

ლარის გაცვლითი კურსი და საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის შეფასებები**

მცდარი მოსაზრება №6: „გაცვლითი კურსის მცურავი რეჟიმი ხელს უშლის სტაბილურ ეკონომიკურ ზრდას“

გაცვლითი კურსის მცურავი რეჟიმი (ფიქსირებული სიხისგან განსხვავებით) ამცირებს კურსის პროგნოზირებადობას მოკლევადიან პერიოდში. აღნიშნული რეჟიმის ეს თვისება (რომ ვერაზინ იტყვის საკმაო სიზუსტით ერთი კვირის შემდეგ რა იქნება გაცვლითი კურსი) ბევრს არ მოსწონს და თვლის, რომ ამას ეკონომიკაში არასტაბილურობა შემოაქვს. თუ ეს მართლაც ასეა, მაშინ გაცვლითი კურსის მცურავი რეჟიმის დროს ქვეყნის რეალური შემოსავლები უნდა იზრდებოდეს ხოლმე უფრო ნელი ტემპით (ან მცირედებოდეს ხოლმე უფრო ჩქარი ტემპით), ვიდრე ფიქსირებული შემთხვევაში. არადა კვლევები აჩვენებს, რომ ეს ასე არ არის. შესაბამისად, მოსაზრება, რომ გაცვლითი კურსის მცურავი რეჟიმი ხელს უშლის სტაბილურ ეკონომიკურ ზრდას, არის მცდარი. განვიხილოთ უფრო დეტალურად თუ რატომ არის ასე.

სანამ გაცვლითი კურსის რეჟიმის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის ემპირიული (რეალურ მონაცემებზე დაყრდნობით) შეფასებების განხილვაზე გადავალთ, დავიწყოთ თეორიით. თეორიულად გაცვლითი კურსის მცურავ რეჟიმს გააჩნია თავისი უპირატესობები, ხოლო ფიქსირებულს – თავისი. ამასთან შესაძლოა, ერთის უპირატესობა მეორის ნაკლოვანებად აღვიქვათ და პირიქით, რადგან ეს ორი ერთმანეთის საპირისპირო რეჟიმი. მცურავი კურსის უპირატესობები (ანუ ფიქსირებულის ნაკლოვანებები) ასეთია, Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003):

„ფიქსირების შემთხვევაში გაცვლითი კურსის შესწორების შესაძლებლობის არარსებობა, ფასების მოკლევადიან სიხისტესთან ერთად, გვაძლევს ფას-წარმოქმნაში დამახინჯებებს და რესურსების მისალოკაციას (განსაკუთრებით, მაღალ უმუშევრობას) როდესაც ადგილი აქვს რეალურ შოკებს. შესაბამისად, ასეთ დროს ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი მთლიანი გამოშვების მაღალ მერყეობას განაპირობებს. ამასთან, როგორც განხილულია Guillermo Calvo (1999)-ში, კურსის დაცვის მცდელობა უარყოფითი საგარეო შოკის დროს გამოიწვევს რეალური საპროცენტო განაკვეთების მნიშვნელოვან მერყეობას, რასაც გაურკვეველობა შემოაქვს რეჟიმის შენარჩუნების თვალსაზრისით და ინვესტიციების მიზიდველობას ამცირებს“.

ამრიგად, რეალური/საგარეო შოკების დროს მცურავი კურსი, ფიქსირებულისგან განსხვავებით, იცავს ეკონომიკას მაღალი უმუშევრობისგან და მაღალი საპროცენტო განაკვეთებისგან (რაც ინვესტიციებს ამცირებს). აღნიშნული იქიდან გამომდინარეობს, რომ საგარეო შოკის დროს წარმოიქმნება საგარეო (მიმდინარე ანგარიშის) დისბალანსი. ეს კი საჭიროს ხდის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის კორექტირებას (რათა, მარტივად რომ ვთქვათ, დაბალანსდეს ვალუტის შემოძინება-გადინება), იხ. Benes, Berg, Portillo and Vavra (2015):

„სავაჭრო პირობების შოკის დროს აუცილებელია რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის კორექტირება, როგორც მაკროეკონომიკური შესწორების პროცესის აუცილებელი ნაწილი“.

შედეგად, რეალური ეფექტური კურსის კორექტირება ადრე თუ გვიან მოხდება ყველა შემთხვევაში;

* წინა ნომერში გამოქვეყნებული სტატიის მეორე ნაწილი, წინამდებარე სტატიის დასკვნები წარმოადგენს ავტორის შეფასებებს და არა აუცილებლად ჟურნალის რედკოლეგიის წევრების და საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალურ პოზიციას.
** ავტორი მადლობას უხდის გიორგი ბარბაქაძეს და გიორგი ბაქრაძეს საინტერესო კომენტარებისთვის.



მიუხედავად იმისა, თუ გაცვლითი კურსის რომელი რეჟიმი აქვს ქვეყანას, ვინაიდან საბაზრო წონასწორობა მოითხოვს ამას. თუმცა ეს კორექტირება ხდება სხვადასხვა გზების გავლით სხვადასხვა რეჟიმების დროს. იხ. Céspedes, Chang and Velasco (2004):

„მცურავი კურსის დროს საჭირო რეალური გაუფასურება ხდება ნომინალური გაუფასურების მეშვეობით, რაც უცვლელს ტოვებს ხელფასებს და დასაქმების დონეს. ფიქსირებული კურსის დროს კი რეალური გაუფასურება ხდება დეფლაციის მეშვეობით, რაც ბერავს რეალურ ხელფასებს და ამით იწვევს დასაქმებისა და მთლიანი გამოშვების შემცირებას“.

ამრიგად, მცურავი კურსის რეჟიმის დროს რეალური ეფექტური კურსის კორექტირება ხდება ნომინალური გაცვლითი კურსის გაუფასურებით (უარყოფითი საგარეო შოკის დროს), ხოლო ფიქსირებულის დროს კი – დეფლაციით და შედეგად გაზრდილი უმუშევრობით. სწორედ ესაა მცურავი კურსის რეჟიმის ერთ-ერთი მთავარი უპირატესობა, რომ შოკების დროს ეკონომიკას იცავს უმუშევრობის მკვეთრი ზრდისაგან. აღნიშნული რეჟიმის კიდევ ერთი უპირატესობაა, რომ ქვეყანას უნარჩუნებს დამოუკიდებელ მონეტარულ პოლიტიკას. მაგალითად, იხ. Obstfeld, Shambaugh and Taylor (2004):

„ანალიზის საბოლოო გაკვეთილი ისაა, რომ ტრილემა წარმართავს პოლიტიკას... ის ქვეყნები, რომლებიც ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმს ირჩევენ კარგავენ დამოუკიდებელ მონეტარულ პოლიტიკას“.

იგივე საკითხს ეხება Carare and Stone (2006)-იც. დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკა კი მნიშვნელოვანია კონტრაციული მაკროეკონომიკური პოლიტიკის წარმოებისთვის, რაც ამცირებს ეკონომიკური ზრდის მერყეობას. ამასთან, როგორც წინა თავში აღვნიშნეთ, მცურავისგან განსხვავებით, ფიქსირებული კურსის რეჟიმი შეიცავს მნიშვნელოვან რისკს სპეკულაციური შეტევებისა, რაც ასევე ეკონომიკურ ზრდაზე აისახება უარყოფითად. იხ. Roger, Restrepo and Garcia (2009):

„ფიქსირებული კურსის რეჟიმი მიდრეკილია სპეკულაციური შეტევებისკენ, რაც მნიშვნელოვნად ზრდის საპროცენტო განაკვეთების მერყეობას, სავალუტო რეზერვებზე ზეწოლას, ან ორივეს“.

მცურავის განხილვის შემდეგ (რომელიც ზემოთ ვახსენეთ) Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) აგრძელებს ფიქსირებული კურსის რეჟიმის უპირატესობებით:

„მეორე მხრივ, შეფარდებითი ფასების მერყეობის შემცირებით, ფიქსირებული კურსის რეჟიმი ხელს შეუწყობს ვაჭრობასა და ინვესტიციებს, რაც ეკონომიკურ ზრდას დაეხმარება. ფასების მერყეობის ასეთმა შემცირებამ კი უნდა გამოიწვიოს რეალური საპროცენტო განაკვეთების შემცირება.“

აქედან გამომდინარე, როგორც მცურავს, ასევე ფიქსირებულ რეჟიმს აქვს თავისებური თვისებები, რომლებმაც შესაძლოა სხვადასხვა გზით შეუწყოს ხელი ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდას. შესაბამისად, საბოლოოდ იმის გადაწყვეტა, თუ რომელი რეჟიმი გვაძლევს უკეთეს ეკონომიკურ ზრდას მხოლოდ ემპირიული (რეალურ მონაცემებზე დაყრდნობით გაკეთებული) კვლევებით შეიძლება. ასეთი კვლევები კი მრავლადაა. ამ მოტივაციით Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003) იკვლევს 183 ქვეყანას და ადარებს მცურავ და ფიქსირებულ რეჟიმებს. 183 ქვეყნის ანალიზის შემდეგ ავტორები ასკვნიან შემდეგს:

„განვითარებადი ქვეყნებისთვის ნაკლებად მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმები დაკავშირებულია უფრო ნელ ეკონომიკურ ზრდასთან, ასევე მთლიანი გამოშვების უფრო მაღალ მერყეობასთან... შედეგები იგივეა ენდოგენური შესწორებების და ანალიზის მრავალი სპეციფიკაციის გათვალისწინების შემთხვევაშიც“.

შედეგად, როგორც კვლევა აჩვენებს, მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი იძლევა: (1) უფრო მაღალ ეკონომიკურ ზრდას და (2) ეკონომიკური ზრდის უფრო ნაკლებ მერყეობას.

ანალოგიურად Broda (2004) ახდენს 75 განვითარებადი ქვეყნის ანალიზს გაცვლითი კურსის რეჟიმთან მიმართებაში და ასკვნის, რომ ისეთი ტიპის საგარეო შოკის დროს, როგორც საქართველომ განიცადა (და რომელიც მცირე ზომის ღია ეკონომიკებისთვის დამახასიათებელია), გაცვლითი კურსის რეჟიმს დიდი მნიშვნელობა აქვს: მცურავის დროს რეალური ეკონომიკური ზრდა მცირე ზომის დარტყმას ღებულობს, ხოლო ფიქსირებულის დროს კი – საკმაოდ დიდს.

კიდევ ერთი მსგავსი ემპირიული კვლევა გააკეთა Edwards and Levy-Yeyati (2005)-მა, რომლის შედეგაც იგივეა, რომ მცურავი კურსი უკეთ გვიცავს საგარეო შოკებისგან, რადგან ნომინალური კურსი ახდენს საგარეო შოკის შთანთქმას და არა რეალური ეკონომიკა. შესაბამისად, არცაა გასაკვირი შემდეგი დასკვნაც:

„ქვეყნები, რომელთაც აქვთ უფრო მოქნილი გაცვლითი კურსი ეკონომიკურად იზრდებიან უფრო ჩქარი ტემპებით ვიდრე ფიქსირებული კურსის მქონე ქვეყნები, რაც ადასტურებს სხვა კვლევების შედეგებსაც“.

საბოლოოდ, Gertler, Gilchrist and Natalucci (2007), რომელიც მაკროეკონომიკური მოდელის საშუალებით, 1997 წლის აზიური ფინანსური კრიზისის ანალიზს აკეთებს (რომლის დროსაც მნიშვნელოვანი გაუფასურების ზეწოლა განიცადეს ქვეყნებმა) ასკვნის შემდეგს:

„ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პოლიტიკა გვაძლევს ბევრად უფრო დიდ საზოგადოებრივ დანაკარგს ფინანსური კრიზისის დროს, ვიდრე ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი. ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი ხასიათდება მცურავი გაცვლითი კურსით და ჩამოყალიბებული ტეილორის წესით, რომელიც გვიჩვენებს საპროცენტო განაკვეთების რეაგირებას ინფლაციისა და გამოშვების გაპის (output gap) დასასტაბილურებლად“.

ანალიზის შედეგი აქაც იგივეა: მცურავი გაცვლითი კურსი ხელს უწყობს სტაბილურ ეკონომიკურ ზრდას.

ამ თავში არ განვიხილავს ერთი მნიშვნელოვანი საკითხი; კერძოდ, ვალდებულებების დოლარიზაცია. აღნიშნული საკმაოდ საინტერესო, მაგრამ ამავე დროს კომპლექსური თემაა, ამიტომ ცალკე თავშია განხილული ეს საკითხი. დოლარიზაციის დროს ქვეყანაში ვალდებულებების ნაწილი არის უცხოურ ვალუტაში, ამიტომ გაცვლითი კურსის გაუფასურება ზდრის ვალის ტვირთს. შესაბამისად, დოლარიზაციის დროს ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმს კიდევ ერთი უპირატესობა ემატება, რომ უცხოური ვალუტის ვალდებულებების ტვირთი არის სტაბილური (რა თქმა უნდა მანამ, სანამ ფიქსირებული კურსის შენარჩუნება შესაძლებელია). მიუხედავად ამისა, კვლევები აჩვენებს, რომ აღნიშნულის გათვალისწინებითაც კი, საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში რეალური ეკონომიკური ზრდისთვის მაინც მცურავი კურსია უპირატესი, ვიდრე ფიქსირებული. თუ რატომ, ამას უფრო ვრცლად შემდეგ თავში განვიხილავთ. მითუმეტეს რომ დოლარიზაციის დროს მცურავ რეჟიმსაც ემატება კიდევ ერთი უპირატესობა – მცურავი რეჟიმი ხელს უწყობს დოლარიზაციის შემცირებას. ეს თემა კი მე-8 თავშია განხილული.

დასკვნა: ემპირიული კვლევები და საერთაშორისო გამოცდილება აჩვენებს, რომ მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი არათუ ხელს უშლის ქვეყანაში რეალური შემოსავლების ზრდას, არამედ პირიქით – იგი მნიშვნელოვნად უფრო მეტად უწყობს ხელს სტაბილურ (გრძელვადიან) ეკონომიკურ ზრდას, ვიდრე ფიქსირებული კურსის რეჟიმი.

მცდარი მოსაზრება №7: „დოლარიზებული ეკონომიკისთვის (გაუფასურების გენოლისას) უმჯობესია კურსის ფიქსირება ვიდრე მცურავ რეჟიმში მიშვება“

წინა თავში განვიხილეთ თუ რატომ სჯობს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი ფიქსირებული (ან თუნდაც აქტიურად მართული) გაცვლითი კურსის რეჟიმს. დავასკვნით, რომ სტანდარტულ პირობებში, მცურავი კურსის რეჟიმის მქონე ქვეყნები უფრო მაღალი ეკონომიკური ზრდით (და მისი ნაკლები მერყეობით) ხასიათდებიან ვიდრე ერთ ვალუტასთან (ან ვალუტათა კალათასთან) ფიქსირებული კურსის რეჟიმის მქონე ქვეყნები (რა თქმა უნდა, სხვა თანაბარ პირობებში). აღნიშნულის მიზეზი არის ის, რომ უარყოფითი საგარეო შოკის დროს (რომლის შემდეგაც საგარეო დისბალანსის აღმოფხვრა ხდება აუცილებელი) მცურავი კურსის რეჟიმი ქვეყანას იცავს მაღალი უმუშევრობისგან, ხოლო ფიქსირებული – არა. თუმცა იმ ანალიზში არაფერი გვითქვამს იმაზე, თუ როგორ იცვლება გაცვლითი კურსის რეჟიმის არჩევანში პრიორიტეტები, თუ ქვეყანაში არის ვალდებულებების დოლარიზაციის მაღალი დონე. დოლარიზაციის არსებობა, რა თქმა უნდა, მცურავი კურსის



რეჟიმს გარკვეულ პრობლემებს უქმნის, ვინაიდან, კურსის გაუფასურების პირობებში ეკონომიკურ აგენტებს ეზრდებათ უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალდებულებების მომსახურების ტვირთი. ამ არგუმენტის გამოყენებით, ზოგჯერ ისმოდა სებ-ის მიმართ კრიტიკა, რომ თითქოს მცურავი კურსის რეჟიმის არჩევა საქართველოს მსგავსი ქვეყნისთვის არ იყო სწორი, რადგან საგარეო შოკის დროს მცურავი რეჟიმით მიღებული დადებითი ეფექტი ეკონომიკისთვის არის უმნიშვნელო იმ ზარალთან, რომელსაც ეკონომიკა განიცდის გაუფასურების დროს დოლარიზაციის გამო. პირველი (დადებითი) ეფექტი არის ის, რომელიც ქვეყანას დეფლაციისა და უმუშევრობის ზრდისაგან იცავს საგარეო შოკის დროს (იხ. მე-6 თავი), ხოლო მეორე (უარყოფითი) ეფექტი არის საბალანსო უწყისის (balance sheet) ეფექტი, რომელიც გვეუბნება, რომ კურსის გაუფასურების პირობებში დოლარიზებულ ქვეყანას ეზრდება ვალის მომსახურების ტვირთი, რაც აფერხებს ეკონომიკურ აქტივობას.

ზემოთ აღნიშნული პირველი (დადებითი) ეფექტი, მარტივად რომ ვთქვათ, ისაა, რომ საგარეო მოთხოვნის შემცირებას გაუფასურება აბალანსებს ადგილობრივი გამოშვების ხელშეწყობით. კერძოდ, იგი, ერთი მხრივ, ეხმარება ექსპორტს ადგილობრივ და ამცირებს მისი კლების ტემპს (რომელიც თავდაპირველად საგარეო შოკის გამო შემცირდა), ხოლო მეორე მხრივ, ხელს უწყობს იმპორტის ჩანაცვლებას ადგილობრივი პროდუქციით. იხ. Melander (2009):

„სტანდარტული მცირე ზომის ღია ეკონომიკის მოდელებში, როგორცაა მაგ. Svensson (2000), რეალური გაცვლითი კურსის გაუფასურებას აქვს ექსპანსიური ეფექტი ერთობლივ მოთხოვნაზე. გაუფასურება ზრდის მოთხოვნას ადგილობრივ საქონელზე მათი შეფარდებითი ფასის შემცირებით. ხარჯების ჩანაცვლების ასეთი ეფექტი ხასიათდება როგორც ტრადიციული Mundell-Fleming-Dornbusch-ის ტიპის მოდელები, ასევე თანამედროვე New Open Economy Macro (NOEM) მოდელები.“

ამასთან, აღნიშნული ხარჯების ჩანაცვლების (expenditure switching) მომენტი გულისხმობს არა მხოლოდ მსგავსი პროდუქტების ჩანაცვლებას, არამედ ზოგადად იმპორტზე გაწეული ხარჯების ჩანაცვლებას ადგილობრივ საქონელსა და მომსახურებაზე გაწეული ხარჯებით.

რაც შეეხება მეორე (უარყოფით) ეფექტს; საგარეო შოკის შემდეგ გაცვლითი კურსის გაუფასურება ზრდის ფირმების ვალის მომსახურების ტვირთს (რადგან ისინი უცხოურ ვალუტაშია დენომინირებული), რაც მათ ინვესტიციების შემცირებას აიძულებს:

„ვალუტის გაუფასურება ზრდის უცხოური ვალუტის ვალდებულებებს ადგილობრივ ვალუტაში გამოხატულს, რაც ვალის მომსახურების ტვირთის ზრდას ნიშნავს, მაშინ როდესაც ფირმების შემოსავალი ადგილობრივ ვალუტაშია დენომინირებული. შესაბამისად, ადგილი აქვს უარყოფით საბალანსო უწყისის ეფექტს. Bernanke-Gertler-ის ტიპის ფინანსური ფრიქციის არსებობის შემთხვევაში ეს ზრდის რისკის პრემიას, რაც ამრიცხებს ინვესტიციებს. თუ გაუფასურების ეს უარყოფითი ეფექტი ჯაბნის ზემოთ განხილულ დადებით ეფექტს, მაშინ გაუფასურება არის შემზღუდავი და არა ექსპანსიური“.

ეს ორი ერთმანეთის საპირისპირო ეფექტი ნამდვილად არსებობს კურსის გაუფასურების დროს დოლარიზებული ეკონომიკებისთვის, თუმცა იმის დადგენა, პირველი (დადებითი) ეფექტი მცირეა თუ არა მეორე (უარყოფით) ეფექტთან შედარებით (ან საერთოდაც პირიქით ხომ არაა), მხოლოდ სიღრმისეული კვლევის შემდეგ შეიძლება. ასეთი ტიპის საერთაშორისო კვლევები კი საკმაოდ მრავალადაა, ვინაიდან ვალდებულებების დოლარიზაცია (და ე.წ. currency mismatch) არც ახალი პრობლემაა მსოფლიოში და არც იშვიათი. განვიხილოთ საერთაშორისო ლიტერატურაში არსებული ასეთი კვლევები.

დავიწყოთ Cespedes, Chang and Velasco (2004)-ით. ავტორები თავდაპირველად აღნიშნავენ, რომ უცხოური ვალუტის ვალდებულებების არსებობის შემთხვევაში საგარეო შოკის დროს გაუფასურება შესაძლოა იყოს შემზღუდავი, არათუ ექსპანსიური, და ამის შემდეგ იკვლევენ ეს მართლაც ასეა თუ არა. კვლევის შედეგები კი ასეთია:

„პირველი შედეგი ისაა, რომ საბალანსო უწყისის ეფექტი მართლაც მნიშვნელოვანია, რადგან იგი საგარეო შოკის ეფექტს აძლიერებს... მეორე, ლიტერატურაში განხილულია, რომ მოულოდნელი გაუფასურება უარყოფითად აისახება საბალანსო უწყისში ვალდებულებების მხარეზე. ამ კვლევაში განხილული მოდელის მიხედვით, არსებობს ეფექტები საბალანსო უწყისის აქტივების მხარესაც, რო-

მელიც საპირისპირო (დადებითი) მიმართლებით მოქმედებს. რეალური გაუფასურება ზრდის ადგილობრივ საქონლზე მოთხოვნას, როგორც ეს ტრადიციულ მოდელებშია. აღნიშნული ზრდის წარმოებას და მწარმოებელთა უკუგებას... მესამე შედეგია, რომ ფინანსური ფრიქციებისა და საბალანსო უწყისების ეფექტების მიუხედავად, მცურავი გაცვლითი კურსის უპირატესობა ფიქსირებულთან შედარებით ნარჩუნდება, ვინაიდან მცურავი მაინც უკეთ ახდენს საგარეო შოკის ეფექტების შერბილებას... მცურავი კურსის დროს საჭირო რეალური გაუფასურება ხდება ნომინალური გაუფასურების მეშვეობით, რაც უცვლელს ტოვებს ხელფასებს და დასაქმების დონეს. ფიქსირებული კურსის დროს კი რეალური გაუფასურება ხდება დეფლაციის მეშვეობით, რაც ბერავს რეალურ ხელფასებს და ამით იწვევს დასაქმებისა და მთლიანი გამოშვების შემცირებას. ჩვენი ანალიზი ასევე გვიჩვენებს, რომ ფიქსირებული რეჟიმი იწვევს უფრო დიდ კლებას ინვესტიციებსა და საზოგადოებრივ კეთილდღეობაში“.

ანალოგიურ დასკვნას აკეთებდნენ რამდენიმე წლით ადრე განხორციელებულ კვლევაშიც; კერძოდ, მცურავი კურსის რეჟიმის დროს მშპ, დასაქმება და ინვესტიციები ბევრად უფრო ნაკლებად მცირდება ვიდრე ფიქსირებული კურსის რეჟიმის დროს. შესაბამისად, მცურავი რეჟიმი უკეთ იცავს ქვეყანას საგარეო შოკებისგან, დოლარიზაციის პირობებშიც კი. იხ. Céspedes, Chang and Velasco (2000).

იგივე საკითხს იკვლევს Gertler, Gilchrist and Natalucci (2007)-იც. ავტორები აღნიშნავენ, რომ არსებობს თეორიული შესაძლებლობა, მცურავი კურსი იყოს უფრო მეტი ზიანის მომტანი ვალდებულებების დოლარიზაციის დროს (რაც განვითარებად ქვეყნებში ხშირია), ვიდრე ფიქსირებული კურსი, და ამ მოტივაციით იკვლევენ ეს მართლაც ასეა თუ არა. მათი დასკვნა ასეთია:

„როგორც მოსალოდნელი იყო, ანალიზი აჩვენებს, რომ უცხოური ვალუტის ვალდებულებების არსებობა მცურავი კურსის რეჟიმს ბევრად უფრო ნაკლებად მიმზიდველს ხდის. უცხოური ვალუტის ვალდებულებები იწვევს ინვესტიციების ორჯერ უფრო მეტად შემცირებას საგარეო შოკის დროს, ვიდრე ეს ადგილობრივი ვალუტის ვალდებულებების შემთხვევაში იქნებოდა. ამ დროს გაუფასურება ამცირებს მწარმოებლის

წმინდა ღირებულებას (net worth), რაც ააქტიურებს ფინანსური ამჩქარებლის მექანიზმს. მიუხედავად ამისა, ასეთ დროსაც კი, ეკონომიკა მაინც უფრო ნაკლებად მცირდება, ვიდრე ფიქსირებული კურსის რეჟიმის შემთხვევაში შემცირდებოდა. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, გაუფასურების დროს უარყოფითი საბალანსო უწყისის ეფექტი უფრო ნაკლებად საზიანოა მცურავი კურსის დროს, ვიდრე აქტივების ფასების მკვეთრი ჩამოვარდნა ფიქსირებული კურსის დროს“.

შედეგად, პასუხი შემდეგია: ვალდებულებების დოლარიზაციის დროსაც კი მცურავი გაცვლითი კურსი მაინც უმჯობესია ეკონომიკისთვის, ვიდრე ფიქსირებული გაცვლითი კურსი.

კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი კვლევა, Batini, Levine and Pearlman (2007):

„მოდელის სიმულაციები სხვადასხვა მონეტარული პოლიტიკის გათვალისწინებით გვაძლევს მნიშვნელოვან შედეგებს. პირველი, იგი ადასტურებს ლიტერატურაში გავრცელებულ მიგნებას, რომ ფინანსური ფრიქციები, განსაკუთრებით ვალდებულებების დოლარიზაცია, მნიშვნელოვნად ზრდის ფიქსირებული კურსის დაცვის ხარჯებს... გაცვლითი კურსის დაცვა, ინფლაციისა და ეკონომიკური ზრდის სტაბილურობის ხელშეწყობასთან ერთად არ არის ოპტიმალური არც ვალდებულებების დოლარიზაციის დროს და არც ზოგადად ფინანსური ფრიქციების არსებობის დროს... შესაბამისად, იმ ქვეყნის ცენტრალური ბანკები, რომლებიც ასეთი თვისებებით ხასითდებიან, არ უნდა ცდილობდნენ ინფლაციისა და გაცვლითი კურსის ერთდროულ სტაბილურობას... კურსის ცალსახა დაცვის მცდელობა მნიშვნელოვნად ზღრის საპროცენტო განაკვეთების მერყეობას, რასაც ყველა მაკროეკონომიკურ ცვლადზე და საზოგადოებრივ კეთილდღეობაზე უარყოფითი გავლენა აქვს. ექსტრემალურ შემთხვევაში, კურსის სრული ფიქსირების დროს შედეგები განსაკუთრებით მძიმეა“.

ავტორების დასკვნით, ვალდებულებების დოლარიზაციის მიუხედავად, ცენტრალურმა ბანკმა მთელი ყურადღება მაინც ინფლაციისკენ უნდა მიმართოს, ვინაიდან საბოლოოდ ეს მოიტანს უკეთეს შედეგს ეკონომიკისთვის.

იგივე დასკვნას აკეთებს Parrado (2004)-ის კვლევა:



„რაც შეეხება გაცვლით კურსს, ანალიზი აჩვენებს, რომ სოციალური დანაკარგი უფრო დიდია მართული გაცვლითი კურსის დროს ვიდრე მოქნილი გაცვლითი კურსის დროს, თუ ადგილი აქვს საგარეო და რეალურ შოკებს... საბალანსო უწყისის ეფექტებისა და ვალდებულებების დოლარიზაციის მიუხედავად, მონეტარული პოლიტიკის უპირატესობები მაინც არ იცვლება“.

ე.ი. აქაც ვხედავთ, რომ დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკისა და მცურავი კურსის რეჟიმის უპირატესობა ფიქსირებულთან შედარებით მაინც ძალაშია ვალდებულებების დოლარიზაციის შემთხვევაშიც კი. იგივე შედეგია მიღებული Cespedes, Chang and Velasco (2002)-ის კვლევაშიც.

საინტერესოა ასევე Melander (2009), რომელიც იკვლევს მაღალ-დოლარიზებულ ქვეყანას გაცვლით კურსთან მიმართებაში:

„აღნიშნული ნაშრომი ვექტორული ავტორეგრესიის (VAR) მეთოდით იკვლევს რეალური გაცვლითი კურსის გაუფასურების ეფექტს ეკონომიკაზე, რომელიც მაღალი დოლარიზაციით ხასიათდება. ბოლივიის ექსტრემალური ვალდებულებების დოლარიზაცია ქვეყანას საინტერესო საკვლევს ხდის... თუ ვალდებულებების დოლარიზაცია გაუფასურებას შემზღუდავს ხდის, ეს ეფექტი განსაკუთრებით ძლიერი უნდა იყოს ბოლივიის შემთხვევაში“.

აღსანიშნავია, რომ ბოლივიის სესხების დოლარიზაცია საკვლევ პერიოდში მერყეობდა 95-დან 100%-მდე, მაშინ როდესაც საქართველოში იგი 65%-ის ფარგლებშია. ამ ქვეყნის კვლევამ კი ასეთი შედეგი აჩვენა:

„რეალური გაცვლითი კურსის გაუფასურებას არ აქვს მნიშვნელოვანი ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე, ვინაიდან წმინდა ექსპორტზე ექსპანსიური ეფექტი ბათილდება საბალანსო უწყისებზე შემზღუდავი ეფექტით“.

ობიექტურობის მიზნით, უნდა აღვნიშნოთ, რომ ლიტერატურაში იშვიათ გამონაკლისს წარმოადგენს Aghion, Bacchetta and Banerjee (2001), რომელმაც დაყრდნობითაც კრუგმანსაც აქვს სტატია დაწერილი. ავტორები მიიჩნევენ, რომ გაუფასურების ბეწოლისას მცურავ რეჟიმში მიშვება გამოსავალი არ არის (თუმცა არ ამბობენ, რომ ფიქსირებაა გამოსავალი). მათი რეკომენდაციაა, მონეტარული პოლიტიკის

ზომიერი გამკაცრება (რათა ცუდ წონასწორობაში შესვლის ალბათობა შევამციროთ), თუმცა არა ზედმეტი, ვინაიდან ისინიც აღიარებენ, რომ ზედმეტად გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკა ასევე შეზღუდავს ეკონომიკას საშუალოვადიან პერიოდში. ამასთან, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრების ოპტიმალურობისთვის აუცილებელია, რომ კრედიტების მიწოდება ძლიერად არ რეაგირებდეს ნომინალური საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებაზე, რაც იმას ნიშნავს, რომ ეს ავტორებიც კი არ უჭერენ მხარს დაკრედიტების მოცულობის მნიშვნელოვან შემცირებას, თუნდაც ვალდებულებების დოლარიზაციისა და გაუფასურების პირობებში.

საინტერესოა ასევე Magud (2010), რომელიც ახდენს აზიური ფინანსური კრიზისის ანალიზს:

„1997-ში აზიური კრიზისის დროს განვითარებად ქვეყნებში მეწარმეებს ვალუტათა შეუსაბამობა ჰქონდათ: ვალდებულებები იყო უცხოურ ვალუტაში, ხოლო გაყიდვები ჰქონდათ ადგილობრივ ვალუტაში. ამ დროს დიდი მნიშვნელობა ენიჭება საბალანსო უწყისის არსს: თუ ეკონომიკაში უცერად ხდება გაუფასურება, ვალის მომსახურების ტვირთი იზრდება, ხოლო შემოსავლები უცვლელი რჩება. შედეგად მცირდება მეწარმეების წმინდა ღირებულება, რაც ამცირებს მთლიან გამოშვებას და ფირმების შესაძლებლობა მოიზიდონ დამატებითი კაპიტალი. ამ საკითხის გამოსაკვლევად მრავალი კვლევა გაკეთდა, რომლებიც ასკვნიან, რომ ფრიდმანის სტანდარტული შეფასება მაინც ძალაშია... ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისთვის უმჯობესია მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი ვიდრე ფიქსირებული რეჟიმი, თუნდაც ვალდებულებების დოლარიზაციის პირობებში“.

ასევე საინტერესო ემპირიული კვლევაა წარმოდგენილი Edwards and Levy-Yeyati (2005)-ში:

„ბოლო პერიოდში ზოგი ავტორი აღნიშნავს, რომ მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი არ იქნება ეფექტური იმ ქვეყნებში, სადაც კერძო და საჯარო სექტორის ვალდებულებების დიდი ნაწილი უცხოურ ვალუტაშია დენომინირებული (Eichengreen and Hausmann 1999). ასეთ შემთხვევაში ისიც კი არის შესაძლებელი, რომ მცურავი კურსი საგარეო შოკის გაღრმავებას ახდენდეს. ამის მიზეზი არის საგარეო შოკის დროს კურსის გაუფასურებით მიღებული უარყოფითი საბალანსო უწყისის ეფექტები, რაც გამოიხატება ვალის

მომსახურების ტვირთის ზრდაში... როგორც ვხედავთ, იმის მტკიცება, მცურავი გაცვლითი კურსი უკეთ იცავს ეკონომიკას საგარეო შოკებისგან თუ არა, მხოლოდ ისტორიული ანალიზის შემდეგ შეიძლება“.

ხოლო რასაც ისტორია გვიდასტურებს ესაა:

„კვლევა გვიდასტურებს, რომ საგარეო შოკების უარყოფითი ეფექტები ძლიერდება უფრო ხისტი გაცვლითი კურსის მქონე ქვეყნებში. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ქვეყნები, რომელთაც აქვთ მცურავი გაცვლითი კურსი უკეთ იცავენ თავს საგარეო შოკებისაგან... მცურავი კურსის რეჟიმი ამცირებს საგარეო შოკის უარყოფით გავლენას მშპ-ზე, როგორც განვითარებულ ასევე განვითარებად ქვეყნებში“.

ამასთან მცურავი კურსის უპირატესობებზე საუბრობს Calvo, Izquierdo and Talvi (2003)-იც (კალვო, რომელიც რამდენიმე წლით ადრე სრულ დოლარიზაციაზე საუბრობდა):

„(გასათვალისწინებელია სამი ფაქტორი): ექსტრემალურად დახურული საერთაშორისო ვაჭრობის მიმართ (C), ვალის ძალზედ მაღალი მოცულობა (D), დე-ფაქტო დოლარიზაციის მაღალი დონე როგორც საჯარო სექტორში ასევე კერძოში (M)... მცურავი გაცვლითი კურსი მიზანშეწონილი იქნება თუ C, D ან M-დან (აღნიშნული სამი ფაქტორიდან) ერთ-ერთს მაინც არ აქვს ადგილი“.

„C“-ს და „D“-ს საქართველოსთვის არ აქვს ადგილი, ასე რომ ეს კვლევაც მხარს უჭერს საქართველოს მსგავსი მცირე ზომის ღია ეკონომიკებისთვის მცურავი კურსის რეჟიმის არსებობას.

და ბოლოს ძალიან საინტერესო კვლევას აკეთებს ასევე Carranza, Galdon-Sanchez and Gomez-Biscarri (2009), რომელიც იკვლევს 100-ზე მეტ დოლარიზებულ ეკონომიკას გაცვლით კურსთან მიმართებაში:

„კვლევა იყენებს პანელს ასზე მეტი ქვეყნით, რომელთაც ახასიათებთ სხვადასხვა ზომის დოლარიზაცია და ახდენს ემპირიულ ანალიზს იმისა, თუ რა გავლენა აქვს გაცვლითი კურსის გაუფასურებას ისეთ ეკონომიკაზე, სადაც ვალდებულებების მაღალი დოლარიზაციაა... ანალიზის მიხედვით გაცვლითი კურსის რე-

ჟიმს დიდი მნიშვნელობა აქვს: ის ქვეყნები, რომელთაც ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი აქვთ, ხასიათდებიან უფრო მეტად უარყოფითი საბალანსო უწყისის ეფექტით ეკონომიკაზე“.

ანუ ფიქსირებული კურსი უფრო მეტად აზარალებს ქვეყნის ეკონომიკას ვიდრე მცურავი კურსი (თუნდაც ვალდებულებების დოლარიზაციის დროს).

საინტერესოა, რატომ ხდება ასე? პასუხის პირველი ნაწილი განხილულია მე-6 თავში, რომ ფიქსირებული კურსი გარდაუვალს ხდის დეფლაციასა და უმუშევრობის ზრდას საგარეო შოკის დროს, რათა საგარეო დისბალანსი აღმოიფხვრას. მეორე მხრივ რომ შევხედოთ, ფიქსირებული კურსის დროს (მიუხედავად იმისა, რომ კურსი არ უფასურდება) საბალანსო უწყისის უარყოფით ეფექტებს ქმნის ძლიერად გაზრდილი რეალური საპროცენტო განაკვეთები (რაც გარდაუვალია თუ გვინდა გაცვლითი კურსის ფიქსირება გაუფასურების ზეწოლის დროს), იხ. Batini, Levine and Pearlman (2007):

„გაცვლითი კურსის ფიქსირება, ან მისი მერყეობის შემლუდვა, ცენტრალურ ბანკს უკარგავს იმის შესაძლებლობას, რომ განახორციელოს სტაბილური მონეტარული პოლიტიკა და აიძულებს, საპროცენტო განაკვეთები მკვეთრად ცვალოს. ეს კი იწვევს უფრო დიდ საზოგადოებრივ დანაკარგს ვინაიდან საპროცენტო განაკვეთების მკვეთრი ცვლილებები იწვევს უარყოფით საბალანსო უწყისის ეფექტებს და ზდრის კაპიტალის ხარჯს, რაც ამცირებს მეწარმის წმინდა ღირებულებას და მთლიან გამოშვებას“.

გარდა ამისა (ფიქსირებულისგან განსხვავებით) მცურავი კურსის რეჟიმის დამატებითი უპირატესობაა, რომ ქვეყანას იცავს საგადასახადო ბალანსის კრიზისისგან, ვინაიდან გაცვლითი კურსის დროული რეაგირება საგარეო დისბალანსის დაგროვებას უშლის ხელს. იხ. Bank for International Settlements (2005).

ამასთან, მცურავი რეჟიმის დროს, როდესაც საჭიროა, ადგილობრივი კაპიტალი უფრო კონკურენტუნარიანი ხდება საერთაშორისო ბაზარზე, რაც ადგილობრივი მწარმოებლის გადმოსახედიდან ზრდის მისი კაპიტალის მიმზიდველობას; Céspedes, Chang and Velasco (2004):



„კაპიტალის ფასი, გამოხატული ადგილობრივი ეკონომიკის ერთეულებში, არის გაცვლითი კურსის მზარდი ფუნქცია. კაპიტალის არასრული ცვეთის შემთხვევაში, კურსის რეალური გაუფასურება ზრდის კაპიტალის აღნიშნულ ფასს და შესაბამისად, მეწარმის წმინდა ღირებულებას. ეს კი მცურავი გაცვლითი კურსის დამატებით უპირატესობას წარმოადგენს“.

ვინაიდან რეალური ეფექტური კურსის გაუფასურების შემდგომ ადგილობრივი კაპიტალი უფრო კონკურენტუნარიანი ხდება საერთაშორისო ბაზარზე, ეს თავის მხრივ ხელს უწყობს უცხოური ინვესტიციების შემოსვლას ქვეყანაში (რა თქმა უნდა, სხვა თანაბარ პირობებში). მართლაც, ფინანსურ კრიზისში არსებული დოლარიზებული ეკონომიკებისთვის Krugman (1999) გამოსავალს სწორედ ამ ეფექტის გამოყენებაში ხედავს:

„მას შემდეგ რაც კრიზისი უკვე მოხდა, როგორ უნდა დაიძრას ეკონომიკა კვლავ? დღემდე ძირითადი ფოკუსი იყო ბანკების რესტრუქტურზაციაზე და რეკაპიტალიზაციაზე, თუმცა თუ ეს კვლევა სწორ გზას ადგას, აღნიშნული არ იქნება საკმარისი... მოსაწვევი პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისთვის შესაძლოა იყოს ზუსტად ის, რაც ექიმმა გამოწერა“.

ბოლოს უნდა აღვნიშნოთ, რომ თანამედროვე ლიტერატურაში ფიქსირებული კურსის რეჟიმს უწოდებენ სიტუაციას, როდესაც ცენტრალური ბანკი ახდენს ადგილობრივი ვალუტის გაცვლითი კურსის დაფიქსირებას ერთ უცხოურ ვალუტასთან (ან ვალუტათა კალათასთან) მიმართებაში. თუმცა თავის დროზე ამ რეჟიმისთვის ფრიდმანი სხვა ტერმინს იყენებდა, კერძოდ, პეგირებულ (pegged) რეჟიმს, იხ. Friedman (1953). ამასთან, ფრიდმანიც აღნიშნავდა, რომ პეგირებული რეჟიმი არის არასაბაზრო რეჟიმი და მისი გამოყენება ნებისმიერ შემთხვევაში არასასურველია.

ყველა ამ კვლევის განხილვის შემდეგ, ანალიზი შეგვიძლია დავასრულოთ Batini, Levine and Pearlman (2007)-ის მოწოდებით:

„მესიჯი მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლებისთვის განვითარებად ქვეყნებში, რომელთაც ფრიქციებისა და დოლარიზაციის პრობლემა აქვთ, შემდეგია: ნუ ეცდებით ორმაგი (ინფლაციისა და ამავე დროს გაცვლითი კურსის) მიზნის მიღწევას, ვინაიდან ამან შესაძლოა საპასუხო დარტყმა გააკეთოს და უფრო

დიდი საზოგადოებრივი დანაკარგი გამოიწვიოს. უნდა გეშინოდეთ ფიქსირების, არათუ ცურვის!“

დასკვნა: საერთაშორისო ლიტერატურაში მსოფლიოს წამყვანი ეკონომისტების სრული უმრავლესობა, დოლარიზებული ეკონომიკების სიღრმისეული ანალიზისას ასკვნიან, რომ ვალდებულებების დოლარიზაციის მიუხედავად ღია ეკონომიკებისთვის მაინც უმჯობესია ჰქონდეთ მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი, ვიდრე ერთ ან რამდენიმე ვალუტასთან ფიქსირებული კურსის რეჟიმი; ვინაიდან მცურავი კურსის რეჟიმი ქვეყნის ეკონომიკას უკეთ იცავს შემცირებისგან რეალური/საგარეო შოკების დროს. ამრიგად, ცენტრალურმა ბანკმა გაცვლითი კურსის განსაზღვრა ფინანსურ ბაზარს უნდა მიანდოს და მთელი ყურადღება ინფლაციისკენ მიმართოს, ხოლო გაუფასურებით მიღებული უარყოფითი საბალანსო უწყისის ეფექტები განეიტრალებული შეიძლება იქნას გაზრდილი კონკურენტუნარიანობის ფონზე პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდის შესაძლებლობის გამოყენებით.

მცდარი მოსაზრება №8: „მცურავი გაცვლითი კურსი ხელს უშლის დოლარიზაციის შემცირებას“

წინა თავში დავასკვნიით, რომ მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი უკეთ იცავს ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდას საგარეო შოკების დროს, ვიდრე ფიქსირებული კურსის რეჟიმი, თუნდაც ქვეყანაში არსებობდეს ვალდებულებების ნაწილობრივი დოლარიზაცია. ამის საპირისპიროდ, გამოითქვა მოსაზრებები, რომ სამაგიეროდ მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი არყევს ნდობას ეროვნული ვალუტის მიმართ, როდესაც ადგილი აქვს კურსის გაუფასურებას; რითაც ხელს უშლის ვალდებულებების დოლარიზაციის შემცირებას, რაც ეკონომიკის მოწყვლადობის შემცირებისთვის აუცილებელია. სინამდვილეში ეს ასე არ არის. მიუხედავად იმისა, რომ შესაძლებელია მცურავი კურსის რეჟიმის დროს დოლარიზაცია მართლაც გაიზარდოს, ეს არ ნიშნავს, რომ ამ ზრდას მცურავი კურსის რეჟიმის არსებობა იწვევს. ეს იქნებოდა იმის ნიშანი, რომ სხვა პირობები არ სრულდება, რომლებიც საჭიროა მის პარალელურად არსებობდეს. თუ ეს პირობები სრულდება, მაშინ მცურავი კურსის რეჟიმი არათუ ხელს უშ-

ლის დოლარიზაციის შემცირებას, არამედ პირიქით – ხელს უწყობს მას. შესაბამისად, მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი ეხმარება არა მხოლოდ მიმდინარე ეკონომიკურ ზრდას, არამედ ასევე შოკების მიმართ ეკონომიკის მდგრადობის ზრდას გრძელვადიან პერიოდში (დოლარიზაციის შემცირების გზით). ეს კი მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის კიდევ ერთი უპირატესობაა. განვიხილოთ თუ რატომაა ასე და რა არის საჭირო მცურავი კურსის რეჟიმთან ერთად, რომ ხელი შევუწყოს დედოლარიზაციის პროცესს.

დავიწყოთ იმით, რომ დოლარიზაციის არსებობა, როგორც წესი, იწვევს მცურავი კურსის რეჟიმის მიმართ გარკვეულ შიშებს. ლიტერატურაში ეს ცნობილია „ცურვის შიშის“ (fear of floating) სახელით. ცურვის შიშის ძირითადი მიზეზი არის ვალდებულებების დოლარიზაცია. მაგ. იხ. Calvo and Reinhart (2000) ან Céspedes, Chang and Velasco (2004):

„როგორც წარმოდგენილია Hausmann et al (2000)-სა და Calvo and Reinhart (2002)-ში, საბალანსო უწყისის ეფექტები არის ძირითადი მიზეზი იმისა, რომ ცენტრალური ბანკები ცდილობენ კურსის დაცვას საგარეო შოკების დროს“.

მიზეზი იმისა, თუ რატომ აჩენს დოლარიზაცია

გაცვლითი კურსის ფიქსირების სურვილს ცხადია და ბევრ ახსნას არ საჭიროებს: როდესაც ქვეყანაში ვალდებულებების ნაწილი უცხოურ ვალუტაშია დენომინირებული გაუფასურება ზრდის მათი მომსახურების ტვირთს. ეს კი კურსის ფიქსირების ცდუნებას აჩენს. მართალია, წინა თავში ვნახეთ, რომ მცურავი კურსი მაინც უკეთეს შედეგს იძლევა ვიდრე ფიქსირებული კურსი, თუნდაც ვალდებულებების დოლარიზაციის დროს, მაგრამ, ამის მიუხედავად, „ცურვის შიში“ – რაციონალურია ეს თუ არა – განვითარებად ქვეყნებში მაინც ხშირია.

გასაგებია, რომ დოლარიზაცია იწვევს ცურვის შიშს, თუმცა პრობლემა იმაში მდგომარეობს, რომ ცურვის შიში კი, თავის მხრივ, დოლარიზაციის ზრდას უწყობს ხელს. იხ. Calvo and Reinhart (2000):

„მანამ სანამ არსებობს ცურვის შიში (მიუხედავად იმისა თუ როგორ დავასტაბილურებთ გაცვლით კურსს) ვალდებულებების დოლარიზაციისკენ მიდრეკილება ყოველთვის იარსებებს“.

ანალოგიური არგუმენტისთვის იხ. Herrera and Valdes (2004). თუ რატომ იწვევს ცურვის შიში დოლარიზაციის ზრდას, ბევრნაირად შეიძლება აიხსნას. მაგ. Bank for International Settlements (2005):





„თუ ხელისუფლება გააკეთებს გაცვლითი კურსის სტაბილურობის მყარ დანაპირებს, ამან შესაძლოა გააჩინოს დაფარული დაზღვევა და ხელი შეუშალოს ჰეჯირების ბაზრის განვითარებას“.

როდესაც ცენტრალური ბანკი თავს არიდებს კურსის მცურავ რეჟიმში მიშვებას, ეკონომიკურ აგენტებს უქმნის მოლოდინს, რომ კურსი იმართება და თითქოს გაცვლითი კურსის რისკისგან თავის არიდება საჭირო აღარ არის. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, Canales-Kriljenko (2003):

„გაცვლითი კურსის დასტაბილურება შესაძლოა კონტრპროდუქტიული იყოს ისეთ ქვეყნებში, რომელთა კერძო სექტორსაც უცხოური ვალუტის სესხება შეუძლია, ვინაიდან ასეთ დროს კერძო სექტორმა შესაძლოა არასათანადოდ შეაფასოს მომავალში გაცვლითი კურსის რისკები. ეს კი უცხოური ვალუტის ვალის ზედმეტ ზრდას იწვევს“.

ან კიდევ სხვაგვარად – Moron and Winkelried (2005):

„თუ ცენტრალური ბანკი იხსნის ბანკებს ან ფირმებს ფინანსური სიძნელებისგან გამუდმებით, მაშინ ისინი კიდევ უფრო მეტ რისკს აიღებენ (შემდეგ გამოხსნის იმედით), რაც საბალანსო უწყისის პრობლემას გაამძაფრებს. იგივე ხდება, როდესაც ცენტრალური ბანკი იცავს გაცვლით კურსს ინფლაციის თარგეთების ჩარჩოში“.

ამ მომენტს მორალური რისკის პრობლემას უწოდებენ. უფრო კონკრეტულად – Eichengreen and Hausman (1999):

„არსებობს სამი შეხედულება გაცვლით კურსსა და ფინანსურ სიძნელებებს შორის კავშირის შესახებ. პირველი, რომელიც ყველაზე მეტად განხილულია, ეხება მორალური რისკის პრობლემას, კერძოდ, არაპირდაპირი გარანტიების სავალალო შედეგებს... პევირებული გაცვლითი კურსი არის არაპირდაპირი გარანტიების ერთ-ერთი სახეობა. იგი ხელს უწყობს უცხოურ ვალუტაში არაპევირებული ვალდებულებების ზრდას... ეს არაპევირებული უცხოური ვალუტის მოკლევადიანი ვალდებულებები წარმოადგენს ბომბს, რომელიც აფეთქებას ელოდება. შესაბამისად, უფრო თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი სასურველია“.

შესაბამისად, ადგილი აქვს მანკიერ წრეს: დოლარიზაცია იწვევს ცურვის შიშს, ხოლო ცურვის შიში იწვევს დოლარიზაციას. ვინაიდან დოლარიზაციის შემცირება მოკლევადიან პერიოდში პრაქტიკულად შეუძლებელია, ამიტომ აღნიშნული მანკიერი წრიდან დაღწევის პირველი ეტაპი არის ცურვის შიშის დაძლევა. როგორც ზემოთ მოყვანილ ციტატებშია ახსნილი, ცურვის შიშის დაძლევა და კურსის მცურავ რეჟიმში მიშვება გამოიწვევს მორალური რისკის პრობლემის შემცირებას, რაც დოლარიზაციის შემცირებას შეუწყობს ხელს. ამას მოწმობს საერთაშორისო გამოცდილებაც. მაგ. Ozatay (2004):

„თურქეთის ეკონომიკას ჰქონდა ორი მნიშვნელოვანი მახასიათებელი: მაღალი კურსის გაუფასურების ინფლაციაზე გადაცემა (pass-through) და მაღალი დოლარიზაცია და შესაბამისად ვალუტათა შეუსაბამობა. მიუხედავად იმისა, რომ ეს ორი მახასიათებელი ცურვის შიშის მიზეზად მიიჩნევა, თურქეთში კრიზისის შემდგომ შექმნილი სტაბილიზაციისა და სტრუქტურული პროგრამის ცენტრში იყო სწორედ მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი... თუმცა ზუსტად ასეთ დროს, ბუნებრივად მოსალოდნელია პირველ ეტაპზე უცხოური ვალუტის აქტივებზე ახალი მოთხოვნის შემცირება (ნაკადის ეფექტი), ხოლო შემდეგ დროთა განმავლობაში ნაშთების შემცირება. ამ პროცესს შესაძლოა დავარქვათ დე-დოლარიზაცია“.

თურქეთს რომ ამით დოლარიზაციის შემცირებისთვის არ მიეღწია, ლირის ბოლო დროინდელი გაუფასურება მათთვის ბევრად უფრო მტკივნეული იქნებოდა. საინტერესოა ასევე ჩილეცა და ისრაელის გამოცდილებაც (ცხადია, ორივეს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი გააჩნია) – Leiderman, Maino and Parrado (2006):

„ისეთი ქვეყნების გამოცდილება, როგორცაა ჩილე და ისრაელი, გვიჩვენებს, რომ პოლიტიკის გამტარებლებს შეუძლიათ პირდაპირი როლი ჰქონდეთ ამ პროცესში ადგილობრივი ფინანსური ბაზრების განვითარებისა და გაღრმავების ხელშეწყობით. მაგალითად, საშუალო და გრძელვადიანი ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების არსებობა შესანიშნავი საშუალებაა. სხვა სასარგებლო პოლიტიკის ნაბიჯები მოიცავს ისეთი ფინანსური ინსტრუმენტების განვითარების ხელშეწყობას, რომელიც გაცვლითი კურსის რისკის ჰეჯირებისთვის“.

გამოიყენება. ეს ყოველივე ხელს შეუწყობს „ცურვის შიშის“ დაძლევას“.

შესაბამისად, მაშინ, როდესაც მცურავი კურსის რეჟიმის დროს მორალური რისკის პრობლემა მცირდება და ეკონომიკური აგენტები გაცვლითი კურსის ჰეჯირებაზე იწყებენ ზრუნვას, მცურავი კურსის არსებობა საკმარისი პირობა შეიძლება არ იყოს. როგორც გამოცდილება აჩვენებს, მასთან ერთად აუცილებელია ასევე ადგილობრივი ფინანსური ბაზრების განვითარება. იხ. ასევე Yilmaz (2005):

„ეფექტური დედოლარიზაციის სტრატეგია მოიცავს ორმაგ მიდგომას (carrot and stick). ეს სტრატეგია გულისხმობს უცხოური ვალუტის გამოყენების ხარჯის ზრდას, ხოლო ადგილობრივის ფინანსური ინსტრუმენტების შემოღებას, როგორც ალტერნატივას“.

ან Alvarez-Plata and García-Herrero (2007):

„მთლიანობაში, დოლარიზაციის შემცირების პოლიტიკა უნდა მოიცავდეს შემდეგ სამ სვეტს: (i) ადგილობრივ ვალუტაში შუამავლობა უნდა იყოს ხელშეწყობილი, ან უკიდურეს შემთხვევაში არ უნდა იყოს ხელშეშლილი; (ii) ადგილობრივი ვალუტის, ან ინდექსირებული მაინც, ინსტრუმენტები უნდა იქნას ხელშეწყობილი; (iii) ინსტიტუციური აღნაგობა ცენტრალური ბანკისა უნდა იყოს მიმართული გაურკვევლობის შემცირებისკენ. ეს ცხადია გულისხმობს, რომ ფასების სტაბილურობა უნდა იყოს ცენტრალური ბანკის ძირითადი მიზანი და მას უნდა გააჩნდეს დამოუკიდებლობა ამ მიზნის მიღწევაში“.

ამრიგად, მცურავ გაცვლით კურსთან ერთად, დოლარიზაციის შემცირებისთვის აუცილებელია ცენტრალურმა ბანკმა უზრუნველყოს ადგილობრივ ვალუტაში შუამავლობის სიმართლე, რისთვისაც აუცილებელია ადგილობრივ ვალუტაში ლიკვიდობის მართვის ინსტრუმენტების შეუფერხებლად მუშაობა. ასევე აუცილებელია ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა, რათა მან კონცენტრირება მოახდინოს ინფლაციის კონტროლზე. იგივეს მოწმობს Eichengreen and Hausman (1999)-იც:

„ქვეყნებს შეუძლიათ ცურვის შიშის დაძლევა – ღრმა და ლიკვიდური გრძელვადიანი ადგილობრივი ბაზრების განვითარებით, ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების ხელშეწყობით...“

ეს ნიშნავს მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის იმგვარ რეფორმირებას, რაც აძლიერებს მათ დამოუკიდებლობას, გამჭვირვალობას და ხელისუფლების სანდოობას, ასევე პოლიტიკის ნაბიჯების სტაბილურობას“.

Ize and Levy-Yeyati (2001)-იც ასევე იმას მოწმობს, რომ ცენტრალური ბანკის მხრიდან ინფლაციაზე კონცენტრირება და კურსის მცურავ რეჟიმში მიშვება დოლარიზაციის შემცირებას უწყობს ხელს:

„სტაბილური ინფლაცია და მცურავი რეალური გაცვლითი კურსი დაკავშირებულია დოლარიზაციის შემცირებასთან. კერძოდ, ინფლაციის თარგეთირების (როგორც ფასების სტაბილურობის საშუალების) და მცურავი გაცვლითი კურსის (როგორც რეალური გაცვლითი კურსის მოქნილობის) კომბინაცია ხელს შეუწყობს ადგილობრივ ვალუტაში შუამავლობას... სანდო, სრულფასოვანი ინფლაციის თარგეთირება, როდესაც გაცვლითი კურსი თავისუფლად მიშვებული და ლიმიტირებულია მხოლოდ ფასების სტაბილურობის თვალსაზრისით, არის ეტაპობრივად დოლარიზაციის შემცირების საშუალება“.

ფისკალური პოლიტიკის მხრიდან ადგილობრივი ფინანსური ბაზრების გამოყენება ასევე უწყობს ხელს დოლარიზაციის შემცირებას – Galindo and Leiderman (2005):

„ამ მხრივ მთავრობის სტრატეგიაა ფიქსირებულ საპროცენტო განაკვეთიანი 3, 5 და 10 წლიანი ფასიანი ქაღალდების გამოშვება. ამ გზით მცირდება არამართო საპროცენტო განაკვეთების რისკი, არამედ ასევე იგება შემოსავლიანობის მრუდიც, რაც სხვა ფინანსური ინსტრუმენტების განვითარებას უწყობს ხელს“.

ამასთან, როგორც ზემოთ მოყვანილ ციტატებშია აღნიშნული ადგილობრივი ვალუტის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობის უზრუნველყოფა აუცილებელია მათი მიმზიდველობის გაზრდისთვის. შესაბამისად, ლიკვიდობის ინსტრუმენტების შეზღუდვას (გარდა იმისა, რომ შემოსავლიანობის მრუდს ზემოთ წევს და სახელმწიფო ბიუჯეტს უქმნის პრობლემებს) ფართომასშტაბიანი დანაკარგიც აქვს – იგი ხელს უშლის დედოლარიზაციის პროცესს და ამით აფერხებს გრძელვადიან პერიოდში შოკების მიმართ ეკონომიკის მდგრადობის გაუმჯობესებას.



დასკვნა: მცურავი გაცვლითი კურსი ამცირებს მორალური რისკის პრობლემას და ამით ხელს უწყობს დოლარიზაციის შემცირებას. ამასთან, მაშინ როდესაც მცურავი კურსი დედოლარიზაციისთვის აუცილებელია, იგი საკმარისი არ არის. ასევე აუცილებელია არსებობდეს ლიკვიდური ადგილობრივი ვალუტის ბაზარი. აგრეთვე მნიშვნელოვანია ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა, რათა კონცენტრირება მოახდინოს ინფლაციაზე, ვინაიდან რაც დოლარიზაციის შემცირებას უწყობს ხელს ეს სტაბილური ინფლაციისა და მცურავი გაცვლითი კურსის ერთობლიობაა.

მცდარი მოსაზრება №9: „მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირებით სებ-ს ღარის გამყარება შეიძლება“

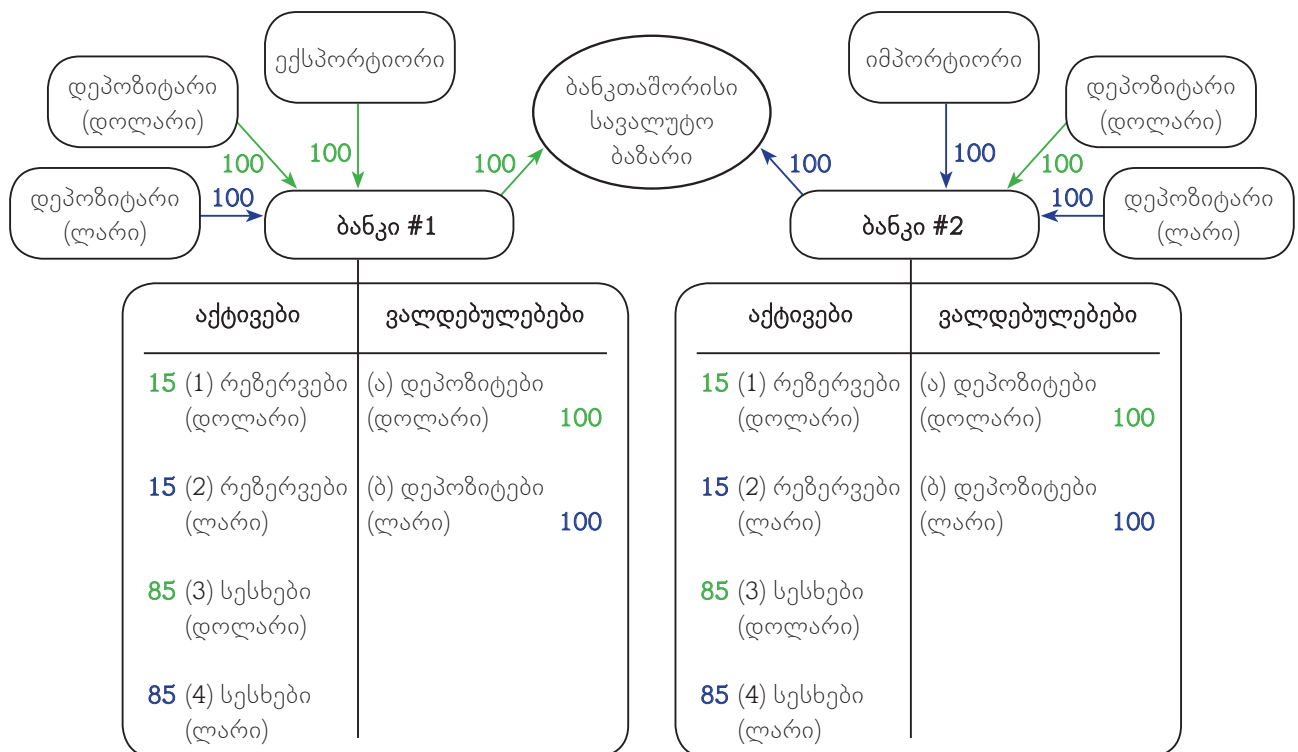
შემდეგი კრიტიკა, რომელიც ხშირად გამოთქმულა სებ-ის მიმართ ღარის ბოლოდროინდელ გაუფასურებასთან დაკავშირებით, ეხება მინიმალურ სარეზერვო მოთხოვნებს. კერძოდ, არსებობს მოსაზრება, რომ სებ-ს უცხოურ ვალუტაში მოზიდული სახ-

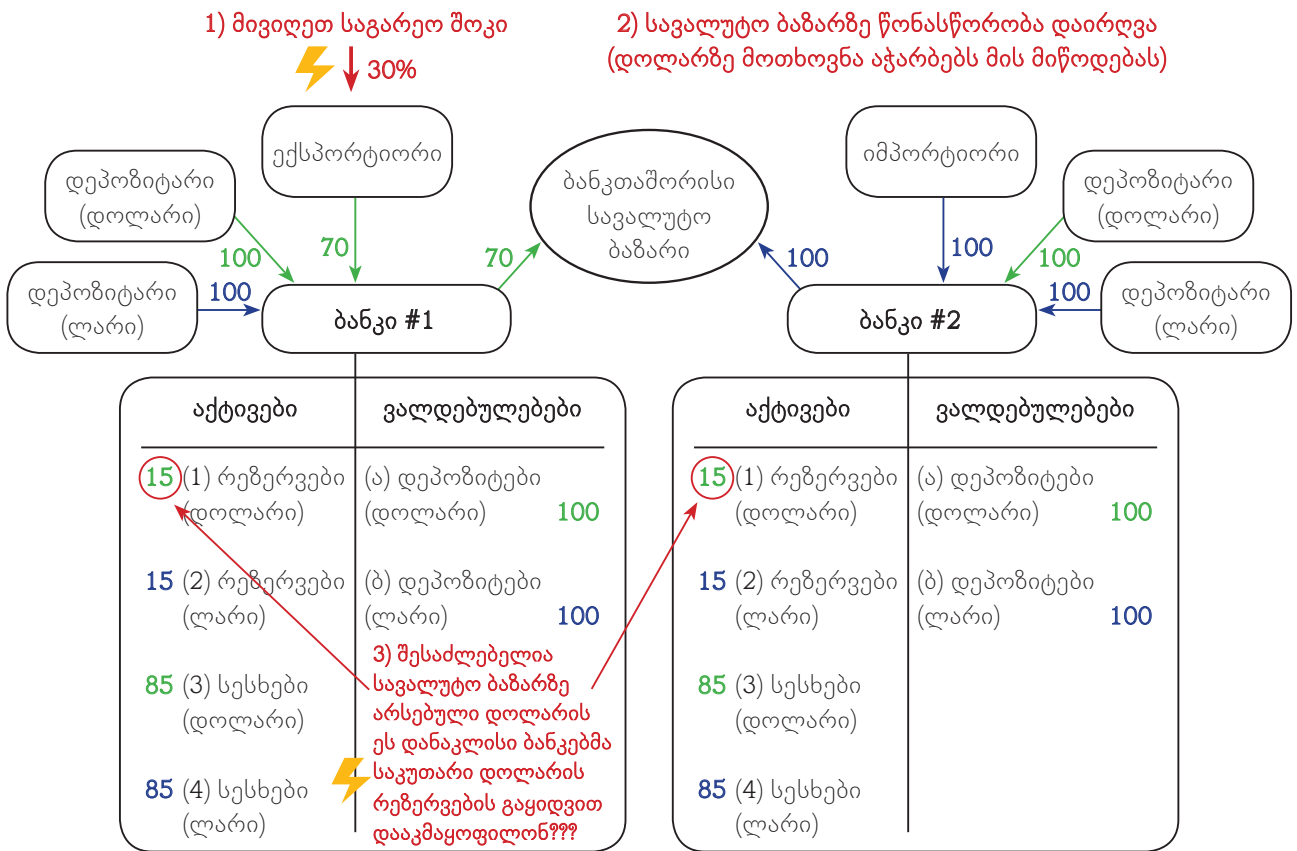
სრებისთვის მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირებით შეეძლო, სავალუტო ბაზრისთვის დოლარი გამოეთავისუფლებინა და ამით ღარის გამყარებისთვის შეეწყო ხელი. სინამდვილეში ესეც მცდარი მოსაზრებაა და განვიხილოთ, რატომ?

პირველ რიგში, მარტივად რომ ვთქვათ, მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნა არის ცენტრალური ბანკის რეგულაცია, რომლის მიხედვითაც კომერციულმა ბანკებმა მათ მიერ მოზიდული დეპოზიტების გარკვეული ნაწილი სავალდებულოდ უნდა შეინახონ რეზერვად (არათუ სესხად გასცენ). შესაბამისად, თუ გვინდა გავიგოთ, მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების ცვლილება რა გავლენას მოახდენს მაკროეკონომიკაზე (მათ შორის გაცვლით კურსზე), პირველ რიგში უნდა ვნახოთ ეს ცვლილება რა გავლენას მოახდენს კომერციული ბანკების საქმიანობაზე. ამიტომ განვიხილოთ ის მექანიზმი, თუ როგორ მოქმედებენ ბანკები მინიმალურ სარეზერვო მოთხოვნებთან და სავალუტო ბაზართან დაკავშირებით.

ნახაზზე 1 წარმოდგენილია ორი რეპრეზენტატიული ბანკი. ბანკების უცხოური ვალუტის ვალდებულებებს დავარქვათ დოლარის დეპოზიტები, ხოლო ადგილობრივი ვალუტისას – ღარის დეპოზი-

ნახაზი 1.





ტები. ასევე, ქვეყანაში უცხოური ვალუტის შემოდინების წყაროებს დავარქვათ ექსპორტიორი, ხოლო გადინების წყაროებს – იმპორტიორი. ამასთან დავუშვათ, რომ მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნა არის 15%, როგორც ადგილობრივი ვალუტისთვის ასევე უცხოურისთვის (თუმცა კონკრეტულ რიცხვებს აქ, რა თქმა უნდა, მნიშვნელობა არ აქვს, მთავარია მოქმედების მექანიზმი). ასევე, მოვახდინოთ თანხების ნორმალიზება: თითოეული ტიპის დეპოზიტარს ბანკში აქვს 100 ერთეული, ექსპორტიორს სურს 100 ერთეული უცხოური ვალუტის გაყიდვა, ხოლო იმპორტიორს – 100-ს ყიდვა. ასევე მოვახდინოთ გაცვლითი კურსის ნორმალიზება 1-ზე (საწყის პერიოდში 1 უცხოური ვალუტა უდრის 1 ადგილობრივ ვალუტას).

ბანკმა რომ მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნა დააკმაყოფილოს, მოზიდული დეპოზიტის 15% უნდა შეინახოს, ხოლო დანარჩენი 85% შეუძლია სესხად გასცეს. დავუშვათ ასევე აკეთებენ ბანკები და ზედმეტ რეზერვებს არ ინახავენ, რადგან თუ ბანკს ზედმეტი

რეზერვი აქვს, მაშინ მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნის შემცირებასაც ამრიგად ეკარგება. ამრიგად, ბანკები დეპოზიტად მოზიდული 100 დოლარიდან 85-ს სესხად გასცემენ, ხოლო 15-ს ინახავენ, როგორც სავალდებულო რეზერვს. ანალოგიურად ლარისთვის.

სანამ საგარეო შოკის განხილვაზე გადავალთ, უნდა აღვნიშნოთ, რომ ბანკებს მოეთხოვებათ მათი სავალუტო პოზიცია იყოს დახურული (უფრო ზუსტად რომ ვთქვათ ნორმის ფარგლებში), რაც იმას ნიშნავს, რომ რეგულაციის მიხედვით ბანკებს არ შეუძლიათ ჰქონდეთ ბევრად უფრო მეტი (ან უფრო ნაკლები) უცხოური ვალუტის ვალდებულებები ვიდრე უცხოური ვალუტის აქტივები. ნახაზზე 1 ეს იმას ნიშნავს, რომ თითოეული ბანკის დოლარის დეპოზიტი უნდა იყოს იმდენი რამდენიცაა მისი დოლარის აქტივები (ნახაზზე: დოლარის რეზერვები + დოლარის სესხები). აქედან გამომდინარე, შეუძლია თუ არა ბანკს, მაგალითად, მისი ლარის რეზერვები გადაიყვანოს დოლარში? თუ ის ასე იზამს, მას სავალუტო პოზიცია გაეხსნება. ნახაზი 1-ის მაგალით-



ზე ეს ნიშნავს, რომ ლარის რეზერვები (რომელიც იყო 15) გადავა დოლარის რეზერვებში (რომელიც ასევე 15 იყო მანამდე და შემდეგ 30 გახდა). შედეგად, დოლარის აქტივები (15+15+85=115) გახდება უფრო მეტი ვიდრე დოლარის ვალდებულებები (100). მაგრამ, როგორც ვთქვით, ბანკს ასეთი ღია სავალუტო პოზიციის შენარჩუნების უფლება არ აქვს. შესაბამისად, იგი ამას ვერ იზამს. ცხადია, ბანკი ვერც პირიქით იზამს – დოლარის რეზერვების გადაყვანა ლარის რეზერვებში ასევე გახსნის სავალუტო პოზიციას, რაც რეგულაციით არ შეიძლება რომ შენარჩუნდეს.

ახლა დავუშვათ, რომ მივიღეთ საგარეო შოკი, რომელიც ვალუტის შემოდინების 30%-ით შემცირებაში გამოიხატა. ჩვენს მარტივ მაგალითში ეს იმას ნიშნავს, რომ 100-ის ნაცვლად ექსპორტიორს გასაყიდად აქვს 70 დოლარი. იხ. ნახაზი 2.

აქ ხდება უკვე აქტუალური ის მთავარი კითხვა რითიც დავიწყეთ: მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირებით შეუძლია თუ არა ცენტრალურ ბანკს, რომ სავალუტო ბაზარს გამოუთავისუფლოს დოლარი საგარეო შოკის დროს და ამით გაანეიტრალოს გაუფასურების ზეწოლა? სხვაგვარად რომ დავსვათ კითხვა, თუკი ცენტრალური ბანკი მინიმალურ სარეზერვო მოთხოვნებს შეამცირებს (დოლარისთვის), მიეცემათ თუ არა კომერციულ ბანკებს საშუალება, რომ ეს გამოთავისუფლებული დოლარები სავალუტო ბაზარზე გაიტანონ?

აქ შესაძლოა ვიფიქროთ, რომ რადგან ქვეყანაში შემოდის 30 დოლარით ნაკლები, ხოლო ბანკებს რეზერვებად აქვთ 30 დოლარი (ჩვენს მაგალითში ორივე ბანკს ერთად), მაშინ ბანკები სავალუტო ბაზარზე მათი რეზერვების გამოტანით დააბალანსებენ ქვეყანაში ვალუტის შემოდინების დანაკლისს საკუთარი რეზერვების გაყიდვით (ვინაიდან ვამბობთ, რომ მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების 0-მდე შემცირების შემდეგ ბანკები ვალდებულები აღარ იქნებიან ეს რეზერვები შეინახონ).

სინამდვილეში ზემოთ დასმულ კითხვაზე პასუხია: არა, ბანკებს არ შეეძლებათ დამატებით მათი დოლარის რეზერვები სავალუტო ბაზარზე გაიტანონ, თუნდაც ეს რეზერვები აღარ იყოს საჭირო მინიმალური მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად. ამის მიზეზი კი ისაა, რაზეც ზემოთ ვისაუბრეთ, კერძოდ, სავალუტო პოზიცია. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, თუკი ბანკი დო-

ლარის რეზერვებს გაყიდის და მის სანაცვლოდ ლარს მიიღებს, ეს ნიშნავს, რომ მისი დოლარის ვალდებულებები იქნება უფრო მეტი ვიდრე აქტივები. ნახაზზე ეს ნიშნავს რომ დოლარის დეპოზიტები (100) იქნება უფრო მეტი ვიდრე დოლარის აქტივები (85).

ამის შემდეგ შესაძლოა, არგუმენტი იყოს, რომ თუ ბანკი გამოთავისუფლებულ დოლარს სავალუტო ბაზარზე ვერ გაყიდის, მაშინ სესხად მაინც გასცემს, რამაც ასევე უნდა შეუწყოს ხელი ლარის გაცვლით კურსს. სინამდვილეში არც ესაა ბოლომდე სწორი. მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების ცვლილება ბანკს უბიძგებს შეცვალოს საპროცენტო განაკვეთები არამართო დოლარის სესხებზე, არამედ ასევე დოლარის დეპოზიტებზეც. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, აღნიშნული სარეზერვო მოთხოვნების შემცირება ნიშნავს, რომ ბანკს გაუადვილდება შუამავლობა დოლარში. ამას კი ბანკმა დოლარის დეპოზიტების განაკვეთის მცირედი ზრდით, ხოლო დოლარის სესხების განაკვეთის მცირედი შემცირებით უნდა უპასუხოს. შედეგად, მართალია გაიზრდება დოლარის სესხები, მაგრამ ასევე გაიზრდება დოლარის დეპოზიტებიც. ანუ გაიზრდება დოლარიზაცია, რომელიც სათუთა ლარის გამყარებას შეუწყობს ხელს თუ პირიქით. ამის საპირისპიროდ, სათუთ არ არის ის, რომ ვალდებულებების დოლარიზაციის ზრდა კიდევ უფრო დაასუსტებს ეკონომიკის მდგრადობას საგარეო შოკების მიმართ.

მიუხედავად ამისა, მხოლოდ სესხების მხარესაც რომ ვუყუროთ, ეს ნიშნავს, რომ დოლარის სესხების მოცულობის ზრდას ექნება ერთგვარი ეფექტი, რაც სავალუტო ინტერვენციის მსგავსი შეიძლება იყოს. გრძელვადიანი საგარეო შოკის დროს კი სავალუტო ინტერვენცია რომ არასწორია უკვე განვიხილეთ პირველ თავში. ამასთან, დოლარის ვალდებულებების ზრდა ნიშნავს, რომ მომავალში დაგჭირდება მეტი ვალდებულებების დაფარვა. ეს გაცვლით კურსზე ზეწოლას მომავალში გადაიტანს, რაც უფრო მტკივნეული აღმოჩნდება შემდეგში გაზრდილი დოლარიზაციის პირობებში.

და ბოლოს, მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირებით, მცირდება ცენტრალური ბანკის მთლიანი (gross) საერთაშორისო რეზერვების მოცულობა. აღნიშნული სტატისტიკა მნიშვნელოვანი ინდიკატორია ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობის შესაფასებლად და თუ იგი ადევკატურ დონეზე დაბალია, შესაძლოა უარყოფითად იმოქმედოს უცხოურ ინვესტიციებზე და ამით, ისედაც შემცირებული სავა-

ლუტო შემოდინებების ფონზე, კიდევ უფრო დაამძიმოს საგარეო შოკი.

შესაბამისად, როდესაც პრობლემაა დოლარის შემოდინების დანაკლისი მთლიანად ეკონომიკაში, მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირებას სტაბილიზაციის ეფექტი ვერ ექნება.

ნიშნავს ეს იმას თუ არა, რომ მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების ცვლილებას არაფერი სარგებელი არ ჰქონია? რა თქმა უნდა, არა. მათი ცვლილება მართლაც მნიშვნელოვანი სტაბილიზაციის ინსტრუმენტი შეიძლება იყოს გარკვეულ შემთხვევებში. განვიხილოთ ასეთი შემთხვევა ნახაზზე 3, სადაც ნაჩვენებია საბანკო ნდობის შოკის მაგალითი.

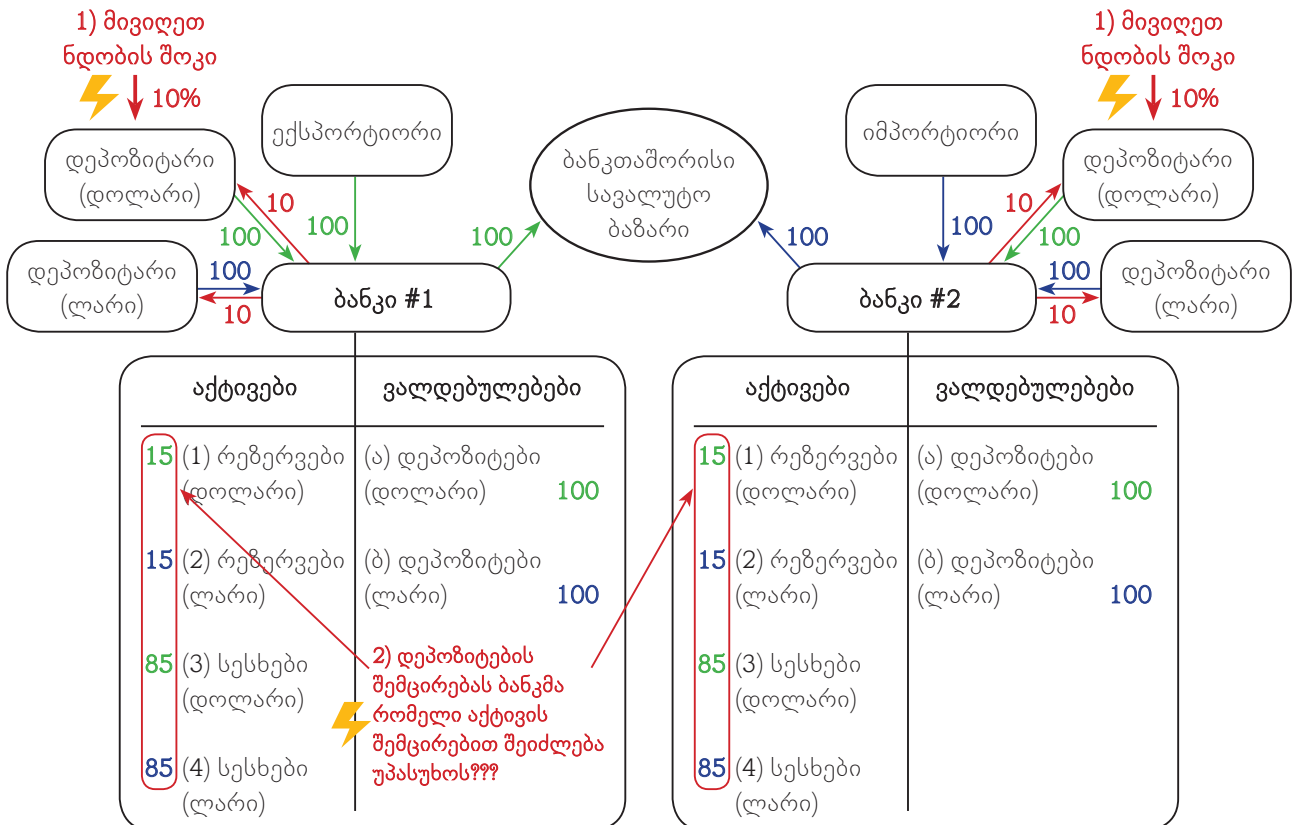
კერძოდ, დავუშვათ, რომ გარკვეული მიზეზების გამო დეპოზიტარების 10%-მა გადაწყვიტა მათი დეპოზიტების გატანა ბანკებიდან. ანუ ხდება დეპოზიტების შემცირება 100-დან 90-მდე თითოეულ ბანკში. ამ დროს ბანკმა ამ დეპოზიტარებს აღნიშნული 10 ლარი და 10 დოლარი რა ფორმით უნდა დაუბრუნოს? მისი ერთი აქტივია სესხი, ხოლო მეორე სავალდებულო რეზერ-

ვი. სესხი ნაკლებად ლიკვიდურია და ამიტომ რთულია მისი გამოყენება დეპოზიტარის მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად (ბანკი ამ თანხას ასე უცებ ვერ ამოიღებს; ან უფრო დინამურად რომ განვიხილოთ, ახალ სესხს ვედარ გასცემს), ხოლო რეზერვი სავალდებულოა და მისი მეტად შემცირება აღარ შეუძლია. ასეთ შემთხვევაში ბანკი აღმოჩნდება რთულ სიტუაციაში, როცა დეპოზიტარის მოთხოვნების დაკმაყოფილება გაუჭირდება, რამაც შესაძლოა კიდევ უფრო გაამძაფროს ნდობის შოკი. ამ დროს, მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირებით, ცენტრალური ბანკი კომერციულ ბანკს საშუალებას აძლევს, დააკმაყოფილოს დეპოზიტარის მოთხოვნა გართულებების გარეშე.

შესაბამისად, როდესაც სახსრების გადინების პრობლემა აქვთ თავად კომერციულ ბანკებს, მაშინ მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირება მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტი შეიძლება იყოს დოლარის ლიკვიდობის გამოსათავისუფლებლად.

აღნიშნული ნახაზებიდან შეიძლება იმის დანახვა, რომ ქვეყანაში გაცვლით კურსს კომერციული ბანკები არ ადგენენ. კომერციული ბანკი ბანკთაშო-

ნახაზი 3.





რის სავალუტო ბაზარზე მისი კლიენტისაგან დამოუკიდებლად დოლარზე ვერც განგრძობით მოთხოვნას გააჩენს და ვერც მის მიწოდებას, ვინაიდან ამის გაკეთების საშუალებას მას სავალუტო პოზიციასთან დაკავშირებული რეგულაცია არ აძლევს. კერძოდ, თუ კომერციული ბანკი მისი კლიენტის მოთხოვნის გარეშე იყიდის (გაყიდის) ბანკთაშორის სავალუტო ბაზარზე დოლარს, მაშინ მისი დოლარის აქტივები ბევრად უფრო მეტი (ნაკლები) აღმოჩნდება ვიდრე ვალდებულებები, რისი შენარჩუნების უფლებაც მას, როგორც ვთქვით, არ აქვს. შესაბამისად, კომერციული ბანკები ბანკთაშორის სავალუტო ბაზარზე ვაჭრობით ასრულებენ შუამავლის ფუნქციას უცხოური ვალუტის გამყიდველებსა და მყიდველებს შორის.

აქვე აღსანიშნავია, რომ პრაქტიკაში ღია სავალუტო პოზიცია ყოველთვის 0-ის ტოლი არ არის, არამედ აქვს გარკვეული ლიმიტი. სებ-ის წესის მიხედვით ღია სავალუტო პოზიცია არ უნდა აღემატებოდეს კომერციული ბანკის საზედამხედველო კაპიტალის 20%-ს. შესაბამისად, ტექსტში დახურულ სავალუტო პოზიციაში იგულისხმება ისეთი სავალუტო პოზიცია, რომელიც ლიმიტის ფარგლებში ჯდება. უნდა აღვნიშნოთ, რომ ამ მომენტს ზემოთ გაკეთებულ დასკვნაზე გავლენა არ აქვს, ვინაიდან საზედამხედველო კაპიტალი არ იცვლება მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნის ცვლილების დროს და, შესაბამისად, ბანკს იმ ნიშნულამდე შეეძლება სავალუტო პოზიციის გახსნა მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნის შეცვლის შემდეგ, რა ნიშნულამდეც მანამდე შეეძლო.

დასკვნა: მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირება უცხოურ ვალუტაში მოზიდული სახსრებისთვის შესაძლოა მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტი იყოს დოლარის ლიკვიდობის მისაწოდებლად, როდესაც კომერციულ ბანკებს აქვთ სახსრების გადინების პრობლემა. თუმცა, როდესაც თავად ეკონომიკას აქვს უცხოური ვალუტის შემოდინების (საგარეო შოკის) პრობლემა, მაშინ მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირება ვერ იქნება სტაბილიზაციის ინსტრუმენტი. ამასთან, მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირება ხელს შეუწყობს დოლარიზაციის ზრდას, რაც კიდევ უფრო დაასუსტებს ეკონომიკის მდგრადობას საგარეო შოკების მიმართ. შედეგად, საგარეო შოკის პირობებში მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების შემცირებას ან არანაირი მნიშვნელოვანი ეფექტი არ ექნება ეკონომიკაზე, ან – უარყოფითი.

მცდარი მოსაზრება №10: „რეფინანსირების სესხების მოცულობის შემზღვევით სებ-ს ეკონომიკური/ფინანსური სტაბილურობის ხელშეწყობა შეუძლო“

რეფინანსირების სესხები ბოლო პერიოდის ერთ-ერთი ყველაზე აქტუალური თემაა სებ-ის მონეტარულ პოლიტიკასა და ლარის გაცვლით კურსთან დაკავშირებით. არსებობს მოსაზრება, რომ რეფინანსირების სესხები არის ლარის გაუფასურების მიზეზი და, შესაბამისად, სებ-ს აღნიშნული სესხების მოცულობის შემზღვევით შეეძლო ხელი შეეწყო ეკონომიკური/ფინანსური სტაბილურობისთვის. სინამდვილეში, ესეც მცდარი მოსაზრებაა, ვინაიდან აღნიშნული დასკვნა დაფუძნებულია მხოლოდ ნაწილობრივ ანალიზზე და არ ითვალისწინებს ლიკვიდობის მნიშვნელოვანი შემზღვევის ყველა შედეგს მთლიანად ეკონომიკისთვის.

სიცხადისთვის საკითხის განხილვა დავყოთ ორ ნაწილად. პირველ რიგში, ნაკლებად ტექნიკურ ენაზე განვიხილოთ ზოგადად თუ რა პოტენციური შედეგები ექნება ეკონომიკისთვის რეფინანსირების სესხების შემზღვევას. შემდეგ კი განვიხილოთ აღნიშნული საკითხები უფრო დეტალურად საერთაშორისო ლიტერატურისა და კვლევების გამოყენებით.

ზოგადი სურათი

სებ-ის მიერ რეფინანსირების სესხების შემზღვევა გამოიწვევს ფინანსურ ბაზარზე ლარის ლიკვიდობის დეფიციტს. შედეგად, ლარის ფულად ბაზარზე მნიშვნელოვნად გაიზრდება საპროცენტო განაკვეთები. ამასთან, როგორც ვიცით, ვალუტის ფასი წარმოდგენილია მისი საპროცენტო განაკვეთით. შესაბამისად, ლარის საპროცენტო განაკვეთების ზრდა პირველ ეტაპზე მართლაც გამოიწვევს ლარის გარკვეულ გამყარებას. სწორედ ეს იყო ხოლმე სებ-ის მიმართ კრიტიკის საფუძველი, რომ თითქოს რეფინანსირების სესხების მოცულობა უნდა შემცირებულიყო გაცვლითი კურსის დასაცავად. თუმცა, თუ ანალიზისას აქ გავჩერდებით, შეცდომაში შევალთ, ვინაიდან რეფინანსირების სესხების მოცულობის შემზღვევით მიღწეულ ლარის გამყარებას მნიშვნელოვანი ხარჯები აქვს. ეს

ხარჯები კი ბევრად უფრო მძიმე ტვირთად დააწვება ეკონომიკას ვიდრე ის შვება, რასაც გაცვლითი კურსის დროებითი გამყარება მოიტანს. ამიტომ აუცილებელია, რომ არ გამოგვრჩეს მხედველობიდან ლიკვიდობის შეზღუდვის ეს უარყოფითი ეფექტები.

რეფინანსირების სესხების შეზღუდვა, პირველ ეტაპზე, გავლენას მოახდენს კომერციული ბანკების საქმიანობაზე, ხოლო შემდეგ მთლიანად ეკონომიკაზე. აღნიშნული სესხების მოცულობის მნიშვნელოვანი შეზღუდვით ბანკებს გაუჩნდებათ ლიკვიდობის დეფიციტი, რაც ხელს შეუშლის მათ მიერ კლიენტების დავალებების დროულად შესრულებას. ეს ნიშნავს, რომ ბანკები ლიკვიდობის დეფიციტის პირობებში ლარის რესურსის შესანარჩუნებლად შეაჩერებენ სესხების გაცემას და გაზრდიან საპროცენტო განაკვეთებს. ამის შემდეგ, საპროცენტო განაკვეთების მკვეთრი ზრდა და კრედიტების ხელმისაწვდომობის შემცირება მნიშვნელოვნად შეამცირებს ეკონომიკურ აქტივობას. გარდა ამისა, საპროცენტო განაკვეთების ასეთი ზრდა შეამცირებს აქტივების ფასებს, რაც კიდევ უფრო შეაფერხებს ფინანსურ შუამავლობასა და ეკონომიკურ ზრდას. ამას ემატება ისიც, რომ ნომინალური შემოსავლების (ხელფასების, მოგებების და ა.შ.) შემცირება გაზრდის ვალის მომსახურების ტვირთს ყველა (როგორც ლარის, ასევე უცხოური ვალუტის) მსესხებლისთვის. ეს კი ეკონომიკური აქტივობის შემცირებას კიდევ უფრო დააჩქარებს.

ეკონომიკის გარდა, რეფინანსირების სესხების შეზღუდვას უარყოფითი გავლენა ექნება სახელმწიფო ბიუჯეტზეც. კომერციული ბანკები ლარის ლიკვიდობის დეფიციტის შესავსებად აქტიურად დაიწყებენ მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გაყიდვას. შედეგად, მკვეთრად გაიზრდება აღნიშნულ ფასიან ქაღალდებზე საპროცენტო განაკვეთები (ანუ შემცირდება მათი ფასი). ეს კი მნიშვნელოვნად გაართულებს ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსებას (მნიშვნელოვნად გაიზრდება მისი დაფინანსების ხარჯი). ამასთან ერთად, შემცირებული ნომინალური მშპ-ს ფონზე შემცირდება საგადასახადო შემოსავლები. აღნიშნული გამოიწვევს ბიუჯეტის დეფიციტის მკვეთრ ზრდას, რაც კიდევ უფრო შეანელებს ეკონომიკურ აქტივობას, ვინაიდან მნიშვნელოვანი ფისკალური კონსოლიდაცია გახდება საჭირო.

გარდა ზემოაღნიშნულისა, რეფინანსირების სესხების მოცულობის შეზღუდვა გამოიწვევს ფინანსურ ბაზარზე რეფინანსირებისადმი (როგორც ლიკვიდო-

ბის მართვის მოქნილი ინსტრუმენტისადმი) ნდობის დაკარგვას. შედეგად, ბაზარზე მნიშვნელოვნად გაიზრდება საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა (ისე როგორც ეს რეფინანსირების ინსტრუმენტის შემოღებამდე იყო) და, შესაბამისად, რისკ პრემიები. ეს კი იმას ნიშნავს, რომ შემცირდება არამართო მიმდინარე ეკონომიკური ზრდა, არამედ ასევე გრძელვადიანი (პოტენციური) ეკონომიკური ზრდაც. აქედან გამომდინარე, თუ მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება გარდაუვალია, მაშინ სჯობს გამკაცრება მოხდეს უფრო საბაზრო მექანიზმით – საპროცენტო განაკვეთების (ანუ ფასის) აწევით – და არა მოცულობების კონტროლით.

შესაბამისად, ამ მარტივი ანალიზითაც შეიძლება დავასკვნათ, რომ რეფინანსირების სესხების მოცულობის მნიშვნელოვან შეზღუდვას აქვს ბევრად უფრო მეტი უარყოფითი შედეგი ვიდრე დადებითი. მიუხედავად ამისა, მეტი დამაჯერებლობისთვის აუცილებელია საკითხის უფრო დეტალური განხილვა ლიტერატურაში არსებულ კვლევებსა და საერთაშორისო გამოცდილებაზე დაყრდნობით.

საერთაშორისო კვლევები

უნდა შეამციროს თუ არა ცენტრალურმა ბანკმა საგარეო შოკის დროს რეფინანსირების სესხების მოცულობა? სანამ ამ საკითხს განვიხილავთ, პირველ რიგში უნდა დავაზუსტოთ, თუ რას ნიშნავს მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება. აქ უნდა აღვნიშნოთ ერთი მნიშვნელოვანი განსხვავება მონეტარული თარგეთირების რეჟიმსა და ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმს შორის. მონეტარული თარგეთირების დროს ცენტრალური ბანკის ოპერაციული მიზანი არის ფულადი აგრეგატი, ხოლო ინფლაციის თარგეთირების დროს კი – საპროცენტო განაკვეთი. შესაბამისად, მონეტარული თარგეთირების დროს მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება იქნებოდა რეფინანსირების სესხების მოცულობის შემცირება, ხოლო ინფლაციის თარგეთირების დროს კი – რეფინანსირების სესხების საპროცენტო განაკვეთის ზრდა. ეს ორი გზა, ერთი შეხედვით, ერთმანეთის მსგავსია, ვინაიდან ნებისმიერი ცენტრალური ბანკი არის ადგილობრივი ვალუტის ერთადერთი მიწოდებელი და, შესაბამისად, ის მისი ვალუტის ფასს გააძვირებს (საპროცენტო განაკვეთს აწევს) თუ მის მიწოდებას შეამცირებს (რაც იგივე ფასის გაძვირება გამოვა), შედეგი ორივე შემთხვევაში გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკაა.



მიუხედავად ამ მსგავსებისა, ინფლაციის თარგეთირება (მონეტარული პოლიტიკის წარმოება საპროცენტო განაკვეთების მეშვეობით) უფრო და უფრო მეტი პოპულარობით სარგებლობს მთელს მსოფლიოში, რის ახსნაც (ინფლაციის თარგეთირების მეტი ტრანსპარენტულობის გარდა) ფულზე მერყევი მოთხოვნის არსებობით შეიძლება. მონეტარული თარგეთირების დროს თუ უცებ გაიზრდება ფულზე მოთხოვნა ამას მოჰყვება საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, ვინაიდან ამ რეჟიმის დროს ფულის მიწოდება (მაგ. რეფინანსირების სესხების მოცულობა) უცვლელი იქნებოდა. ინფლაციის თარგეთირების დროს კი თუ უცებ გაიზრდება ფულზე მოთხოვნა ამას მოჰყვება ფულის მიწოდების ანალოგიური ზრდა, ვინაიდან ცენტრალური ბანკის საოპერაციო მიზანია საპროცენტო განაკვეთის სტაბილურობა. ხოლო იქიდან გამომდინარე, რომ ფულზე მოთხოვნა ძალიან მერყევია, ცხადია, რომ მონეტარული თარგეთირების რეჟიმის დროს საპროცენტო განაკვეთებიც საკმაოდ მერყევია. მაგ. იხ. Clarida, Gali and Gertler (1999):

„დიდი დაუკვირვებადი შოკები, რომელიც ახასიათებს ფულზე მოთხოვნას, იწვევს საპროცენტო განაკვეთების მაღალ მერყეობას, როდესაც მონეტარული აგრეგატი არის გამოყენებული, როგორც პოლიტიკის ინსტრუმენტი. დიდწილად ამიტომაც, რომ საპროცენტო განაკვეთის ინსტრუმენტი არის უპირატესი“.

ამას ადასტურებს IMF (2014)-ის კვლევა:

„ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში, ქვეყნების დაახლოებით ნახევარმა განიცადა ორი ან მეტი სტრუქტურული ცვლილება ფულის მულტიპლიკატორსა და ფულის ბრუნვის სიჩქარეში. ეს ცვლილებები იწვევს: (i) შუალედურ მიზანსა (ფართო ფულსა) და პოლიტიკის ინსტრუმენტს (სარეზერვო ფულს) შორის კავშირის არასტაბილურობას, რაც ართულებს ფულის მიწოდების კონტროლს მონეტარული თარგეთირების დროს; და (ii) არასტაბილურ და არაპროგნოზირებად მოთხოვნას ფულზე, რაც გაურკვეველს ხდის მონეტარულ აგრეგატსა და ინფლაციას ან რეალურ ეკონომიკას შორის არსებულ კავშირებს“.

შესაბამისად, მონეტარული აგრეგატების (მოცულობების) მართვას აქვს გარკვეული პრობლემები: (1) ზრდის საპროცენტო განაკვეთების მერყეობას, რაც იწვევს რისკ პრემიების ზრდას და აფერხებს

გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდას; (2) გაურკვეველს ხდის მონეტარული პოლიტიკის პოზიციას, ვინაიდან ფულის მასასა და ინფლაციას შორის კავშირი თანდათან უფრო ბუნდოვანი ხდება.

შესაბამისად, არცაა გასაკვირი, რომ მრავალი ქვეყანა გადადის ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე. იხ. IMF (2014):

„მაშინ როდესაც ზოგი ქვეყანა ოფიციალურად გადავიდა ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე, სხვებმა შეიმუშავეს მსგავსი ჩარჩო, რომელიც ითვალისწინებს მიზნის მეტ მოქნილობას ფულზე მერყევი მოთხოვნის საპასუხოდ, საპროცენტო განაკვეთის გამოყენებას მონეტარული პოლიტიკის პოზიციის განსასაზღვრად და ინფლაციის არაცხად მიზნობრივ მაჩვენებლებს“.

Gerald Bouey-მ, კანადის ცენტრალური ბანკის ყოფილმა მმართველმა ეს სიტუაცია კარგად დაახასიათა:

„ჩვენ არ მიგვიტოვებია მონეტარული აგრეგატები, მათ მიგვატოვეს ჩვენ“.

აქედან გამომდინარე, როდესაც თანამედროვე ლიტერატურაში საუბარია მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებაზე, როგორც წესი, ყოველთვის აანალიზებენ რეფინანსირების სესხების (ან ზოგადად მონეტარული პოლიტიკის) საპროცენტო განაკვეთებს და არა რეფინანსირების სესხების მოცულობას. ეს კი იმას ნიშნავს, რომ თუ მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება აუცილებელია, სჯობს გამკაცრება მოხდეს საპროცენტო განაკვეთების აწევით და არა მოცულობების კონტროლით, ვინაიდან ამით თავიდან ავიცილებთ საპროცენტო განაკვეთებისა და ეკონომიკის ზედმეტ მერყეობას.

რაც შეეხება იმ კითხვას, საგარეო შოკის დროს გაცვლითი კურსის გაუფასურების თავიდან ასაცილებლად უნდა გაამკაცროს ცენტრალურმა ბანკმა მონეტარული პოლიტიკა თუ არა, აღნიშნულ საკითხზე საერთაშორისო კვლევები მრავლადაა. დავიწყოთ Batini, Levine and Pearlman (2007)-ის დოლარიზაციის გათვალისწინებით გაკეთებული კვლევით.

„მონეტარული პოლიტიკის პირდაპირ გაცვლით კურსზე პასუხი ზრდის საპროცენტო განაკვეთების მერყეობას, რაც აძლიერებს ყველა მაკრო ცვლადსა და საზოგადოებრივ დანაკარგზე უარყოფით გავლენას“.

ეს კვლევა ამბობს, რომ მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრი გამკაცრება, რომელიც კურსის დაცვის მიზნით ხდება, ბოლო-ბოლო უარეს შედეგს იძლევა ეკონომიკისთვის. თუმცა, რა თქმა უნდა, ეს იმას არ ნიშნავს, რომ გაცვლით კურსზე ცენტრალურ ბანკს რეაქცია არ უნდა ჰქონდეს, თუ ეს ინფლაციის მოლოდინებს ცვლის. პირიქით, ცენტრალურ ბანკს ყოველთვის უნდა ჰქონდეს რეაქცია ნებისმიერ ცვლილებაზე, რაც ინფლაციის მოლოდინებზე ახდენს გავლენას. იხ. Gertler, Gilchrist and Natalucci (2007):

„ინფლაციის თარგეთირების მოქნილი პოლიტიკა ხასიათდება მცურავი გაცვლითი კურსით და კარგად ჩამოყალიბებული ტელიორის წესით, რომლის მიხედვით საპროცენტო განაკვეთები რეაგირებს ინფლაციისა და გამოშვების გაპის დასასტაბილურებლად... ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პოლიტიკას შეუძლია მიგვიყვანოს ბევრად უფრო დიდ საზოგადოებრივ დანაკარგამდე ფინანსური კრიზისის დროს, ვიდრე ეს იქნებოდა მოქნილი ინფლაციის თარგეთირების პოლიტიკის დროს“.

ანუ ეს ავტორებიც ამბობენ, რომ საპროცენტო განაკვეთების ზრდა გაცვლითი კურსის დაცვის მიზნით არაა გამართლებული, მაგრამ გამართლებულია ინფლაციის მოთოკვის მიზნით (ანუ როდესაც მონეტარული პოლიტიკა მიჰყვება ტელიორის ტიპის წესს). აღნიშნულიდან გამომდინარეობს, რომ ფასებისა და ხელფასების მერყეობა ბევრად უფრო საზიანოა ეკონომიკისთვის ვიდრე გაცვლითი კურსის მერყეობა, ვინაიდან ზედმეტად მერყევი ინფლაცია იწვევს რესურსების მნიშვნელოვან მისალოკაციას და ამით ამცირებს გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდას. ეს მომენტი არის თანამედროვე მაკროეკონომიკის ერთ-ერთი ძირითადი საკითხი. მაგ. იხ. Crow (1990):

„ფასების სტაბილურობა არ არის თვითმიზანი. მთავარი ისაა, რისი მოტანაც ფასების სტაბილურობას შეუძლია. აღნიშნულის შერყევა, როგორც ამას ინფლაცია აკეთებს, იწვევს ზედმეტ გაურკვევლობას და ეკონომიკას ხდის ნაკლებად ეფექტურსა და პროდუქტიულს“.

ან Hossain (2014):

„ემპირიული შედეგები გვიჩვენებს როგორც პოზიტიურ ურთიერთ-დამოკიდებულებას ინფლაციასა და

ინფლაციის მერყეობას შორის, ასევე პოზიტიურ (მაგნი) გავლენას ინფლაციის მერყეობისა უმუშევრობის დონეზე“.

ამ საკითხზე მეტი დეტალებისთვის იხ Woodford (2003), რომელსაც ლიტერატურაში ყველაზე სიღრმისეულად აქვს განხილული მონეტარულ პოლიტიკასთან დაკავშირებული კეთილდღეობის დანახარჯის (welfare loss) საკითხები.

გარდა ამისა, კურსის დაცვის მიზნით საპროცენტო განაკვეთების მკვეთრი ზრდა ამცირებს აქტივების ფასებს, რაც ეკონომიკურ ზრდას უშლის ხელს, Batini, Levine and Pearlman (2007):

„გაცვლითი კურსის ფიქსირება ან მისი მერყეობის ჩახშობა ცენტრალურ ბანკს საშუალებას არ აძლევს მონეტარული სტაბილიზაციისა, ვინაიდან იძულებული ხდება დაუშვას საპროცენტო განაკვეთების დიდი მერყეობა... საპროცენტო განაკვეთებში აგრესიული ცვლილებები კი იწვევს უარყოფით საბალანსო უწყისის ეფექტებს ადგილობრივ ეკონომიკაში კაპიტალის ხარჯის მკვეთრი ზრდის გამო, რაც ამცირებს მეწარმის წმინდა ღირებულებას და გამოშვებას“.

იხ. ასევე Mishkin (1996):

„ლიკვიდობის დანაკლისი იწვევს საპროცენტო განაკვეთების ზრდას... შედეგად საბაზრო საპროცენტო განაკვეთების ზრდა შესაძლოა დრამატული იყოს, რაც ამცირებს იმ გრძელვადიან ფასიანი ქაღალდების ღირებულებას, რომლებიც ბანკებს აქვთ აქტივებად, რაც იწვევს წმინდა ღირებულების შემცირებას და გადახდისუნარობას... საპროცენტო განაკვეთების მერყეობის შემცირებისა და გრძელვადიანი სავალლო კონტრაქტების ხელშეწყობის აუცილებლობა კიდევ ერთხელ მიგვითითებს, თუ რამდენად მნიშვნელოვანია განვითარებადი ქვეყნებისთვის, რომ ძირითადი მიზანი ფასების სტაბილურობა იყოს, ვინაიდან ამის გარეშე ადგილი ექნება საპროცენტო განაკვეთებში დიდ მერყეობას, რაც ხელს შეუშლის კერძო სექტორისთვის გრძელვადიანი ბაზრების განვითარებას“.

სიტუაციას ამძიმებს ე.წ. ფიშერის ვალის დეფლაციის ეფექტიც. კერძოდ, კურსის დაცვის მიზნით მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრი გამკაცრების შემთხვევაში მცირდება ეკონომიკური აქტივობა



და ხდება დეფლაცია. რადგან საგარეო შოკი არის გრძელვადიანი, ეს გარდაუვალია, ვინაიდან საგარეო დისბალანსის აღმოფხვრა მოითხოვს რეალური კურსის კორექტირებას, რაც ან ნომინალური კურსის გაუფასურებით უნდა მოხდეს ან დეფლაციით, Cespedes, Chang and Velasco (2004):

„მცურავი კურსის დროს საჭირო რეალური გაუფასურება ხდება ნომინალური გაუფასურების მეშვეობით, რაც უცვლელს ტოვებს ხელფასებს და დასაქმების დონეს. ფიქსირებული კურსის დროს კი რეალური გაუფასურება ხდება დეფლაციის მეშვეობით“.

ნომინალური შემოსავლების შემცირება კი ნიშნავს ვალის ტვირთის ზრდას. მართლაც რომ ვთქვათ, როგორც დოლარიზებულ ეკონომიკაში აქვს გაუფასურებას უცხოური ვალუტის ვალის მომსახურებაზე უარყოფითი გავლენა, ასევე აქვს დეფლაციას უარყოფითი გავლენა ვალის მომსახურებაზე, ვინაიდან საკრედიტო კონტრაქტები ნომინალურ გამოსახულებაშია დადებული. ამასთან, აღნიშნული ფიშერის ვალის დეფლაციის უარყოფითი ეფექტით ვალის ტვირთი ეზრდება არამხოლოდ უცხოური ვალუტის მსესხებლებს, არამედ ყველა მსესხებელს. ამაზე ამახვილებს ყურადღებას Mishkin (1996)-იც:

„განუჭვრეტელი დეფლაციის დროს, ეკონომიკის აღდგენის პროცესი შესაძლოა გადაიწვას. ამ სიტუაციაში, რომელიც Irving Fisher (1933)-ის მიერ მოხსენიებულია, როგორც ვალის დეფლაცია, განუჭვრეტელი დეფლაცია ზრდის ნომინალური ვალის მომსახურების ტვირთს და ამცირებს ფირმების წმინდა ღირებულებას. როგორც ვნახეთ, როდესაც ვალის დეფლაცია აქტუალური ხდება, არასასურველი შერჩევისა (adverse selection) და მორალური რისკის (moral hazard) პრობლემა იზრდება. შედეგად მცირდება ხარჯები ინვესტიციებზე, რაც ერთობლივ ეკონომიკურ აქტივობას ტოვებს შემცირებულს დიდი ხნის მანძილზე“.

აღსანიშნავია, რომ ზემოთ მოყვანილი კვლევები მონეტარული პოლიტიკის ანალიზისას ითვალისწინებენ საქართველოს მსგავსი ქვეყნებისთვის დამახასიათებელ მნიშვნელოვან ფაქტორსაც – ვალდებულებების დოლარიზაციას. დოლარიზაციის გათვალისწინებით, მსგავს ანალიზს აკეთებს ბევრი სხვა ნაშრომიც, სადაც, როგორც წესი, დასკვნა იგივეა. მაგ. Edwards and Levy-Yeyati (2005):

„ჩვენი ანალიზი ადასტურებს, რომ სავაჭრო პირობების შოკი უფრო დიდ გავლენას ახდენს იმ ქვეყნის ეკონომიკაზე, სადაც უფრო ხისტი გაცვლითი კურსის რეჟიმი. ამასთან ეკონომიკის პასუხი ასიმეტრიულია: უარყოფითი შოკის დროს ბევრად მეტად მცირდება, ვიდრე დადებითის დროს იზრდება... ეს ადასტურებს, რომ მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმი ამცირებს საგარეო შოკის გავლენას ეკონომიკაზე, როგორც განვითარებად ასევე განვითარებულ ქვეყნებში“.

Cespedes, Chang and Velasco (2002):

„თუნდაც (გაცვლითი კურსის) საბალანსო უწყისის ეფექტების არსებობა არ ნიშნავს მცურავი გაცვლითი კურსისა და კონტრაციული მონეტარული პოლიტიკის არასასურველობას“.

Parrado (2004):

„რაც შეეხება გაცვლით კურსს, ანალიზი ასკვნის, რომ საზოგადოებრივი დანაკარგი ბევრად მეტია მართული გაცვლითი კურსების შემთხვევაში, ვიდრე მცურავი კურსების შემთხვევაში, თუ ადგილი აქვს რეალურ და საგარეო შოკებს... საბანალსო უწყისისა და ვალდებულებების დოლარიზაციის მიუხედავად, მონეტარულ პოლიტიკაში პრიორიტეტები მაინც იგივეა“.

Leiderman, Maino and Parrado (2006):

„მიუხედავად იმისა, რომ მაღალი დოლარიზაცია საკმაოდ ცვლის მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმს და მის გავლენას რეალურ და ფინანსურ სექტორებზე, იგი არ გამოორიცხავს ინფლაციის თარგეთების, როგორც ეფექტიანი პოლიტიკის რეჟიმის, გამოყენებას“.

Carranza, Galdon-Sanchez and Gomez Biscarri (2009):

„ჩვენი კვლევა იყენებს პანელს ასზე მეტი ქვეყნით, რომელთაც ახასიათებს სხვადასხვა ზომის დოლარიზაცია და ახდენს ემპირიულ ანალიზს იმისა, თუ რა გავლენა აქვს გაცვლითი კურსის გაუფასურებას ისეთ ეკონომიკაზე, სადაც ვალდებულებების მაღალი დოლარიზაციაა... ანალიზის მიხედვით გაცვლითი კურსის რეჟიმს დიდი მნიშვნელობა აქვს: ის ქვეყნები, რომელთაც ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რე-

ვიმი აქვთ, ხასიათდებიან უფრო მეტად უარყოფითი საბალანსო უწყისის ეფექტით ეკონომიკაზე“.

Scott, Restrepo and Garcia (2009):

„წონა გაცვლით კურსზე ჰიბრიდულ ჩარჩოში უნდა იყოს მცირე ინფლაციისა და ეკონომიკური აქტივობის წონებთან შედარებით. სიმულაციები აჩვენებს, რომ უმნიშვნელო წონაზე მეტი წონის მინიჭება გაცვლითი კურსის მერყეობის ჩახშობაზე მნიშვნელოვნად აუარესებს მაკრეკონომიკურ შედეგებს“.

სხვა ავტორებიც, რომლებიც დოლარიზებული ეკონომიკების ანალიზს აკეთებენ ასკვნიან, რომ აღნიშნული გამოწვევების (რეალური/საგარეო შოკების) პირობებში მაინც უმჯობესია ისეთი მონეტარული პოლიტიკა, რომელიც რეაგირებას ახდენს ინფლაციაზე, მაგრამ არა პირდაპირ გაცვლით კურსზე. წინააღმდეგ შემთხვევაში, ეკონომიკური ზრდა მნიშვნელოვნად უარესდება.

ამრიგად, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ გრძელვადიანი საგარეო შოკების დროს კურსის დაცვის მცდელობა უფრო დიდ დარტყმას აყენებს ეკონომიკას, ვიდრე კურსის მცურავ რეჟიმში მიშვება. უფრო მეტიც, ხშირად კურსის დაცვის მცდელობის შედეგად შემცირებული ეკონომიკა ბოლო-ბოლო აიძულებს ხოლმე ცენტრალურ ბანკებს, რომ გაუფასურება მაინც დაუშვან, ვინაიდან კურსის დაცვის შემთხვევაში კიდევ უფრო ძლიერდება გაუფასურების ზეწოლა, რისი გაძლებაც უფრო და უფრო რთული ხდება. ამ ყველაფერს ადასტურებს საერთაშორისო გამოცდილებაც.

მაგალითად, ძალიან საინტერესოა ავსტრალიისა და ახალი ზელანდიის მაგალითების განხილვა, ვინაიდან ეს ორი მსგავსი ეკონომიკის მქონე ქვეყანაა. აზიის ფინანსური კრიზისის დროს მათ მიიღეს მსგავსი საგარეო შოკები, თუმცა მათი მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება იყო განსხვავებული. ახალმა ზელანდიამ კურსის დაცვის მიზნით გაამკაცრა მონეტარული პოლიტიკა, ავსტრალიამ – არა. ამგვარად, ეს ერთგვარი ექსპერიმენტია იმისა, თუ რა შედეგი აქვს სხვადასხვა მონეტარულ პოლიტიკას ერთი და იმავე საგარეო შოკზე. დავიწყოთ ახალი ზელანდიით.

ახალ ზელანდიას კრიზისამდე მონეტარული პოლიტიკის წარმოების მიზნით შემუშავებული ჰქონდა ე.წ. MCI ინდიკატორი (მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი). ეს ინდექსი შედგებოდა საპროცენტო განა-

კვეთისა და გაცვლითი კურსისგან. თუ MCI დაბალი იყო ეს ინფლაციის ზრდის მიზეზად შეიძლება აღქმულიყო, ვინაიდან ამ დროს ან საპროცენტო განაკვეთები იყო დაბალი ან კურსი ზედმეტად გაუფასურებული (ან ორივე). შესაბამისად, დაბალი MCI კრიზისამდე აღიქმებოდა როგორც მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრების აუცილებლობის ნიშანი (ანუ საპროცენტო განაკვეთების ზრდა გაუფასურების აღმოსაფხვრელად). საერთაშორისო კვლევებიდან კი ვიცით, რომ თუკი გაუფასურებას იწვევს საგარეო (terms of trade) შოკი, ამ დროს ცენტრალურმა ბანკმა კურსის დაცვის მიზნით მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრი გამკაცრება არ უნდა მოახდინოს. აქედან გამომდინარე, MCI-მ ახალი ზელანდიის ცენტრალური ბანკი შეცდომაში შეიყვანა, ვინაიდან როდესაც საგარეო შოკმა ახალი ზელანდიური დოლარის გაუფასურება დაიწყო, რამაც MCI შეამცირა; და ცენტრალურმა ბანკმა ამის გამო მონეტარული პოლიტიკის ავტომატურად გამკაცრება დაიწყო. იხ. Mishkin (2000):

„შედეგი იყო მკვეთრად გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკა... იქიდან გამომდინარე, რომ გაუფასურება გამოწვეული იყო საკმაოდ დიდი ნეგატიური სავაჭრო პირობების შოკის გამო, რომელმაც ერთობლივი მოთხოვნა შეამცირა, არ არის გასაკვირი, რომ მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრი გამკაცრება გამოიწვევდა ღრმა რეცესიას და ინფლაციის მიზნობრივი დონის მკვეთრ აცდენას, რაც რეალურად 1999-ში გადაიზარდა კიდევ დეფლაციაში. ახალი ზელანდიის სარეზერვო ბანკმა მისი შეცდომა შემდეგ გააცნობიერა და პოლიტიკა შეცვალა საპროცენტო განაკვეთების ისევ შემცირებით, თუმცა უკვე გვიანი იყო, ვინაიდან ეკონომიკა რეცესიაში იყო გადასული“.

შედეგად, ახალმა ზელანდიამ კურსის გაუფასურება მაინც ვერ აიცილა თავიდან, ეკონომიკური ზრდა კი მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრი გამკაცრებით მნიშვნელოვნად შეაფერხა.

ახალი ზელანდიისგან განსხვავებით, ავსტრალიის ცენტრალურმა ბანკმა არ დაუწყო გაუფასურებას წინ გადადგომა, ვინაიდან ხვდებოდა, რომ საგარეო შოკის დროს კურსის დაცვა საზიანო იქნებოდა ეკონომიკისთვის:

„1997 წლის ივლისში ავსტრალიის სარეზერვო ბანკი მიხვდა, რომ საქმე ჰქონდათ მნიშვნელოვან უარყოფით სავაჭრო პირობების შოკთან, აზიურ რეგიონთან მნიშვნელოვანი საგარეო ვაჭრობის გამო, და, შესა-

პოტენციურ ხარჯებს. საფრანგეთში, სადაც კურსის ბოლომდე დაცვა გადაწყვიტეს, ეკონომიკური ზრდა შეფერხდა 1992 წლის შემდეგ, ხოლო უმუშევრობა გაიზარდა. ამის საპირისპიროდ, დიდ ბრიტანეთში, რომელმაც კურსი მცურავ რეჟიმში მიუშვა და ინფლაციის თარგეთობაზე გადავიდა, ეკონომიკური მდგომარეობა ბევრად უკეთესი აღმოჩნდა: ეკონომიკური ზრდა იყო უფრო მაღალი, უმუშევრობა შემცირდა, ხოლო ინფლაცია დიდად არც გაზრდილა“.

ისტორია ასევე აჩვენებს, რომ გაცვლითი კურსის ფიქსირება ამცირებს ქვეყნის მდგრადობას საგარეო შოკების მიმართ, ვინაიდან იგი ხელს უწყობს უცხოური ვალუტის ვალდებულებების ზრდას, მაშინ როდესაც ქვეყნის შემოსავლები ადგილობრივ ვალუტაშია. იხ. Mishkin (1999):

„გაცვლითი კურსის ფიქსირების რეჟიმი სტიმულს აძლევს ადგილობრივ ფირმებსა და ფინანსურ ინსტიტუტებს, რომ ვალი აიღონ უცხოურ ვალუტაში. საგარეო ვალის დიდი მოცულობით აღება იყო სწორედ დამახასიათებელი თვისება ჩილეს ფინანსური ბაზრებისა 1982 წლის ფინანსურ კრიზისამდე, მექსიკის ფინანსური ბაზრებისა 1994 წლის ფინანსურ კრიზისამდე და აღმოსავლეთ აზიის ქვეყნებისა 1997 წლის აზიურ კრიზისამდე... როგორც ვნახეთ მექსიკასა და აღმოსავლეთ აზიაში, გაცვლითი კურსის ფიქსირებას საბოლოოდ მოსდევს დამანგრეველი ფინანსური კრიზისი, რაც ეკონომიკას ანადგურებს“.

ძალიან საინტერესოა მექსიკის 1994 წლის მაგალითი, ვინაიდან იმ დროს მექსიკის ეკონომიკამ განიცადა ჩვენი დღევანდელი საგარეო შოკის მსგავსი შოკი, მაშინ როდესაც მექსიკას ასევე ჰქონდა დოლარიზაციის პრობლემა. კერძოდ, 1994 წელს აშშ-ში ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ გადაწყვიტა საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, რამაც მექსიკური ვალუტის გაცვლით კურსზე გაუფასურების ზეწოლა გააჩინა. ამასთან მექსიკაში ვალდებულებების გარკვეული ნაწილი უცხოურ ვალუტაში იყო, ისე როგორც საქართველოში. ამ მსგავსებების მიუხედავად, მექსიკას ჰქონდა ერთი მნიშვნელოვანი განსხვავება – მონეტარული პოლიტიკა. მექსიკის ცენტრალურმა ბანკმა საპროცენტო განაკვეთების მკვეთრი ზრდა გადაწყვიტა, რათა გაცვლითი კურსი გაუფასურებისგან დაეცვა. იხ. Mishkin (1996):

„1994 წლის თებერვლის დასაწყისში ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ გადაწყვიტა საპროცენტო გა-

ნაკვეთების ზრდა დაეწყო, რათა შესაძლო ინფლაციური პროცესები ჩაეხშო, რაც წარმატებით გააკეთა კიდევ, თუმცა ამან წარმოშვა ზეწოლა მექსიკურ საპროცენტო განაკვეთებზე... დამატებით, რაც მექსიკურ საპროცენტო განაკვეთებს ზრდიდა მკვეთრად, იყო ცენტრალური ბანკის მცდელობა დაეცვა გაცვლითი კურსი გაუფასურებისგან, როდესაც წარმოიშვა სპეკულაციური შეტევა. საპროცენტო განაკვეთების ასეთმა ზრდამ კიდევ უფრო გაამძაფრა არასასურველი შერჩევის პრობლემა მექსიკურ ფინანსურ ბაზრებზე“.

კურსის დაცვის მიზნით საპროცენტო განაკვეთების ასეთმა მკვეთრმა ზრდამ გამოიწვია ეკონომიკის ვარდნა (ისე როგორც ეს ზემოთ განვიხილეთ):

„მექსიკის ბანკისა და მთავრობის სურვილი, რომ დაცვით გაცვლითი კურსი გაუფასურებისგან, ნიშნავდა ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებულ ვალზე საპროცენტო განაკვეთების ძალიან მკვეთრ ზრდას... ამის გამო გაურკვევლობის ზრდა და საპროცენტო განაკვეთების ზრდის გამო ბანკების აქტივების მკვეთრი კლება, გახდა საწყისი პირობა არასასურველი შერჩევისა და მორალური რისკის პრობლემის გამწვავებისა, რამაც მექსიკის ეკონომიკა სერიოზული კრიზისის წინაშე დააყენა“.

გარდა საპროცენტო განაკვეთების ზრდისა, ცენტრალური ბანკი აქტიურად აკეთებდა სავალუტო ინტერვენციებს კურსის დასაცავად, თუმცა უშედეგოდ. ამასთან, საპროცენტო განაკვეთების ასეთმა ზრდამ ცხადია ძალზედ გაართულა მთავრობისთვის ვალის აღება ადგილობრივ ვალუტაში. უცხოური ვალუტის ვალის მკვეთრმა ზრდამ კი ეკონომიკის მდგრადობა კიდევ უფრო შეასუსტა, ვინაიდან თუკი გაუფასურება გარდაუვალი აღმოჩნდებოდა, უცხოური ვალის ტვირთი კიდევ უფრო დიდი იქნებოდა. ასეც აღმოჩნდა და კურსის დაცვა დიდხანს ვერ მოხერხდა. შედეგად გაუფასურება მოხდა მაშინ, როდესაც ეკონომიკას ისედაც ძალიანუჭირდა მკვეთრად გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთებისა და უცხოური ვალის გამო:

„მიუხედავად იმისა, რომ მექსიკის ცენტრალურმა ბანკმა მკვეთრად გაზარდა საპროცენტო განაკვეთები, სავალუტო რეზერვების გამოცლამ მექსიკა აიძულა მოეხდინა პესოს დევალვაცია 1994 წლის 20 დეკემბერს. სავალუტო ბაზრების ასეთმა ინსტიტუციურმა სტრუქტურამ პესოს დევალვაციის ფონზე ეკონომიკა გადაიყვანა სრულმასშტაბიან ფინანსურ კრიზისში“.



აქ უნდა აღვნიშნოთ, რომ მექანიკაში ამ ყველაფერს პოლიტიკური გაურკვეველობაც დაერთო, რამაც კიდევ უფრო გაამძაფრა სიტუაცია. მკვეთრად გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთების, რეზერვების გამოცლისა და პოლიტიკური გაურკვეველობის ფონზე კი მექანიკის ეკონომიკა მნიშვნელოვნად შემცირდა. შედეგად, მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრმა გამკაცრებამ და შემცირებულმა დაკრედიტებამ გაცვლითი კურსის დაცვა მხოლოდ რამდენიმე თვით შეძლო, რომელიც ბოლო-ბოლო მაინც გაუფასურდა, მაგრამ სამაგიეროდ გამოიწვია ეკონომიკის 4.5%-იანი ზრდის გადაყვანა 10%-იან ვარდნაში.

ეკონომიკურ ისტორიაში კიდევ მრავალი მაგალითი არსებობს იმისა, რომ გრძელვადიანი საგარეო შოკის დროს გაცვლითი კურსის დაცვა მნიშვნელოვანი უარყოფითი შედეგებით მთავრდება, თუმცა ყველას განხილვა შორს წაგვიყვანს.

დასასრულს საერთაშორისო გამოცდილებისა და კვლევების გაცნობის შემდეგ შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ გრძელვადიანი საგარეო შოკების დროს გაცვლითი კურსის დაცვის მიზნით მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრი გამკაცრება ღია ეკონომიკებისთვის არასწორია. როგორც კვლევები გვაჩვენებს, დასკვნა ვრცელდება როგორც არადოლარიზებული ასევე დოლარიზებული ეკონომიკებისთვის.

თუმცა, როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ცხადია, ეს იმას არ ნიშნავს, რომ ცენტრალურ ბანკს რეაქცია არც ინფლაციაზე არ უნდა ჰქონდეს. პირიქით, ოპტიმალური მონეტარული პოლიტიკა სწორედ ინფლაციაზე კონცენტრირებაა, Clarida, Gali and Gertler (1999):

„ოპტიმალური პოლიტიკა გულისხმობს ინფლაციის თარგეთირებას, რომლის დროსაც მიზანია, რომ ინფლაცია საშუალოდ დროთა განმავლობაში იყოს მიზნობრივ დონესთან ახლოს“.

ამასთან, საპროცენტო განაკვეთების ცვლილება არ უნდა იყოს მკვეთრი არც ინფლაციის თარგეთირების დროს, Batini, Levine and Pearlman (2007):
„ჩვენი შედეგები გვიჩვენებს, რომ საპროცენტო განაკვეთების ცვლილების ეტაპობრიობა სასურველია, თუნდაც ფრიქციებისა და დოლარიზაციის ეკონომიკაში არსებობის შემთხვევაში“.

ამრიგად, საპროცენტო განაკვეთების ეტაპობრივი ცვლილებები (ე.წ. smoothing) ოპტიმალურია

(თუნდაც ნაწილობრივ დოლარიზებული) ეკონომიკისთვის, ვინაიდან ამით მცირდება საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა. ამასთან, აღნიშნული მიდგომისთვის მნიშვნელოვანია ასევე მომავალი მოსალოდნელი მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციაც. იხ. Gali and Gertler (2007):

„მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმი მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული კერძო სექტორის მოლოდინებზე ცენტრალური ბანკის პოლიტიკის ინსტრუმენტის, საპროცენტო განაკვეთების შესახებ“.

იხ. ასევე Rotemberg and Woodford (1999):

„ეს საშუალებას აძლევს ცენტრალურ ბანკს ჰქონდეს მნიშვნელოვანი გავლენა ერთობლივ მოთხოვნაზე (წონასწორობაში) საპროცენტო განაკვეთების მკვეთრი ცვლილებების გარეშე. ეს კი სასურველია, თუ გვინდა საპროცენტო განაკვეთების დაბალი მერყეობის შენარჩუნება“.

მომავალი მონეტარული პოლიტიკისადმი ნდობის არსებობისთვის კი გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობას. იხ. Mishkin (1996):

„დამოუკიდებელი ცენტრალური ბანკის არსებობა ცხადად განსაზღვრული მანდატით, რომელიც უნდა იყოს ფასების სტაბილურობა, განვითარებადი ქვეყნებისთვის არის, სავარაუდოდ, კიდევ უფრო მეტად მნიშვნელოვანი, ვიდრე განვითარებული ქვეყნებისთვის“.

ამრიგად, რაზეც დამოუკიდებელმა ცენტრალურმა ბანკმა კონცენტრირება უნდა მოახდინოს ეს ფასების სტაბილურობაა საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში. აღნიშნული კი ყველაზე ნაკლები დანახარებით მიიღწევა ინფლაციის ზრდის პარალელურად საპროცენტო განაკვეთების ეტაპობრივი ზრდით და იმ პირობის კომუნიკაციით, რომ საპროცენტო განაკვეთები მომავალშიც ეტაპობრივად გაიზრდება მანამ, სანამ სახეზე არ იქნება ინფლაციის მოლოდინების შემცირების ტენდენცია.

დასკვნა: ღარის გაცვლითი კურსის დროებითი გამყარების მიზნით რეფინანსირების სესხების მოცულობის შეზღუდვა ზედმეტად ხარჯიანი გადაწყვეტილება იქნებოდა. აღნიშნული სესხების მნიშვნელოვანი შეზღუდვა გამოიწვევს საპროცენტო გა-

ნაკვეთების ზრდას, დაკრედიტების შემცირებას, ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდას და ეკონომიკური აქტივობის მკვეთრ ვარდნას. გარდა ამისა, ასეთი შეზღუდვა გამოიწვევს ფინანსურ ბაზარზე რეფინანსირებისადმი (როგორც ლიკვიდობის მართვის მოქნილი ინსტრუმენტისადმი) ნდობის დაკარგვას. შედეგად, მნიშვნელოვნად გაიზრდება საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა (ისე როგორც ეს რეფინანსირების ინსტრუმენტის შემოღებამდე იყო), რაც საბოლოოდ, მკვეთრად შემცირებულ მიმდინარე ეკონომიკურ აქტივობასთან ერთად, ქვეყნის გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდასაც შეუშლის ხელს.

როგორც საერთაშორისო ლიტერატურა და კვლევები, ასევე საერთაშორისო გამოცდილება მოწმობს, რომ გრძელვადიანი საგარეო შოკების დროს გაცვლითი კურსის დაცვის მოტივით მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრი გამკაცრება არასწორი გადაწყვეტილებაა, როგორც არადოლარიზებული ასევე დოლარიზებული ეკონომიკებისთვის. შესაბამისად, მოსაზრება, რომ სეზონური რეფინანსირების სესხების მოცულობის შეზღუდვით ეკონომიკურ/ფინანსურ სტაბილურობას შეუწყობდა ხელს, მცდარია.




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., Galdon-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., Gali, 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., & 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. Ger-I, 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. Özatay, 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. Yilmaz, G. (2005). Financial dollarization,(de) dollarization and the Turkish experience (No. 2005/6). Discussion Paper, Turkish Economic Association.