



ეკონომიკა და ფინანსები

ეროვნული ბანკის პოლიტიკის დილემები ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმში

ია ვრადე
სექტემბერი 2020



ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმში არაეფექტურია პერიფერიული და დოლარიზებული სახელმწიფოს ეკონომიკისთვის. იგი ასუსტებს ეროვნულ ბანკს, როგორც ინსტიტუტს და მისი მონეტარული პოლიტიკა მუდმივი დილემების წინაშე დგას, ფასების სტაბილურობის და დოლარიზაციის ორმაგი წნეხის კონტექსტში.



ინფლაციის თარგეთირება უპირატესობას ფასების სტაბილურობას ანიჭებს და ეროვნული ვალუტის კურსის სტაბილურობა მეორეხარისხოვან მნიშვნელობას იძენს.



ინფლაციის თარგეთირების პოლიტიკის მთავარი ინსტრუმენტი - საპროცენტო განაკვეთი - არაეფექტურია დოლარიზებულ ეკონომიკაში, სადაც ბანკების უმრავლესობა უცხოურ მფლობელობაშია.

ეკონომიკა და ფინანსები

ეროვნული ბანკის პოლიტიკის დილემები ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმში

■■■ PLATFORMA GE

სტატია მომზადებულია პლატფორმა სოციალური დიალოგის მიერ,
პროექტში „სადისკუსიო პლატფორმა პოლიტეკონომიური
საკითხებისთვის“, რომელიც ხორციელდება ფრიდრის ებერტის
ფონდის ფინანსური მხარდაჭერით.

სარჩევი

1.	შესავალი	2
2.	ცენტრალური ბანკის პოლიტიკური ეკონომია და ინფლაციის თარგმთირება	3
3.	ეროვნული ბანკის პოლიტიკა 2004-2008 წლებში: "ძლიერი" ვალუტის დილემა	5
4.	მონეტარული პოლიტიკა ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმში 2009-2012 წლებში	7
	საქართველოს ეროვნული ბანკი ქარის წისქვილების წინააღმდეგ?	7
	რამდენად ეფექტურია საპროცენტო განაკვეთი, როგორც პოლიტიკის ინსტრუმენტი?	8
	საერთაშორისო რეზერვები და "პირველყოფილი ცოდვა"	9
	სოციალური კაპიტალი	
5.	ინფლაციის თარგმთირება კრიზისის დროს	11
6.	დასკვნა	13
	გამოყენებული ლიტერატურა	14
	ილუსტრაციები	16

1

შესავალი

ეროვნული ბანკის პოლიტიკა არცთუ ისე ხშირად ექცევა საზოგადოებრივი და აკადემიური განსჯის ეპიცენტრში. მედიის ინფორმაცია ცენტრალური ბანკის პოლიტიკაზე ძირითადად ტექნიკური დეტალების გამჟღავნებით და საზოგადოებისთვის სტატისტიკური მონაცემების მიწოდებით შემოიფარგლება. ამ სახის ინფორმაცია, უმეტესად, მოკლებულია ანალიზს და ფართო კონტექსტუალიზაციას. აღნიშნული ტენდენცია მხოლოდ საქართველოსთვის არ არის დამახასიათებელი. აკადემიაში დიდი ხანია საუბრობენ ეკონომისტების “ექსპერტიზაზე”, ცენტრალური ბანკების დეპოლიტიზაციასა და ტექნოკრატიზაციაზე. სწორედ ამიტომ, მნიშვნელოვანია დეპოლიტიზირებული საკითხების რეპოლიტიზაცია, მათი ანალიზი და დისკუსიის საგნად გადაქცევა. ცენტრალური ბანკი პოლიტიკური და მორალური ღირებულებებით დატვირთული ინსტიტუტია, რომელიც მუდმივი ბრძოლების და ინტერესთა შეჯახების ველია და არა ტექნოკრატიული წარმონაქმნი, რომლის პოლიტიკაც მხოლოდ მათემატიკურ გათვლებს ეფუძნება.

საქართველოს ეროვნული ბანკი 2009 წლიდან ინფლაციის თარგეთირების მანდატით ფუნქციონირებს, რაც ინფლაციის წინასწარ განსაზღვრული წლიური მაჩვენებლის მიღწევას და ფასების სტაბილურობის შენარჩუნებას ითვალისწინებს. ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის გავრცელება მსოფლიოში ნეოლიბერალიზაციის ტალღას და ფინანსიალიზაციას უკავშირდება; მკვლევარები ხაზს უსვამენ ამ რეჟიმის შეუსაბამობას გლობალური სამხრეთის ქვეყნებთან - მათ ეკონომიკურ კონტექსტთან. საქართველოში, ღია და პატარა ეკონომიკაში დოლარიზაციის მაღალი დონით, ინფლაციის თარგეთირების ეფექტურობა წინააღმდეგობების წინაშე დგას. ამასთან, ეს რეჟიმი არა მარტო ასუსტებს ცენტრალურ ბანკს, როგორც ინსტიტუტს, არამედ ხელს უშლის მონეტარულ პოლიტიკას უპასუხოს ქვეყნის მთავარ ეკონომიკურ გამოწვევებს.

მოცემული სტატიის მიზანია ეროვნული ბანკის საქმიანობა ისტორიულ და პოლიტიკურ-ეკონომიურ კონტექსტში განიხილოს და გამოკვეთოს

მისი პოლიტიკის მთავარი დილაგები 2004-2016 წლებში. სტატიის **პირველი** ნაწილი ცენტრალური ბანკის ზოგადი ფუნქციებს და ინფლაციის თარგეთირების მთავარი მახასიათებლების განხილვას ეთმობა. **მეორე** ქვეთავი საქართველოს ეროვნული ბანკის განვითარების მოკლე ისტორიულ რაკურსს ხაზავს და მისი პოლიტიკის დილაგებს მიმოიხილავს 2004-2008 წლებში. **მესამე** ნაწილი, 2009-2016 წლებში, ინფლაციის თარგეთირების ანალიზს ეთმობა. **მეოთხე** ქვეთავი კი ამ მონეტარული რეჟიმის არაეფექტურობას განიხილავს ლარის 2015-2016 წლების კრიზისის კონტექსტში.

2

ცენტრალური ბანკის პოლიტიკური ეკონომია და ინფლაციის თარგმთირება

ცენტრალური ბანკის მონყობის ფორმა და ფუნქციები ისტორიულად სახელმწიფოს წყობის თუ გლობალური სისტემის ფუნქციონირებასთანაა დაკავშირებული. ამ ინსტიტუტის ირგვლივ განვითარებული დებატები 1920-იანი წლებიდან დღემდე, შესაბამისი პერიოდის მთავარ პოლიტიკურ-ეკონომიურ დისკურსს ირეკლავს: კეინსიანიზმს (1930-1970-იანი წლები) და ნეოლიბერალიზმს (1980-იანი წლებიდან გავრცელდა მონეტარიზმი და 1990-იანი წლებიდან ინფლაციის თარგმთირება) (Gabor, 2010, pp. 15-16). ამრიგად, ცენტრალური ბანკის პოლიტიკის ანალიზი მხოლოდ მისი ფართო კონტექსტში განხილვითაა შესაძლებელი. ამასთან, თანაბრად მნიშვნელოვანია როგორც გლობალური მოცემულობა, ასევე ქვეყნის შიგნით მიმდინარე პროცესები. დღევანდელ გლობალიზებულ სისტემაში, რომელშიც მონეტარული პოლიტიკა საერთაშორისო რეგულირების ობიექტია, ცენტრალური ბანკის საქმიანობა ინტერესთა მუდმივი დაპირისპირების და ძალაუფლებისთვის ბრძოლების ველია. სწორედ ასე მოიაზრებდა ეპსტაინის მიერ 1992 წელს განვითარებული მიდგომა ცენტრალურ ბანკს, რომელიც მან მარქსის, კეინსის და კალეკის იდეებზე დაყრდნობით შეიმუშავა. ეპსტაინი ამ ინსტიტუტის ანალიზში ოთხ მთავარ ანალიტიკურ ფაქტორს და ძალაუფლებათა მიმართებას გამოყოფდა: კაპიტალის და შრომის მიმართება, წარმოებას და ფინანსურ სფეროს შორის ურთიერთობა, ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა და ეკონომიკის პოზიცია გლობალურ სისტემაში (Epstein, 1992). ამავდროულად, მნიშვნელოვანია აღნიშნულ პროცესებში ადგილობრივი სამოქალაქო და პოლიტიკური საზოგადოებების როლიც.

დღეს, მონეტარული პოლიტიკის ყველაზე გავრცელებული ფორმა ინფლაციის თარგმთირებაა, რომელიც 1990-იანი წლებიდან იღებს სათავეს. ახალი ზელანდიის ცენტრალური ბანკი იყო პირველი, რომელმაც ამ რეჟიმში დაიწყო მუშაობა. ჯერ კიდევ 1970-იან და 1980-იან წლებში, გლობალურ ჩრდილოეთში, ეკონომიკური პოლიტიკის ღერძი სრული დასაქმების მიღწევიდან დაბალ ინფლაციაზე კონცენ-

ტრირებით შეიცვალა. ამ დროიდანვე იწყება მონეტარული პოლიტიკის აღზვევა ფისკალური პოლიტიკის მნიშვნელობის დაკნინების ფონზე. ინფლაციის თარგმთირება ზუსტად ასახავს იმ ისტორიულ გარდატეხას, რომელიც ნეოლიბერალიზაციის ტალღას, მინიმალურ სახელმწიფოს და ნეოლიბერალურ ცენტრალურ ბანკს უკავშირდება (Epstein, 2001, pp. 3-4). ამავდროულად მძაფრდება ფინანსური სფეროს დეპოლიტიზაციის პროცესი და ეკონომიკის დისციპლინის, როგორც სამეცნიერო ექსპერტიზის სფეროს ჩამოყალიბება (Gabor, 2010, pp. 810-811).

ინფლაციის თარგმთირებამდე არსებული მონეტარული პოლიტიკის დომინანტური რეჟიმი - მონეტარიზმი - ასევე ფასების სტაბილურობის მიღწევას ისახავდა მიზნად. თუმცა, ინფლაციის თარგმთირებისთვის ფასების სტაბილურობა უზენაესი მიზანია და სხვა ეკონომიკური მაჩვენებლები, როგორიცაა მაგალითად ვალუტის სტაბილურობა, უმუშევრობის შემცირება ან მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ) ზრდა, მონეტარული პოლიტიკისთვის მეორეხარისხოვანია. ამასთან, ინფლაციის თარგმთირების დროს, მონეტარული პოლიტიკა ფულის ფასს აკონტროლებს და არა მის რაოდენობას (International Monetary Fund, 2017, p. 14). მონეტარული პოლიტიკის მთავარი ინსტრუმენტი კი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთია. თუ მონეტარიზმის რეჟიმში დასაშვებია მცურავი გაცვლითი კურსის მენეჯმენტი, ინფლაციის თარგმთირება არ ითვალისწინებს ცენტრალური ბანკის ჩარევას გაცვლითი კურსის დასარეგულირებლად (Gabor, 2010, pp. 813-815). შესაბამისად, ვალუტის კურსს ბაზარი განსაზღვრავს (Acosta-Ormaechea & Coble, 2011, p. 3). მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში კი იზღუდება ცენტრალური ბანკის ფუნქციები და იგი ძირითადად რეფინანსირების განაკვეთის დაწესებით განისაზღვრება (Epstein & Yeldan, 2008, p. 138). მკვლევარები აკრიტიკებენ გაცვლითი კურსის სტაბილურობის ინფლაციაზე დაქვემდებარებას; ღია ეკონომიკაში, სადაც ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმი მოქმედებს და კაპიტალის ანგარიში ლიბერალიზირებულია,

შეუძლებელი ხდება გაცვლითი კურსის მენეჯმენტი (Kaltenbrunner & Paineira, 2017, p. 454). ამასთან, ინფლაციის თარგეთირების კონტექსტში ვალუტის გაცვლითი კურსის, როგორც პოლიტიკის ინსტრუმენტის დათმობა, განვითარებად ქვეყნებს ძვირად უჯდებათ. იგი უარყოფითად აისახება ქვეყნის საექსპორტო საქონლის კონკურენტუნარიანობაზე და იზრდება ეკონომიკის მოწყვლადობა მოკლევადიანი უცხოური კაპიტალის შემოდინება-გაღინების მიმართ (Gabor, 2010, p. 821).

კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი საკითხი, რომელიც ინფლაციის თარგეთირებასთანაა დაკავშირებული, საერთაშორისო რეზერვებია. განვითარებად ქვეყნებს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გამო რეზერვების შევსება უმეტესად უცხოურ ვალუტაში (ძირითადად დოლარში) სესხის ხარჯზე უხდებათ. ამრიგად, არა მარტო ქვეყნის საგარეო ვალის დონე იზრდება, არამედ ეს უარყოფით აისახავს კპოვებს დოლარიზაციის დონეზეც (Paineira, 2009, pp. 13-16).

მკვლევარები ინფლაციის თარგეთირებას მონეტარული პოლიტიკის ფინანსიალიზაციასთან აკავშირებენ. ფასების სტაბილურობის გარანტია პირველ რიგში ინვესტორების ინტერესებში შედის, განსაკუთრებით კი მას შემდეგ, რაც ვალუტების გაცვლითი კურსი აღარ რეგულირდებოდა (როგორც ეს ბრეტონ ვუდსის სისტემაში იყო) (Gabor, 2010, pp. 810-811). ამასთან, საპროცენტო განაკვეთი, როგორც მთავარი ინსტრუმენტი ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმში, კარგ საფუძველს ქმნის სპეკულაციებისთვის (Epstein, 2001, pp. 4-5; Gabor, 2010, p. 821). სავალუტო ბაზარზე ცენტრალური ბანკის ინტერვენციების საბაზრო ძალებით ჩანაცვლება კი ინვესტორებს და ბანკებს კიდევ უფრო მეტ ძალაუფლებას ჰმატებს.

ინფლაციის თარგეთირებისას ცენტრალური ბანკი დამოუკიდებელი უნდა იყოს პოლიტიკური გავლენებისგან; მას მოეთხოვება როგორც გამჭვირვალობა საქმიანობაში, ასევე პასუხისმგებლობა (Epstein, 2001, p. 6) (იხ. ასევე (Kaltenbrunner & Paineira, 2017, p. 453; Mc-Namara, 2002, p. 52)). ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის საკითხი განსაკუთრებული პოპულარობით 1970-იანი წლებიდან სარგებლობს, რადგან მანამდე, 1930-იანი წლების დიდი დეპრესიის შემდგომ პერიოდში, ამ ინსტიტუტმა დამოუკიდებლობა დაკარგა და გაიზარდა მთავრობის როლი მონეტარულ პოლიტიკაში (Capie, Goodhart, & Schnadt, 1994, pp. 22-33). კეინსი მონეტარული პოლიტიკის ფისკალური პოლიტიკისადმი დაქვემდებარების მომხრე იყო, სრული დასაქმების მიღწევის მიზნით (Gabor, 2010, pp. 30-31). ნეოლიბერალიზმის გავრცელებასთან ერთად კი საერთაშორისო ორგანიზაციებმა (მაგ. სავალუტო ფონდი, ეუთო)

ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის პოპულარიზაცია დაიწყო, ამ ინსტიტუტის დეპოლიტიზაციის და ტექნოკრატიზაციის მიზნით (Mc-Namara, 2002, pp. 53-54).

ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის და პასუხისმგებლობის საკითხი კრიტიკულ გადააზრებას მოითხოვს, რადგან როგორც ეპშტაინი ამტკიცებს, ხშირად ცენტრალური ბანკები სწორედ ფინანსური ბაზრების მიმართ იღებენ პასუხისმგებლობას და არა ფართო საზოგადოებასთან მიმართებაში (Epstein, 2001, pp. 7-8). ერთვნული ბანკის პასუხისმგებლობის საკითხი არც საქართველოში კარგავს აქტუალურობას და ხშირად უნდა დაისვას კითხვები - *ვის ინტერესებს ემსახურება ერთვნული ბანკი? ვინ არის მისი პოლიტიკის ადრესატი? რამდენად პასუხობს იგი ფართო საზოგადოების და ზოგად ეკონომიკურ გამოწვევებს?* თუმცა, ერთვნული ბანკის დამოუკიდებლობა ქართულ კონტექსტში გლობალური ჩრდილოეთისგან განსხვავებულ განზომილებას იძენს. რთულია ცალსახად იმის მტკიცება, რომ პოლიტიკური გავლენა ამ ინსტიტუტზე სარგებლის მომტანი იქნებოდა ქვეყნის ეკონომიკისთვის. 1990-იანი წლებიდან დღემდე ერთვნული ბანკი პოლიტიკური გავლენების ქვეშ ფუნქციონირებს. ვარდების რევოლუციის შემდეგ კი სააკაშვილის მთავრობა გამიზნულად ცდილობდა ამ ინსტიტუტის დასუსტებას. ჰაიეკისეული ლიბერტარიანული მონეტარული პოლიტიკის კვალდაკვალ, ერთვნული ბანკის გაუქმების იდეაც კი განიხილებოდა (Timm, 2013, p. 9) (იხ. (Hayek, 1990)); მთავრობამ არაერთხელ სცადა ჩამოერთმია მისთვის ზედამხედველობის ფუნქცია (Papava, 2010, p. 51). მოგვიანებით, 2015-2016 წლების ლარის კრიზისის დროს კი, ერთვნული ბანკი მთავრობის პირდაპირი თავდასხმის ობიექტი და განტევების ვაცი აღმოჩნდა (იხ. (ერაძე, 2019)). ამრიგად, ქვეყანაში, სადაც საზოგადოებრივი ნდობა სახელმწიფოს და მისი ინსტიტუტების მიმართ მწირია, რთული წარმოსადგენია ერთვნულ ბანკზე პოლიტიკური გავლენების დადებითი ასპექტები. შესაბამისად, ცენტრალური ბანკის ფორმის და ფუნქციის გადააზრება ზოგად სახელმწიფოებრივ გარდაქმნასთან ბმაში უნდა განვიხილოთ, რათა ეს ინსტიტუტი ქვეყნის სოციო-ეკონომიკური განვითარების ერთ-ერთ მთავარ ძრავად ჩამოყალიბდეს.

3

ეროვნული ბანკის პოლიტიკა 2004-2008 წლებში: “ქლიერი” ვალუტის დილემა

საქართველოს ეროვნული ბანკი 2009 წლამდე მონეტარიზმის რეჟიმში ფუნქციონირებდა. მისი ფუნქციები ორგანული კანონით განისაზღვრებოდა, როგორც: ეროვნული ვალუტის სტაბილურობის შენარჩუნება, ფასების სტაბილურობა, ფუნქციური ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის გატარება და ფინანსური სექტორის ლიკვიდობის უზრუნველყოფა (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2006, p. 39). აღსანიშნავია, რომ ვალუტის სტაბილურობა ცენტრალური ბანკის ერთ-ერთ მთავარ ფუნქციას წარმოადგენდა და მას შეეძლო გაცვლითი კურსის მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტად გამოყენება, ლარის კურსის მერყეობის შემთხვევაში (National Bank of Georgia, n.d.).

ვარდების რევოლუციის შემდეგ, ეკონომიკის ლეგალიზაციის ფონზე, საბიუჯეტო გადარიცხვების, გადასახადების შეგროვების და ფულადი გზავნილების ზრდის შედეგად, ლარზე მოთხოვნა გაიზარდა და შესაბამისად მოიმატა ეკონომიკის მონეტიზაციის დონემ (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2004, p. 32). ეროვნული ვალუტის მიმართ ნდობა გაიზარდა და დოლარიზაციის დონეც შემცირდა. მაგალითად, 2004 წელს დეპოზიტების დოლარიზაცია 86%-დან 74%-მდე შემცირდა, წინა წელთან შედარებით (National Bank of Georgia, 2006, p. 58). თუმცა, ლარის კურსის მატებას დოლართან მიმართებაში მნიშვნელოვანწილად უცხოური კაპიტალის შემოდინება უწყობდა ხელს. ამავდროულად, საქართველო ე.წ. პოლანდიური დაავადების საფრთხის წინაშე აღმოჩნდა, რამაც 2004-2008 წლებში ექსპორტის შემცირება და ინფლაციის მატება განაპირობა (Anguridze, Charaia, & Doghondze, 2015, p. 14). ეს პროცესები კი უარყოფითად აისახებოდა ქვეყნის მიმდინარე ანგარიშზე (Papava, 2007, p. 8).

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის იმჟამინდელი პრეზიდენტი ქრისტინ ლაგარდი 2012 წელს აღნიშნავდა: „კაპიტალის შემოდინებას შეუძლია დიდი სარგებელი მოიტანოს, თუმცა მას შესაძლოა უარყოფითი გავლენაც ჰქონდეს ქვეყნის ეკონომიკური ციკლზე. [...] თუ კაპი-

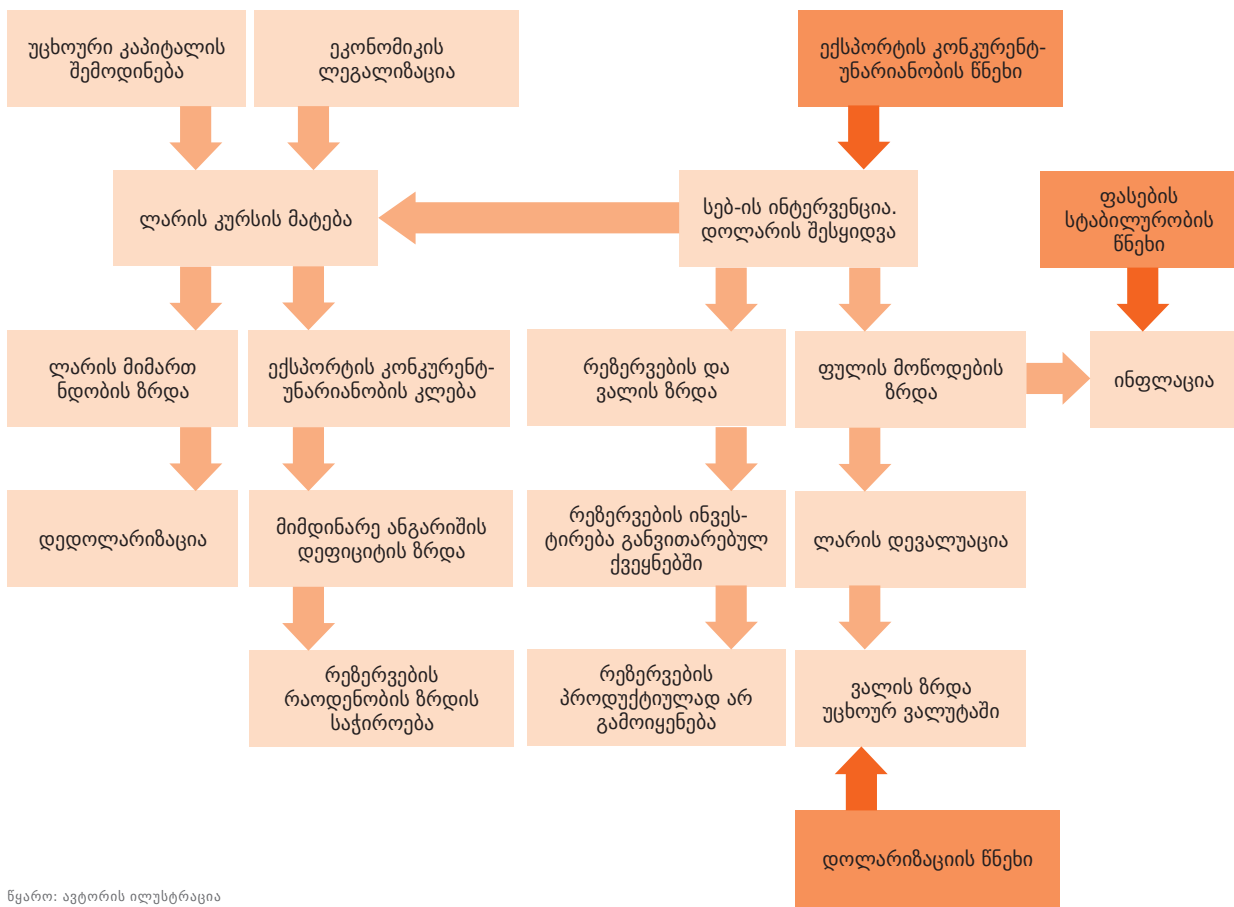
ტალის შემოდინება საბანკო სფეროში ხდება, შესაძლოა მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტების ამოქმედება გახდეს საჭირო [...]. ზოგჯერ, შესაძლოა კაპიტალზე დროებითი კონტროლის დანერგვაც კი საჭირო იყოს” (Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, 2015, p. 16). თუმცა, 2004-2007 წლებში, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი ლარის კურსის მატებას პრობლემურად არ მიიჩნევდა, რადგან მათი მტკიცებით ლარის კურსი რევოლუციამდე ზედმეტად იყო გაუფასურებული და იგი წონასწორობის დონეს უბრუნდებოდა. ამრიგად, ფონდი მოუწოდებდა ეროვნულ ბანკს ლარის კურსისთვის თავისუფალი ცურვის საშუალება მიეცა, მაგრამ ამავდროულად ყურადღება გაემახვილებინა ფასების სტაბილურობის შენარჩუნებაზე (International Monetary Fund, 2006, pp. 51-52). თუმცა, ამ ორი მიზნის ერთდროულად განხორციელება ეროვნულ ბანკს დილემის წინაშე აყენებდა. უცხოური კაპიტალის შემოდინების ეფექტების დასარეგულირებლად მას ე.წ. სტერილიზაციის პოლიტიკის გატარება უნევდა; ამისათვის იგი აქტიურად ყიდულობდა ამერიკულ დოლარს 2004-2007 წლებში (National Bank of Georgia, 2006, p. 37; საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2007, p. 32). მართალია, ეროვნული ბანკს საერთაშორისო რეზერვები იზრდებოდა, მაგრამ სტერილიზაციის შედეგად ასევე იზრდებოდა ფულის მასა ეროვნულ ვალუტაში, რაც ლარის კურსის გაუფასურებას იწვევდა და ინფლაციის საფრთხესაც ქმნიდა. (ეროვნული ბანკი ამ დროს ვალუტის ადგილობრივ ბაზარზე მთავარი აქტორი იყო. მაგალითად, 2007 წელს მისი ინტერვენციების წილი თითქმის 87%-ს შეადგენდა (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2008b, pp. 23-24), რაც მოგვიანებით ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმით შეიცვალა). ამრიგად, ცენტრალური ბანკს 2004-2007 წლებში მუდ-მივი დილემების გადაჭრა უხდებოდა - ლარის კურსის მატების დაშვება და დედოლარიზაციის ხელშეწყობა თუ შემოდინებული კაპიტალის სტერილიზაციით რეზერვების დაგროვება და ლარის გაუფასურება, რაც შესაძლოა (თეორიულად) საექსპორტო საქონლის კონკურენტუნარიანობის-

თვის ხელშემწყობი ფაქტორი აღ-მოჩენილიყო (იხ. ნახაზი 1).

ვარდების რევილუციის შემდგომი ეკონომიკური ზრდის ბუმი და უცხოური კაპიტალის შემოდინება 2008 წლის ომმა და ფინანსურმა კრიზისმა სხვა რელსებზე გადაიყვანა და აკუმულაციის რეჟიმი ჩიხში შევიდა. თუ 2004-2007 წლებში, ეკონომიკის ლეგალიზაციის და კაპიტალის შემოდინების ხარჯზე, ლარის კურსი მატებას განიცდიდა და დოლარიზაციის დონე იკლებდა, 2008-2009 წლის ორმაგი კრიზისის ფონზე, კაპიტალის შემოდინების მკვეთრმა შემცირებამ უარყოფითად იმოქმედა ლარის სტაბილურობასა და დოლარიზაციაზე. ერთვნილი ბანკი ვერ აკმაყოფილებდა მოთხოვნას უცხოურ ვალუტაზე (საქართველოს ერთვნილი ბანკი, 2008b, pp. 23-24). 2008-2010 წლებში ლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი 11,2%-ით გაუფასურდა დოლართან მიმართებაში, მისი რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი კი 8,7%-ით შემცირდა. შესაბამისად, მოიმატა დოლარიზაციის დონემ.

მიუხედავად იმისა რომ 2009 წლის მიწურულს მაკროეკონომიკური სიტუაცია სტაბილურობისკენ განვითარდა, დოლარიზაციის დონე მაინც უფრო მაღალ ნიშნულზე დარჩა, ვიდრე იგი 2008 წლამდე იყო (საქართველოს ერთვნილი ბანკი, 2010a, pp. 55-56). სწორედ ამ კრიზისულ სიტუაციაში ინფლაციის თარგეთიერება აღმოჩნდა გამოსავალი საქართველოს მთვარობისთვის.

ნახ. 1. ერთვნილი ბანკის დილაემები 2004-2008



4

მონეტარული პოლიტიკა ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმში 2009-2012 წლებში

2009 წელს საქართველოს ეროვნული ბანკი ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადავიდა. ორგანული კანონის შესაბამე მუხლის თანახმად, ფასების სტაბილურობა ცენტრალური ბანკის ძირითად ამოცანად გამოცხადდა. ამასთან, „ეროვნულმა ბანკმა უნდა უზრუნველყოს საფინანსო სისტემის სტაბილურობა და გამჭვირვალობა და ხელი უნდა შეუწყოს ქვეყანაში მდგრად ეკონომიკურ ზრდას, თუ ეს შესაძლებელია ისე, რომ საფრთხე არ შეექმნას მისი ძირითადი ამოცანის შესრულებას,“ (საქართველოს ორგანული კანონი საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ, 2009 მუხლი 3, პუნქტი 2). შესაბამისად, ფინანსური სისტემის სტაბილურობა, ეკონომიკის მდგრადი განვითარების ხელშეწყობა მეორადი მიზნები გახდა. ეროვნული ბანკის (სები) პოლიტიკის მთავარი ინსტრუმენტი კი საპროცენტო განაკვეთი გახდა (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2009, p. 8). ასევე, სებ-ის ინსტრუმენტებია: რეფინანსირების სესხი, ღია ბაზრის ერთთვიანი ინსტრუმენტი, ერთდღიანი სესხები და დეპოზიტები, სადეპოზიტო სერტიფიკატები, სახაზინო ფასიანი ქაღალდები და სარეზერვო მოთხოვნა (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2009, p. 44). 2009 წელს ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებლად 9% განისაზღვრა (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2009, p. 34), დღეს კი იგი 3%-ია. ინფლაციის თარგეთირების მანდატით ეროვნულ ბანკს შეეზღუდა სავალუტო ბაზარზე ჩარევა და სავალუტო ინტერვენციების განხორციელების უფლება მხოლოდ იმ შემთხვევაში მიენიჭა, თუ ვალუტის კურსის მერყეობა საფრთხეს შეუქმნის ფასების სტაბილურობას (მაგალითად დიდ რაოდენობით კაპიტალის დროებითი შემოდინების შემთხვევაში, რაც მოკლე ვადაში ვალუტის კურსის მერყეობას განაპირობებს) (ბაიამშვილი, 2015, p. 55). საინტერესოა, რომ ინფლაციის თარგეთირების წინაპირობებს მდგრადი ფინანსური სტაბილურობა, განვითარებული ფინანსური სისტემა და დამოუკიდებელი ცენტრალური ბანკი წარმოადგენს (მხატრიშვილი, 2016, p. 19). საქართველო კი ამ პირობებიდან 2009 წელს ვერცერთს ვერ აკმაყოფილებდა.

ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადასვლა 2008-2009 წლების კრიზისის კონტექსტში უნდა განვიხილოთ. ამ პერიოდში ქვეყნის ეკონომიკას სასწრაფოდ სჭირდებოდა უცხოური კაპიტალი, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი კი ინვესტორებს ფასების სტაბილურობის გარანტიას სთავაზობდა. გლობალური სამხრეთის ქვეყნები აღნიშნულ მონეტარულ რეჟიმზე, ხშირად, სწორედ უცხოური კაპიტალის მოზიდვის მიზნით გადადიან (Epstein, 2001, pp. 4-5; Karwowski & Centurion-vicencio, 2018, p. 16). 2009 წელს საქართველოს პრეზიდენტის მიერ თავისუფლების აქტის ინიცირებაც უცხოური კაპიტალის მოზიდვას და ინვესტორების ნდობის აღდგენას ემსახურებოდა (სხვა მიზნებთან ერთად) და საქართველოს „მსოფლიო ლიბერალიზმის ფლაგმანად,“ აცხადებდა (Saakashvili, 2009 cited in (Jobelius, 2011, p. 85)). ამრიგად, საქართველოში ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის შემოღება კრიზისულ სიტუაციაში გამოსავლის ძიების შედეგია. თუმცა, საინტერესოა, რამდენად შეესაბამება აღნიშნული მონეტარული რეჟიმი ადგილობრივ კონტექსტს და რამდენად ეფექტურია იგი ქართული ეკონომიკის პრობლემებთან მიმართებაში.

საქართველოს ეროვნული ბანკი პარის წისქვილების წინააღმდეგ?

თუ გავითვალისწინებთ, რომ ფასების სტაბილურობა ეროვნული ბანკის პრიორიტეტული მიზანია, საინტერესოა, რამდენად შეუძლია მას ინფლაციის დონეზე გავლენის მოხდენა. საქართველოს ეროვნული ბანკი ინფლაციის მიზნებში შემდეგ მთავარ ფაქტორებს მოიაზრებს: ფასების მატება ისეთ მნიშვნელოვან პროდუქტებზე, როგორცაა შაქარი ან სანჯავი საერთაშორისო ბაზრებზე, ფულის ჭარბი მიწოდება, საგარეო შოკები (რამაც შეიძლება შეაფერხოს პროდუქცია და ფასების ზრდა გამოიწვიოს), არაპირდაპირი ხარჯების ზრდა (მაგ. დღგ-ს გადასახადი), ნომინალური გაცვლითი კურსი და კონკურენტუნარიანობის დონე ეკონომიკის გარკვეულ სექტორებში (ოლოგიპოლიამ და მონოპოლიამ

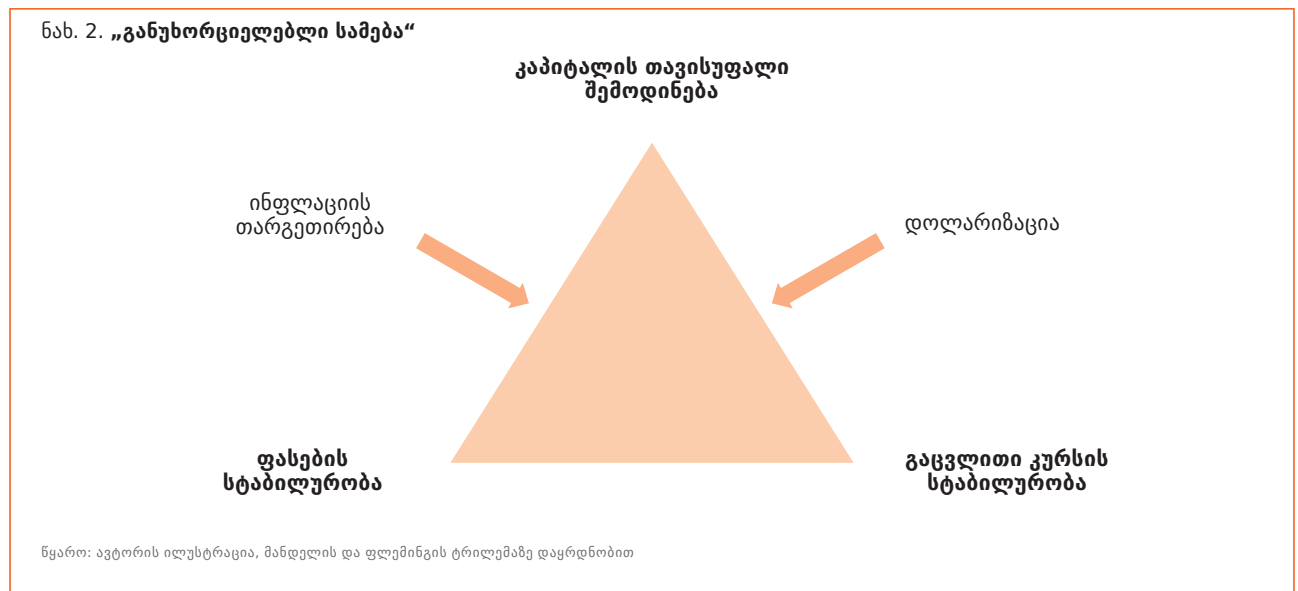
შესაძლოა ფასების ზრდა განაპირობოს) (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2008a, pp. 18-20). საქართველოსთვის მაღალი არასაბაზისო ინფლაციაა დამახასიათებელია, რადგან იგი ნავთობის და იმპორტირებული საკვების ფასების ზრდასაც ითვალისწინებს (Economic Policy Research Center, 2012, p. 21). საკვების ფასები კი უფრო მერყევია სხვა საქონელთან შედარებით. ამრიგად, განვითარებადი ქვეყნების სამომხმარებლო კალათაში საკვების ფასის წილი შედარებით მაღალია (Economic Policy Research Center, 2012, pp. 31-32) (იხ. (National Bank of Georgia, 2010, p. 20)). მნიშვნელოვანია ფულადი გზავნილების გავლენაც ინფლაციის დონეზე, ასევე ფისკალური დეფიციტი და საგარეო ვალის ზრდა (Economic Policy Research Center, 2012, pp. 24-26).

ამრიგად, თუ გავითვალისწინებთ, რომ ცენტრალური ბანკის მთავარი მიზანი ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის მიღწევაა, საინტერესოა, ზემოთ აღნიშნული ფაქტორებიდან, რომელზე შეუძლია მას გავლენის მოხდენა. საქართველოს ეროვნული ბანკი უძღურია გლობალურ ბაზრებზე ფასების ცვალებადობასთან, საგარეო შოკებთან და გადასახადების დონესთან მიმართებაში. ასევე, შეზღუდულია მისი გავლენა კონკურენციაზე, ფულადი გზავნილების და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების დონეზე. მნიშვნელოვანი ფაქტორი, რომელზეც ეროვნულ ბანკს გავლენის მოხდენა შეუძლია, ლარის ნომინალური გაცვლითი კურსია. თუმცა, ინფლაციის თარგთირების რეჟიმში ვალუტის სტაბილურობა სებ-ის პრიორიტეტულ მიზანს არ წარმოადგენს და არც გაცვლითი კურსია მისი პოლიტიკის მთავარი ინსტრუმენტი. იმპორტზე დამოკიდებული ქვეყნისათვის, როგორც საქართველოა, გაცვლით კურსსა და იმპორტირებულ საქონელზე ფასების დონეს შორის პირდაპირი კავშირია და შესაბამისად ვალუტის გაუფასურება

იმპორტირებული საქონლის გაძვირებას იწვევს (ბლუაშვილი, 2013, p. 62). ჭარაია და პაპავა ეროვნული ბანკის კიდევ ერთ შემზღუდველ ფაქტორს გამოყოფენ ინფლაციასთან ბრძოლაში, რომელიც საქართველოში იმპორტირებული ინფლაციის მაღალ წილს უკავშირდება (Charaia & Papava, 2017, p. 98).

რამდენად ეფექტურია საპროცენტო განაკვეთი, როგორც პოლიტიკის ინსტრუმენტი?

ინფლაციის თარგთირების რეჟიმში მცურავ გაცვლით კურსს ითვალისწინებს. ცენტრალური ბანკის პოლიტიკის მთავარი ინსტრუმენტი კი საპროცენტო განაკვეთია, რომელსაც მხოლოდ მაშინ აქვს სავალუტო ბაზარზე ჩარევის უფლება, თუ კურსის მერყეობა საფრთხეს უქმნის ფასების სტაბილურობას (Epstein & Yeldan, 2008, p. 138). ემპირიული კვლევები გლობალური სამხრეთის ქვეყნების მაგალითზე აჩვენებს, რომ ინფლაციის თარგთირების რეჟიმის მოთხოვნების მიუხედავად, ცენტრალური ბანკები მაინც ახორციელებენ სავალუტო ინტერვენციებს ვალუტის კურსის სტაბილურობის შესანარჩუნებლად (Kaltenbrunner & Paineira, 2017, p. 454), რადგან სუსტი ეროვნული ფულის (ე.წ. soft currency) პირობებში მხოლოდ ინფლაციის დონეზე კონცენტრირება არ ამართლებს. საინტერესოა, რომ ამ დროისათვის სავალუტო ფონდიც აღიარებს სავალუტო ინტერვენციების მნიშვნელობას (Kaltenbrunner & Paineira, 2017, p. 458). ამრიგად, რთული ასახსენლია, რატომ უნდა იყოს საპროცენტო განაკვეთი განვითარებადი ქვეყნების ცენტრალური ბანკების მთავარი ინსტრუმენტი, მითუმეტეს მაშინ, როცა ამ ქვეყნებში დოლარიზაციის მაღალი დონეა და ვალუტის კურსის მერყეობას სავალალო შედეგები აქვს მოსახლეობისთვის, ადგილობრივი ბიზნესისთვის და სახელ-



მნიფოსთვის. ლიბერალური კაპიტალის ბაზრების პირობებში, ფასების და ვალუტის სტაბილურობის ე.წ. განუხორციელებელი სამება (impossible trinity) კიდევ უფრო მეტ პოლიტიკის დილემას უქმნის დოლარიზებულ ეკონომიკას (იხ. ნახაზი 2).

ინფლაციის თარგმთირებამ დაასუსტა ეროვნული ბანკი, რადგან მისი როლი სავალუტო ბაზარზე კომერციულმა ბანკებმა ჩაანაცვლეს. სებ-ის სავალუტო ინტერვენციების წილი აღნიშნულ ბაზარზე 2010-2011 წლებში ოთხჯერ შემცირდა, 2008 წლის მაჩვენებელთან შედარებით (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2011, p. 11). თუ 2009 წლის პირველ ნახევარში მისი ინტერვენციების წილი 75%-85% იყო, წლის მეორე ნახევარში (ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმზე გადასვლის პარალელურად) იგი 5-დან 20%-მდე შემცირდა (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2009, p. 47). ამასთან, სავალუტო აუქციონზე გადასვლით გაიზარდა ლარის გაცვლითი კურსის მერყეობის დონეც (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2010b, p. 80).

საპროცენტო განაკვეთი ეროვნული ბანკისთვის არაეფექტური ინსტრუმენტია. მის სრულფასოვნად გამოყენებას შემდეგი ფაქტორები უშლის ხელს: დოლარიზაციის მაღალი დონე, განუვითარებელი ფინანსური და ბანკთაშორისი ბაზარი, ბანკების უცხოურ მფლობელობაში არსებობა. აღსანიშნავია, რომ საქართველოს ეროვნული ბანკი ჯერ კიდევ 2009 წელს მიაღიშებდა ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმის შეზღუდვებზე. მთავარ შეფერხებად იგი სწორედ საპროცენტო განაკვეთის არაეფექტურობას ასახელებდა დოლარიზაციის მაღალი დონის გამო (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2009, p. 37), რადგან საპროცენტო განაკვეთის გადაცემის მექანიზმი მხოლოდ ლარის ბაზარზე ვრცელდებოდა. უცხოურ მფლობელობაში არსებული კომერციული ბანკების ჭარბი ლიკვიდობა უცხოურ ვალუტაში ასევე მღუდავდა საპროცენტო განაკვეთის ეფექტურობას. ბანკებს ადვილად მიუწვდებოდათ ხელი უცხოურ კაპიტალზე და მათი მოთხოვნა ეროვნული ბანკის რეფინანსირების შესახებ დაბალი იყო. შესაბამისად, საპროცენტო განაკვეთის გადაცემის მექანიზმი ძალას კარგავდა (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2010a, p. 65). საქართველოს ბანკები 2007-2010 წლებში ძირითადად საერთაშორისო ორგანიზაციებისგან და არარეზიდენტი ბანკებისგან სესხულობდნენ ფულს (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2010a, p. 72). 2010 წელს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა პოლიტიკის ახალი ინსტრუმენტი - მუდმივი რეფინანსირების განაკვეთი - შემოიღო ბანკების წასახლისებლად. მისი საპროცენტო განაკვეთი რეფინანსირების სესხის განაკვეთზე 1%-ით მაღალი იყო. ამასთან, 2010 წელს სებმა 5%-იანი მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნა დაანესა ბანკებისთვის საზღვარგარეთიდან მოზიდულ

სახსრებზე (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2010a, pp. 78-79). ასევე, 5%-დან 15%-მდე გაიზარდა მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნა უცხოური ვალუტის რეზერვებზე (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2011, pp. 45-46). ამ ცვლილებებით ეროვნული ბანკი ცდილობდა კომერციული ბანკებისთვის საქართველოს ფარგლებს გარეთ ფულის სესხება გაეძვირებინა და საპროცენტო განაკვეთის ინსტრუმენტის ეფექტურობა გაეძლიერებინა. ამავე კონტექსტში საინტერესოა 2010 წელს ეროვნული ბანკის მიერ შემუშავებული დე-დოლარიზაციის სტრატეგია, რომლის მთავარი მიზანი მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურობა გაუმჯობესება იყო (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2011, pp. 9-10). იმავე წელს ცენტრალურმა ბანკმა მკაცრი მონეტარული პოლიტიკა გაატარა, გაიზარდა საპროცენტო განაკვეთი და უცხოურ ვალუტაში გაცემულ სესხებზე რეზერვების მოთხოვნები (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2010a, pp. 9-10). შეიძლება ითქვას, რომ სებ-მა კარგად გააცნობიერა მისი პოლიტიკის შეზღუდულობა ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმში და 2009-2010 წლებში აქტიურად ცდილობდა მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურობის გაზრდას, თუმცა მისი მანდატი ფუნდამენტური ცვლილებების განხორციელების საშუალებას არ იძლეოდა.

საერთაშორისო რეზერვები და "პირველყოფილი ცოდვის"

ცენტრალური ბანკის საქმიანობაში ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი საკითხი საერთაშორისო რეზერვების დაგროვებაა, რომელსაც გადამწყვეტი მნიშვნელობა ენიჭება კრიზისის დროს. ემპირიული კვლევების თანახმად, ინფლაციის თარგმთირების რეჟიმზე გადასვლის შემდეგ, ცენტრალური ბანკები თითქმის აორმაგებენ რეზერვებს უცხოურ ვალუტაში, მაშინ როცა ეს მონეტარული რეჟიმი თითქმის გამორიცხავს ცენტრალური ბანკის ინტერვენციებს ვალუტის ბაზარზე (Epstein & Yeldan, 2008, pp. 137-138). ის სახელმწიფოები, რომლებსაც დადებითი მიმდინარე ანგარიში აქვთ, ადვილად წყვეტენ რეზერვების საკითხს. თუმცა, საქართველოს მსგავსი ქვეყნებისთვის, დეფიციტური მიმდინარე ანგარიშით, რეზერვების დაგროვების ერთადერთი გზა ვალია. საქართველო საერთაშორისო რეზერვების დაფინანსებას ძირითადად საერთაშორისო ორგანიზაციების სესხების საშუალებით ახერხებს. ამ ვალის 90%-ზე მეტი უცხოურ ვალუტაშია დენომინირებული, რასაც საქართველო ე.წ. პირველყოფილი ცოდვის (original sin) პრობლემასთან მიყავს (იხ. (Eichengreen & Hausmann, 1999)). აიხენგრინის, ჰაუსმანის და პანიცას განმარტებით, პირველყოფილი ცოდვის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ სახელმწიფოებს არ შეუძლიათ ისესხონ ფული საერთაშორისო ბაზარზე ეროვნულ ვალუტაში (Eichengreen, Hausmann, &

Panizza, 2007, p. 122). ამრიგად, რეზერვების აკუმულაცია უმეტესად ძლიერ ვალუტებში ხდება. აქ კი ნათლად იკვეთება ცენტრსა და პერიფერიას შორის მონეტარული ურთიერთობების იერარქია. ძალაუფლების ასიმეტრია ვალთან მიმართებაშიც აისახება, რადგან ფულის სესხება მევალესა და კრედიტორს შორის დაქვემდებარებულ ურთიერთობას აჩენს. მაგალითად, 2009 წელს, ეროვნული ბანკის რეზერვები საერთაშორისო სავალუტო ფონდის, მსოფლიო ბანკის და აზიის განვითარების ბანკის სესხებით შეივსო (ამას ემატებოდა შემოსავლები პრივატიზაციიდანაც) (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2009, p. 11). 2011 წელს კი სავალუტო ინტერვენციები, მსოფლიო ბანკის სესხი, ევროკავშირის გრანტები და დონორი სახელმწიფოების თუ საერთაშორისო ორგანიზაციების გრანტები ფინანსთა სამინისტროსთვის იყო რეზერვების მთავარი წყარო (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2011, p. 11). საერთაშორისო რეზერვებისთვის აღებული სესხების უარყოფითი მხარე ვალის და დოლარიზაციის ზრდასთან ერთად ამ რეზერვების არაპროდუქტიულად გამოყნებაცაა. განვითარებადი ქვეყნები რეზერვებს უმეტესად განვითარებულ ქვეყნებში ათავსებენ - სამთავრობო აქციებში ან ბანკებში - შესაბამისად ეს თანხა პროდუქტიულად არ გამოიყნება (Painceira, 2009, p. 13). მაგალითად, 2006 წელს, საქართველოს ეროვნული ბანკის რეზერვების უმეტესობა გერმანიის, ბელგიის, საფრანგეთის სამთავრობო ობლიგაციებსა და საერთაშორისო ბანკების აქტივებში იყო განთავსებული (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2006, pp. 44-46).

5

ინფლაციის თარგეთირება კრიზისის დროს

ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის შეუსაბამობა ქართულ კონტექსტთან ნათლად წარმოჩინდა ლარის კრიზისის დროს. 2015 წლიდან 2017 წლამდე ლარმა მისი ღირებულების 50% დაკარგა (დოლართან მიმართებაში) (World Bank, 2018, p. 6). 2015 წელს საქართველოში დოლარიზაციის დონე 70% იყო (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2015, p. 93). 2016 წლისთვის საცალო სესხების ნახევარზე მეტი უცხოურ ვალუტაში იყო გაცემული (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2016, p. 88), მაშინ როცა დავალიანებულ შინამეურნეობათა 90%-ს შემოსავალი ეროვნულ ვალუტაში ჰქონდა (International Monetary Fund, 2015a, pp. 11-12).

ეროვნული ბანკი მნიშვნელოვანი დილემის წინაშე აღმოჩნდა: ლარის მკვეთრი და სწრაფი გაუფასურება უარყოფითად აისახებოდა უცხოურ ვალუტაში დავალიანებულ მოსახლეობაზე და მთლიანად ეკონომიკაზე, თუმცა ცენტრალურ ბანკს მისი მანდატი ვალუტის კურსის მენეჯმენტის საშუალებას არ აძლევდა, ვიდრე ვალუტის გაუფასურება ფასების სტაბილურობაზე არ აისახებოდა. ეროვნული ბანკის თავშეკავებულობამ, გაეყიდა რეზერვები და დაესტაბილურებინა ლარის კურსი, მთავრობის უკმაყოფილება გამოიწვია და ვალუტის კრიზისი თანდათან მთავრობასა და ცენტრალური ბანკს შორის ურთიერთობის კრიზისში გადაიზარდა (იხ. (ერაძე, 2019)). ბიძინა ივანიშვილი აკრიტიკებდა გიორგი ქადაგიძეს უმოქმედობის გამო (Civil.ge, 2015a). ეროვნული ბანკის პრეზიდენტი კი აცხადებდა, რომ არ აპირებდა რეზერვების ლარის სტაბილურობისთვის დახარჯვას, რადგან ეს პრობლემას ვერ მოაგვარებდა. სანაცვლოდ იგი მთავრობისგან გადასახადების და ბიუროკრატიული დანახარჯების შემცირებას და ახალი სამუშაო ადგილების შექმნას მოითხოვდა (Kharadze, 2015). ეს პოლემიკა მთელი სიზუსტით ირეკლავდა ნეოლიბერალურ წყობაში მონეტარულ და ფისკალურ პოლიტიკებს შორის არსებულ დაპირისპირებას.

ეროვნული ბანკი მცურავ გაცვლით კურსს ინარჩუნებდა და მინიმალურ სავალუტო ინტერვენციებს ახორციელებდა პანიკის თავიდან ასარიდებლად.

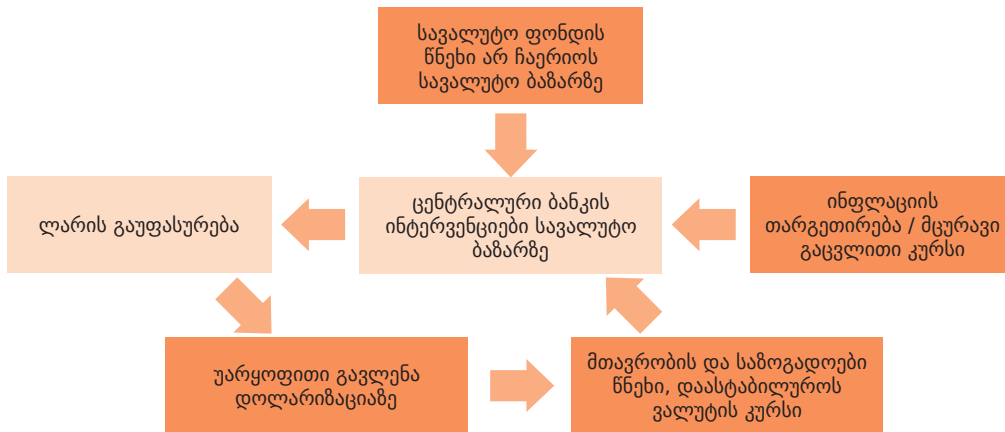
ამასთან, ლარის გაუფასურების შედეგად ინფლაციის ზრდის თავიდან არიდების მიზნით, ცენტრალურმა ბანკმა გაამკაცრა მონეტარული პოლიტიკა და რეფინანსირების განაკვეთი 4%-დან 8%-მდე გაზარდა (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2015, p. 58). ამგვარი პოლიტიკა კი უარყოფითად აისახებოდა მოთხოვნასა და ეკონომიკურ ზრდაზე, თუმცა ეროვნული ბანკი ინფლაციის თარგეთირების მანდატის კვალდაკვალ უპირატესობას ფასების სტაბილურობას ანიჭებდა და არა ეკონომიკურ ზრდას. ამ რთულ სიტუაციაში (იხ. ნახაზი 3) მნიშვნელოვან როლს თამაშობდა საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, რომელიც მხარს უჭერდა ეროვნულ ბანკს და ლარის გაუფასურებაში ქართული საექსპორტო საქონლის გაიაფების შესაძლებლობასაც ხედავდა. საქართველოს მთავრობა კი ამ პოზიციას არ იზიარებდა¹ (International Monetary Fund, 2015b, p. 10). მთავრობის კრიტიკის ქარცეცხლში მოყოლილ ეროვნულ ბანკს მხარდაჭერას უცხადებდნენ სხვა საერთაშორისო ორგანიზაციებიც (Civil.ge, 2015b).

2016 წელს, კობა გვენეტაძის ეროვნული ბანკის პრეზიდენტად დანიშვნის შემდეგ, ცენტრალურმა ბანკმა სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციები გააქტიურა და მონეტარული პოლიტიკაც მერბილდა, რეფინანსირების განაკვეთის 8%-დან 6,5%-მდე შემცირებით (International Monetary Fund, 2017, p. 3; საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2016, pp. 11-12). მიუხედავად იმისა, რომ დღეს ეროვნული ბანკი დროდადრო მიმართავს სავალუტო ინტერვენციებს ლარის კურსის გაუფასურების შემთხვევაში (ამის მაგალითია პანდემიის დროს სებ-ის ინტერვენციები), ამგვარი პოლიტიკა საშუალო და გრძელვადიან მონაკვეთში არაეფექტურია. როგორც მკვლევარები აღნიშნავენ, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმში და ლიბერალიზებული კაპიტალის ანგარიშის პირობებში,

1 აღსანიშნავია, რომ ლარის დოლართან გაუფასურების დადებითი გავლენა ქართული საექსპორტო საქონლის კონკურენტუნარიანობაზე ცალსახად დამტკიცებული არ არის, რადგან საქართველოს ძირითად სავაჭრო პარტნიორების ეროვნულ ვალუტას არ წარმოადგენს დოლარი.

სავალუტო ინტერვენციები წარმატებული ვერ იქნება (Kaltenbrunner & Paineira, 2017, p. 454). შესაძლოა რეზერვების დახარჯვის შედეგად, ვალუტის კურსი მოკლე დროით დასტაბილურდეს, მაგრამ თუ ქვეყნის ეკონომიკური ფუნდამენტი უცვლელი რჩება, მისი ეროვნული ვალუტა კვლავ მონყვლადი აღმოჩნდება სხვადასხვა შოკების და კრიზისების მიმართ. ამ შემთხვევაში, ეროვნული ბანკი დაავადების მხოლოდ სიმპტომებს მკურნალობს მოკლევადიანი შედეგების მისაღწევად და თანაც ისე, რომ მისი ოფიციალური მანდატიდან გადახვევა უწევს ფასების სტაბილურობის წინხის ქვეშაც.

ნახ. 3. ეროვნული ბანკის დილემები ლარის კრიზისის დროს



წყარო: ავტორის ილუსტრაცია

6

დასკვნა

ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი შეუსაბამოა პერიფერიული და დოლარიზებული სახელმწიფოს ეკონომიკისთვის. ამ რეჟიმზე გადასვლის შემდეგ, ეროვნული ბანკის პოლიტიკა ფასების სტაბილურობის და დოლარიზაციის ორმაგი წნეხის ქვეშა ექცევა. ინფლაციის თარგეთირება ფასების სტაბილურობას აშკარა უპირატესობას ანიჭებს და ვალუტის გაცვლითი კურსის სტაბილურობა მეორეხარისხოვანია; ეროვნული ვალუტის სტაბილურობა ფასების სტაბილურობის 'მძევალი' ხდება. ამასთან, მონეტარული პოლიტიკის მთავარი ინსტრუმენტი - საპროცენტო განაკვეთი - არაეფექტურია დოლარიზებულ ეკონომიკაში, რადგან მას მხოლოდ ლარის ბაზარზე აქვს გავლენა. ამასთან, უცხოურ მფლობელობაში არსებულ კომერციულ ბანკებს ეროვნული ბანკის რეფინანსირების სესხის კარგი ალტერნატივა გააჩნიათ საერთაშორისო ბაზრებზე და ეს ფაქტორი კიდევ უფრო ზღუდავს საპროცენტო განაკვეთის ეფექტურობას. ინფლაციის წლიური მაჩვენებლის მიღწევის წნეხი ეროვნულ ბანკს ხშირად მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებისკენ უბიძგებს, მაშინაც კი როცა ამგვარი გადაწყვეტილება უარყოფითად აისახება ეკონომიკურ ზრდაზე.

ინფლაციის თარგეთირება არა მარტო აცდენილია ადგილობრივი ეკონომიკის საჭიროებებს, არამედ იგი ართულებს ბრძოლას დოლარიზაციის წინააღმდეგ და ზღუდავს ეროვნული ბანკის პოლიტიკის ველს. ის გარემოებაც, რომ ეროვნული ბანკი დროდადრო მაინც ახორციელებს სავალუტო ინტერვენციებს, ინფლაციის თარგეთირების მოთხოვნების ადგილობრივ კონტექსტთან შეუსაბამობაზე მიანიშნებს. ეროვნული ვალუტის ღირებულება ქვეყნის პოლიტიკურ და ეკონომიკურ წყობასთან არის მიბმული და შესაბამისად, მისი გრძელვადიანი სიმყარე მხოლოდ ფუნდამენტური გარდაქმნებით მიიღწევა. ეროვნული ბანკი აქტიურად უნდა ჩაერთოს ეკონომიკის გაძლიერების პროცესში სხვადასხვა სექტორების განვითარების ნახალისებით, ფინანსური სისტემის რეგულირებით და მომხმარებლის ინტერესებიდან და უფლებებიდან ამოზრდილი დაფინანსების პოლიტიკის გატარებით. ეროვ-

ნული ბანკის მთავარ საზრუნავი ინფლაციის წინასწარ განსაზღვრული ნიშნულის მიღწევით არ უნდა შემოიფარგლებოდეს; მისი პოლიტიკის ეფექტურობის საზომს ქვეყნის ეკონომიკური განვითარება და ფართო საზოგადოების ინტერესების დაცვა უნდა წარმოადგენდეს.

გამოყენებული ლიტერატურა

- Acosta-Ormaechea, S., & Coble, D.** 2011: Monetary Transmission in Dollarized and Non-Dollarized Economies: The Cases of Chile, New Zealand, Peru and Uruguay (IMF Working Paper No. 11/87), Washington D. C.
- Anguridze, O., Charaia, V., & Doghonadze, I.** 2015: Security Problems and Modern Challenges of the Georgian National Currency, Tbilisi.
- Capie, F., Goodhart, C., & Schnadt, N.** 1994: The development of central banking. In N. S. Forrest Capie, Stanley Fischer, Charles Goodhart (Ed.), *The Tercentenary Symposium of the Bank of England* (pp. 1-261). Cambridge: Cambridge University Press.
- Charaia, V., & Papava, V.** 2017: The Role of Inflation and its Targeting for Low-Income Countries (Lessons from Post-Communist Georgia), *Slovak Republic European Journal of Economic Studies*, 6(2), 96-103.
- Civil.ge** 2015a, February 26: Ivanishvili Blames GEL Fall on Central Bank, pp. 1-2.
- Civil.ge** 2015b, June 27: IMF, WB, EBRD, ADB Warn Georgia Against Removing Banking Supervision from NBG.
- Economic Policy Research Center** 2012: *Inflation in Georgia - Causes and Cures*, Tbilisi..
- Eichengreen, B., & Hausmann, R.** 1999: Exchange Rates and Financial Stability (NBER Working Paper Series No. 7418), Cambridge.
- Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U.** 2007: Currency Mismatches, Debt Intolerance, and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters. In S. Edwards (Ed.), *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices and Consequences* (pp. 121-170), Chicago: University of Chicago Press.
- Epstein, G.** 1992: Political Economy and Comparative Central Banking. *Review of Radical Political Economics*, 24(1), 1-30.
- Epstein, G.** 2001: Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy. *Political Economy Research Institute*.
- Epstein, G., & Yeldan, E.** 2008: Inflation targeting, employment creation and economic development: assessing the impacts and policy alternatives, *International Review of Applied Economics*, 22(2), 131-144.
- Gabor, D.** 2010: The International Monetary Fund and its New Economics, *Development and Change*, 41(5), 805-830.
- Hayek, F. A.** 1990: *Denationalisation of Money: The Argument Refined* (3rd ed.), London: The Institute of Economic Affairs.
- Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund** 2015: *The IMF's Approach to Capital Account Liberalization: Revisiting the 2005 IEO Evaluation*.
- International Monetary Fund** 2006: *Georgia: Selected Issues*, Washington D. C.
- International Monetary Fund** 2015a: *Georgia: Financial Sector Assessment Programm, Stress Testing the Banking Sector - Technical Note*, Washington D. C.
- International Monetary Fund** 2015b: *Georgia: First Review Under the Stand-By Arrangement and Request for Modification of a Performance Criterion*, Washington D.C.
- International Monetary Fund** 2017: *Georgia: request for extended arrangement under the extended fund facility and cancellation of stand-by arrangement - press release; Staff report: And statement by the executive director of Georgia*, Washington D.C.
- Jobelius, M.** 2011: Georgia's authoritarian liberalism. In *South Caucasus 20 Years of Independence* (pp. 77-92), Friedrich Ebert Stiftung South Caucasus.
- Kaltenbrunner, A., & Paineira, J. P.** 2017: The Impossible Trinity: Inflation Targeting, Exchange Rate Management and Open Capital Accounts in Emerging Economies, *Development and Change*, 48(3), 452-480.
- Karwowski, E., & Centurion-vicencio, M.** 2018: Financialising the State: Recent developments in fiscal and monetary policy (Financial Geography Working Papers No. 11).
- Kharadze, N.** 2015: Vin aris damnashavae laris mimart [Whos is to be blamed for Lari], Radio Liberty.
- McNamara, K. R.** 2002: Rational Fictions: Central Bank Independence and the Social Logic of Delegation, *The Politics of Delegation*, 25(1), 47-76.
- National Bank of Georgia** (n.d.): *Inflation Targeting*. nbg.gov.ge.
- National Bank of Georgia** 2006: *Annual Report*, Tbilisi.
- National Bank of Georgia** 2010: *Annual Report*, Tbilisi.
- Paineira, J. P.** 2009: Developing Countries in the Era of Financialisation: From Deficit Accumulation to Reserve Accumulation (Research on Money and Finance Discussion Papers No. 4).
- Papava, V.** 2007: Currency Board against the Background of Dutch Disease. *Georgian Economic Trends Quarterly Review*, (October), 7-8.
- Papava, V.** 2010: The "Rosy" Mistakes of the IMF and World Bank in Georgia, *Problems of Economic Transition*, 52(7), 44-55.
- Timm, C.** 2013: Economic Regulation and State Interventions: Georgia's Move from Neoliberalism to State Managed Capitalism (PFH Research Papers No. 2013/03).
- World Bank** 2018: *Georgia from Reformer to Performer*, Washington D. C.
- ბაიაშვილი თამარ**, 2015: ოპტიმალური სავალუტო პოლიტიკა საქართველოს ეკონომიკისათვის. *ეკონომიკა და საბანკო საქმე*, 3(3), 42-61.
- ბლუაშვილი ალექსანდრე**, 2013: მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები საქართველოში: ბოლოდროინდელი დინამიკა. *ეკონომიკა და საბანკო საქმე*, 1(3), 57-74.
- ერაქე ია**, 2019: ლარი ჩვენი არსობისა. პირველი არხი. Retrieved from <https://1tv.ge/analytics/lari-chveni-arsobisa/>
- შატრიშვილი შალვა**, 2016: ინფლაციის თარგეთირება: ძირითადი პრინციპი, მახასიათებლები, წინაპირობები და ემპირიული შეფასებები. *ეკონომიკა და საბანკო საქმე*, 4(2), 9-25.
- საქართველოს ეროვნული ბანკი**, 2004: წლიური ანგარიში, თბილისი.
- საქართველოს ეროვნული ბანკი**, 2006: წლიური ანგარიში, თბილისი.
- საქართველოს ეროვნული ბანკი**, 2007: წლიური ანგარიში, თბილისი.
- საქართველოს ეროვნული ბანკი**, 2008a: საქართველოს ეროვნული ბანკი. ძირითადი მიმართულებები და ფუნქციები, თბილისი.
- საქართველოს ეროვნული ბანკი**, 2008b: წლიური ანგარიში, თბილისი.
- საქართველოს ეროვნული ბანკი**, 2009: წლიური ანგარიში, თბილისი.

საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2010a: ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში, თბილისი.

საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2010b: წლიური ანგარიში. თბილისი.

საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2011: წლიური ანგარიში, თბილისი.

საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2015: წლიური ანგარიში, თბილისი.

საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2016: წლიური ანგარიში, თბილისი.

საქართველოს ორგანული კანონი საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ, 2009: თბილისი, საქართველოს პარლამენტი. Retrieved from <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/101044?publication=45>

ილუსტრაციები

- 6 ნახ. 1. ეროვნული ბანკის დილემები 2004-2008
- 8 ნახ. 2. „განუსტრციელებლი სამეზა“
- 11 ნახ. 3. ეროვნული ბანკის დილემები ლარის კრიზისის დროს

ავტორის შესახებ

ია ვრაცე, ეკონომიკური და სოციალური მეცნიერებების დოქტორი (Dr. rer. Pol). ლაიბნიცის ინსტიტუტის პოტსდამის თანამედროვე ისტორიის კვლევის ცენტრთან (ZZF Potsdam) ასოცირებული მკვლევარი. მინვეული ლექტორი ბერლინის ეკონომიკის და სამართლის სკოლასა (HWR) და კასელის უნივერსიტეტში.

იმპრესარიუმი

ფრიდრიხ ებერტის ფონდი | თბილისის ოფისი
ნინო რამიშვილის ქ. 4 / 0179, თბილისი |
საქართველო
პასუხისმგებელი პირი:
ფელიქს ჰეტი | სამხრეთ კავკასიის
რეგიონული ოფისის დირექტორი
ტელ: +995 32 225 07 28
<http://fes-caucasus.org/>

პუბლიკაციის შესაკვეთად დაგვიკავშირდით:
stiftung@fesgeo.ge

დაუშვებელია ფონდის მიერ გამოცემული
მასალების ფონდის წერილობითი თანხმობის
გარეშე კომერციული მიზნით გამოყენება

ეროვნული ბანკის პოლიტიკის დილემები ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმში



ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის გავრცელება მსოფლიოში ნეოლიბერალიზაციის ტალღას და ფინანსიალიზაციას უკავშირდება; მკვლევარები ხაზს უსვამენ ამ რეჟიმის შეუსაბამობას გლობალური სამხრეთის ქვეყნებთან - მათ ეკონომიკურ კონტექსტთან. საქართველოს პერიფერიული ეკონომიკისთვის, დოლარიზაციის მაღალი დონით, ინფლაციის თარგეთირება არაეფექტურია. ეს რეჟიმი არა მარტო ასუსტებს ცენტრალურ ბანკს, როგორც ინსტიტუტს, არამედ ხელს უშლის მონეტარულ პოლიტიკას უპასუხოს ქვეყნის მთავარ ეკონომიკურ გამოწვევებს.



ინფლაციის თარგეთირება აცდენილია ადგილობრივი ეკონომიკის საჭიროებებს და იგი ართულებს ბრძოლას დოლარიზაციის წინააღმდეგ. ინფლაციის თარგეთირება უპირატესობას ფასების სტაბილურობას ანიჭებს და ეროვნული ვალუტის კურსის სტაბილურობა მეორეხარისხოვან მნიშვნელობას იძენს. მონეტარული პოლიტიკის მთავარი ინსტრუმენტი - საპროცენტო განაკვეთი - არაეფექტურია დოლარიზებულ ეკონომიკაში, რადგან მას მხოლოდ ლარის ბაზარზე აქვს გავლენა. ამასთან, უცხოურ მფლობელობაში არსებულ კომერციულ ბანკებს ეროვნული ბანკის რეფინანსირების სესხის კარგი ალტერნატივა გააჩნიათ საერთაშორისო ბაზრებზე და ეს ფაქტორი კიდევ უფრო ამცირებს საპროცენტო განაკვეთის ეფექტურობას. ინფლაციის წლიური მაჩვენებლის მიღწევის წნეხი ეროვნულ ბანკს ხშირად მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებისკენ უბიძგებს, მაშინაც კი როცა ამგვარი გადანეწვეტილება უარყოფითად აისახება ეკონომიკურ ზრდაზე.



ცენტრალური ბანკი პოლიტიკური და მორალური ღირებულებებით დატვირთული ინსტიტუტია და არა ტექნოკრატიული წარმონაქმნი. ამრიგად, მისი მთავარი საზრუნავი ინფლაციის წინასწარ განსაზღვრული ნიშნულის მიღწევაზე არ უნდა იყოს დაყვანილი. მისი პოლიტიკის ეფექტურობის საბოლოო ქვეყნის ეკონომიკური განვითარება და ფართო საზოგადოების ინტერესების დაცვა უნდაწარმოადგენდეს. ეროვნული ბანკი აქტიურად უნდა ჩართოს ეკონომიკის განვითარების პროცესში სხვადასხვა სექტორების განვითარების ნახალისებით, ფინანსური სისტემის რეგულირებით და მომხმარებლის ინტერესებიდან და უფლებებიდან ამოზრდილი დაფინანსების პოლიტიკის გატარებით.