

# რეფინანსირების განაკვეთის როლი სავალუტო კურსის რეგულირებაში

აბსტრაქტი

ბოლო წლებში საქართველოსთვის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი პრობლემა არის არასტაბილური ეროვნული ვალუტის კურსი, რაც, თავის მხრივ უარყოფით გავლენას ახდენს სხვა ეკონომიკურ პარამეტრებზე და მნიშვნელოვნად მოქმედებს საზოგადოებრივ მოლოდინებზე. მიუხედავად იმისა, რომ ეროვნული ბანკი ინტერვენციების მეშვეობით აქტიურად ცდილობს გაუფასურებული სავალუტო კურსის დასტაბილურებას, მხოლოდ ამ მცდელობებს ვერ მოაქვს სასურველი შედეგი, რადგან ინტერვენციები არის ლარის დასტაბილურების მოკლევადიანი მექანიზმი და მას არ შეუძლია გაუფასურებაზე მოქმედ რეალურ ფაქტორებზე ზემოქმედება.

სწორედ ამიტომ, არსებული ნაშრომის მიზანია, დაკვირვების, მოქმედი ფაქტორების კორელაციური ანალიზის და ეროვნული ბანკის გადანყვეტილებების შესწავლის საფუძველზე, დავადგინოთ რა კავშირი არსებობს რეფინანსირების განაკვეთსა და სავალუტო კურსს შორის და შესაძლებელია თუ არა სავალუტო კურსის რეგულირებაში რეფინანსირების განაკვეთის უფრო მეტად ჩართვა.

კვლევის შედეგების საფუძველზე გამოჩნდა, რომ ლარის კურსზე მოქმედ ფაქტორებს შორის რეფინანსირების განაკვეთს მნიშვნელოვანი ადგილი უჭირავს.

ანალიზმა გვიჩვენა, რომ რეფინანსირების განაკვეთს ეროვნული ბანკი შეიძლება იყენებდეს არა მხოლოდ მაშინ, როდესაც ვალუტის გაუფასურებიდან მომდინარე წნეხი გადაეცემა ინფლაციას, არამედ როდესაც გაცვლითი კურსის მერყეობა აღწევს გარკვეულ ზღვარს.

**საკვანძო სიტყვები :** რეფინანსირების განაკვეთი, გაცვლითი კურსი, ეროვნული ბანკი.

## THE ROLE OF THE REFINANCING RATE IN EXCHANGE RATE REGULATION

**Gia Ananidze,**

Bachelor's degree of Economics

**David Shainidze,**

Bachelor's degree of Economics

**Lasha Beridze**

Doctor of Business Administration, Associate Professor

**Ramin Tsinaridze,**

Doctor of Business Administration, Associate Professor

### Abstract

In the last years instability of national currency has been one of the biggest problem of Georgia. This fact has significant negative impact on other economic variables and on social expectations as well. Despite the fact that National Bank of Georgia tries to balance the currency level by making interventions, this attempts do not have desirable results, since interventions are the way to control exchange rate in short-term period, rather than to have real influence on real causes.

The purpose of the present paper is to determine what is the relationship between the refinancing rate and the exchange rate on the basis of observations, correlation analysis of current factors and decisions of the National Bank and whether it is possible to include more refinancing rates in exchange rate regulation or not. Based on the results of the study, it was ascertained that the refinancing rate occupies an important place among the factors affecting the GEL exchange rate.

The analyze showed that the refinancing rate can be used by the National Bank not only when the pressure of currency depreciation shifts to inflation, but also when exchange rate fluctuations reach a certain level.

**Keywords:** Refinancing rate, exchange rate, National Bank

### გია ანანიძე

ბსუ ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი, ეკონომიკა, ბაკალავრი

### დავით შაინიძე

ბსუ ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი, ეკონომიკა, ბაკალავრი

### ლაშა ბერიძე

ბსუ ბიზნესის მართვის დოქტორი, ასოცირებული პროფესორი

### რამინ ცინარიძე

ბიზნესის მართვის დოქტორი, ასოცირებული პროფესორი



**შისავალი**

1997 წლიდან საქართველოში მოქმედებს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი, რაც ითვალისწინებს კურსის განსაზღვრას ბანკთაშორის სავალუტო ბაზარზე დადებული გარიგებების მიხედვით. "ბლუმბერგის" საერთაშორისო სავაჭრო სისტემაში დადებულ გარიგებათა გათვალისწინებით გამოითვლება ლარის საშუალო შენონილი კურსი დოლართან მიმართებაში, რომელიც ოფიციალურად ცხადდება შემდგომი დღისთვის. საქართველოს ეკონომიკის მასშტაბიდან გამომდინარე შიდა ეკონომიკური პრობლემებსა და საერთაშორისო შოკებს ლარზე დიდი გავლენა აქვთ, რაც განსაკუთრებით მკაფიოდ ჩანს ბოლო წლების გაცვლითი კურსის ტენდენციებში. 2020 წლის მარტში კი, ლარის გაუფასურებამ (1U SD=3.4842GEL) რეკორდულ მაჩვენებელს მიაღწია. ლარის კურსის მკვეთრი ზრდა მოქმედებს ინფლაციის მაჩვენებელზე, რის გამოც, ეროვნული ბანკს უწევს რეფინანსირების განაკვეთის გაზრდა. მიუხედავად იმისა, რომ ეროვნული ბანკის მთავარი მიზანი ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის შენარჩუნებაა, არსებობს ირიბი კავშირი რეფინანსირების განაკვეთსა და გაცვლით კურსს შორის, რომელსაც ითვალისწინებს ეროვნული ბანკი რეფინანსირების განაკვეთის დადგენისას ტეილორის წესის შესაბამისად.

რეფინანსირების განაკვეთი ეროვნული ბანკის მიერ მონეტარული პოლიტიკის მართვის ერთ-ერთი მთავარი ინსტრუმენტია, რომლის ცვლილებაზეც გადაწყვეტილებას იღებს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტი, ეს მაჩვენებელი კი, თავის მხრივ, ერთგვარი ორიენტირია საბაზრო განაკვეთებისათვის. რეფინანსირების განაკვეთის ცვლილების მთავარი მიზეზი ძირითად შემთხვევებში არის მიმდინარე ინფლაციის გადახრა საპროგნოზო მაჩვენებლიდან, თუმცა, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის გადაწყვეტილებები გავლენას ახდენს არა მხოლოდ პირდაპირ ინფლაციის მაჩვენებელზე, არამედ ქვეყანაში არსებული ფულადი აგრეგატების რაოდენობასა და ინფლაციის გამომწვევ სხვა მიზეზებზე, რომელთა შორისაც არის გაცვლითი სავალუტო კურსი.

**ძირითადი ნაწილი**

ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველყოფა ქვეყნის ეკონომიკური განვითარებისთვის უმნიშვნელოვანესი პირობაა. თანამედროვე ქვეყნების მთავარ პრობლემას ინფლაცია წარმოადგენს. აქედან გამომდინარე, ცენტრალური ბანკების, მათ შორის საქართველოს ეროვნული ბანკის, მთავარი საზრუნავი ფასების სტაბილურობაა [1]. გარდა ამისა ეროვნული ბანკის მიზანია ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველყოფა, რომელიც გულისხმობს საფინანსო სისტემის წინაშე არსებული და მოსალოდნელი რისკების განსაზღვრას და მათ შემცირებას [2].

აღნიშნული მიზნების მიღწევისთვის ცენტრალური ბანკები მიმართავენ მონეტარულ პოლიტიკას. მონეტარული პოლიტიკის ოთხი ძირითადი რეჟიმი არსებობს:

1. გაცვლითი კურსის თარგეთირება;
2. ფულადი აგრეგატების თარგეთირება(მონეტარული თარგეთირება);
3. ინფლაციის თარგეთირება;

ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა მონეტარული ან ინფლაციის მკაფიო თარგეთირების გარეშე [3].

2009 წლიდან საქართველო გადავიდა ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე. აღნიშნული რეჟიმი ითვალისწინებს ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის წინასწარ გამოცხადებას და ინსტრუმენტების მართვას იმდაგვარად, რომ მიღწეული იქნას ინფლაციის მიზნობრივი დონე საშუალოვადიან პერიოდში [4]. სტაბილურობის შენარჩუნებისთვის ეროვნული ბანკი საოპერაციო ორიენტირად მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთს იყენებს. განაკვეთის მართვით იგი გავლენას ახდენს ბანკთაშორის ბაზარზე არსებულ მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთზე, რაც აისახება კომერციული ბანკების როგორც მოკლევადიან, ასევე გრძელვადიან განაკვეთებზე და ქვეყნის ერთობლივ მოთხოვნაზე. ეროვნული ბანკის ძირითადი ინსტრუმენტებია ერთკვირიანი რეფინანსირების სესხები (გაიცემა კომერციულ ბანკებზე აუქციონით). ქვეყნის მთავარი ფინანსური ინსტიტუტი ასევე იყენებს მონეტარული პოლიტიკის შემდეგ ინსტრუმენტებს: **მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნები; ღია ბაზრის ოპერაციები სადებოზიტო სერთიფიკატებითა და სახაზინო ფასიანი ქაღალდებით; ღია ბაზრის ერთკვირიანი ინსტრუმენტი; ერთდღიანი სესხები და ერთდღიანი დებოზიტები** [5].

**რეფინანსირების განაკვეთი**

რეფინანსირების განაკვეთი ეროვნული ბანკის ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ყველაზე მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტია და ერთგვარ ორიენტირს წარმოადგენს სხვა საბაზრო განაკვეთებისთვის.

რეფინანსირების განაკვეთის განსაზღვრისას გასათვალისწინებელია ინფლაციის პროგნოზრებული მაჩვენებელი. როცა პროგნოზრებული მაჩვენებელი აღემატება ინფლაციის მიზნობრივ დონეს, ეროვნული ბანკი მონეტარულ პოლიტიკას ამკაცრებს, ანუ საპროცენტო განაკვეთს აწევს, რათა შეზღუდული იყოს ფასების დონის მატება. შედეგად ერთობლივი მოთხოვნა მცირდება, რაც გავლენას ახდენს ფასების ზრდის ტემპზე. საპირისპირო შემთხვევაში, ეროვნული ბანკი ატარებს ექსპანსიურ მონეტარულ პოლიტიკას – შემცირდება საპროცენტო განაკვეთი, რაც გარკვეული პერიოდის შემდეგ სესხების საპროცენტო განაკვეთს გადაეცემა და ამის შედეგად ერთობლივი მოთხოვნა წახალისდება [6].

ეროვნული ბანკის მიერ გამოცემულ მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტის მიხედვით, პოლიტიკის განაკვეთის შესახებ გადაწყვეტილების მიღებისას გაითვალისწინება მონეტარული პოლიტიკის რეაქციის ტეილორის ტიპის ფუნქცია. რეაქციის ფუნქციაში იგულისხმება, რომ პოლიტიკის განაკვეთი დიდწილად არის დამოკიდებული და საპასუხოდ

მოქმედებს მიზნობრივი ინფლაციის მაჩვენებლიდან გადახრასა და მშპ-ს გაზზე. თუმცა, მონეტარული პოლიტიკა მაკროეკონომიკური რისკებიდან გამომდინარე მოითხოვს თანმიმდევრულობას, შესაბამისად, საპროცენტო განაკვეთები იცვლება ეტაპობრივად და არა ერთბაშად. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის დადგენა შემდეგი ფორმულის საფუძველზე ხდება:

$$it = \gamma_1 i_{t-1} + (1-\gamma_1)[i_t^N + \gamma_2 E_t(\pi_{4,t+4} - \pi_{t+4}^{tar}) + \gamma_3 \hat{y}_t] + \epsilon_t^I - \gamma_4 \epsilon_t^{tar}$$

$(I_{t-1})$  - წინა პერიოდის მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი;

$(I_t^N)$  - პოლიტიკის განაკვეთის ნეიტრალური დონე;

$(I_{4,t+4})$  მოსალოდნელი ინფლაცია მომავალი ოთხი კვარტალის შემდგომ;

$(\pi_{t+4}^{tar})$  - მიზნობრივი ინფლაცია;  $(\hat{y}_t)$  - გამოშვების გაპი;

$(\epsilon_t^I)$  - პოლიტიკის განაკვეთის შოკი;  $(\epsilon_t^{tar})$  - მიზნობრივი ინფლაციის მაჩვენებლის ცვლილებით გამომწვეული შოკი [7].

გამოშვების გაპის დათვლის ფორმულაში შეტანილია კომპონენტი  $(S_t^{GEL/USD})$ , რომელიც მაღალი დოლარიზაციის გამო ითვალისწინებს გაცვლითი კურსის ცვლილებიდან მომდინარე საბალანსო უწყისის ეფექტებს. თუმცა, შეუძლებელია ზუსტად დავადგინოთ თუ რა გავლენა აქვს მშპ გაპს რეფინანსირების განაკვეთის დადგენაში. ეროვნულ ბანკს რეფინანსირების დადგენის ფორმულაში არ აქვს მოცემული  $\gamma_1$ ,  $\gamma_2$ , და  $\gamma_3$ , კომპონენტების მნიშვნელობები. განმარტებაში აღნიშნულია, რომ მოდელში პარამეტრების კონკრეტული მნიშვნელობები დაფუძნებულია ისტორიულ ანალიზზე, რაც შესაძლოა შეიცვალოს დროთა განმავლობაში მონაცემებიდან და ახალი რეალობიდან გამომდინარე [8]. ფორმულის ამგვარი მოცემულობა ბუნდოვანს ხდის მის შინაარსს, რადგან არ ვიცით რა კომპონენტს რა მგრძობელობა აქვს მინდინარე პერიოდში და არც ეროვნული ბანკის მიერ რეფინანსირების ცვლილების გამოქვეყნებისას ხდება ეკონომეტრიკულად მათი ახსნა. ხელმისაწვდომია მხოლოდ წერილობითი დოკუმენტი, სადაც სიტყვიერად არის ახსნილი განაკვეთის ცვლილების მიზეზები.

### გაცვლითი კურსი და მასზე მოქმედი ფაქტორები

საქართველოში მოქმედებს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი. მცირე ღია ეკონომიკის ქვეყნებისთვის მცურავი გაცვლითი კურსს შოკების მშთანთქავი ფუნქცია აქვს, რადგანაც საგარეო შოკის შემთვევაში გაცვლითი კურსის ცვლილება რეალურ ეკონომიკაზე - ინფლაციასა და ეკონომიკურ ზრდაზე შოკის გავლენას ამცირებს, ამიტომ საქართველოსთვის მცურავი გაცვლითი კურსი ყველაზე ოპტიმალურ ვარიანტად რჩება.

ეროვნული ბანკის მიერ თბილისის ბანკთაშორის ბირჟის სავალუტო აუქციონებით ჩანაცვლებამ შეამცირა ინტერვენციების საჭიროება და გაზარდა ფინანსური რეზერვები. კურსის მოკლევადიანი მერყეობა

გაიზარდა, რამაც შეამცირა სპეკულაციური რისკები და გაზარდა ლარის გრძელვადიანი სტაბილურობა. ესარის ამ პოლიტიკის ერთ-ერთი უპირატესობა, თუმცა ლარის კურსის ასეთი ვარდნა არ შეიძლება დავაბრალოთ კურსის არაეფექტურობას და ის სხვა დამოუკიდებელი ფაქტორებითაა გამომწვეული. ეროვნული ბანკის სავალუტო ინტერვენციების მიზანი გაცვლითი კურსის რყევების, კერძო და სახელმწიფო სექტორების საგარეო დაფინანსებებს შორის დისბალანსის შემცირებაა. ეროვნული ბანკი მიზნად ისახავს სავალუტო ინტერვენციები ჯერ შემცირდეს, ხოლო საბოლოოდ მთლიანად გაუქმდეს [6].

გაცვლით კურსზე გავლენას ახდენს განსხვავება ინფლაციის დონეებში, განსხვავებები საპროცენტო განაკვეთებში, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი, საჯარო სექტორის დაფინანსება, სავაჭრო პირობები, პოლიტიკური სტაბილურობა, ეკონომიკური ეფექტიანობა და ა.შ. [9].

ლარის კურსზე მოქმედი ფაქტორები იყოფა მოკლევადიან, საშალო და გრძელვადიან ფაქტორებად. მოკლევადიან პერიოდში ძირითადად ფსიქოლოგიური გავლენა თამაშობს დიდ როლს, როგორცაა: მოლოდინები, განწყობები, მსხვილი სავალუტო ტრანზაქციები, სპეკულაციები, სხვადასხვა ტიპის ინფორმაციები, საერთაშორისო ბაზრებზე კურსის ცვლილებები და ა.შ. საშუალოვადიან და გრძელვადიან პერიოდში მოქმედებს ფუნდამენტური ფაქტორები, მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები და მათი ტენდენცია. **ფუნდამენტური ფაქტორებია:** ფისკალური პოლიტიკა, მონეტარული პოლიტიკა, ეკონომიკური ზრდა და ექსპორტ-იმპორტის დინამიკა, ფულადი გზავნილები, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, მთლიანი საგარეო ვალი, დეპოზიტები, ტურიზმი, გლობალური ფაქტორები და ა.შ. [9].

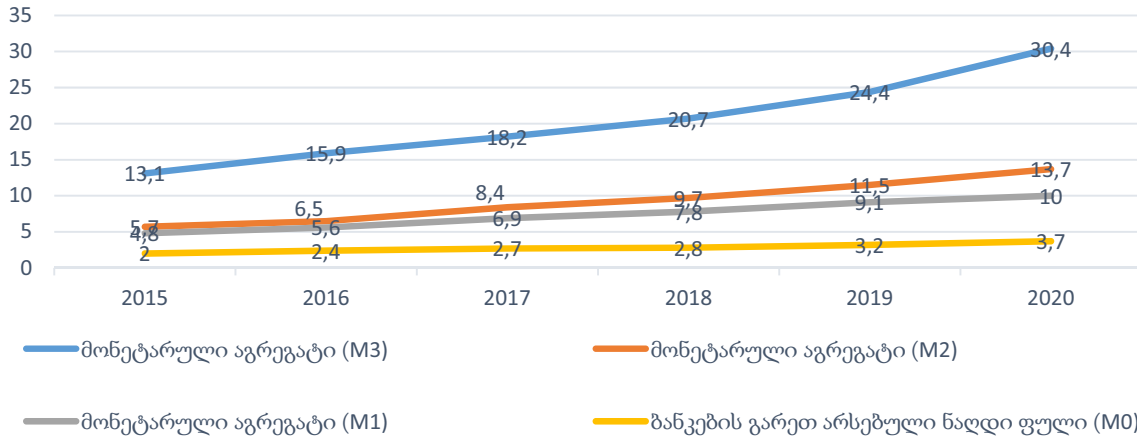
### რეფინანსირების სესხის გავლენა ლარის კურსზე

რეფინანსირების განაკვეთი მონეტარული პოლიტიკის უმნიშვნელოვანესი ინსტრუმენტია და მისი დახმარებით სებ-ი ქვეყანაში საპროცენტო განაკვეთების, დაკრედიტების, მოხმარების და საბოლოო ჯამში ინფლაციისა და სავალუტო კურსის რეგულირებას ცდილობს. მაღალი დოლარიზაციის გამო სებ-ი საბოლოო ეკონომიკაზე გავლენას ვერ ახდენს, რის გამოსწორებასაც ლარიზაციის მეშვეობით ცდილობს.

2015 წლიდან ლარის სესხების პოლარიზაციამ და რეგულაციებმა ლარის სესხების მოცულობა 25%-ით გაზარდა (2015-2020), ხოლო დეპოზიტების მოცულობა მცირედით მაგრამ მაინც იზრდებოდა (15%).

ამ დანაკლისის შევსების ერთ-ერთი საშუალება რეფინანსირების სესხები აღმოჩნდა, რამაც თავის მხრივ ფულად აგრეგატებზე მოახდინა გავლენა [10]. გრაფიკ 1-ზე ნაჩვენებია, რომ 2020 წლის მონაცემებით გაიზარდა მთლიანი ფულის მასაც. M3-17,4%, M2- 15,8%, M1- 12,9%.

გრაფიკი 1. ფულის მასა აგრეგატების მიხედვით (მლნ ლარი)



ფულადი მასის ზრდამ საგარეო ფაქტორებთან ერთად თავისი როლი ითამაშა ლარის გაუფასურებაში. დღეს სეზონი აქტიურად ცდილობს გაცვლითი კურსის დასტაბილურებას. ამის გამო იზრდება რეფინანსირების განაკვეთი (ბოლო 2 თვეში 1,5%). მეორე ხერხია სავალუტო აუქციონებზე დოლარის გაყიდვა. მიმდინარე წელს 6 ინტერვენციით 242.9 მლნ აშშ დოლარია გაყიდული. გასულ წელს იგივე მაჩვენებელი 873.2 მლნ აშშ დოლარი იყო (ჯამში 26 ინტერვენცია) [11].

დასკვნის სახით, სესხების ზრდამ რეფინანსირების სესხების მოცულობის ზრდა გამოიწვია, რითიც ბანკებმა დააფინანსეს ლარში გაცემული სესხები. ამიტომ არის ლარის სესხების აბსოლიტური უმრავლესობა რეფინანსირების განაკვეთზე მიბმული. ამას დამატებულმა დაჩქარებულმა დედოლარიზაციამ, რეფინანსირების სესხების მოცულობამ და ფულადი მასის ზრდამ გაცვლითი კურსი მნიშვნელოვნად გააუფასურა, რის გამოც შემდგომში სეზონს უხეში ჩარევა დასჭირდა და რეფინანსირების განაკვეთის გაზრდით მსესხებლებს ლარის სესხის მომსახურება მნიშვნელოვნად გაუძვირა.

მიუხედავად იმისა, რომ სავალუტო კურსის ცვლილება მკვეთრად მოქმედებს ქვეყნის ინფლაციის მაჩვენებელზე, ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის, განცხადებებში ვხვდებით მოსაზრებას, რომ ეროვნული ბანკის ამოცანა არ არის და ვერ იქნება გაცვლითი კურსის მართვა. [12]

საკუთრებად რომ აღვიქვათ დამოკიდებულება რეფინანსირების განაკვეთსა და სავალუტო კურსს შორის, უნდა დავაკვირდეთ მათ შორის ურთიერთკავშირს. ვნახოთ ის პერიოდები, როდესაც ვალუტის გაუფასურებას აქვს ციკლური ხასიათი და ამ დროს ეროვნული ბანკის გადანყვეტილებები რეფინანსირების განაკვეთთან

**რეფინანსირების განაკვეთისა და სხვა მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების ბავლიან სავალუტო კურსზე**

უკეთესად რომ აღვიქვათ დამოკიდებულება რეფინანსირების განაკვეთსა და სავალუტო კურსს შორის, უნდა დავაკვირდეთ მათ შორის ურთიერთკავშირს. ვნახოთ ის პერიოდები, როდესაც ვალუტის გაუფასურებას აქვს ციკლური ხასიათი და ამ დროს ეროვნული ბანკის გადანყვეტილებები რეფინანსირების განაკვეთთან

ცხრილი 1. გაცვლით კურსზე მოქმედი ფაქტორების დინამიკა

პერიოდი	ლარის კურსი (კვარტალური)	რეფინანსირების განაკვეთი (კვარტალური)	უცხოური ინვესტიციები ათ. \$ (კვარტალური)	მთლიანი სახელმწიფო ვალი (მლრდ \$)	ფულადი გადანაწილები (ათ. \$)	ექსპორტი-იმპორტი (ათ. \$)	მომსახურების ბალანსი (ათ. \$)
06.2010	1,85	6,25	211453810	9096868	266589	-836113	91031
09.2010	1,83	7	236839771	9830293	280238	-908298	201711
12.2010	1,77	7,5	241207643	10243775	265437	-1014796	134097
03.2011	1,76	8	225587119	10752932	318102	-1028105	155201
06.2011	1,66	8	273103212	10980542	321407	-1039074	147475

მიმართებაში. ცხრილ 1-ზე მოცემულია 2010 წლის მე-3 კვარტალიდან 2011 წლის მე-3 კვარტალამდე პერიოდი.

ამ პერიოდში სავალუტო კურსი გამყარდა 19 თეთრით. საინტერესოა, რომ კურსი თანაბრად უფასურდებოდა და მაშინ როდესაც ეროვნულმა ბანკმა რეფინანსირების განაკვეთი 1.75% გაზარდა, სავალუტო კურსმაც გამყარება დაიწყო. ზემოქმედების უკეთ დასადგენად კორელაციური კავშირი იქნა გამოყენებული

**ცხრილი 2. კორელაციური კავშირი სავალუტო კურსსა და რეფინანსირებას შორის რეფინანსებასთან მიმართებაში**

	Column 1	Column 2
Column 1	1	
Column 2	- 0.86164	1

კავშირი ამ 2 ცვლადს შორის -0.86-ია, რაც ნიშნავს, რომ რეფინანსირების განაკვეთის გაზრდამ გამოიწვია სავალუტო კურსის გამყარება ამ კონკრეტული პერიოდისთვის. ეროვნულ ბანკში აღნიშნულ გადანყვეტილებას ასე განმარტავენ: „მაღალი დოლარიზაციიდან მომდინარე წნეხი ინფლაციასა და გაცვლით კურსზე კვლავ ძლიერია, აღნიშნული ცვლილება კი ხელს შეუწყობს ლარის დეპოზიტების ბაზარზე კონკურენციის გააქტიურებას, ეტაპობრივად ლარზე მოთხოვნის ზრდასა და სავალუტო ბაზარზე წნეხის შერბილებას“. თუმცა როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ სავალუტო კურსზე მხოლოდ რეფინანსირების განაკვეთი არ მოქმედებს. შესაბამისად, სავალუტო კურსზე გავლენის დასადგენად შეერჩეულ იქნა სხვადასხვა მაკროეკონომიკური აჩვენებლები.

ერთ-ერთი მთავარი ფაქტორი ლარის გამყარებისთვის არის პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები. ვინაიდან, უცხოური ვალუტის შემოსვლა ქვეყანაში ამყარებს ადგილობრივ ვალუტას, მისმა ზრდამაც სავარაუდოდ ხელი შეუწყო კურსის გამყარებას 1.66 ნიშნულამდე. კორელაცია მათ შორის -0.716. რაც ნიშნავს იმას, რომ კავშირი საკმაოდ მაღალია, თუმცა, მისი გავლენა რეფინანსირების განაკვეთთან მიმართებაში შედარებით დაბალია.

**ცხრილი 3. კორელაციური კავშირი სავალუტო კურსსა და ინვესტიციებს შორის ინვესტიციებთან მიმართებაში**

	Column 1	Column 2
Column 1	1	
Column 2	- 0.71688	1

კიდევ ერთი ფაქტორი, რომელიც ანალიზში მოხვდა არის ქვეყნის მთლიანი სახელმწიფო ვალი. საგარეო ვალუტის გასტუმრებისთვის საჭიროა უცხოური ვალუტა, მასზე გაზრდილი მოთხოვნა კი ეროვნული ვალუტის

გაუფასურების ხელშემწყობია. თუმცა, ამ პერიოდში ვალის მოცულობის ზრდამ და ეკონომიკაში მისმა ჩაშვებამ კურსი პირიქით გაამყარა, რაც უფრო ძლიერი კორელაციური კავშირით აისახა, ვიდრე ეს იყო რეფინანსირების განაკვეთის შემთხვევაში - 0.95.

**ცხრილი 4. კორელაციური კავშირი სავალუტო კურსსა და საგარეო ვალს შორის ვალთან მიმართებაში**

	Column 1	Column 2
Column 1	1	
Column 2	- 0.95379	1

ვინაიდან, საქართველოს ეკონომიკა გარკვეულწილად უცხოურ გზავნილებზეა დამოკიდებული, ანალიზში ეს მაჩვენებელიც იქნა გათვალისწინებული. როგორც ვიცით, გზავნილების მოცულობის ზრდა ინვესტორებს საქართველოში ლარზე მოთხოვნის ზრდას და ლარის გამყარებას. ამ პერიოდში გზავნილების მოცულობა გაიზარდა და შესაბამისად კურსის გამყარების ერთ-ერთ ფაქტორად მისი ზრდაც უნდა დავასახელოთ. მათ შორის კავშირი არ არის ისეთი მაღალი როგორც რეფინანსირების შემთხვევაში (-0.75), თუმცა აუცილებლად გასათვალისწინებელია.

**ცხრილი 5. კორელაციური კავშირი სავალუტო კურსსა და გზავნილებს შორის გზავნილებთან მიმართებაში**

	Column 1	Column 2
Column 1	1	
Column 2	- 0.74436	1

მე-5 ფაქტორი, რომელიც ასევე მოხვდა ჩვენს ანალიზში არის მომსახურებასთან დაკავშირებული საქმიანობები, რომელსაც ასევე გავლენა აქვს ლარის კურსის რეგულირებაში. უნდა ითქვას, რომ ამ პერიოდში მან მნიშვნელოვნად ვერ იმოქმედა კურსის გამყარებაში, რაც გამომდინარეობს დაბალ კორელაციურ კავშირში კურსთან მიმართებაში, მხოლოდ - 0.098.

**ცხრილი 6. კორელაციური კავშირი სავალუტო კურსსა და მომსახურებას შორის მომსახურებასთან მიმართებაში**

	Column 1	Column 2
Column 1	1	
Column 2	- 0.09823	1

ბოლო ფაქტორი, რომელმაც პირიქით ხელი შეუშალა ლარს უფრო მეტად გამყარებაში, არის უარყოფითი სავაჭრო სალდო. იმპორტის მოცულობის ზრდამ ადგილობრივი ვალუტის საზრდვარგარეთ გასვლა და ვალუტის გაუფასურება გამოიწვია. ამიტომ კორელაციური

კავშირი ამ 2 ცვლადს შორის დადებითია (0.55) - უარყოფითი საღლოს ზრდა კურსის გაუფასურებას იწვევს.

**ცხრილი 7. კორელაციური კავშირი სავალუტო კურსსა და მომსახურებას შორის წმინდა ექსპორტთან მიმართებაში**

	Column 1	Column 2
Column 1	1	
Column 2	- 0.558371	1

**COVID-19-ის გავლენა ლარის კურსზე**

2020 წელს მსოფლიო უდიდესი ეკონომიკური გამოწვევის წინაშე დადგა. ყველასგან მოულოდნელად, Covid-19 სწრაფად გავრცელდა მსოფლიოს ყველა ქვეყანაში, ამან კი გლობალური კრიზისი გამოიწვია. საქართველოში პანდემიისგან გამომწვეული პრობლემები შეეხო ეკონომიკის ყველა ასპექტს, მათ შორის ფულად გზავნილებს, ექსპორტ-იმპორტის დინამიკას, პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს, მთლიან საგარეო ვალს, დეპოზიტებს, ტურიზმს და სხვა გლობალური ფაქტორებს, რომლებიც პირდაპირ კავშირშია გაცვლითი კურსის სტაბილურობასთან. უნდა აღინიშნოს, რომ მცურავი გაცვლითი კურსის მქონე ვალუტებს შორის ლარი ერთ-ერთი ყველა სუსტი აღმოჩნდა. მაგალითად, 2020 წლის მარტის თვეში (11 მარტი - 25 მარტი) ლარი აღმოჩნდა გაცვლითი კურსი, რომელიც მსოფლიოს მასშტაბით ყველაზე მეტად გაუფასურდა [13]. მიუხედავად იმისა, რომ მსოფლიოს მასშტაბით ბევრი ქვეყანა იხეთი, რომელიც მეტწილად ტურიზმზე და საგარეო გზავნილებზე დამოკიდებული, არსებულმა კრიზისმა საქართველოზე განსაკუთრებით მწვავედ იმოქმედა. ეს შეიძლება აიხსნას ცენტრალური ბანკის არათანმიმდევრული ნაბიჯებით, რომელიც პირდაპირ კავშირშია საზოგადოებრივ მოლოდინებთან, მოლოდინები კი თავის მხრივ მნიშვნელოვან, შეიძლება ითქვას გადამწყვეტ როლსაც კი თამაშობს ლარის გაუფასურებაზე. მიუხედავად ამისა, ლარის ამგვარ ვარდნას ცალსახად ვერ მივანერთ ცენტრალური ბანკის მოქმედებებს, რადგან მოლოდინებს არა მარტო ქვეყნის მთავარი მონეტარული პოლიტიკის გამტარი, არამედ ფისკალური პოლიტიკაც მნიშვნელოვნად განაპირობებს.

2021 წლის 8 დეკემბერს ეროვნული ბანკის გადანყვეტილებით რეფინანსირების განაკვეთი 0.5 პროცენტული პუნქტით 10.5%-მდე გაიზარდა. ეს ცვლილება სებ-ის მიერ ახსნილია, როგორც პასუხი გაზრდილ ინფლაციაზე და საშუალოვადიან პერიოდში ფასების დონის მოსალოდნელ ზრდაზე. ეს ტენდენცია არა მარტო კომუნალური გადასახადების სუბსიდირებით და სხვა შიდა ფაქტორებით, არამედ საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე ფართო მოხმარების პროდუქტების ფასების ზრდითაც არის გამოწვეული. სებ-ის ეს ნაბიჯი შეიძლება სწორად ჩაითვალოს, გამომდინარე იქედან, რომ ქვეყანას ორნიშნა ინფლაციის მაჩვენებელი აქვს. მეორე

მხრივ, მიუხედავად საერთაშორისო ფასების ზრდისა, არსებული ინფლაციის ერთ-ერთ მთავარ გამომწვევ მიზეზად, ლარის კურსის გაუფასურება რჩება. იმ პირობებში, როდესაც სამომხმარებლო კალათის კომპონენტების უმეტესობა იმპორტირებულია, გაცვლითი კურსის გაუფასურება შეიძლება ფასების შემდგომი ზრდის პირდაპირ ინდიკატორად ჩაითვალოს. მაშინ, როცა კურსის გაუფასურება ინფლაციას გადაეცემა, ეროვნული ბანკისთვის პრობლემის აღმოფხვრა უფრო რთული ხდება. აქედან გამომდინარე, ქვეყნის ეკონომიკისათვის უფრო უმტკივნეულო იქნება მონეტარული პოლიტიკის შესახებ გადანყვეტილების მიღება არა მხოლოდ ინფლაციიდან გამომდინარე, არამედ კურსის მნიშვნელოვანი გაუფასურების შემთხვევაშიც.

ცალსახად ვერ ვიტყვით, რომ ვალუტის ცვლილებისას რეფინანსირების განაკვეთის გამკაცრება ყოველთვის სწორი გადანყვეტილებაა. რა თქმა უნდა, უნდა არსებობდეს გაცვლითი კურსის გაუფასურების ლოგიკური ზედა ზღვარი, რომელთან მიახლოების შემთხვევაშიც მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებას ექნება პოზიტიური შედეგი მთლიანი ეკონომიკისთვის.

**დასკვნა**

მოქმედი ფაქტორების კორელაციური ანალიზის და ეროვნული ბანკის გადანყვეტილებების შესწავლის საფუძველზე შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ სავალუტო კურსის ისეთი გაუფასურების შემდეგ, რომელსაც შეუძლია გავლენა ინფლაციაზეც მოახდინოს, ეროვნული ბანკი ზრდის რეფინანსირების განაკვეთს, რასაც მოყვება სავალუტო კურსის მოკლევადიანი დასტაბილურება. ვერ ვიტყვით, რომ მხოლოდ რეფინანსირების სესხებით და განაკვეთით შესაძლებელია ლარის კურსის მართვა, რაზეც ჩვენს მიერ სავალუტო კურსზე მოქმედი დამატებით 5 ფაქტორიც მეტყველებს. ამას ისიც ემატება, რომ ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის განცხადებით „ეს ისედაც არ არის მათი მიზანი“. ჩვენი ნაშრომის მიზანი იყო უფრო მეტი სიცხადე შეგვეტანა რეფინანსირების განაკვეთით სავალუტო კურსის რეგულირებაში. მიუხედავად იმისა, რომ ტეილორის ტიპის ფუნქციას იყენებს ეროვნული ბანკი რეფინანსირების განაკვეთის დადგენისას და მასში მოიაზრება მშპ-ს გაპი, რომელიც უნდა კორექტირდებოდეს დოლარიზაციის კოეფიციენტის ცვლილების ხარჯზე. თუმცა, მონეტარული პოლიტიკის ასეთ გადანყვეტილებაში რეფინანსირების განაკვეთის ცვლილებისას ვერ ვპოულობთ ეროვნული ვალუტის გაუფასურებით გამოწვეული მონეტარული პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთის კორექტირებას. შეიძლება ითქვას ხშირ შემთხვევაში მონეტარული პოლიტიკის განცხადებები აღნიშნული მოსაზრებების საწინააღმდეგოა. საქართველოს სოციალურ-ეკონომიკური გარემოდან გამომდინარე აუცილებელია ცალკე ცვლადად შემოტანილ იქნას ისეთი მაჩვენებელი ტეილორის ტიპის ფუნქციაში, რომელიც უფრო ობიექტურად და ადეკვატურად ასახავს ეროვნული ვალუტის გამყარება/ გაუფასურებას უცხოურ ვალუტასთან მიმართებაში.

**გამოყენებული ლიტერატურა:**

1. მ. ხიდაშელი, საერთაშორისო ფინანსების ზოგადი თეორია, ქუთაისი: აკაკი წერეთლის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, 2017.
2. საქართველოს ეროვნული ბანკი, "ბანკის შესახებ," 1 3 2021. [Online]. Available: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=327&fbclid=IwAR0MfSs1vFxDkTdsqOoZe02QZ6zH2v1b8hg-3yV1zVhkbZMJYvMPXa9nV8>.
3. О. Ермоленко, "ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ: МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОПЫТ И ПЕРСПЕКТИВЫ В РОССИИ," специалист операционного отдела Ростовского филиала ОАО АКБ «Связь-Банк», 2011.
4. საქართველოს ეროვნული ბანკი, "საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის სტრატეგია," 1 3 2021. [Online]. Available: [https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=628&fbclid=IwAR00jORaM\\_Avo4Nqu0JVI-c7v5e-SY65kuVzLKK0WZPMInG6H9rD4CO2XC3Q](https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=628&fbclid=IwAR00jORaM_Avo4Nqu0JVI-c7v5e-SY65kuVzLKK0WZPMInG6H9rD4CO2XC3Q).
5. საქართველოს ეროვნული ბანკი, "მონეტარული პოლიტიკა," 1 3 2021. [Online]. Available: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=533>.
6. საქართველოს ეროვნული ბანკი, "მონეტარული პოლიტიკის (რეფინანსირების განაკვეთი)," 1 3 2021. [Online]. Available: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=555>.
7. საქართველოს ეროვნული ბანკი, "მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი," 12 12 2019. [Online]. Available: [https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc\\_mannual/mp\\_manual\\_final.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/mpc_mannual/mp_manual_final.pdf).
8. საქართველოს ეროვნული ბანკი, "პროგნოზირებისა და მონეტარული პოლიტიკის ანალიზის სისტემა," 12 03 2021. [Online]. Available: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=639>.
9. ი. ზარდიაშვილი, "სავალუტო ბაზარი და გაცვლით კურსზე მოქმედი ფაქტორები," ივანე ჯავახიშვილის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, თბილისი, 2019.
10. ო. დგებუაძე, "რა არის რეფინანსირების სესხი და აქვს თუ არა გავლენა ლარის კურსზე?," 24 12 2019. [Online]. Available: <https://bm.ge/ka/article/ra-aris-refinansirebis-sesxi-da-aqvs-tu-ara-gavlenna-laris-kursze/45916>.
11. ე. შამუგია, "ლარის გაცვლითი კურსის მიმოხილვა," 24 5 2021. [Online]. Available: <https://bm.ge/ka/article/laris-gacvliti-kursis-mimoxilva-1405--2105/83195>.
12. ინტერპრესნიუსი, "ინტერპრესნიუსი, ინტერპრესნიუსი, 28 24 2021. [Online]. Available: <https://www.interpressnews.ge/ka/article/653758-koba-gvenetaze-erovnuli-bankis-amocana-ar-aris-da-ver-ikneba-laris-gacvliti-kursis-martva/?fbclid=IwAR0B7N5T3cpYEqJ565Xag7kAhFeARmHf1fqggRc67WGEinUgxLnEoYfEOGY>. [Accessed 15 05 2021].
13. საქართველოს ეროვნული ბანკი, "საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს ეროვნული ბანკი, 11-25 March 2020. [Online]. Available: <https://bm.ge/ka/article/ekonomikuri-shokis-fonze-msofflioshi-yvelaze-metad-lari-gaufasurda/52142>.
14. საქართველოს ეროვნული ბანკი, "ინფლაციის თარგეთირება," 1 3 2021. [Online]. Available: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=538>.
15. საქართველოს ეროვნული ბანკი, "ფულადი გზავნილები," 1 4 2021. [Online]. Available: [https://analytics.nbg.gov.ge/views/\\_15/sheet0?iframeSizedToWindow=true&embed=y&showAppBanner=false&display\\_count=no&showVizHome=no](https://analytics.nbg.gov.ge/views/_15/sheet0?iframeSizedToWindow=true&embed=y&showAppBanner=false&display_count=no&showVizHome=no).
16. შ. ტყეშელაშვილი, "საქართველო ფულად გზავნილებზე დამოკიდებულებით მსოფლიოში 21-ე ადგილზეა," 23 5 2021. [Online]. Available: <https://bm.ge/ka/article/saqartvelo-fulad-gzavnilebze-damokidebulebit-msofflioshi-21-e-adgilzea/83180>.