამ ყველაფერს მოწმობს საერთაშორისო გამოცდილებაც. შესაბამისად, იმ საგარეო შოკის დროს, რაც საქართველომ განიცადა, სებ-ის მიერ მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრი გამკაცრებისგან თავის შეკავება იყო სწორი გადაწყვეტილება.

* წინამდებარე სტატიის დასკვნები წარმოადგენს ავტორის შეფასებებს და არა აუცილებლად ჟურნალის რედაქციის წევრების და საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალურ პოზიციას.

ავტორი მადლობას უხდის გიორგი ბარბაქაძეს და გიორგი ბაქრაძეს საინტერესო კომენტარებისთვის.

სტატია ორგანიზებულია შემდეგნაირად: პირველი ოთხი თავი განიხილავს სავალუტო ინტერვენციებთან დაკავშირებულ საკითხებს. შემდეგი ოთხი თავი აფასებს, საქართველოს მსგავსი ქვეყნისთვის უმჯობესი იყო თუ არა მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის არსებობა, მეცხრე თავი განიხილავს მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების გაცვლით კურსზე გავლენის საკითხს, ხოლო მეათე თავი განიხილავს საგარეო შოკის დროს რეფინანსირების სესხების მოცულობის შეზღუდვისა და მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრი გამკაცრების სასურველობის საკითხს.

მცდარი მოსაზრება №1: „ლარის გაცვლითი კურსის დასაცავად საქართველოს ეროვნულ ბანკს აქტიურად უნდა გამოეყენებინა სავალუტო ინტერვენციები“

პირველი მცდარი მოსაზრება სებ-თან დაკავშირებით არის ის, რომ თითქოს ლარის გაცვლითი კურსის დასაცავად საქართველოს ეროვნულ ბანკს აქტიურად უნდა გამოეყენებინა სავალუტო ინტერვენციები. განვიხილოთ, თუ რას ამბობს მაკროეკონომიკური ლიტერატურა ინტერვენციებთან დაკავშირებით.

როგორც ყველა ზოგად საკითხზე, ასევე (ზოგადად) ინტერვენციებზეც, არსებობს ორი მხარე. საერთაშორისო ლიტერატურაში არსებობს მკვლევარების ორი მოსაზრება. ერთი ნაწილი მიიჩნევს, რომ ცენტრალური ბანკები უნდა იყენებდნენ ინტერვენციებს გარკვეულ მოვლენებთან საბრძოლველად, ხოლო მეორე ნაწილი მიიჩნევს, რომ ინტერვენციები საერთოდ არასდროს არ უნდა იქნას გამოყენებული, რადგან ასე უკეთესი შედეგი მიიღწევა. რადგან სებ-მა არ გამოიყენა ინტერვენციები აქტიურად, ეკონომისტების ეს მეორე ნაწილი ამკარად ამართლებს სებ-ის პოლიტიკას, ამიტომ ამ ნაწილის მოსაზრებებს მხოლოდ მოკლედ ვიტყვი, და (ობიექტურობის მიზნით) უფრო ვრცლად განვილიხავ ეკონომისტების იმ ნაწილის მოსაზრებებს, რომლებიც მხარს უჭერენ ინტერვენციების ინსტრუმენტის გამოყენებას.

იმ საერთაშორისო მკვლევარების აზრი, რომლებიც ეწინააღმდეგებიან ინტერვენციების გამოყენებას, კარგადაა შეჯამებული შემდეგ გამოცემაში, Bank for International Settlements (2005) :

„უმჯობესია სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციებისგან თავის შეკავება. ასეთი მიდგომა ინვესტორებს უბიძგებს გაცვლითი კურსის რისკისგან თავის დაზღვევაზე ზრუნვისკენ, ეს კი ჰეჯირების ბაზარს განავითარებს. კვლევები ისრაელიდან, მექსიკიდან, პოლონეთიდან და ტაილანდიდან განსაკუთრებით რელევანტურია ამ მხრივ. მართლაც, არსებობს მტკიცებულება, რომ გაცვლითი კურსის მერყეობა მნიშვნელოვნად შემცირდა იმ ქვეყნებში, სადაც ცენტრალურ ბანკებს ბოლო წლების განმავლობაში ინტერვენცია არ განუხორციელებიათ.“

საქართველოს (2011 წლამდე) მაგალითზე ასეთივე კვლევას აკეთებს Loiseau-Aslanidi (2011):

„ცენტრალური ბანკის რეაქციის ფუნქცია მიუთითებს, რომ სებ-ი 'მოქმედებს ქარის საწინააღმდეგოდ', გაცვლითი კურსის დასასტაბილურებლად. გაცვლითი კურსის დონეზე ინტერვენციის გამიზნული ეფექტი ვლინდება ინტერვენციის განხორციელების დღის მომდევნო დღეს. თუმცა, პირობითი (conditional) მერყეობა იზრდება ინტერვენციების გამოყენების პარალელურად.“

გარდა ამისა გარკვეული (მათ შორის მსოფლიოს წამყვანი) ეკონომისტები მიიჩნევენ, რომ სავალუტო ინტერვენციები არც კი არის დამოუკიდებელი ინსტრუმენტი. მაგ. იხ. Obstfeld (1982) ან Backus and Kehoe (1988):

„ინტერვენციები მოითხოვს მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის ცვლილებას. ინტერვენციის ეფექტი ზოგადად დამოკიდებულია, ამ პოლიტიკების ცვლილების ეფექტზე და არა დამოუკიდებლად მართო ინტერვენციაზე. მოკლედ, სტერილიზებული ინტერვენცია არ არის პოლიტიკის დამატებითი ინსტრუმენტი, ისე როგორც ამას პორტფელის ბალანსის მიდგომა გვიჩვენებს... აღნიშნულის დამტკიცება არ მოითხოვს სრულყოფილი ბაზრების, რიკარდოსული ექვივალენტობის, მონეტარული ნეიტრალობის ან ერთიანი ფასის დაშვებების გამოყენებას.“

სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ეს ეკონომისტები ასაბუთებენ, რომ მხოლოდ ინტერვენცია ვერ მოახდენს გაცვლით კურსზე დიდ გავლენას, თუ ამას თან არ ახლავს მონეტარული (საპროცენტო განაკვეთების) და ფისკალური (ბიუჯეტის) პოლიტიკის ცვლილებები. თუ რატომაც ასე და ზოგადად გადაცემის რა არხებით მუშაობს ინტერვენციები, ამაზე შემდეგ თავში იქნება საუბარი.



ახლა გადავიდეთ იმ საერთაშორისო ეკონომისტების კვლევებზე, რომლებიც მხარს უჭერენ ინტერვენციების გამოყენებას. ზოგი ცენტრალური ბანკის აზრი, თუ რატომ შეიძლება იყოს ინტერვენცია ეფექტური, შეჯამებულია აქ: Bank for International Settlements (2005):

„ზოგმა ცენტრალურმა ბანკმა აღნიშნა, რომ ფინანსური დოლარიზაციის მაღალი დონე ზრდის გაცვლითი კურსის მერყეობის შედეგად საბალანსო უწყისის (balance sheet) ეფექტების წარმოშობის რისკს, ვინაიდან ზოგ ეკონომიკურ აგენტს (საჯარო სექტორის ჩათვლით) დიდი ალბათობით აქვთ სავალუტო შეუსაბამობა (currency mismatch) მათ აქტივებსა და ვალდებულებებში. ასეთ ვითარებაში, ოფიციალური ინტერვენცია შეიძლება იყოს მნიშვნელოვანი არხი ეკონომიკისთვის ლიკვიდობის მიწოდებისა.“

მეორე არგუმენტი წარმოდგენილია Disyatat and Galati (2007)-ში, სადაც ამბობენ, რომ როდესაც ბაზარი პატარაა, შესაძლოა გაცვლითი კურსი საკმაოდ მერყევი იყოს, თუ მთავრობისგან არაა მხარდაჭერა. თუმცა საინტერესოა ის, რომ ისინი აქვე დასძენენ, რომ ეს საკმაოდ მოკლევადიანი ღონისძიებაა, ვინაიდან კავშირი ინტერვენციასა და გაცვლით კურსს შორის მხოლოდ რამდენიმე დღე გასტანს. გარდა ამისა, ის ცენტრალური ბანკებიც, რომლებიც ითვალისწინებენ ინტერვენციების მნიშვნელობას ეკონომიკისთვის ლიკვიდობის მიწოდების თვალსაზრისით (Bank for International Settlements, 2005), ასევე აღნიშნავენ:

„ინტერვენცია უნდა იყოს მხოლოდ დროებითი ღონისძიება და ნაწილი უფრო ფართო სტრატეგიისა, რომელიც მოიცავს პოლიტიკის სხვა ნაწილებს, რომელთა მიზანია არა გაცვლითი კურსის დაცვა, არამედ ეკონომიკისთვის ლიკვიდობის მიწოდება... თუ გაცვლითი კურსი უფასურდება სუსტი ფუნდამენტური ფაქტორების გამო, მაშინ ინტერვენცია სტაბილურობას ვერ უზრუნველყოფს... ინტერვენცია შესაძლოა გამოყენებულ იქნას მაშინ, როდესაც ადგილი აქვს მხოლოდ მოკლევადიან შოკებს.“

საინტერესოა ასევე Gersl and Holub (2006), Kamil (2008), Fatum and Hutchison (2003) და Domac and Mendoza (2004), რომლებიც ასევე მიუთითებენ, რომ ინტერვენცია შეიძლება გამოყენებულ იქნას მხოლოდ მოკლევადიანი შოკების დროს. საბოლოოდ, Cavusoglu (2010), რომელიც ლიტერატურის შეჯამებას აკეთებს, ასკვნის შემდეგს:

„ძირითადი აღმოჩენა ლიტერატურაში არის ის, რომ ინტერვენციას აქვს მნიშვნელოვანი, მაგრამ მხოლოდ მოკლევადიანი ეფექტი გაცვლით კურსზე.“

გარდა ზემოთ მოყვანილი ემპირიული (რეალურ მონაცემებზე დაფუძნებული) კვლევებისა, ასევე საინტერესოა თეორიული კვლევებიც. მაგ. Kumhof (2010):

„სტანდარტული თეორია, როგორცაა დაუმღვეველი საპროცენტო პარიტეტი, გვიჩვენებს, რომ სტერილიზებულ ინტერვენციას გავლენა არ უნდა ჰქონდეს წონასწორულ ფასებსა და რაოდენობებზე. ეს კვლევა აჩვენებს, რომ როდესაც ადგილი აქვს საბიუჯეტო გადასახადების არასაკმარის მოქნილობას საბიუჯეტო ხარჯების შოკების საპასუხოდ, ისე როგორც ეს მონაცემებშია, მაშინ დაუმღვეველი საპროცენტო პარიტეტი ნაცვლდება მონოტონურად მზარდი კავშირით ადგილობრივი ვალუტის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების რაოდენობასა და ადგილობრივ საპროცენტო განაკვეთებს შორის. ასეთ ვითარებაში სტერილიზებული ინტერვენცია ხდება მონეტარული პოლიტიკის მეორე დამოუკიდებელი ინსტრუმენტი, რომელიც გავლენას ახდენს პორტფელზე, საპროცენტო განაკვეთებზე, გაცვლით კურსზე და მოხმარებაზე. იგი ყველაზე ეფექტიანი იქნება იმ განვითარებად ქვეყნებში, სადაც ფისკალური ხარჯები მერყევი და ადგილობრივი ვალუტის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები მცირე მოცულობისაა.“

ამრიგად, აღნიშნული კვლევა ამტკიცებს, რომ ფისკალური ხარჯების მერყეობისა და ადგილობრივი ვალუტის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების სიმცირის შემთხვევაში შესაძლებელია გაცვლით კურსზე ინტერვენციებით გავლენის მოხდენა. შესაბამისად, ფისკალური პოლიტიკის მერყეობას აქვს ორმაგი ეფექტი: ცუდია, რადგან გაურკვეველობა შემოაქვს ეკონომიკაში, მაგრამ კარგია, რადგან ასეთ დროს ინტერვენციები უფრო ეფექტიანი ხდება. ცხადია, პირველი ეფექტი ბევრად მნიშვნელოვანია ვიდრე მეორე, თუმცა ეს თემა ამ სტატიის ფარგლებს სცდება.

და ბოლოს, ინტერვენციების მომხრე კიდევ ერთი კვლევა, Benes, Berg, Portillo and Vavra (2015) ამბობს, რომ ინტერვენციებით შესაძლოა ეკონომიკის დაცვა გარკვეული შოკების დროს; თუმცა მაინც დასძენენ, რომ აღნიშნული ინსტრუმენტის გამოყენება არასწორია გრძელვადიანი სავაჭრო პირობების (terms of trade) შოკების დროს:

„გაცვლითი კურსის ინტერვენციებით მართვამ შესაძლოა ხელი შეუშალოს გაცვლითი კურსის საჭირო კორექტირებას, მაგ. სავაჭრო პირობების შოკის დროს... სავაჭრო პირობების შოკის დროს აუცილებელია რეალური გაცვლითი კურსის კორექტირება მაკროეკონომიკური წონასწორობისათვის.“

ის შოკი კი, რაც საქართველოს ეკონომიკამ განიცადა (ხშირად მოხსენიებული საგარეო შოკი) არის ერთ-ერთი კლასიკური სავაჭრო პირობების შოკი (იხ. Jaaskela and Smith, 2011). ჩვენს შემთხვევაში ეს არის მსოფლიო (საგარეო) მოთხოვნის შოკი, რომელიც უარყოფითად აისახება უცხოური ვალუტის შემოდინების ყველა წყაროზე. ამასთან ეს შოკი არის გრძელვადიანი შოკი, რომელიც რამდენიმე თვეში არ განეიტრალება.

ამის შემდეგ, შეიძლება დაიბადოს კითხვა: თუკი კარგს არაფერს მოიტანდა, მაშინ რატომ აკეთებდნენ ინტერვენციებს აქტიურად რეგიონში სხვა ქვეყნის ცენტრალური ბანკები? ამ კითხვაზე პასუხი „ცურვის შიშის“ (fear of floating-ის) კონცეფციაში იმალება, რომელსაც ასევე განვიხილავთ შემდეგ ერთ-ერთ თავში.

აქვე უნდა აღვნიშნოთ ისიც, რომ მთლიანად ამ სტატიაში მოყვანილი ცნობილი კვლევების შემდეგ, აღარაა გასაკვირი, რომ ყველა საერთაშორისო ორგანიზაცია მხარს უჭერს სებ-ის პოლიტიკას, თუმცა რადგან ამ სტატიის მიზანია მხოლოდ აკადემიური განხილვები, სებ-ის შესაფასებლად ეს არგუმენტი შეგნებულად არაა გამოყენებული.

დასკვნა: ლიტერატურაში მკვლევარების ერთი ნაწილი სრულად ეწინააღმდეგება ინტერვენციების გამოყენებას, ხოლო მეორე ნაწილი გამართლებულად მიიჩნევს მის გამოყენებას მოკლევადიანი კაპიტალის ნაკადებთან მიმართებაში, თუმცა ეს მეორე ნაწილიც აღიარებს, რომ ინტერვენციების გამოყენება გრძელვადიანი შოკების დროს არის შეცდომა. შესაბამისად, სებ-ის გადაწყვეტილება აქტიური ინტერვენციებისგან თავის შეკავებასთან დაკავშირებით იყო სწორი (ლიტერატურაში ყველა საერთაშორისო მკვლევარის არგუმენტებთან თანხვედრაში).

მცდარი მოსაზრება №2: „საქართველოს ეროვნული ბანკის სავალუტო ინტერვენციები არ იყო დროული და ეფექტიანი“

წინა თავში დავასკვნით, რომ მიმდინარე მოვლენებთან (კერძოდ, ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურებასთან) საბრძოლველად საქართველოს ეროვნულ ბანკს არ უნდა გამოეყენებინა აქტიურად ინტერვენციები, რადგან ეს სიტუაციას არ გამოასწორებდა. მიუხედავად ამისა, ვიცით, რომ სებმა რამდენიმე ინტერვენცია მაინც გააკეთა, თუმცა ლარი ბოლო-ბოლო მაინც გაუფასურდა. აღნიშნული კიდევ ერთხელ ადასტურებს წინა თავში გაკეთებულ დასკვნას, რომ ინტერვენციებით გაუფასურების შეჩერება შეუძლებელია, როდესაც ეს გრძელვადიანი ფაქტორებითაა გამოწვეული. შესაბამისად, არცაა გასაკვირი, რომ სებ-ის მიერ გაკეთებული აღნიშნული ინტერვენციები თავიდანვე გამომწვეული იყო არა გაცვლითი კურსის გრძელვადიანად დასაცავად, არამედ მოკლევადიან საკითხებზე (მაგ. ეკონომიკისთვის უცხოური ვალუტის ლიკვიდობაზე მოკლევადიანად გაზრდილი მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად – იხ. წინა თავი). სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ეს ინტერვენციები ემსახურებოდა მოკლევადიან დამატებით ფაქტორებს და არ იყო იმ გრძელვადიან საგარეო შოკზე პასუხი, რაც საქართველოს ეკონომიკამ განიცადა. მიუხედავად ამისა, არსებობს მოსაზრება, რომ ინტერვენციებით ყოველთვისაა კურსის დაცვა შესაძლებელი და, შესაბამისად, რადგან სებ-ის ინტერვენციებმა კურსის გაუფასურება ბოლო-ბოლო მაინც ვერ შეაჩერა ე.ი. ისინი დროულად და ეფექტურად არ იყო გამოყენებული, რაც რეზერვების წყალში გადაყრის ტოლფასია. ესაა მეორე მცდარი მოსაზრება სებ-თან დაკავშირებით, რომელსაც ამ სტატიაში განვიხილავთ.

სებ-თან დაკავშირებული ეს კრიტიკა, ორ საკითხზე ამახვილებდა ყურადღებას: (1) თითქოს ინტერვენციები იყო დაგვიანებული, რამაც გამოიწვია ის, რომ ინტერვენციას უკვე აღარანაირი ძალა აღარ ჰქონდა; და (2) თითქოს სებ-ის ტაქტიკა (იშვიათად



და დიდი მოცულობით ინტერვენციები) იყო არაეფექტური და უნდა შეცვლილიყო სხვა ტაქტიკით (ხშირი და მცირე მოცულობის ინტერვენციებით). ერთიც და მეორეც მცდარი მოსაზრებაა. განვიხილოთ რატომ.

ინტერვენციების დროულობა და ეფექტურობა რომ შევაფასოთ, უნდა ვიცოდეთ რა გზებით (გადაცემის რა ახრებით) ახდენს გავლენას იგი გაცვლით კურსზე და ზოგადად ეკონომიკურ ცვლადებზე. შესაბამისი ლიტერატურის ძირითადი ნაწილი რომ გავაერთიანოთ, ვნახავთ, რომ ინტერვენციები ოთხი არხის გავლით მუშაობს. პირველი სამი არხი (რეზერვების შესყიდვის მაგალითზე) კარგადაა შევამებული Adler and Tovar (2011)-ში:

„ლიტერატურა განიხილავს სამ მექანიზმს, რომლის გავლითაც შესაძლოა იმუშაოს ინტერვენციებმა. პირველი, პორტფელის ბალანსის არხი, მუშაობს მაშინ, როდესაც ადგილი აქვს ადგილობრივ და უცხოურ აქტივებს შორის არასრულყოფილ ჩანაცვლებადობას და რისკ პრემიები იზრდება ადგილობრივი აქტივების ზრდით. ამრიგად, როდესაც სავალუტო ინტერვენციებით იზრდება ადგილობრივი აქტივები, ეს პოტენციურად გაზრდის რისკ პრემიას, რაც არბიტრაჟით, გამოიწვევს ვალუტის გაუფასურებას. მეორეა ინფორმაციის/სიგნალის არხი. ამ შემთხვევაში ინტერვენცია მიუთითებს მომავალი პოლიტიკის ცვლილებებზე. მაგ. ეს შეიძლება მიუთითებდეს, რომ მომავალში მონეტარული პოლიტიკა შეიცვლება (შემცირდება საპროცენტო განაკვეთი) ვალუტის გამყარების თავიდან ასაცილებლად. საპროცენტო განაკვეთის შემცირების მოლოდინი კი წესით გაუფასურებას გამოიწვევს მიმდინარე გაცვლით კურსში... ინტერვენციებმა (მხოლოდ ვერბალურმაც კი) შესაძლოა ხელი შეუწყოს გაცვლითი კურსის წონასწორობის დამკვიდრებას, თუკი ბაზარი ფიქრობს, რომ ცენტრალურ ბანკს მეტი ინფორმაცია აქვს. ბოლოს, მიკროსტრუქტურის არხი. ამ არხის მიხედვით, მიკრო დონეზე ფრიქციები შესაძლოა გავლენას ახდენდეს იმაზე თუ რა გავლენა შეიძლება ჰქონდეს ცენტრალური ბანკების ოპერაციებს ბაზრის მონაწილეებზე და მათ მოლოდინებზე“.

ხოლო მეოთხე (დაკავშირებული) არხი კი წარმოდგენილია Sarno and Taylor (2001)-ში:

„თუკი გაცვლითი კურსი ზედმეტად გასცდა ფუნდამენტური ფაქტორებით განპირობებული წონასწორობის წერტილს, ბაზრის მონაწილეებისთვის ინ-

დივიდუალურად შესაძლოა ძალზედ რთული იყოს მათი ქმედებებით გამოიწვიონ გაცვლითი კურსის წონასწორობისკენ დაბრუნება, რაც არ უნდა დარწმუნებულები იყვნენ, რომ გაცვლითი კურსი ზედმეტადაა შეცვლილი, ვინაიდან არსებობს კოორდინაციის პრობლემა... ასეთ დროს ინტერვენციების ეფექტიანობას შესაძლოა დავარჯვათ კოორდინაციის არხი“.

განვიხილოთ თითოეული არხი ცალკე. დავიწყოთ (ტრადიციული) პორტფელის ბალანსის არხით - Curdia and Woodford (2011):

„ხშირად მიიჩნევა, რომ ცენტრალური ბანკის ღია ბაზრის ოპერაციებს გავლენა აქვს საბაზრო ფასებზე (და შესაბამისად რაოდენობებზე) ე.წ. პორტფელის ბალანსის ეფექტის გავლით: თუ ცენტრალური ბანკი გადაწყვეტს ჰქონდეს უფრო ცოტა ერთი აქტივი, ვიდრე მეორე, მაშინ კერძო სექტორი (საბაზრო წონასწორობის გამო) შეინარჩუნებს მეორე აქტივს უფრო მეტს ვიდრე პირველს, ხოლო ზუსტად ამ ორ აქტივებს შორის შეფარდებითი ფასის ცვლილება გამოიწვევს კერძო სექტორის პორტფელში ამ წონასწორობის აღდგენას. აღნიშნული ეფექტი რომ არსებობდეს, საკმარისია, რომ კერძო სექტორისთვის ეს ორი აქტივი სრულად ჩანაცვლებადი არ იყოს და არსებობს ძალზედ ბევრი მიზეზი, ვიფიქროთ, რომ რისკიან უკუგებაში განსხვავებები გამოიწვევს მათ არასრულ ჩანაცვლებადობას, თუნდაც ფრიქციების გარეშე არსებულ ფინანსურ ბაზარზე“.

ამრიგად, აღნიშნულ ციტატაში განხილული ეს არხი მთლიანობაში საკმაოდ მარტივი კონცეფციაა: კერძო სექტორის გადაწყვეტილება, იმის შესახებ თუ რა რაოდენობის ჰქონდეს ერთი აქტივი და რა რაოდენობის - მეორე, დამოკიდებულია მრავალ ეგზოგენურ ფაქტორზე. ამ ფაქტორების გათვალისწინების შემდეგ ეს კერძო ეკონომიკური აგენტები თვლიან, რომ წონასწორობაში მათთვის მომგებიანია ჰქონდეთ ამდენი ერთი აქტივი და ამდენი - მეორე. როდესაც ცენტრალური ბანკი კერძო სექტორს მიაწვდის ერთ აქტივს და ამით მათ გაუმრდის პირველი აქტივის რაოდენობას, მაშინ ამ სექტორის ეკონომიკური აგენტები, მათი მომგებიანობის წონასწორობის აღსადგენად, იძულებულნი არიან გაზარდონ მეორე აქტივის რაოდენობაც (რაც პირველის ნაწილობრივი გაყიდვით და შედეგად მეორის ყიდვით მიიღწევა). აღნიშნული დაბლა წევს პირველი აქტივის ფასს, ხოლო მაღლა მეორისას. მაგალითად, როდესაც ცენტრალური ბანკი გაყიდის

აშშ დოლარებს კერძო სექტორზე, ამით აშშ დოლარის ფასი დაიწევს (ხოლო ადგილობრივი ვალუტის აიწევს). უკეთესად აღსაქმელად, დავუშვათ, რომ სავალუტო ბაზარი (არა გაუფასურების პროცესში, არამედ) წონასწორობაშია და ამ დროს გაყიდა ცენტრალურმა ბანკმა უცხოური ვალუტის რეზერვები. ამ დროს ცალსახაა, რომ პორტფელის ცვლილება ფასების ცვლილებას გამოიწვევს, იმ დაშვებით, რომ ეს აქტივები ადვილად ჩანაცვლებადი არაა.

საინტერესოა ასევე იმ დაშვების განხილვა, რომელიც იწვევს ამ არხის ფუნქციონირებას (რომ შესაბამისი აქტივები ერთმანეთის კარგი ჩამნაცვლებლები არ უნდა იყვნენ). მაგ. Sarno and Taylor (2001):

„სავარაუდოა, რომ პორტფელის ბალანსის არხი დროთა განმავლობაში დასუსტდება - ყოველშემთხვევაში განვითარებულ ქვეყნებში - ვინაიდან საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრები ხდება ინტეგრირებული და სხვადასხვა ვალუტაში დენომინირებულ ფინანსურ აქტივებს შორის ჩანაცვლებადობა იზრდება“.

ეს კი ცხადყოფს, თუ რატომ შეიძლება იყოს ევროპის ცენტრალური ბანკის ინტერვენცია უფრო ნაკლები ეფექტის მქონე ვიდრე სებ-ის: ევრო და აშშ დოლარი ადვილად ჩანაცვლებადი ვალუტებია, ხოლო ლარი და აშშ დოლარი - არა. მიუხედავად ამისა, ლარსა და აშშ დოლარს შორის ჩანაცვლება გარკვეულწილად გაიზარდა, რაც საქართველოში ფინანსური ბაზრების განვითარების შედეგია (მაგ. მნიშვნელოვნად განვითარდა ლარის ფულადი ბაზარი, EBRD-მ გამოუშვა ლარში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდები და ა.შ.).

რომ შევაჯამოთ, პორტფელის ბალანსის არხის შინაარსის გააზრების შემდეგ, აშკარაა, რომ ამ არხის მუშაობისთვის არანაირი მნიშვნელობა არ აქვს, ინტერვენცია განხორციელდება ადრე თუ გვიან, ერთი დიდი მოცულობით (მაგ. ერთხელ \$40 მლნ.-ით) თუ მრავალი პატარა მოცულობით (მაგ. 40-ჯერ \$1 მლნ.-ით). ამ არხისთვის მთავარია ცენტრალური ბანკი ბოლო-ბოლო ჯამში რა რაოდენობის აქტივს მიაწვდის კერძო სექტორს. ეს არხი რომ მხოლოდ თეორია არაა, Fatum (2010)-ის ემპირიული კვლევითაც დასტურდება.

მეორე არხია ინფორმაციული/სიგნალის არხი, რომელიც გულისხმობს, რომ ინტერვენციით ცენტრალური ბანკი კერძო სექტორს უქმნის მოლოდინს,

რომ (რეზერვების გაყიდვის შემთხვევაში) მომავალში მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრდება (საპროცენტო განაკვეთები გაიზრდება), რაც ადგილობრივ ვალუტას გაამყარებს და ამიტომ სტიმულს აძლევს წინასწარვე დაიწყონ ადგილობრივი ვალუტის შეძენა, სანამ გამყარებულა. ბევრი განხილვის გარეშე, ცალსახაა, რომ ეს არხი ამჯობინებს ერთ დიდ ინტერვენციას, ვიდრე ბევრ პატარას, ვინაიდან ერთი დიდი ინტერვენციის დროს ცენტრალური ბანკის დანაპირები, რომ გაამკაცრებს მონეტარულ პოლიტიკას უფრო სანდოა. ამას ადასტურებს ცენტრალური ბანკების გამოცდილებაც, რომელიც შეჯამებულია Bank for International Settlements (2005)-ში:

„ინტერვენციებს აქვს უფრო და უფრო სუსტი ძალა, რაც უფრო ხშირად გამოიყენება“.

მესამე არხია მიკროსტრუქტურის არხი, რომელიც პირველად გააანალიზა Evans and Lyons (2002)-მა:

„ნაცვლად მხოლოდ მაკროეკონომიკური ფაქტორების განხილვისა, ჩვენ განვიხილავთ განმსაზღვრელ ფაქტორს მიკროსტრუქტურის დარგიდან: მოთხოვნების ნაკადს... ამ ტიპის მოთხოვნების ნაკადი შეიძლება მივიღოთ მაგ. ლიკვიდობაზე მოთხოვნის შოკიდან, ჰეჯირებაზე მოთხოვნის შოკიდან, ან დროში ცვალებადი რისკის შემწყნარებლობიდან“.

ამ არხის მიხედვით, მაგ. ლიკვიდობის მოთხოვნის შოკის დროს (რომელიც რამდენიმე დღე გასტანს), ინტერვენციამ შესაძლოა არანაირი გავლენა არ მოახდინოს გაცვლით კურსზე. ეს კი იმას სულაც არ ნიშნავს, რომ ინტერვენცია არაეფექტიანი იყო. პირიქით, რომ არა ინტერვენცია იმ რამდენიმე დღის მანძილზე კურსი დიდად განსხვავებული იქნებოდა. მართალია, შემდეგ საწყის წერტილს დაუბრუნდებოდა, თუმცა გაზრდილი მერყეობა არასახარბიელოა. ამიტომ, ზოგიერთი ინტერვენციის ერთი შეხედვით შეფასება შეუძლებელია.

და ბოლოს, კოორდინაციის არხი. ეს არხი გულისხმობს, რომ ზოგჯერ ხდება გაცვლითი კურსის ზედმეტად გამყარება, ან ზედმეტად გაუფასურება, რომელიც გამართლებული არ არის ფუნდამენტური ფაქტორებით. ამ დროს ბაზრის კოორდინაცია რთულდება და ინტერვენცია ხდება როგორც გამომწვევი (trigger) სავალუტო ბაზრის წონასწორობისკენ დაბრუნებისა. ამ არხმა რომ იმუშაოს, აუცილებელია, რომ კურსი აშკარად გამცდარი იყოს ფუნდამენტური ფაქტორების შესაბამისი



წერტილისგან. შესაბამისად, შედეგის მომტანია არა ნაადრევად გაკეთებული ინტერვენცია, არამედ მაშინ, როდესაც კურსის ცვლილებამ პიკს მიაღწია. მაგ. იხ. International Monetary Fund (2011):

„ინტერვენცია იქნება უფრო ეფექტიანი მაშინ, როდესაც არის ნიშნები, რომ ვალუტა არის ზედმეტად გადაფასებული“.

დასკვნა: ლიტერატურის მიხედვით ინტერვენციები ოთხი სხვადასხვა გზის გავლით მუშაობს. პირველისთვის ინტერვენციების სტრატეგიას არ აქვს მნიშვნელობა (მთავარია ბაზრისთვის მიწოდებული აქტივის საბოლოო მოცულობა), მეორისთვის უმჯობესია ერთი დიდი ინტერვენცია ვიდრე ბევრი პატარა, მესამე ხაზს უსვამს, რომ ინტერვენცია ახდენს არა დღევანდელი კურსის ცვლილებას, არამედ მომავალი მოკლევადიანი პოტენციური ცვლილების განეიტრალებას, ხოლო მეოთხისთვის მნიშვნელოვანია, ინტერვენცია განხორციელდეს მაშინ, როდესაც კურსის ცვლილებამ პიკს მიაღწია. შესაბამისად, სებ-ის ინტერვენციების სტრატეგია არის სწორი, ხოლო ის აზრი, რომ თითქოს 2014 წლის ნოემბრიდან დაწყებული მოვლენების საპასუხოდ სებ-ის მიერ განხორციელებული რამდენიმე ინტერვენცია იყო დაგვიანებული ან არაეფექტური, მოკლებულია მაკროეკონომიკურ არგუმენტებს.

მცდარი მოსაზრება №3: „სებ-ი ინტერვენციების პარალელურად ზრდიდა რეფინანსირების სესხების მოცულობას და ამით ამცირებდა ინტერვენციების ეფექტიანობას“

საქართველოს ეროვნული ბანკის მიმართ შემდეგი კრიტიკა, რომელსაც ახლა განვიხილავთ ასევე ინტერვენციებს ეხება, რომელიც ამბობს, რომ: სებ-ი სავალუტო რეზერვების გაყიდვის პარალელურად ზრდიდა რეფინანსირების სესხების მოცულობას და ამით ამცირებდა ინტერვენციების ინსტრუმენტის ეფექტიანობას. ესეც მორიგი მცდარი მოსაზრებაა. ამ მოსაზრების არასწორობა, წინა თავში განხილულთან შედარებით, უფრო ადვილი საჩვენებელია, რადგან აქ ხდება ორი სხვადასხვა ინსტრუმენტის

განმარტების ერთმანეთში არევა. სავალუტო ინტერვენციები გათვლილია მხოლოდ უცხოური ვალუტის ლიკვიდობის მისაწოდებლად, ლარის ლიკვიდობის უცვლელად დატოვების პირობით, ხოლო რეფინანსირების ინსტრუმენტი კი პირიქით, მხოლოდ ლარის ლიკვიდობის სამართავად. უფრო ვრცლად რომ ვთქვათ, განმარტება ინტერვენციების ინსტრუმენტისა Benes, Berg, Portillo and Vavra (2015)-ის მიხედვით ასეთია:

„სტერილიზებული ინტერვენცია განმარტებულია, როგორც სავალუტო ინტერვენცია, რომელიც უცვლელად ტოვებს საბაზრო საპროცენტო განაკვეთებს. ყველა სავალუტო ინტერვენცია იმ ცენტრალური ბანკებისა, რომელთა ძირითადი ინსტრუმენტი არის საპროცენტო განაკვეთი (მაგ. ინფლაციის თარგეთური ცენტრალური ბანკისა), არის ავტომატურად სტერილიზებული. მაგალითად, ინფლაციის თარგეთური ცენტრალური ბანკის მხრიდან ვალუტის შესყიდვას ავტომატურად მოჰყვება ღია ბაზრის ოპერაციები, რომელიც გამიზნულია რომ სარეზერვო ფული უცვლელი დარჩეს“.

სხვაგვარად რომ ვთქვათ, როდესაც ცენტრალური ბანკი ყიდის სავალუტო რეზერვებს ამ ოპერაციით ბაზარს აწვდის უცხოურ ვალუტას ადგილობრივი ვალუტის სანაცვლოდ. ამით ბაზარზე იზრდება უცხოური ვალუტის მასა, თუმცა მცირდება ადგილობრივი ვალუტის მასა და თუ ადგილობრივი ვალუტის ამ მომენტში წარმოქმნილ დანაკლისს ფინანსური ბაზრები ვერსაიდან ვერ შეავსებენ, მაშინ ადგილობრივი ვალუტის ფულად ბაზარზე აუცილებლად გაიზრდება საპროცენტო განაკვეთები. იხ. Benes, Berg, Portillo and Vavra (2015):

„მართლაც, თუ ცენტრალური ბანკი, რომლის მთავარი ინსტრუმენტი საპროცენტო განაკვეთია, გადაწყვეტს არასტერილიზებულ ინტერვენციას, მან ინტერვენციის პარალელურად უნდა შეცვალოს მისი პოლიტიკის (საპროცენტო) განაკვეთი“.

შესაბამისად, თუკი ინტერვენციის (სავალუტო რეზერვების გაყიდვის) შემდეგ ცენტრალური ბანკი ღია ბაზრის ოპერაციებით (რეფინანსირების ოპერაციებით) ფინანსურ ბაზრებს უკან არ დაუბრუნებს ადგილობრივი ვალუტის ლიკვიდობას, მაშინ აღნიშნული ქმედებით გამოვა ორი ინსტრუმენტის ერთდროული გამოყენება: (1) სავალუტო ინტერვენციებით ბაზრისთვის დოლარის მიწოდება და (2) ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების გაზრდა.

ამრიგად, როდესაც ცენტრალური ბანკი იყენებს მხოლოდ ინტერვენციების ინსტრუმენტს, ამით ბაზარს აწვდის უცხოურ ვალუტას ისე, რომ ადგილობრივი ვალუტის მასა არ იცვლება (ანუ არ იცვლება არც საპროცენტო განაკვეთები). სწორედ ამას აკეთებს სებ-იც. ასე რომ, სებ-ის ინტერვენციების ეფექტიანობა საერთოდ არ დაუკნინებია რეფინანსირების სესხების მოცულობის ზრდას. ინტერვენციის შემდეგ რეფინანსირების სესხები იზრდება იმის გამო, რომ სებ-ის ინტერვენციით ამოღებული ლარი უკან წაიღოს ფინანსურმა ბაზარმა და ამით ლარის მასა შენარჩუნდება იგივე, რამდენიც ინტერვენციამდე იყო. ამის შედეგი კი ისაა, რომ ბაზარს მიეწოდება უცხოური ვალუტა, მაგრამ არ შეიცვლება ლარის საპროცენტო განაკვეთები. ყოველივე ამის შემდეგ თუ ოპონენტები იტყვიან, რომ სებ-ს საპროცენტო განაკვეთები უნდა გაეზარდა, ეს უკვე სხვა თემაა და ამ კრიტიკულ მოსაზრებას განვიხილავთ მე-10 თავში.

დასკვნა: ინტერვენციების ინსტრუმენტის მიზანია ბაზრისთვის უცხოური ვალუტის მიწოდება ან ამოღება ისე, რომ ადგილობრივი ვალუტის მასა დარჩეს უცვლელი. სებ-იც (როგორც ყველა ინფლაციის თარგმთერი ცენტრალური ბანკი) ზუსტად ასე იქცევა. ამის შემდეგ არცაა გასაკვირი, რომ ინტერვენციების შემდეგ რეფინანსირების სესხების მოცულობა გაიზარდა, მაგრამ ანალოგიური ზრდა არ ჰქონია სარეზერვო ფულს (ლარის მასას). შედეგად, ფინანსურ ბაზარს მიეწოდა უცხოური ვალუტა, მაგრამ ამას არ შეუცვლია ლარის ფულად ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთები.

მცდარი მოსაზრება №4: „სებ-ი 2010-2013 წლებში ყიდულობდა უცხოურ ვალუტას, რამაც 2015 წელს ლარის გაუფასურებას შეუწყო ხელი“

კიდევ ერთი კრიტიკა სებ-ის მიმართ, რომელიც ინტერვენციებს უკავშირდება, არის შემდეგი: სებ-ი 2010-2013 წლებში ინტერვენციებით ყიდულობდა უცხოურ ვალუტას, რამაც 2015 წელს ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურებას შეუწყო ხელი. რაც ასევე მცდარი მოსაზრებაა.

ეს საკითხი შეგვიძლია ორ ნაწილად გავყოთ: (1) თავის დროზე იყო თუ არა სებ-ის გადაწყვეტილება სწორი, რომ 2010-2013 წლებში უცხოური ვალუტის

შეძენა და საერთაშორისო რეზერვების დაგროვება მოეხდინა? და (2) შეეძლო თუ არა 2013 წელს (და მითუმეტეს მანამდე) გაკეთებულ ინტერვენციებს გავლენა მოეხდინა 2015 წლის ლარის გაცვლით კურსზე?

რაც შეეხება პირველ კითხვას, თავიდან უნდა ვთქვათ, რომ საქართველო არ იყო ერთადერთი ვინც 2010-2013 წლებში საერთაშორისო რეზერვების დაგროვებას ახდენდა. ეს იყო ზოგადი ტენდენცია, როდესაც განვითარებად ქვეყნებში იყო კაპიტალის შედინება, რომელიც საშუალებას აძლევდა ქვეყნებს რეზერვები უმტკივნეულოდ დაეგროვებინათ. მაგ. იხ. Benes, Berg, Portillo and Vavra (2015):

„2010-ში – კაპიტალის ნაკადების განვითარებად ქვეყნებში დაბრუნების შემდეგ – ცენტრალურმა ბანკებმა განაახლეს სავალუტო რეზერვების დაგროვება“.

ასე რომ ახლა შეგვიძლია დავსვათ ზოგადი კითხვა (არა მარტო საქართველოსთვის): რატომ არის კარგი რეზერვების დაგროვება? Bank for International Settlements (2005), რომელიც ახდენს 22 ქვეყნის ცენტრალური ბანკების (ინტერვენციებთან დაკავშირებული) გამოცდილების შეჯამებას, ასკვნის, რომ მანამ სანამ ქვეყანას არ აქვს საინვესტიციო რეიტინგი, საერთაშორისო რეზერვების ადეკვატურ დონეზე აყვანა აუმაჯობებს ქვეყნის საკრედიტო რეიტინგს (ანუ ამცირებს რისკ პრემიებს), რაც ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას. გარდა ამისა, რეზერვები კარგია ასევე კრიზისის ალბათობის შესამცირებლადაც, მაგ. Gourinchas and Obstfeld (2011)-ის ემპირიული ანალიზის მიხედვით ფინანსური კრიზისის მოხდენის ალბათობა (მომდევნო წლების განმავლობაში) მნიშვნელოვნად მცირდებოდა ხოლმე იმ ქვეყნებისთვის, რომელთაც დიდი მოცულობის რეზერვები ჰქონდათ. ამასთან მონაცემები ასევე გვიჩვენებს, რომ ვალუტის გადამეტფასება (overvaluation) ზრდის კრიზისის ალბათობას. შესაბამისად, ინტერვენცია ამ გადამეტფასების აღმოფხვრით ერთი მხრივ ამცირებს კრიზისის ალბათობას, ხოლო მეორე მხრივ ქვეყანას უნარჩუნებს კონკურენტუნარიანობას.

ასე რომ რეზერვების დაგროვება კარგია, მაგრამ სადამდე? არსებობს გარკვეული შეფასებები რეზერვების ოპტიმალური დონის დასადგენად (მაგ. მინიმუმ 3 თვის იმპორტის გადაფარვა ან მოკლევადიანი საგარეო ვალის მიხედვით და ა.შ.), თუმცა რეზერვების ოპტიმალური მოცულობის ზუსტი (წერტილოვანი) შეფასება შეუძლებელია. ამიტომაც პრა-



ქტივამ აჩვენა, როგორც Bank for International Settlements (2005)-ში ამბობენ, რომ:

„იმის ზუსტად განსაზღვრა თუ რამდენია რეზერვების ოპტიმალური დონე რთული ამოცანაა, რომელიც მოითხოვს დაშვებებს არამართო მაკროეკონომიკური და ფინანსური ცვლადების მომავალზე, არამედ ასევე ისეთი იშვიათი მოვლენების მოხდენის ალბათობაზე, რომელიც რეზერვების გამოყენებას მოითხოვს. ამ სირთულის პირობებში, ჭკვიანური სვლა იქნება დავიზღვიოთ თავი და განვაგრძოთ რეზერვების დაგროვება“.

ამრიგად, სჯობს გვეჩვენოს ოპტიმალურზე ცოტა მეტი რეზერვი, ვიდრე ოპტიმალურზე ცოტა ნაკლები. ოპტიმალურზე ბევრად მეტი რეზერვი კი საქართველოს არასდროს ჰქონია (ამაზე მიუთითებს ადეკვატურობის კოეფიციენტები - იხ. სებ-ის ინფლაციის მიმოხილვა, 2015), ასე რომ რეზერვების დაგროვების გადაწყვეტილება, სანამ კაპიტალის ნაკადები ამის საშუალებას იძლევა, შეგვიძლია სწორად ჩავთვალოთ.

ახლა გადავიდეთ მეორე კითხვაზე. შეგვიძლია იმის თქმა, რომ სებ-ის მიერ 2010-2013 წლებში შესყიდული უცხოური ვალუტა გავლენას მოახდენდა 2015 წლის გაცვლით კურსზე? პასუხი (საკმაოდ ბევრი კვლევის გამოყენებით) შეგვიძლია ვნახოთ პირველ თავში. თუმცა, შეგვიძლია ერთი-ორი კვლევიდან ციტირება აქაც გავაკეთოთ. მაგ. Bank for International Settlements (2005):

„სავალუტო ინტერვენციები შეიძლება გამოყენებულ იქნას გაცვლით კურსზე მოქმედი მოკლევადიანი შოკების დროს. იგი არ არის პოლიტიკის დამოუკიდებელი ინსტრუმენტი და არ შეუძლია გაცვლითი კურსის პერმანენტულად შეცვლა“.

ემპირიული შეფასებით, ინტერვენცია მართლაც ვერ ახდენს პერმანენტულ გავლენას თავად გაცვლითი კურსის დონეზე, თუმცა გავლენის მოხდენა შეუძლია გაცვლითი კურსის გაუფასურების ან გამყარების სიჩქარეზე (რომელიც შეიძლება რამდენიმე დღით ან თუნდაც რამდენიმე კვირით გადაავადოს) - Adler and Tovar (2011):

„მეორე საფეხურის (გაცვლითი კურსის განტოლების) ეკონომეტრიკულმა შედეგებმა ვერ აღმოაჩინა ინტერვენციების გავლენა გამყარების მთლიან მოცულობაზე, მაგრამ აღმოაჩინა სტატისტიკურად

მნიშვნელოვანი ეფექტი გამყარების სიჩქარეზე. შეფასებული კოეფიციენტების სიდიდე გვიჩვენებს, რომ მშპ-ს 0.1 პროცენტის მოცულობის ინტერვენცია მოგვცემს გამყარების 0.3 პროცენტით გადავადებას იმავე კვირაში (იმ ქვეყანასთან შედარებით, რომელსაც ინტერვენცია არ განუხორციელებია).“

არსებობს კიდევ სხვა მრავალი არგუმენტი იმის დასამტკიცებლად, რომ 2013 წელს გაკეთებული ინტერვენცია გავლენას ვერ მოახდენდა 2015 წლის გაცვლით კურსზე. იხ. პირველი თავი და იქ გამოყენებული ლიტერატურა.

დასკვნა: სებ-ის მიერ 2010-2013 წლებში გაკეთებული ინტერვენციებით უცხოური ვალუტის შესყიდვას და საერთაშორისო რეზერვების დაგროვებას ჰქონდა დადებითი ეფექტები აღნიშნულ პერიოდში (საკრედიტო რეიტინგის გაუმჯობესების ხელშეწყობა, ფინანსური კრიზისის მოხდენის ალბათობის შემცირება, გადამეტფასების აღმოფხვრა და კონკურენტუნარიანობის გაუმჯობესება). თავის მხრივ, აღნიშნულ ინტერვენციებს ვერანაირი უარყოფითი ეფექტი ვერ ექნებოდა ორი წლის შემდეგ, 2015 წლის, გაცვლითი კურსის დონეზე.

მცდარი მოსაზრება №5: „ჩაურევლობითა და მცურავ რეჟიმში მიზვებით სებ-მა ხელი შეუწყო გაცვლით კურსზე სპეკულაციური შეტევის გაჩენას“

ლარის გაუფასურებასთან დაკავშირებით გაცვლით კურსზე სპეკულაცია კიდევ ერთი აქტუალური თემაა. ზოგს მიაჩნია, რომ სებ-მა სავალუტო ბაზარზე ჩაურევლობითა და გაცვლითი კურსის მცურავ რეჟიმში მიზვებით ხელი შეუწყო სპეკულაციური შეტევის გაჩენას. ესეც მორიგი მცდარი სოსაზრებაა.

სანამ იმ საკითხის განხილვაზე გადავალთ, თუ რა უწყობს ხელს სპეკულაციური შეტევების გაჩენას, მანამდე უნდა აღვნიშნოთ, რომ სავალუტო ბაზარზე სპეკულაცია ჩვეულებრივი მოვლენაა და ეს კერძო ეკონომიკური აგენტების რაციონალური ქმედებაა იმისთვის, რომ ან ზარალს ააცილონ თავი, ან თუნდაც მოგება მიიღონ. იხ. Bank for International Settlements (2005):

„ტერმინი „სპეკულაციური შეტევა“ არ არის გამომწვეული დამამცირებელი გაგებას ატარებდეს, იმ გაგებით, რომ თითქოს ეს ეკონომიკური აგენტების ჯგუფის გამომწვეული ქმედებაა. მიუხედავად იმისა, რომ გარკვეული კოორდინაცია შეიძლება არსებობდეს, ძირითად შემთხვევებში სპეკულაციური შეტევის დროს ინდივიდები და კომპანიები მოქმედებენ დამოუკიდებლად საკუთარი ინტერესებიდან გამომდინარე, რათა თავი ააცილონ ზარალს ან მოგება მიიღონ გაცვლითი კურსის მოლოდინებიდან გამომდინარე“.

როდესაც თითოეული ჩვენგანი მიდის ვალუტის გადამცვლელ ჯიხურში და ყიდულობს (ან ყიდის) აშშ დოლარს მხოლოდ იმიტომ, რომ ხვალ გაუფასურებას (ან გამყარებას) ელოდება, ეს არის ჩვეულებრივი სპეკულაცია. შესაბამისად, სპეკულაციური შეტევა ძლიერდება მაშინ, როდესაც ფინანსურ ბაზარზე ჩნდება მოლოდინი, რომ ახლო მომავალში ადგილობრივი ვალუტა მნიშვნელოვნად გაუფასურდება (ან გამყარდება). ამრიგად, სპეკულაციებზე საუბრისას უნდა განვიხილოთ თუ რა აჩენს ამგვარ მოლოდინებს?

როდის შეიძლება ბაზარს გაუჩნდეს ახლო მომავალში გაცვლითი კურსის გაუფასურების მოლოდინი? ანუ როდის შეიძლება ბაზარი მიხვდეს, რომ გარკვეული პერიოდის შემდგომი კურსი იქნება უფრო გაუფასურებული ვიდრე დღევანდელი? მაშინ, როდესაც ფინანსური ბაზარი ფიქრობს, რომ დღევანდელი კურსი არ არის საბაზრო (წონასწორული) კურსი და ის ამ ნიშნულზე დიდხანს ვერ გაჩერდება. განვიხილოთ ასეთი მოლოდინები მცურავი კურსის რეჟიმის დროს.

შესაძლებელია თუ არა, მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის დროს, რომ ბაზარი მომავალში გაუფასურებას ელოდებოდეს? როგორც წესი, არა, რადგან თუკი ბაზარი მომავალში გაუფასურებას მართლა ელოდება, მაშინ ეს გაუფასურება დღესვე მოხდება და, შესაბამისად, მომავალში აღარაფერი დარჩება გასაუფასურებელი. როდესაც ფინანსური ბაზრისთვის საინტერესო რაიმე ინფორმაცია გამოდის (მაგ. ევროპის ცენტრალური ბანკის განცხადება ახლო მომავალში რაოდენობრივი შერბილების პროგრამის დაწყების შესახებ, ან ფედერალური სარეზერვო სისტემის მიერ საპროცენტო განაკვეთების ზრდის დაანონსება, ან თუნდაც ბენზინის ფასის მნიშვნელოვანი შემცირება საერთაშორისო ბაზარზე), ეს ყველა ინფორმაცია, თავისუფლად მცურავი გა-

ცვლითი კურსის რეჟიმის დროს, იმავე დღეს აისახება გაცვლით კურსში (მიუხედავად იმისა, ეს ინფორმაცია მომავალს ეხება თუ აწმყოს). შედეგად, გაცვლითი კურსის ცვლილების გამომწვევი ფაქტორები სრულად ინტეგრირდება მიმდინარე კურსში და ხვალინდელი კურსისთვის აღარაფერი დარჩება ასახული. შესაბამისად, მოლოდინიც აღარ რჩება, რადგან რაც გასაუფასურებელი იყო (მიმდინარე პერიოდისთვის არსებული ინფორმაციის პირობებში) ის გაუფასურება უკვე მოხდა. Bank for International Settlements (2005)-ის სიტყვებით:

„მცურავი რეჟიმის დროს არ არსებობს რაიმე მყარი დონე. შესაბამისად, სპეკულაციური შეტევის ალბათობა მცირეა, ვინაიდან გაცვლით კურსს თავისუფლად შეუძლია შეიცვალოს და დღესვე მოხდეს იმ ზეწოლის კურსში ასახვა, რაც ბაზარზე არსებობს, რაც ამცირებს ხვალინდელი კურსის პროგნოზირებადობას“.

ანუ მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი ამცირებს სპეკულაციური შეტევის გაჩენის ალბათობას ხვალინდელი კურსის პროგნოზირებადობის შემცირებით. ასეთივე დასკვნას აკეთებს Carare and Stone (2006)-იც რომ ინფლაციის თარგმთერი ქვეყნებისთვის უმჯობესია მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი, რათა ამ ქვეყნებმა შეინარჩუნონ დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკა და შეამცირონ გაცვლით კურსზე შეტევების ალბათობა. ამრიგად, გაცვლითი კურსის მცურავი რეჟიმი ხელს უშლის სპეკულაციური შეტევის გაჩენას. ახლა განვიხილოთ ფიქსირებული კურსის შემთხვევა.

შესაძლებელია თუ არა, ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმის დროს, რომ ბაზარი მომავალში გაუფასურებას ელოდებოდეს? შესაძლებელია ყოველთვის. ფიქსირებული კურსის დროს, როდესაც წარმოიშობა გაუფასურების ზეწოლა, მას წინააღმდეგობას უწევს ცენტრალური ბანკი და გაუფასურების საშუალებას არ აძლევს. აქ მთავარია, რამდენად დამაჯერებელია ცენტრალური ბანკის დანაპირები (რომ კურსი არ შეიცვლება). თუკი ბაზარი თვლის, რომ ცენტრალური ბანკი ბოლო-ბოლო ხელს აიღებს კურსის დაცვისაგან (რადგან ამის რესურსი აღარ ექნება) სწორედ ამ დროს ჩნდება სპეკულაციური შეტევა. ამასთან, უფრო ადვილია ბაზარს დავაჯეროთ, რომ ცენტრალური ბანკი გაუძღვებას გამყარების ზეწოლას, ვიდრე დავაჯეროთ, რომ ცენტრალური ბანკი გაუძღვებას გაუფასურების ზეწოლას. ამას ადასტურებს Bank for International



Settlements (2005)-ში წარმოდგენილი ცენტრალური ბანკების გამოცდილებაც. ამასთან, მაშინ როდესაც გაუფასურების მოკლევადიანი ზეწოლის დაძლევის დანაპირები ცენტრალური ბანკის მიერ შედარებით სანდოა, გაუფასურების გრძელვადიანი ზეწოლის დაძლევისა - არა. ამიტომაც მნიშვნელოვანია როდის ცდილობს ცენტრალური ბანკი კურსის დაცვას გაუფასურებისგან - გრძელვადიანი შოკის დროს თუ მოკლევადიანი შოკის დროს. რადგანაც გაუფასურების დასაწყისში ზოგჯერ შეუძლებელია ზუსტად გავიგოთ შოკი გრძელვადიანია თუ მოკლევადიანი; ამიტომ, ზოგჯერ ცენტრალური ბანკები შეცდომას უშვებენ და კურსის დაცვას ცდილობენ. მართლაც, Benes, Berg, Portillo and Vavra (2015):

„გრძელვადიანი და მოკლევადიანი შოკების საწყისი სიმპტომები ხშირად ერთმანეთს ჰგავს და ამან შესაძლოა ცენტრალური ბანკი შეცდომაში შეიყვანოს და აფიქრებინოს, რომ კურსის დაცვა ადვილად შეიძლება. ამ შეცდომამ კი შესაძლოა ბაზარზე სპეკულაციური შეტევა გააჩინოს... შეტევის საშიშროება ძლიერდება განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც ბაზარი რწმუნდება, რომ ცენტრალურ ბანკს არ ესმის გაცვლითი კურსის მერყეობის გამომწვევი მიზეზების სახეობა“.

როდესაც ცენტრალური ბანკი ცდილობს კურსის დაცვას და ამ დროს ფინანსური ბაზარი ხვდება, რომ საქმე გვაქვს გრძელვადიან შოკთან და არა მოკლევადიანთან; სწორედ ამ დროს იწყება სპეკულაციური შეტევა. საქართველოს შემთხვევაში რომ ადგილი ჰქონდა გრძელვადიან შოკს ამას სავარაუდოდ ყველა ხვდებოდა (რეგიონში არსებული ვითარებიდან გამომდინარე). ამიტომ, ასეთ შემთხვევაში განსაკუთრებულ სპეკულაციურ შეტევას სწორედ ეროვნული ბანკის მხრიდან კურსის დაცვის მცდელობა გააჩენდა.

ამ ლოგიკას მოწმობს მრავალი მაკროეკონომიკური თეორია და საერთაშორისო გამოცდილება: მაგ. იხ. Hausmann, Gavin and Stein (1999):

„მნიშვნელოვანია იმის აღნიშვნა, რომ ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი უფრო მეტი ალბათობით გამოიწვევს სავალუტო კრიზისს, ვინაიდან ასეთი რეჟიმის დროს უფრო მეტია ალბათობა სპეკულაციური შეტევის გაჩენისა“.

ფიქსირებული კურსის რეჟიმის დროს სპეკულაციური შეტევების გაზრდილ ალბათობაზე მიუთითებს ასევე Levy-Yeyati and Sturzenegger (2001), Choi and Cook

(2004) და Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003). იგივე დასკვნას აკეთებს Walsch (2010)-იც:

„როდესაც ხდება რეზერვების გაყიდვა კურსის დასაცავად, ასეთი პოლიტიკა არაა შენარჩუნებადი, თუ მოსალოდნელია, რომ სავალუტო რეზერვები ნულამდე დავა. ასეთი მოლოდინის შემთხვევაში ჩნდება სპეკულაციური შეტევა ვალუტაზე“.

ანალოგიურ თემას განიხილავს Benes, Berg, Portillo and Vavra (2015), რომელიც აღნიშნავს, რომ გაცვლითი კურსის ფიქსირება მსგავსია გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების თარგეთირებისა, ვინაიდან ორივე იწვევს აქტივების ფასების ფიქსირებას და, შედეგად, მეტადაა მიდრეკილი სპეკულაციური შეტევებისკენ. დეტალებისთვის იხ. Woodford (2005).

ბოლოს, Krugman (1999) განიხილავს ამ საკითხთან დაკავშირებულ ორ თეორიას და შესაბამის საერთაშორისო გამოცდილებებს. აქ განხილული თეორიების თანახმად, ფიქსირებული კურსის რეჟიმის დროს ჩნდება სპეკულაციური შეტევა, როდესაც: (1) ბიუჯეტის დეფიციტი მნიშვნელოვნად და დიდი ხნის მანძილზე იზრდება და ამით წარმოქმნილ გაუფასურების ზეწოლას ცენტრალური ბანკი ინტერვენციებით აკავებს, მაგრამ ფინანსური ბაზარი ხვდება, რომ კურსის დაცვა დიდხანს ვერ გაგრძელდება, ამიტომ აძლიერებს რეზერვების ყიდვას (რაც რეზერვების გახარჯვას კიდევ უფრო აჩქარებს). საბოლოო შედეგია გაზრდილი დოლარიზაცია და სავალუტო კრიზისი. (2) ქვეყნის რეალური შემოსავლები მცირდება (მაგ. სავაჭრო პირობების შოკის დროს) და ამით წარმოქმნილ ზეწოლას ებრძვის ცენტრალური ბანკი, მაგრამ ფინანსური ბაზარი აქაც ხვდება, რომ უშუალოდ გაზრდის სანაცვლოდ ცენტრალური ბანკი დიდხანს არ დაიცავს კურსს. შესაბამისად, წარმოქმნება მოლოდინი, რომ ბოლო-ბოლო კურსი მაინც გაუფასურდება და ამიტომ ჩნდება სპეკულაციური შეტევა, რომელიც ცდილობს მოასწროს უცხოური ვალუტის შესყიდვა, მანამ სანამ კურსი ჯერ კიდევ არ შეცვლილა. პირველი თეორიის შესაბამისი შემთხვევა მოხდა რუსეთში 1998-ში, ხოლო მეორის დიდ ბრიტანეთში 1992-ში. კიდევ სხვა მრავალი ასეთი შემთხვევა არსებობს, როდესაც გაცვლითი კურსის დაცვის მცდელობამ გააჩინა სპეკულაციური შეტევა, თუმცა ყველას განხილვა შორს წაგვიყვანს.

დასკვნა: საგარეო შოკის პირობებში ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურების დროს სებ-ის მხრიდან სავალუტო ბაზარზე ჩაურევლობამ და კურსის მცურავ რეჟიმში მიშვებამ არათუ ხელი შეუწყო სპეკულაციური შეტევის გაჩენას, არამედ პირიქით - ხელი შეუშალა მას.

გამოყენებული ლიტერატურა

- (1) Adler, G., & Tovar Mora, C. E. (2011). Foreign exchange intervention: a shield against appreciation winds?. IMF Working Papers, 1-29.
- (2) Aghion, P., Bacchetta, P., & Banerjee, A. (2001). Currency crises and monetary policy in an economy with credit constraints. *European economic review*, 45(7), 1121-1150.
- (3) Backus, D. K., & Kehoe, P. J. (1989). On the denomination of government debt: a critique of the portfolio balance approach. *Journal of Monetary Economics*, 23(3), 359-376.
- (4) Bank for International Settlements (2005). Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications. BIS Papers No 24.
- (5) Batini, N., Levine, P., & Pearlman, J. (2007). Monetary rules in emerging economies with financial market imperfections. In *International Dimensions of Monetary Policy* (pp. 251-311). University of Chicago Press.
- (6) Benes, J., Berg, A., Portillo, R. A., & Vavra, D. (2015). Modeling sterilized interventions and balance sheet effects of monetary policy in a New-Keynesian framework. *Open Economies Review*, 26(1), 81-108.
- (7) Benigno, P., & Woodford, M. (2005). Inflation stabilization and welfare: The case of a distorted steady state. *Journal of the European Economic Association*, 3(6), 1185-1236.
- (8) Broda, C. (2004). Terms of trade and exchange rate regimes in developing countries. *Journal of International economics*, 63(1), 31-58.
- (9) Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2000). Fear of floating (No. w7993). National Bureau of Economic Research.
- (10) Calvo, G. A., Izquierdo, A., & Talvi, E. (2003). Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's lessons (No. w9828). National Bureau of Economic Research.
- (11) Canales-Kriljenko, J. I. (2003). Foreign exchange intervention in developing and transition economies: results of a survey.
- (12) Carare, A., & Stone, M. R. (2006). Inflation targeting regimes. *European Economic Review*, 50(5), 1297-1315.
- (13) Carranza, L., Galdo-Sanchez, J. E., & Gomez-Biscarri, J. (2009). Exchange rate and inflation dynamics in dollarized economies. *Journal of Development Economics*, 89(1), 98-108.
- (14) Cavusoglu, N. (2010). Exchange rates and the effectiveness of actual and oral official interventions: a survey on findings, issues and policy implications. *Global Economy Journal*, 10(4).
- (15) Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2000). Balance sheets and exchange rate policy (No. w7840). National Bureau of Economic Research.
- (16) Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2002). IS-LM-BP in the pampas (No. w9337). National Bureau of Economic Research.
- (17) Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2004). Balance Sheets and Exchange Rate Policy
- (18) Choi, W. G., & Cook, D. (2004). Liability dollarization and the bank balance sheet channel. *Journal of International Economics*, 64(2), 247-275.
- (19) Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (1999). The science of monetary policy: a new Keynesian perspective (No. w7147). National bureau of economic research.
- (20) Curdia, V., & Woodford, M. (2011). The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58(1), 54-79.
- (21) Disyatat, P., & Galati, G. (2007). The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries: Evidence from the Czech koruna. *Journal of International Money and Finance*, 26(3), 383-402.
- (22) Dodge, D. (2005). 70 Years of Central Banking in Canada. Remarks to the Canadian Economics Association, Bank of Canada Review, Winter, 2006.
- (23) Domaç, I., & Mendoza, A. (2004). Is there room for foreign exchange interventions under an inflation targeting framework? Evidence from Mexico and Turkey. Evidence from Mexico and Turkey (April 22, 2004). World Bank Policy Research Working Paper, (3288).
- (24) Edwards, S., & Yeyati, E. L. (2005). Flexible exchange rates as shock absorbers. *European Economic Review*, 49(8), 2079-2105.
- (25) Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility (No. w7418). National bureau of economic research.
- (26) Evans, M. D., & Lyons, R. K. (2002). Order Flow and Exchange Rate Dynamics. *Journal of Political Economy*, 110(1).
- (27) Fatum, R. (2010). Foreign exchange intervention when interest rates are zero: does the portfolio balance channel matter after all?. Available at SSRN 1648283.
- (28) Fatum, R., & M Hutchison, M. (2003). Is sterilised foreign exchange intervention effective after all? an event study approach*. *The Economic Journal*, 113(487), 390-411.
- (29) Friedman, Milton. "The case for flexible exchange rates." (1953): 157-203.
- (30) Galí, J., & Gertler, M. (2007). Macroeconomic Modeling for Monetary Policy Evaluation. *The Journal of Economic Perspectives*, 21(4), 25-45.
- (31) Galindo, A. J., & Leiderman, L. (2005). Living with Dollarization and the Route to Dedollarization.
- (32) Geršl, A., & Holub, T. (2006). Foreign exchange interventions under inflation targeting: the Czech experience. *Contemporary Economic Policy*, 24(4), 475-491.



- (33) Gertler, M., Gilchrist, S., & Natalucci, F. M. (2007). External constraints on monetary policy and the financial accelerator. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2-3), 295-330.
- (34) Gourinchas, P. O., & Obstfeld, M. (2011). Stories of the twentieth century for the twenty-first (No. w17252). National Bureau of Economic Research.
- (35) Harvey, C. R., & Roper, A. H. (1999). The Asian Bet. *Financial markets and development: the crisis in emerging markets*, 29-116.
- (36) Hausmann, R., Gavin, M., & Stein, E. (1999). Financial turmoil and choice of exchange rate regime. Working paper 400. Inter-American Development Bank.
- (37) Hossain, A. A. (2014). Monetary policy, inflation, and inflation volatility in Australia. *Journal of Post Keynesian Economics*, 36(4), 745-780.
- (38) International Monetary Fund (2011). *Regional Economic Outlook* (April)
- (39) International Monetary Fund (2014). Conditionality in evolving monetary policy regimes. IMF policy paper (March).
- (40) Ize, A., & Yeyati, E. L. (2003). Financial dollarization. *Journal of International Economics*, 59(2), 323-347.
- (41) Jääskelä, J. P., & Smith, P. (2013). Terms of trade shocks: What are they and what do they do?. *Economic Record*, 89(285), 145-159.
- (42) Kamil, H. (2008). Is central bank intervention effective under inflation targeting regimes? The case of Colombia (No. 8-88). International Monetary Fund.
- (43) Krugman, P. (1999). Balance sheets, the transfer problem, and financial crises. In *International finance and financial crises* (pp. 31-55). Springer Netherlands.
- (44) Kumhof, M. (2010). On the theory of sterilized foreign exchange intervention. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 34(8), 1403-1420.
- (45) Leiderman, M. L., & Maino, M. R. (2006). Inflation Targeting in Dollarized Economies (EPub) (No. 6-157). International Monetary Fund.
- (46) Levy-Yeyati, E. L., & Sturzenegger, F. (2001). Exchange rate regimes and economic performance. UTDT, CIF Working Paper, (2/01).
- (47) Levy-Yeyati, E., & Sturzenegger, F. (2003). To float or to fix: evidence on the impact of exchange rate regimes on growth. *American Economic Review*, 1173-1193.
- (48) Loiseau-Aslanidi, O. (2011). Determinants and effectiveness of foreign exchange market intervention in Georgia. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(4), 75-95.
- (49) Magud, N. E. (2010). Currency mismatch, openness and exchange rate regime choice. *Journal of Macroeconomics*, 32(1), 68-89.
- (50) Melander, O. (2009). The effects of real exchange rate shocks in an economy with extreme liability dollarization (No. 715). SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance.
- (51) Mishkin, F. S. (1996). Understanding financial crises: a developing country perspective (No. w5600). National Bureau of Economic Research.
- (52) Mishkin, F. S. (1999). International experiences with different monetary policy regimes). *Journal of monetary economics*, 43(3), 579-605.
- (53) Mishkin, F. S. (2000). From Monetary Targeting to Inflation Targeting: Lessons from the Industrialized Countries.
- (54) Morón, E., & Winkelried, D. (2005). Monetary policy rules for financially vulnerable economies. *Journal of Development economics*, 76(1), 23-51.
- (55) Obstfeld, M. (1982). Can we sterilize? Theory and evidence. (No. 833). National Bureau of Economic Research.
- (56) Obstfeld, M., Shambaugh, J. C., & Taylor, A. M. (2005). The trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility. *Review of Economics and Statistics*, 87(3), 423-438.
- (57) ūzatay, F. (2005). Monetary and exchange rate policies in the post-crisis period in Turkey. In *Participants in the meeting* (p. 283).
- (58) Parrado, E. (2004). Inflation targeting and exchange rate rules in an open economy (Vol. 4). International Monetary Fund.
- (59) Plata, P. A., & Garcia-Herrero, A. (2008). To Dollarize or De-dollarize: Consequences for Monetary Policy (No. 0808).
- (60) Roger, S., Restrepo, J. E., & Garcia, C. (2009). Hybrid inflation targeting regimes. IMF Working Papers, 1-57.
- (61) Rotemberg, J. J., & Woodford, M. (1999). Interest rate rules in an estimated sticky price model. In *Monetary policy rules* (pp. 57-126). University of Chicago Press.
- (62) Sarno, L., & Taylor, M. P. (2001). Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?. *Journal of Economic Literature*, 39, 839-868.
- (63) Valdés, R., & Herrera, L. O. (2004). Dedollarization, Indexation and Nominalization: the Chilean experience. *Documentos de Trabajo* (Banco Central de Chile), (261), 1-54.
- (64) Walsh, C. E. (2010). *Monetary theory and policy*. MIT press.
- (65) Woodford, M. (2005). Comment on: "Using a long-term interest rate as the monetary policy instrument". *Journal of Monetary Economics*, 52(5), 881-887.
- (66) Woodford, M., & Walsh, C. E. (2005). Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy.
- (67) Yılmaz, G. (2005). Financial dollarization, (de) dollarization and the Turkish experience (No. 2005/6). Discussion Paper, Turkish Economic Association.

