

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები

გივი ლემონჯავა

ეკონომიკის დოქტორი, საქართველოს უნივერსიტეტის ასოცირებული პროფესორი

საკვანძო სიტყვები: მონეტარული პოლიტიკა, გადაცემის მექანიზმები

მონეტარულ პოლიტიკას დიდი გავლენის მოხდენა შეუძლია ეკონომიკაზე. ის მოქმედებს გადაცემის კონკრეტული არხების საშუალებით და გავლენა აქვს საპროცენტო განაკვეთებზე, გაცვლით კურსებზე, აქციებისა და უძრავი ქონების ფასებზე, საბანკო სესხებსა და ფირმის ბალანსებზე [Mishkin, 2009]. აქტივებში აქ იგულისხმება კაპიტალის ბაზარზე ვაჭრებადი აქტივები, უძრავი ქონება და გაცვლით კურსები. თავის მხრივ, აქტივების ფასების ცვლილებას გავლენა აქვს მონეტარულ პოლიტიკაზე და მის შედეგებზე, ამიტომ აუცილებელია, პოლიტიკის ფარგლებში სათანადოდ იყოს გაცნობიერებული და გათვალისწინებული გადაცემის ეს მექანიზმები. კაპიტალის ბაზრის მნიშვნელობა თუ სხვაგან ძალიან დიდია, ამას ვერ ვიტყვით საქართველოზე, სადაც ეს ბაზარი იმდენად სუსტად არის განვითარებული, რომ მისი როლი თითქმის ნულის ტოლია მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმებში. რაც შეეხება უძრავი ქონების ბაზარს, ის არ არის ძალიან მასშტაბური და სათანადოდ ლიკვიდური, მაგრამ საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება გარკვეულ გავლენას ახდენს ამ ბაზარზე. სავალუტო ბაზარი საკმაოდ მასშტაბური და განვითარებულია საქართველოში. აქ არის ორი მექანიზმი – წმინდა ექსპორტი და ფირმის ბალანსები, რომლებზეც პირდაპირ აისახება გაცვლითი კურსის ცვლილება. ნაშრომის მიზანს შეადგენს მონეტარული პოლიტიკის აღნიშნული გადაცემის მექანიზმის შესწავლა და გარკვევა იმის თუ

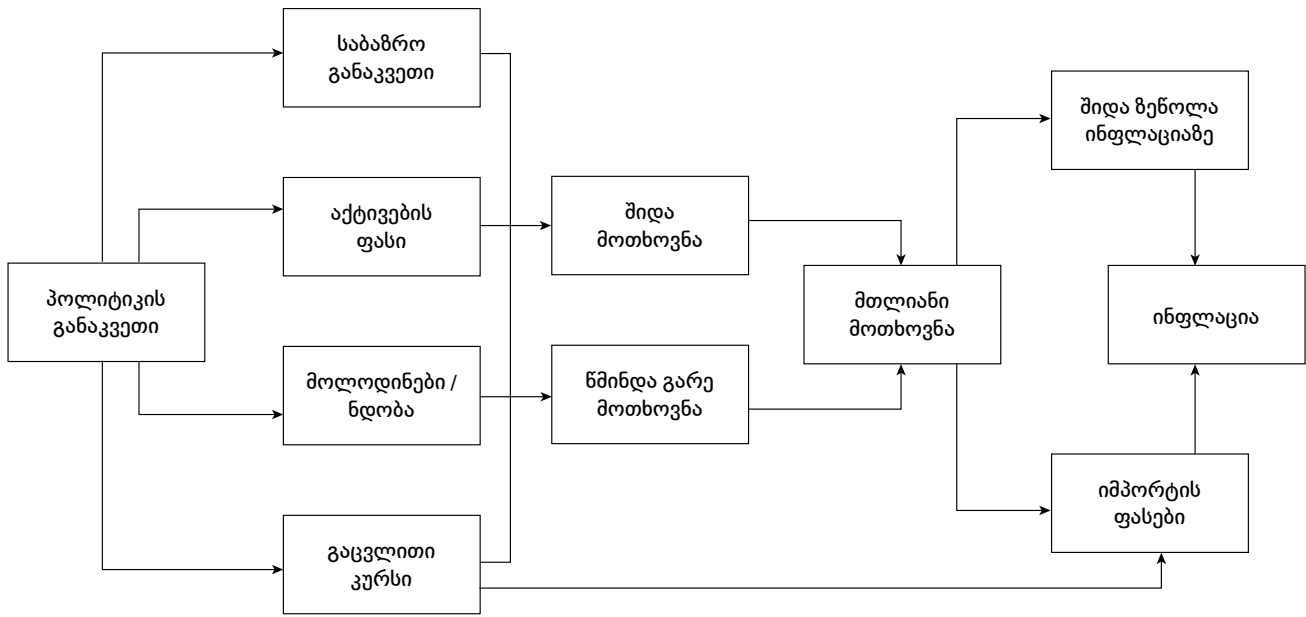
როგორ მუშაობენ ისინი ზოგადად, და მათ შორის საქართველოს პირობებში.

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები

მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტი ადგენს მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთს. საბოლოო ჯამში, ეს გავლენას ახდენს ინფლაციაზე, რომელიც ხორციელდება რამდენიმე არხის საშუალებით [Bank of England 2016], რომელთა სტრუქტურა და კავშირები ნაჩვენებია ნახ. 1-ზე.

მონეტარულ პოლიტიკას დიდი გავლენა აქვს მთლიან მოთხოვნაზე და ძალიან მცირე ეკონომიკის მიწოდების მხარეზე. გრძელ ვადაში, მონეტარული პოლიტიკა განსაზღვრავს ფასების დონეს, ფულის ღირებულებას. ფასის საერთო დონის ცვლილება უჩვენებს თუ რამდენით შეიცვალა ფულის მსყიდველობითი უნარი. ამ გაგებით ინფლაცია არის მონეტარული ფენომენი. გარდა იმისა, რომ მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება პირდაპირ გავლენას ახდენს საქმიანობის რეალურ სფეროებზე, აქ არის სხვა მრავალი ფაქტორი, რმლებიც გავლენას ახდენენ თვით ფასების ცვლილებაზე შედარებით უფრო მოკლევადიან პერიოდებში.

ტიპურად, მონეტარული პოლიტიკა იწყება ცენტრალური ბანკის ქმედებით, რომელიც ცვლის სარეზერვი ფულის მასას. განვითარებული ფინანსური სისტემის მქონე ქვეყნებში ეს ხდება ღია ბაზრის საშუალებით. მოკლე



ნახ. 1 მონეტარული პოლიტიკის გადამცემი მექანიზმები

დროში, სახაზინო ვალდებულებების ყიდვა-გაყიდვის გზით, ძალიან მაღალი სიზუსტით ხდება სარეზერვო ფულის სასურველ რაოდენობით ცვლილება; ყიდვა იწვევს ბანკების ფულადი რეზერვების ზრდას, ხოლო გაყიდვა – შემცირებას.

ინფლაციის მოსალოდნელი პროგნოზი განსაზღვრავს ყიდვა-გაყიდვის ტრანზაქციის მოცულობას და მის ხასიათს. როდესაც ინფლაციის პროგნოზი დასაშვებზე დაბალ მნიშვნელობას აჩვენებს, მოქმედებას იწყებს ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა – ცენტრალური ბანკი იწყებს სახაზინო ვალდებულებების შეყიდვას; ხოლო თუ პირიქით, პროგნოზი აჩვენებს ინფლაციის დასაშვებზე მაღალ დონეს, სრულდება საპირისპირო ტრანზაქცია, სახაზინო ვალდებულებების გაყიდვით მცირდება საბანკო რეზერვები.

საქართველოში გამოიყენება ნაკლებად საბაზრო მექანიზმი – მონეტარული პოლიტიკის სათათბირო, რომელიც იკრიბება თვეში ერთხელ და ადგენს მონეტარულ პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთს. ამ გადაწყვეტილების შედეგი არ არის საბანკო რეზერვების დაუყოვნებელი ცვლილება. რეფინანსირების განაკვეთის ცვლილებას შეუძლია რეზერვის მოთხოვნაზე მოახდინოს გავლენა – მაგალითად, თუ ეს განაკვეთი მცირდება, ბანკებს რეზერვის ფლობის ალტერნატიული ხარჯი ეზრდებათ, რაც ქმნის არარეგულირებადი რეზერვების მინიმუმამდე შემცირების და საკრედიტო

პორტფელის გაფართოების მონომოტივაციას; თუ რეფინანსირების განაკვეთი გაიზრდება, მაშინ საპირისპირო შედეგია მოსალოდნელი. მართალია, ამ ცვლილებებს შეუძლია სარეზერვო ფულის მასის ცვლილება, მაგრამ ძნელად პროგნოზირებადია თუ რამდენი შეიძლება იყოს ეს ცვლილება.

ქვემოთ უფრო დეტალურად იქნება განხილული, თუ როგორია და როგორ მოქმედებენ მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის არხები, რომელთა ერთობლიობა „გადაცემის მექანიზმად“ იწოდება.

საბაზრო საპროცენტო განაკვეთები

ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკის შედეგი უნდა იყოს საბანკო რეზერვების ზრდა და საპროცენტო განაკვეთის შემცირება. ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის შემცირება აისახება მცირე და საშუალო ბიზნესებზე, რომელთათვის დაფინანსების თითქმის ერთადერთი წყაროა საბანკო კრედიტები; ფართოდება მათი საინვესტიციო შესაძლებლობები, რადგან საპროცენტო განაკვეთის შემცირების შემდეგ მათ შეუძლიათ განახორციელონ ისეთი ბიზნეს პროექტები, რომლებიც ადრე იქნებოდა უარყოფილი. ინვესტიციების ზრდის საერთო შედეგი კი იქნება ერთობლივი მოთხოვნისა და წარმოების საერთო დონის ზრდა.

საპროცენტო განაკვეთის შემცირება დიდ გავლენას ახდენს მომხარებლების ქცევაზე. საპროცენტო განაკვეთის შემცირება ნიშნავს მიმდინარე მოხმარების

ალტერნატიულ ღირებულებების შემცირებას, რაც მომხმარებელს უბიძგებს გაზარდოს მიმდინარე მოხმარება. არაინფლაციურ გარემოში, ამის შედეგი იქნება ერთობლივი მოთხოვნის ზრდა და ამის შესაბამისად მიწოდების, ანუ წარმოების ზრდა.

ერთობლივ მოთხოვნაზე საპროცენტო განაკვეთის შემცირება კიდევ ერთი არხით ახდენს გავლენას. კერძოდ, საპროცენტო განაკვეთის შემცირების თანმდევი ფინანსური და რეალური აქტივების ფასის ზრდა. ამის შედეგად, ამგვარი აქტივის პორტფელის მფლობელი ინდივიდი უფრო მდიდრად იგრძნობს თავს და მეტი არგუმენტი ეძლევა მიმდინარე მოხმარების გასაზრდელად.

რა რაოდენობრივი გავლენა აქვს ოფიციალური განაკვეთის ცვლილებას სახვა საპროცენტო განაკვეთებზე, და ზოგადად ფინანსურ სექტორზე? ამ გავლენის ზომა დამოკიდებული იქნება ცვლილების გაცნობიერების მასშტაბზე და იმაზეც, თუ მომავალი ცვლილების რა მოლოდინებს ქმნის მოცემული ცვლილება. თუ ამ ცვლილებაში მომავალი ცვლილებაც იკითხება, ან თუ არსებობს ვარაუდი შემდგარი ცვლილების მომავალში განულების, მაშინ ცვლილების შედეგის განჭვრეტა არ იქნება ადვილი საქმე. გავლენის მასშტაბი აგრეთვე დამოკიდებული იქნება ფულადი ბაზრის დოლარიზების მაჩვენებელზეც, რაც ძალიან დიდია საქართველოს შემთხვევაში – დეპოზიტებში ის არის 67%, ხოლო სესხებში – 63%. ცხადია, ასეთი შეზღუდული მასშტაბი ამცირებს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმების შესაძლებლობას იყოს სათანადოდ მოქნილი და ეფექტური.

მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი

ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება შედარებით სწრაფად აისახება ფულადი ბაზრის სხვა მოკლევადიან განაკვეთებზე. მაგრამ, აქ გასათვალისწინებელია ის, რომ ამ განაკვეთების ცვლილება ზუსტად იმდენი არ იქნება, რამდენიც იყო ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება. როგორც კი ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთი იცვლება, ბანკები ამ ცვლილების შესაბამისად ცვლიან სესხების საპროცენტო განაკვეთებს. განსაკუთრებით სწრაფად ეს აისახება იმ სეხებზე, რომლებზეც ბანკებს დაწესებული აქვთ ცვალებადი საპროცენტო განაკვეთი. სხვა შემთხვევებში სეხების საპროცენტო განაკვეთები შეიცვლება, მაგრამ გარკვეული დაგვიანებით. საქართველოს შემთხვევაში,

ასეთებია მხოლოდ ლარში დენომინირებული იპოთეკური სესხები, რომელთა წილი მცირეა, ამიტომ ეს გავლენა ვერ იქნება ძალიან სწრაფი და მასშტაბური.

ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება ასევე გარკვეული დაგვიანებით აისახება დეპოზიტების განაკვეთებზე. რამდენი იქნება დაგვიანება, ამას განსაზღვრავს დეპოზიტის პორტფელის სტრუქტურა ვადიანობისა და საპროცენტო პირობების მიხედვით. საქართველოში ბანკებს აქვთ ფიქსირებული ვადისა და პორცენტის დეპოზიტები, ამდენად დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება ვერ იქნება სწრაფი. ცხადია, დეპოზიტის საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების მიზანი იქნება სასურველი წმინდა საპროცენტო მარჟის შენარჩუნება. თუმცა ეს მარჟა ვერ იქნება მუდმივი, ის დამოკიდებულია კონკურენტულ პირობებზე, რაც არ არის მონეტარული პოლიტიკაზე დამოკიდებული.

ისეთ დოლარიზებულ გარემოში, როგორც საქართველოშია, მონეტარული პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების გავლენის სისწრაფე და მასშტაბი ძალიან შეზღუდულია. ამის გამო საქართველოში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილების გავლენის ხარისხი სხვა ვალუტებში ნომინირებული სესხებისა და დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთებზე უმნიშვნელოა.

გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთი

მონეტარული პოლიტიკის ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების გავლენა მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებზე თუ ცალსახაა, ის ასეთი არ არის გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთებთან მიმართებით. ამის მიზეზია ის, რომ მასზე გავლენას ახდენს როგორც მიმდინარე მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები, ასევე მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების სამომავლო ცვლილებებთან დაკავშირებული მოლოდინები. მაგალითად, ოფიციალური განაკვეთის მიმდინარე ზრდას შეუძლია გამოიწვიოს მისი შემცირების მოლოდინი მომავალში, რაც გამოიწვევს გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთის შემცირებას. გრძელვადიან განაკვეთზე გავლენის ხარისხი ასევე დამოკირებული იქნება ინფლაციური მოლოდინის ცვლილებაზეც, რომელზეც გავლენას ახდენს ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის შემდგარი და მოსალოდნელი ცვლილებები.

აქტივების ფასი

მონეტარული გადაცემის მექანიზმში მნიშვნელოვანია უძრავი ქონების ფასების არხი. ის გავლენას ახდენს ერთობლივი მოთხოვნის ზრდაზე. ეს გავლენა ხორციელდება სამი გზით: 1) პირდაპირი გავლენა, რომელიც ხდება სახლების მშენებლობაზე, 2) გავლენა შინამეურნეობების სიმდიდრეზე, და 3) გავლენა ბანკების ბალანსებზე.

მონეტარული ექსპანსია ამცირებს საპროცენტო განაკვეთს, რაც ამცირებს სახლების მშენებლობის დაფინანსების ხარჯებს და ზრდის ფართების ფასს. ფასების ეს ზრდა კი იწვევს სამშენებლო ფირმების მომგებიანობას, რაც თავის მხრივ აფართოებს ახალ მშენებლობას და ამით იზრდება ერთობლივი მოთხოვნა. მეორე გავლენა რეალიზდება შინამეურნეობების ბალანსის ხაზით, რომელზეც ქვემოთ გვექნება საუბარი. მესამე გავლენა აისახება ბანკის ბალანსზე. ბანკის აქტივების ღირებულების ზრდა და ბანკის საკრედიტო დანაკარგების შემცირება ზრდის ბანკის კაპიტალს. კაპიტალის ზრდა ბანკს აძლევს საშუალებას გასცეს მეტი სესხი, რაც დადებითად აისახება ინვესტიციებისა და ერთობლივი მოხმარების საერთო დონეზე.

კაპიტალის ბაზრის ფასები

მართალია, მონეტარული პოლიტიკის მთავარი ინტერუმენტია საპროცენტო განაკვეთი, მაგრამ მისი გავლენა ეკონომიკაზე ხორციელდება აგრეთვე სხვა აქტივების ფასების ცვლილებით. აქ გვაქვს ეკონომიკაზე გავლენის სამი ტიპის არხი: 1) კაპიტალის ბაზრის ფასები, 2) რეალური აქტივების ფასები და 3) გაცვლითი კურსები, რომელიც არის ფულის ფარდობითი ღირებულება.

კაპიტალის ბაზრის ფასები: კაპიტალის ბაზარი ქმნის გავლენის ოთხ არხს, რომელთა საშუალებით ის გავლენას ახდენს ინვესტიციებზე, კომპანიების ბალანსზე, მოსახლეობის ლიკვიდურობაზე და ქონებაზე.

ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა იწვევს საპროცენტო განაკვეთების შემცირებას, ზრდის აქციებზე მოთხოვნას და მაღლა წევს მათ ფასებს. ამას მოსდევს ინვესტიციების ზრდა. ტობინის q – თეორიის თანახმად [Tobin, 1969], იზრდება ფირმების საბაზრო ფასის ფარდობა კაპიტალის აღდგენის ფასთან. ამ კოეფიციენტის სიდიდეზე გავლენას ახდენს ფირმის აქციების ფასი. თუ ის მაღალია, ეს იმას ნიშნავს, რომ ახალი საწარმოო სიმძლავრეების შექმნის ფასი ნაკლები იქნება ფირმების საბაზრო ფასზე. სხვა სიტყვებით, მცირდება დამატებითი

კაპიტალის მოზიდვის ხარჯი. შედეგად, ფირმებს ეძლევა საშუალება გამოუშვან და გაყიდონ დამატებითი აქციები უფრო მაღალ ფასად, რაც ზრდის ინვესტიციების განხორციელების სურვილს და შესაძლებლობასაც. ინვესტიციების ზრდის საბოლოო შედეგი კი იქნება ერთობლივი მოთხოვნისა და შესაბამისად წარმოების საერთო დონის ზრდა.

როგორც ცნობილია, საკრედიტო ბაზარი ხასიათდება ინფორმაციის ასიმეტრიულობით. ამ პრობლემის არსებობა ქმნის მონეტარული პოლიტიკის კიდევ ერთ გადამცემ მექანიზმს, რომელიც მოქმედებს აქციის ფასების საშუალებით. ეს გავლენა აისახება ფირმის ბალანსზე, მის წმინდა ღირებულებაზე და ამიტომ იწოდება გავლენის ბალანსურ არხად. როდესაც ფირმების წმინდა ღირებულება მაღალია, ადვილდება წვდომა საკრედიტო რესურსებთან, რაც ზრდის ინვესტიციებს ბიზნესებში და ერთობლივ მოთხოვნას; პირიქით, როდესაც ის დაბალია, ბანკის მხარეს იზრდება ცუდი საკრედიტო არჩევანის გაკეთების რისკი, ხოლო მსესხებლების მხარეს, ჩნდება მოტივაცია, მიღებული ფინანსური რესურსი გადაამისამართონ არამიზნობრივი დანიშნულებით – უფრო რისკიან პროექტებში. ორივე ამ რისკის ზრდა, უარყოფითად აისახება დაკრედიტების პროცესზე და ამცირებს მის მასშტაბებს.

ფირმების ბალანსის გარდა, ყურადღებას იმსახურებს შინამეურნეობების ბალანსი. აქციების ფასის ზრდისას აგრეთვე იზრდება ფინანსური აქტივების ღირებულება და შინამეურნეობების ბალანსი უფრო ლიკვიდური ხდება. როდესაც ფინანსური აქტივების ღირებულება მაღალია, მცირდება ფინანსური სირთულეების დადგომის ალბათობა. შედეგად, შედარებით დაბალი ლიკვიდურობის რისკის პირობებში, შინამეურნეობების მხრიდან იზრდება გრძელვადიანი მოხმარების საქონლებზე და საცხოვრებელ სახლებზე მოთხოვნა. ეს კი იწვევს ინვესტიციებისა და ერთობლივი მოთხოვნის ზრდას.

და ბოლოს, კიდევ ერთი ბალანსის არხი მოქმედებს შინამეურნეობების სიმდიდრის ცვლილების გავლენით. მოდიგლიანის (Modigliani's) სიცოცხლის ციკლის მოდელის თანახმად [Modigliani 1986], მოხმარებას განსაზღვრავს მომხმარებლების ხელთ არსებული სასიცოცხლო რესურსები. ცხადია, აქციების ფასების ზრდა გამოიწვევს შინამეურნეობების სიმდიდრის ზრდას, რაც მათ უბიძგებს მიმდინარე მოხმარების ზრდისკენ. ანუ, ეს გამოიწვევს ინვესტიციებისა და ერთობლივი მოთხოვნის ზრდას.

გაცვლითი კურსი

ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას შეუძლია გავლენა იქონიოს გაცვლით კურსზე. თუმცა ეს გავლენა არ არის ცალსახა. ამის მიზეზია ის, რომ ეს გავლენა დამოკიდებულია მოლოდინებზე იმის შესახებ, თუ როგორი იქნება ადგილობრივ და უცხოური საპროცენტო განაკვეთები, და აგრეთვე ინფლაცია მომავალში. ამ მოლოდინებზე, რა თქმა უნდა, გარკვეულ გავლენას ახდენს თვით მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებები. როგორც წესი, ოფიციალური კურსის მოულოდნელი აწევა იწვევს სავალუტო კურსის აწევას, და საპირისპირო შედეგს იგივე განაკვეთის დაწევა.

სავალუტო კურსის ცვლილება იწვევს ადგილობრივი და უცხოური საქონლის ფასების ფარდობით ცვლილებას. ამგვარი ცვლილება გარკვეული დაგვიანებით შემდეგ აისახება ადგილობრივ ეკონომიკაზე, ხოლო უფრო მეტი დრო დასჭირდება მას მოახდინოს გავლენა მოხმარების არსებულ მოდელზე. აქ გვაქვს გავლენის ორი ხაზი, რომლებიც მოქმედებენ გაცვლითი კურსის საშუალებით. ერთი არის გაცვლითი კურსის გავლენა წმინდა ექსპორტზე, ხოლო მეორე – გავლენა ინდივიდუალისა და ფირმების ბალანსზე, რაც იწვევს ეკონომიკური სუბიექტების წმინდა ღირებულების ცვლილებას.

ექსპორტზე გავლენა: მაგალითად, ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა იწვევს ვალუტის გაუფასურებას, რაც იწვევს ადგილობრივი წარმოების საქონლის გაიფასურებას უცხოური საქონლებთან შედარებით და იზრდება წმინდა ექსპორტი. საბოლოო ჯამში, იზრდება ერთობლივი მოხმარება. გადაცემის ამ არხის სიძლიერე დამოკიდებულია ქვეყნის გაცვლითი კურსის რეჟიმზე. თუ კურსი ფიქსირებულია, ეს არხი არ მუშაობს. ზოგადად, ამ არხის სიძლიერე დამოკიდებულია ქვეყანის გახსნილობის ხარისხზე.

გაცვლითი კურსის გავლენა ბალანსებზე: ამ გავლენის სიძლიერე დამოკიდებულია ფირმების ბალანსის სავალუტო სტრუქტურაზე. ვალუტის გაუფასურების შემთხვევაში, როცა ფირმების ვალდებულებების რაღაც ნაწილი დენომირებულია უცხოურ ვალუტაში, მათი წმინდა ღირებულება მცირდება. ეს გამოიწვევს ინვესტიციების შემცირებას, რადგან ფირმებს ეზღუდებათ სესხების მიღების შესაძლებლობები. სესხების შემცირება კი გამოიწვევს საერთო მოთხოვნის შემცირებას.

საქართველოში ფირმების უმეტესობას სესხები აქვთ უცხოურ ვალუტაში – დოლარში, ამდენად ლარის გაუფასურება მათ საქმიანობაზე ვერ აისახება დადებითად.

ვალუტის გაუფასურების რაღაც დონეზე, ჯამრთელი კომპანიებიც კი შეიძლება გახდნენ გადახდის უუნარო. ვალუტის გაუფასურება არანაკლებ მწვავედ აისახება ბანკებზეც. მაგალითად, რადგან საქართველოს ბანკების ვალდებულებების დიდი ნაწილი დოლარიზებულია, ამიტომ ლარის გაუფასურება შესაბამისად გამოიწვევს ვალდებულებების ზრდას. გარდა ამისა, ის კუმშავს ბალანსის აქტივების მხარეს, რადგან ვალუტის გაუფასურების შედეგად გარდაუვალია სესხების არ გადახდის მაჩვენებლის ზრდა. ბანკების წმინდა ღირებულების შემცირება ბოჭავს მათ, რადგან უმცირდებათ კაპიტალი, და ამცირებს მათ ახალი სესხების გაცემის შესაძლებლობებს.

ასე რომ, განვითარებად ქვეყნებში ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა დიდი რისკის მატარებელია, რადგან გარკვეულ პირობებში გაცვლითი კურსის არხით შეუძლია ერთობლივი მოთხოვნაზე უარყოფითად იმოქმედოს. განვითარებადი ქვეყნის ცენტრალური ბანკები, თუნდაც მიზნობრივ ინფლაციაზე ფოკუსირებული, ვერ გაეცევიან გაცვლითი კურსის ფლუქტუაციის პრობლემას, რადგან მკვეთრი გაუფასურების შედეგი ფინანსურ კრიზისამდეც კი შეიძლება მივიდეს. თუმცა, ისიც ფაქტია, რომ ვალუტის კურსის სტაბილურობის შენარჩუნება მხოლოდ საპროცენტო არხის მონეტარული პოლიტიკით შეუძლებელია.

გარდა ამისა, თუ გარკვეული ზომით იმპორტის ჩანაცვლებას ეკონომიკა ვერ მოახერხებს შიდა წარმოებით, ვალუტის კურსის გაუფასურება შესაძლებელია დააწვეს ინფლაციას. ამ რისკის ზომა დამოკიდებულია ქვეყნის იმპორტზე დამოკიდებულების ხარისხზე, რაც ძალიან დიდია საქართველოს შემთხვევაში, განასაკუთრებით მიმდინარე სამომხმარებლო კალათის ნაწილში. გაცვლითი კურსის მნიშვნელობიდან გამომდინარე, მონეტარული პოლიტიკის საზრუნავი აუცილებლად უნდა იყოს ვალუტის კურსის სტაბილურობა. მაგრამ, ისიც უნდა გვახსოვდეს, რომ ის სრულად ამ პრობლემას დამოუკიდებლად ვერ მოაგვარებს. ამის მიზეზია ის, რომ მონეტარული ფაქტორების გარდა, გაცვლითი კურსზე გავლენას ახდენს შემდეგი არამონეტარული ფაქტორებიც [Boykorayev 2008; Twarowska 2014]: ქვეყნებს შორის ფარდობითი ინფლაცია, რეცესია ან ეკონომიკის ნელი ზრდა, გადახდების მიმდინარე ბალანსი, ვაჭრობის პირობები – ექსპორტის ფასების თანაფარდობა იმპორტის ფასებთან, მთავრობის ვალდებულების ბალანსი, ბიუჯეტის დეფიციტი და პოლიტიკური სტაბილურობა.

ფაქტია, რომ მცირე ღია ეკონომიკის ქვეყნებისთვის

გაცვლითი კურსის ვოლანტილობა შედარებით მაღალია და ძალიან რთულია ამის გამო სავალუტო კურსის ცვლილების დაკავშირება მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმებთან, რაც ართულებს გაცვლით კურსებზე გავლენების შედეგების პროგნოზირებას [Gali, 2005]. ხშირად, ამის შედეგია შეცდომები მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებებში, რაც ამცირებს მისდამი ნდობას და ცვლის მოლოდინებს. მოლოდინების ცვლილება გადაცემის მექანიზმების შემადგენელი ნაწილია და გავლენას ახდენს პოლიტიკის მთავარი მიზნის მიღწევაზე. ამდენად, მოლოდინების მართვა მონეტარული პოლიტიკის მნიშვნელოვანი კომპონენტი უნდა იყოს.

მონეტარული პოლიტიკის შესაძლო შედეგები: მთლიანი შიდა პროდუქტი (მშპ) და ინფლაცია

ინდივიდებისა და ფირმების ქცევის ზემოთ განხილული ცვლილებები აისახება ერთობლივ მოხმარებაზე და ინფლაციაზე. ეკონომიკის ზრდას განსაზღვრავს მიწოდების მხარის ფაქტორები, რომლებზეც გავლენა შეიძლება ჰქონდეს ზოგიერთ სამთავრობო პოლიტიკებს, მაგრამ არა მონეტარულ პოლიტიკას. განმარტების თანახმად, საერთო მოხმარება ტოლია კერძო მოხმარებას დამატებული სამთავრობო და საინვესტიციო ხარჯები. შემდეგ, საერთო მოხმარებას დამატებული წმინდა ექსპორტი ტოლია მშპ-ს მიმდინარე ფასებში. მშპ-ს ზრდაზე მოქმედებს მიწოდების მხარის ფაქტორები, როგორც არის არსებული სიმძლავრეები – ტექნოლოგიები, აკუმულირებული ფიზიკური კაპიტალი, შრომითი რესურსების რაოდენობა და ხარისხი. ამ ფაქტორებზე მონეტარული გადაცემის მექანიზმებს არა აქვთ პირდაპირი გავლენა. ამდენად, დროის კონკრეტულ მომენტში, ჩვენ გვაქვს მშპ – ს ორი საზომი: ფაქტიური მშპ და პოტენციური მშპ. ბოლო შედარებით ფიქსირებული სიდიდეა და ვერ შეიცვლება მოკლე ვადაში. ეს არის წარმოების ის დონე, რომელსაც ქმნიან ჩვეულებრივ რეჟიმში მომუშავე ფირმები, ინფლაციის მოსალოდნელი განაკვეთის გადაჭარბების გარეშე. როდესაც ეს ორი შესაბამისობაშია, მეწოლა ინფლაციასა და შრომის დანახარჯებზე მინიმალურია და, შეიძლება ითქვას, ეკონომიკა წონასწორობაშია. ამ მდგომარეობას, რომელიც მიღწევადაა ინფლაციის მიზნობრივ დონეზე, უნდა ემსახურებოდეს მონეტარული პოლიტიკის ყველა გადაწყვეტილება.

ფაქტიური მშპ-სა და პოტენციური მშპ-ს შორის სხვაობა არის წარმოების „გეპი“, რომლის მუსტად გამოძვა

შეუძლებელია. ამის ძირითადი მიზეზია ის, რომ ეკონომიკა შედგება ბევრი ეთეროგენული სექტორებისაგან, რომელთა ქცევები აღმავლობისა და დაღმავლობის საფეხურებზე ძალიან განსხვავებულია [McCallum 1999]. ბიზნეს ციკლების ანალიზი გვიჩვენებს, რომ ისინი ძალიან განსხვავებულია ერთმანეთისაგან და ზოგიერთი სექტორები ფართოვდებიან უფრო სწრაფად, ვიდრე დანარჩენები. გარდა ამისა, გეპის გამოშვების სიზუსტეზე მოქმედებს ინსტრუქციონალური ფაქტორები. გამოძვაზე არანაკლებ რთული საქმეა, ამ გეპის გავლენის შეფასება ინფლაციაზე. ამის გათვალისწინებით, უმჯობესია პოტენციურ მშპ ავიღოთ წერტილი, სადაც მთლიანი მოთხოვნა ბალანსდება მთლიანი მიწოდებით – წონასწორობის წერტილი. ეს იქნება ნიშნული, რომელიც მონეტარულ პოლიტიკას მისცემს ინფლაციის კონტროლის მკაფიო ორიენტირს.

მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურობა დიდწილად დამოკიდებულია ინფლაციური მოლოდინის მართვაზე. ეს გავლენას ახდენს რეალურ საპროცენტო განაკვეთზე, ფასებზე და ხელფასებზე. რეალური საპროცენტო განაკვეთი იმდენად მნიშვნელოვანია, რამდენადაც მას გავლენა აქვს ინდივიდების ქცევებზე, რომლებიც ვლინდება მათი დაზოგვის თუ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებში. თუ ინფლაციის მოლოდინი მოცემულია და არაცვალებადია, მაშინ ერთნაირად იცვლებიან ნომინალური და რეალური საპროცენტო განაკვეთები. პრობლემაა, როდესაც ინფლაციური მოლოდინი ცვალებადია, რაც გამოიწვევს რეალური და ნომინალური განაკვეთის სხვადასხვა სიდიდით ცვლილებას.

რაც შეეხება ხელფასის განაკვეთის ზრდას, ის ყოველთვის არ არის პრობლემა. მაგალითად, თუ შრომის ანაზღაურების განაკვეთი უფრო ნელა იზრდება ვიდრე შრომისნაყოფიერება, მაშინ ეს ზრდა წარმოებული პროდუქტის ფასში არ გადავა. მაგრამ, პრობლემაა ინფლაციის მოლოდინის ან მოთხოვნის ზეწოლის შედეგად გაზრდილი შრომის დანახარჯები, რაც აუცილებლად იწვევს ფასების ზრდას. ეს მოხდება იმ შემთხვევაშიც კი, როდესაც შრომით რესურსებზე მოთხოვნა დაბალანსებულია, რადგან ფირმებს და მშრომელებს შეთანხმება უწევთ რეალური ხელფასებზე. როდესაც ფაქტიური მშპ რის პოტენციალის დონეზე, გამოირიცხულია დიდი დისბალანსი შრომითი რესურსების მიწოდებასა და მოთხოვნას შორის. ამ შემთხვევაში, ფაქტიური ინფლაცია უნდა იყოს ტოლი ინფლაციის მოლოდინის, რაც უნდა იყოს მონეტარული პოლიტიკის ინფლაციის მიზნობრივი განაკვეთი.

ფულის როლი

როგორც დავინახეთ, მონეტარული პოლიტიკა გავლენას ახდენს საერთო მოთხოვნასა და ინფლაციაზე. ეს პოლიტიკა ეფუძნებოდა ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას და არა ფულად აგრეგატებს. თუ ვაღიარებთ, რომ ინფლაციის წყარო არის ფულის ჭარბი რაოდენობა, მაშინ, რბილად რომ ვთქვათ, ცოტა გაუგებარია, რატომ არ ენიჭება ყველგა და ყოველთვის უპირატესობა ფულადი აგრეგატების მიზნობრიობას ქვეყნების მონეტარულ პოლიტიკაში. მიზეზი არის ის, რომ ფულის რაოდენობა არის სხვა ცვლადების შედეგი, ხოლო, რაც შეეხება ინფლაციის კონტროლს, ის ყოველთვის გულისხმობს მონეტარულ აგრეგატებზე შესაბამის კონტროლს.

ფულის რაოდენობის კორექტირება ხდება მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმების ფარგლებში. მაგალითად, მონეტარული პოლიტიკის შერბილება, განხორციელებული მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შემცირებით, გამოიწვევს კომერციულ ბანკების სესხების საპროცენტო განაკვეთების შემცირებას. ეს კი, თავის მხრივ, გამოიწვევს სესხებზე მოთხოვნის ზრდას, რაც გაზრდის ფულის მიწოდებას. თუ ეს ხდება მიზნობრივი ინფლაციის ფარგლებში, ამან უნდა გაზარდოს ერთობლივი მოხმარება. ერთობლივი მოხმარების ზრდა, რა თქმა უნდა, გაზრდის ფულზე მოთხოვნას, რომელიც დაბალანსებული იქნება პოლიტიკით განხორციელებული ფულის მიწოდების ზრდით. ინფლაციის სტაბილურობის მიზანი ითხოვს, მონეტარული ზრდა არ აღემატებოდეს ეკონომიკის ზრდით გამოწვეულ მოთხოვნებს ფულზე.

მონეტარული პოლიტიკის შერბილების თუ გამკაცრების შედეგი ყოველთვის არ არის ცალსახა, და ამგვარი ცვლილების შედეგი რთულად პროგნოზირებადია. ეკონომიკა მუდმივად არის მრავალგვარი შოკის გავლენის ქვეშ, და მონეტარული პოლიტიკის მიზანი უნდა იყოს დააბრუნოს ეკონომიკა წონასწორობაში და არა თვითონ შექმნას დამატებითი შოკები. პრობლემა ის, რომ პოლიტიკის ცვლილების გავლენების პროგნოზი ეფუძნება დაშვებას, რომ სხვა პირობები, რომელთაც გავლენა აქვთ შედეგებზე, მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებიდან ცვლილებამდე უცვლელია. რადგან სხვა პირობები მუდმივად ცვალებადია, ხშირად მონეტარული პოლიტიკის ცვლილების შედეგი აცდენილია ნავარაუდევს. პოლიტიკის ცვლილების ფაქტიური შედეგი დამოკიდებულია იმაზე თუ რამდენად სრულადაა გათვალისწინებული

ფაქტორები, რომლებიც გავლენას ახდენენ მის შედეგებზე – ისეთები, როგორც არის ბიზნესისა და მომხმარებლის ნდობა, ფისკალური პოზიცია, მსოფლიო ეკონომიკის საერთო მდგომარეობა, ნდობა თვით მონეტარული პოლიტიკის მიმართ. ამ მიზეზის გამო, ძალიან რთულია, თუ შეუძლებელი არა, წინასწარ გაწერილი წესებით და გეგმებით ეფექტური მონეტარული პოლიტიკის წარმოება.

მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურობა დამოკიდებული იქნება იმაზე, თუ რამდენად კარგად და სწორად არის გააზრებული და პროგნოზირებული კავშირები მის გადაცემის მექანიზმებსა და ინფლაციას შორის. უნდა ითქვას, რომ განვითარებად ქვეყნებში მონეტარული პოლიტიკის წარმოებას ხშირად ართულებს სუსტი ფისკალური პოზიცია, ფინანსური სისტემის განვითარების დონე, ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის ხარისხი, პოლიტიკის მრავალმიზნობრიობა, მონეტარული პოლიტიკის ტრანსფარენტულობისა და ანგარიშვალდებულების ბუნდოვანება [ლემონჯავა 2016]. ანგარიშვალდებულება ეფექტური რომ იყოს, საჭიროა პოლიტიკის ყოველი ცვლილების მიზანი იყოს მკაფიოდ გაცხადებული და ხდებოდეს ამ ცვლილებების შედეგების ფართოდ გამჟღავნება და განხილვა. ფისკალური პოზიციის ზოგიერთ ცვლილებას შეუძლია გავლენა მოახდინოს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმებზე და გაზარდოს ზეწოლა ინფლაციაზე. როდესაც ქვეყნის ფისკალური პოზიცია სუსტია და მისი ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის ხარისხი არასათანადოა, მონეტარულ პოლიტიკაზე მთავრობის მხრიდან არასასურველი გავლენების რისკი მაღალია.

განვითარებად ქვეყნებში ფინანსური სისტემის განვითარების დონეც შორს არის სასურველისაგან. მაგალითად, საქართველოში კაპიტალის ბაზარი, შეიძლება ითქვას, არც არსებობს, რაც თითქმის სრულად ხურავს საპროცენტო განაკვეთის ინვესტიციებზე გავლენის არხის მოქმედების შესაძლებლობებს. ამდენად, საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას მხოლოდ საბანკო არხების გავლით შეუძლია მოახდინოს გავლენა ინვესტიციების ნაკადზე. ამ ნაკადის სიძლიერე დამოკიდებულია ბანკების მდგომარეობაზე – კერძოდ, თუ საბანკო სექტორში კაპიტალის დეფიციტია, საპროცენტო განაკვეთის შემცირება ვერ გამოიწვევს ინვესტიციების ზრდას ეკონომიკაში.

და ბოლოს, როგორც დავინახეთ, საქართველოში განხილული მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები ჯერკიდევ სუსტია, ამიტომ ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკა სრულად ვერ დაეყრდნობა

ზემოთ აღწერილ პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმებს. მართო ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის არხი ვერ შეძლებს სტაბილურად დაბალი ინფლაციის მიზნის მიღწევას. დამატებით, ამის პარალელურად, აუცილებელია სათანადო ყურადღება მიექცეს ფულად აგრეგატებსა, და მათ შორის სარეზერვო ფულის მასის ცვლილებებს. ამდენად, პოლიტიკის ფარგლებში უნდა იყოს ფულის მასის კონტროლის სათანადო მექანიზმები ჩადებული. გარდა ამისა, ამ პროცესში, ეროვნულმა ბანკმა უნდა გაითვალისწინოს ხაზინის ანგარიშის ბალანსის ცვლილების ტენდენციები და სათანადოდ ასახოს ისინი ფულადი აგრეგატების კორექტირების მექანიზმში.

გამოყენებული ლიტერატურა

1. **Boykorayev, B. (2008).** Factors that determine nominal exchange rates and empirical evidence of cross-sectional analysis, Aarhus School of Business. Retrieved from: http://pure.au.dk/portal/files/3262/Bahadir_Boykorayev_Master_thesis.pdf.
2. **Gali, J., & Monacelli, T. (2005).** Monetary policy and exchange rate volatility in small open economy. *The review of Economic Studies*, 72(3), 707-734.
3. **ლემონჯავა, გ. (2016).** მონეტარული პოლიტიკის როლი და ამოცანები. *ჟურნალ ეკონომისტი*, ტომი IX, # 2, 26-35.
4. **McCallum, B. & Nelson, E. (1999).** An Optimizing IS – LM Specification for Monetary Policy and Business Cycle Analysis. *Journal of Money, Credit, and Banking* 31: 296-316.
5. **Mishkin, F. (2009).** *Monetary Policy Strategy*. The MIP Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
6. **Modigliani, F. (1986).** Life cycle, individual thrift, and the wealth of nations. *The American Economic Review*, vol. 76, # 3, pp. 297-313.
7. **The transmission mechanism of monetary policy. The Monetary Policy Committee, Bank of England.** Retrieved from: <http://www.bankofengland.co.uk>.
8. **Tobin, J. (1969).** A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal Of Money, Credit and Banking*. 1(1): 15-29.
9. **Twarowska, K., & Kakol, M. (2014).** Analysis of factors affecting fluctuations in the exchange rate of Polish ZLOTY against EURO. Retrieved from: <http://www.toknowpress.net/ISBN/978-961-6914-09-3/papers/ML14-652.pdf>.

The Transmission Mechanism of Monetary Policy

Givi Lemonjava

Doctor of Economics,

Associate Professor University of Georgia

Key words: Monetary policy, transmission mechanism.

The transmission mechanism's work is a very complex process which varies from time to time to meet objective of monetary policy. Official interest rate variations via transmission mechanism of monetary policy effects economic outputs and inflation, with some lags and the results deviate from policy objectives. The extent of variations depend on many factors but key factors are: level of financial system development, expectations and confidence, central bank's independence, and country's fiscal position. Because of weaknesses of these factors in developing countries like Georgia, Central bank on top of the transmission mechanism should employ strict control over monetary aggregates' expansion process.