

მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისიის მექანიზმი

(თეორიული მიმოხილვა)

სხვადასხვა კვლევების განხორციელებისას განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა ეკონომიკაში ცენტრალური ბანკების როლისა და ადგილის განსაზღვრას. ეს დაკავშირებულია იმასთან, რომ ცენტრალური ბანკების მიერ მიღებული გადაწყვეტილებები და განხორციელებული ღონისძიებები (მონეტარული პოლიტიკა) დიდ გავლენას ახდენს ეკონომიკაზე.

არხების ერთობლიობა (კომპლექსი) რომელთა გავლითაც ცენტრალური ბანკების მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება გავლენას ახდენს ეკონომიკურ მაჩვენებლებზე, იწოდება გადაცემის (იგივე, ტრანსმისიის) მექანიზმად (transmission mechanism of monetary policy).

მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისიის მექანიზმის პირველი განმარტება გამოყენებულ იქნა **კეინზიანურ ანალიზში**. **კეინზმა** ეს ტერმინი გამოიყენა იმ მაჩვენებელთა სისტემის განსაზღვრებისთვის, რომელთა მეშვეობითაც ფულის მიწოდების ზრდა გავლენას ახდენს ეკონომიკურ პროცესებზე.

მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმის სტრუქტურა შედგება იმ არხებისგან, რომელთა მეშვეობითაც ცენტრალური ბანკების მონეტარული ინსტრუმენტების ამოქმედების შედეგად წარმოქმნილი იმპულსები გადაეცემა მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებს.

დღეისათვის ეკონომიკურ ლიტერატურაში მონეტარული ტრანსმისიის რამდენიმე თეორია განიხილება, რომლებიც განსხვავებულ შეხედულებებს გვთავაზობენ მექანიზმის შემადგენლობასა და სტრუქტურაზე.

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის არხების თეორიული მიმოხილვა: შეგვიძლია გამოვყოთ რამდენიმე საზოგადოდ აღიარებული სქემა, რომელთა მიხედვითაც მონეტარული იმპულსები გავლენას ახდენს ერთობლივ მოთხოვნაზე. ეს სქემები თავისთავში მოიცავს ტრანსმისიის მექანიზმის არხებს. ეკონომიკურ თეორიაში გამოიყოფა რამდენიმე ესეთი არხი:

- **საპროცენტო განაკვეთების არხი;**
- **ვალუტის გაცვლითი კურსის არხი;**
- **კეთილდღეობის (სიმდიდრის) არხი;**
- **დაკრედიტების ფართო არხი;**
- **დაკრედიტების ვიწრო არხი;**
- **მონეტარული არხი.**

საპროცენტო განაკვეთების არხი ტრადიციულად მიჩნეულია მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმის ძირითად არხად. მონეტარული პოლიტიკის მაკროეკონომიკური მოდელების უმრავლესობა ასახავს ცენტრალური ბანკების გავლენას ეკონომიკაზე,



საპროცენტო განაკვეთების რეგულირების მეშვეობით. საპროცენტო განაკვეთების არხის ძირითადი იდეა ძალიან მარტივია: **ნომინალური საპროცენტო განაკვეთების ზრდა იწვევს მოზიდული ფინანსური რესურსების დანახარჯების ზრდას**. რესურსების გაძვირება კი თავისმხრივ აისახება (mishkin 2008) **სამომხმარებლო ხარჯებისა და ინვესტიციების შემცირებაში**.

ზოგიერთი ეკონომისტი (მაგალითად, **ჯონ ტეილორი**) ეთანხმება მოსაზრებას, რომ არსებობს მკაცრი მტკიცებულება იმისა, თუ როგორ ახდენენ გავლენას საპროცენტო განაკვეთები კაპიტალის ღირებულების მეშვეობით საინვესტიციო და სამომხმარებლო დანახარჯებზე (რაც კიდევ უფრო აძლიერებს მოცემული მონეტარული არხის მნიშვნელობას).

თუმცა, მკვლევართა გარკვეული ნაწილი, მათ შორის, **ბენ ბერნანკე** პრინსტონის უნივერსიტეტიდან და **მარკ გერტლერი** ნიუ-იორკის უნივერსიტეტიდან მიიჩნევენ, რომ საპროცენტო განაკვეთების მიერ კაპიტალის ღირებულებაზე რაიმე მკვეთრი გავლენის არსებობის ემპირიული მტკიცებულებები არ არსებობს. ეს მკვლევარები მივიდნენ იმ დასკვნამდე, რომ საპროცენტო განაკვეთების არხის არასრულყოფილება აიძულებს მკვლევარებს ეძებონ ეკონომიკურ აქტივობაზე მონეტარული პოლიტიკის გავლენის ახალი არხები (mishkin 2008).

ვალუტის გაცვლითი კურსის არხი - ღია ეკონომიკაში მონეტარული პოლიტიკის მაკროეკონომიკური მოდელის მთავარ ელემენტს წარმოადგენს. ის ასახავს მონეტარული პოლიტიკისა და სავალუტო პოლიტიკის გავლენას ერთობლივ მოთხოვნასა და წარმოების მოცულობაზე გაცვლითი კურსის ცვლილების გავლით. ანუ, აღნიშნული არხი გამოხატავს ფასების დონის მგრძნობელობას ვალუტის კურსის ცვლილებასთან მიმართებით (mishkin 2008).

კეთილდღეობის (სიმდიდრის) არხი - რომლის ძირითად პრინციპად გვევლინება ის რომ სამომხმარებლო ხარჯების მთავარი განმსაზღვრელი ფაქტორია შინამეურნეობების კეთილდღეობა (დაზოგვის მაღალი მოცულობები). იმის გათვალისწინებით, რომ საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება გავლენას ახდენს გრძელვადიანი ფინანსური აქტივების (აქციები, ობლიგაციები, უძრავი ქონება და ა.შ.) ფასზე, რომლებშიც განთავსებულია დანაზოგები, მისი ზრდა ამცირებს შინამეურნეობების კეთილდღეობას და შესაბამისად სამომხმარებლო დანახარჯებსაც.

საბალანსო არხი (დაკრედიტების ფართო არხი), რომელშიც მთავარ როლს თამაშობს **ფინანსური აქტივები**, გამოიყენება კრედიტების უზრუნველსაყოფად. თუ საკრედიტო ბაზარი ეფექტურია, მაშინ ფასის კლება უზრუნველყოფაზე/გირაზე არანაირად არ აისახება საინვესტიციო გადაწყვეტილებებზე. თუმცა, საინფორმაციო დანახარჯების გამო ფინანსურ აქტივებზე ფასების კლება იწვევს საპროცენტო პრემიის ზრდას, რომელიც გადაიხდებიან მსესხებლების მიერ გარე დაფინანსების დროს. ეს კი თავისმხრივ პროვოცირებას უწევს სამომხმარებლო ხარჯებისა და ინვესტიციების მოცულობათა კლებას.

კაპიტალის მოზიდვის დანახარჯების არხი (დაკრედიტების ვიწრო არხი): მასში ძირითადი ადგილი ეთმობა საბანკო დაკრედიტებას. მისი არხი მდგომარეობს იმაში, რომ ცენტრალური ბანკი უმცირებს რა კომერციულ ბანკებს თავისუფალ ფინანსურ რესურსებს (სარეზერვო მოთხოვნები გამოყენებით), ამით აიძულებს მათ შეამცირონ კრედიტების მიწოდება. ეს კი თავის მხრივ იწვევს ფირმებისა და შინამეურნეობების დანახარჯების შემცირებას, რომლებიც დამოკიდებული იყო საბანკო დაკრედიტებაზე. და-

კრედიტების არხები - მონეტარული პოლიტიკის მნიშვნელოვანი გადამცემი მექანიზმებია უპირველესად სამი კრიტერიუმიდან გამომდინარე.

პირველი, მრავალი ფირმის საქმიანობის შესწავლამ ცხადყო, რომ საკრედიტო ბაზრის ნაკლოვანებები გავლენას ახდენს ფირმების გადაწყვეტილებებზე.

მეორე, არსებობს არგუმენტები, რომ მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის შედეგად უფრო მეტად მცირე ფირმები ზარალდებიან ვიდრე მსხვილი ფირმები, რომლებსაც კრედიტების გვერდის ავლაც შეუძლიათ.

მესამე, შესაძლოა ყველაზე მეტად მარწმუნებელი, კრიტერიუმი საკრედიტო ბაზრების თეორიული კონსტრუქცია, რომელიც დაფუძნებულია ინფორმაციის ასიმეტრიულობაზე (mishkin 2008).

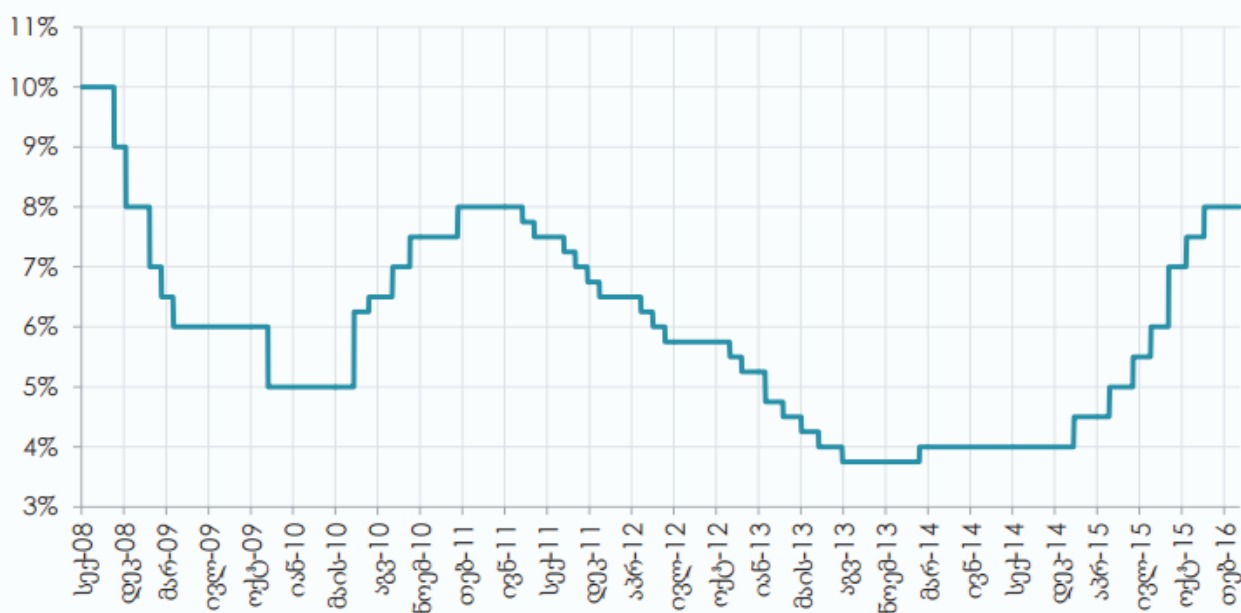
მონეტარული არხი ასახავს ფულის მიწოდების პირდაპირ ეფექტს აქტივების ფასზე. ანუ ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ინსტრუმენტების ამოქმედებით ადგილი აქვს დაგროვებული აქტივების სტრუქტურისა და მათი შედარებითი ფასების კორექტირებას. აღნიშნული საბოლოო ჯამში გავლენას ახდენს ეკონომიკის რეალურ სექტორზე. მონეტარულ არხში საპროცენტო განაკვეთები არ თამაშობენ გადამწყვეტ როლს. ცვლილებათა მონეტარული იმპულსები გადაიცემა მხოლოდ ფულადი მასის მეშვეობით.

მონეტარული გადაცემის არხები საქართველოში:

საპროცენტო განაკვეთების არხზე საუბრისას საქართველოს შემთხვევაში აუცილებელია აღინიშნოს, რომ ეროვნული ბანკის ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის მთავარ ინსტრუმენტს მონეტარული პოლიტიკის **(რეფინანსირების სესხების)** განაკვეთი წარმოადგენს (იხ. გრაფიკი 1).

მონეტარული პოლიტიკის ბანაკებით

გრაფიკი 1



ბანკთაშორის ფულადი ბაზარი

მილიონი ლარი



გრაფიკი 2

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

რომლის მეშვეობითაც მონეტარული პოლიტიკის იმპულსები გადაეცემა ჯერ მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს, შემდეგ გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს, საბოლოოდ კი ერთობლივი მოთხოვნის შეზღუდვის ან სტიმულირების გზით გავლენას ახდენს ფასების საერთო დონეზე (ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის ძირითად სტრატეგიულ მიზანზე) (იხ. გრაფიკი 2).

იმისათვის, რომ მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმმა გამართულად იმუშაოს, აუცილებელია **ლარის ფულადი ბაზრის** ინსტრუმენტების აქტიური გამოყენება და ლარის, როგორც ეროვნული ვალუტის მიმართ მაღალი ნდობის არსებობა.

გრაფიკი 2-დან კარგად ჩანს, თუ რამდენად ალემანტება საქართველოში ბანკთაშორის ფულად ბაზარზე უცხოური ვალუტის რესურსის მოცულობა ეროვნული ვალუტით რესურსის მოცულობას. ქვეყანაში არსებული დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებელი (იხ. გრაფიკი 3) კი აფერხებს მონეტარული იმპულსების გადაცემას, რადგანაც რეფინანსირების სესხების (რომელიც ლარში გაიცემა) მეშვეობით მხოლოდ ლარში გაცემული მოკლევადიანი სესხების საპროცენტო განაკვეთებზე ვახდენთ ზეგავლენას, რაც საერთო საბაზრო საპროცენტო განაკვეთებზე სრულად ზემოქმედების საშუალებას არ იძლევა. აღნიშნული პრობლემის გადალახვისა და მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის გაზრდის მიზნით აუცილებელია **ლარიზაციის პოლიტიკის** ხელშეწყობა, რაც თავისმხრივ დოლარიზაციის შემცირების მეშვეობით შეამცირებს ფინანსური (სავალუტო) რისკების დონესაც ქვეყანაში.

საქართველოს შემთხვევაში საკითხის გაანალიზებისთვის არანაკლებ მნიშვნელოვანია გაცვლითი კურსის არხი.

როგორც ვიცით, როდესაც შიდა რეალური საპროცენტო განაკვეთები მცირდება, მაშინ ადგილობ-

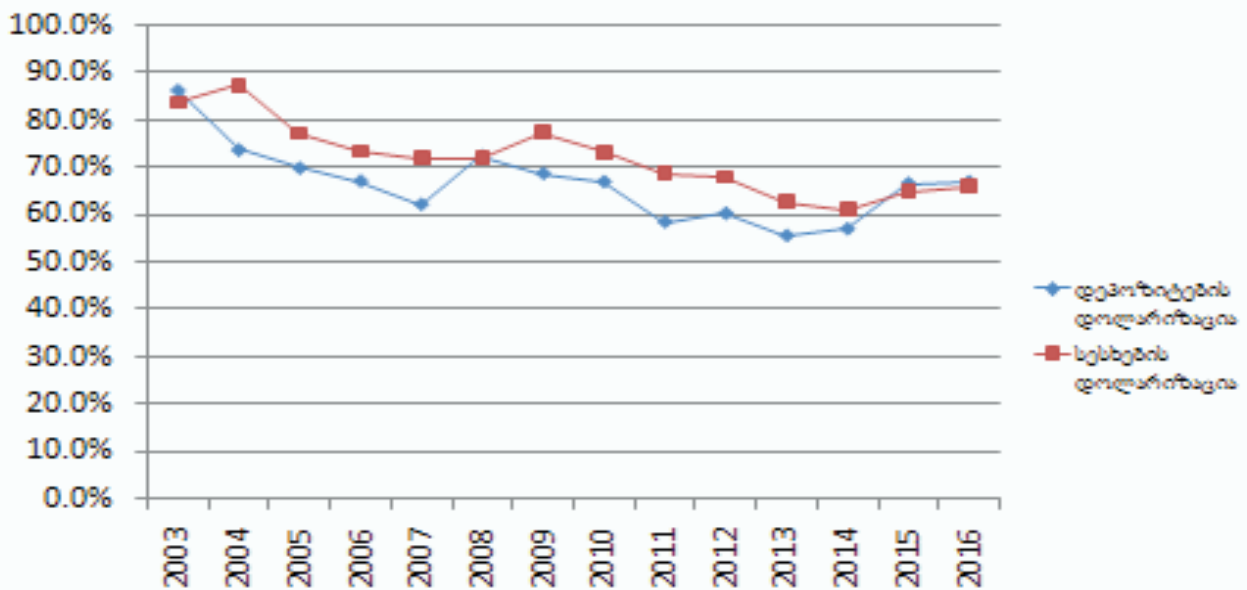
რივ ვალუტაში განთავსებული დეპოზიტები ნაკლებად მიმზიდველია. შედეგად ადგილობრივ ვალუტაში განთავსებული დეპოზიტების ფასი კლებულობს და ადგილობრივი ვალუტა დევალვირებას განიცდის. აღნიშნული თავისმხრივ განაპირობებს იმას, რომ ადგილობრივი პროდუქცია უფრო იაფია ვიდრე უცხოური, შედეგად წმინდა ექსპორტი იზრდება, რაც იწვევს **მთლიანი გამოშვების ზრდას**. აქვე აუცილებელია აღინიშნოს ე.წ. ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი, რომელიც წარმოადგენს საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებთან ქართული ლარის გაცვლითი კურსის საშუალო შენონილ მაჩვენებელს ამ ქვეყნებთან საქართველოს სავაჭრო ბრუნვის მიხედვით.

აღნიშნულ საკითხზე მიძღვნილ ბოლოდროინდელ კვლევაში (**მდივნიშვილი, 2014**) შეფასებულია გაცვლითი კურსის ცვლილების გავლენა სამომხმარებლო ფასების ინდექსსა და იმპორტის ფასების ინდექსზე. „მიღებული შედეგების თანახმად, სამომხმარებლო ფასების გრძელვადიანი ელასტიურობა გაცვლითი კურსის მიმართ 0,5-ის ტოლია და ელასტიურობა ასიმეტრიულია. რაც შეეხება იმპორტის ფასებს, აღნიშნული კვლევის საფუძველზე კრუგმანის ბაზრის შესაბამისი ფასის თეორია ემპირიულად დადასტურდა. გაცვლითი კურსის სიმეტრიული გადაცემის შესახებ ჰიპოთეზა უარყოფილი არ არის. სამომხმარებლო კალათაში შემავალი იმპორტის ფასები აგრეთვე სიმეტრიულია გაცვლითი კურსის მიმართ“ - აღნიშნულია კვლევაში.

როგორც ზემოთ უკვე აღვნიშნეთ, განვითარებადი ქვეყნებისთვის (მათ შორის გამორჩეულად საქართველოსთვისაც) დამახასიათებელია გაცვლითი კურსის არხის სიძლიერე, რაც თავის მხრივ რამდენიმე ფაქტორითაა განპირობებული:

პირველ მნიშვნელოვან ფაქტორს წარმოადგენს სამომხმარებლო კალათაში ზოგადად **იმპორტირე-**

დეპოზიტების და სესხების დოლარიზაცია



გრაფიკი 3
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

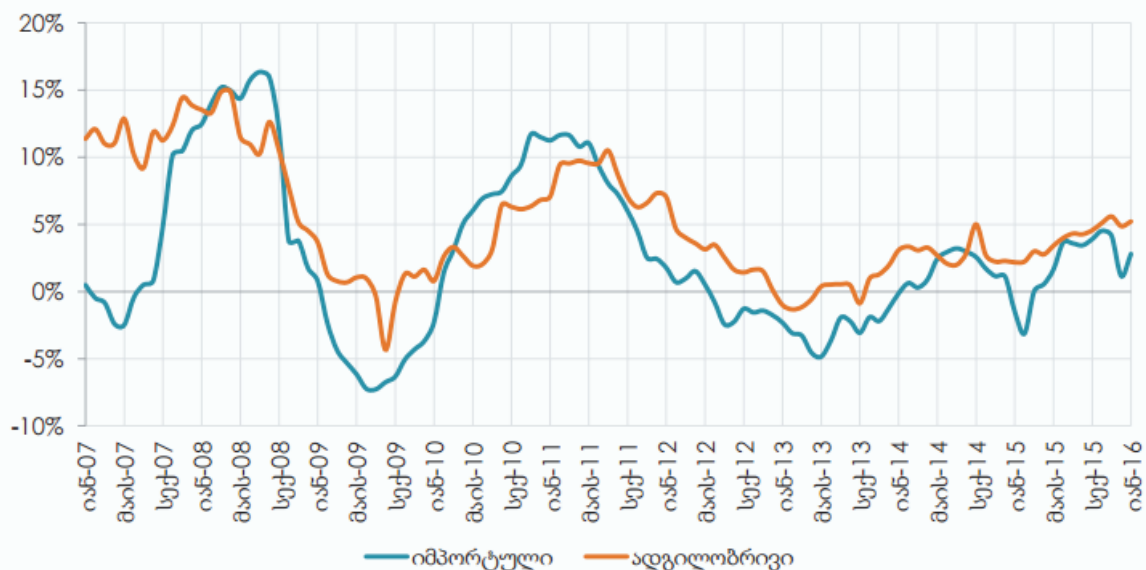
ბული პროდუქციის მნიშვნელოვანი წილი, რომლის გამოც ეროვნული ვალუტის გაუფასურება აძვირებს იმპორტირებულ პროდუქციას და შესაბამისად სამომხმარებლო კალათასაც (იხ. გრაფიკი 4).

მეორე მნიშვნელოვანი ფაქტორია სესხების დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებლის გამო ეროვნული ვალუტის გაუფასურების შედეგად შუალედური ხარჯების ზრდა და წმინდა განკარგვადი შემოსავლების შემცირება, რაც საბოლოო ჯამში ერთობლივ

მოთხოვნასა და ფასების საერთო დონეზე ახდენს გავლენას.

რაც შეეხება მოლოდინების არხს, უნდა აღინიშნოს, რომ საქართველოში მოლოდინების არხის ფუნქციონირება გარკვეული თავისებურებებით ხასიათდება. განსაკუთრებით აღსანიშნავია მომხმარებელთა მოლოდინების ფორმირება და მასზე ზემოქმედი ფაქტორები. ამ მხრივ მნიშვნელოვანია ეკონომიკის საერთაშორისო სკოლა ISET-ის მიერ ე.წ. „მომხმა-

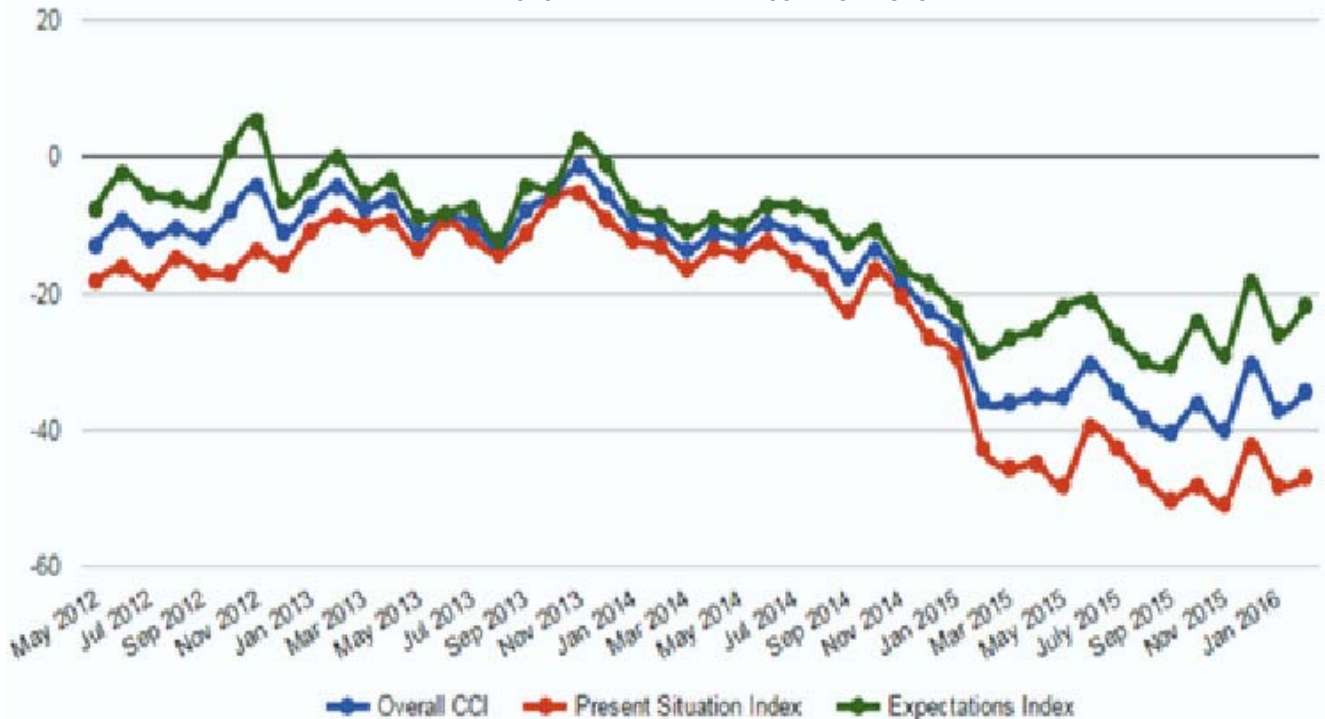
ინფლაცია იმპორტირებულ და ადგილობრივ საქონელზე



გრაფიკი 4

წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკი

მომხმარებელთა ნდობის ინდექსი გრაფიკი 5



წყარო: www.iset-pi.ge

რეზელთა ნდობის ინდექსი“-ს (customer confidence index) დათვლა, რომელიც ცდილობს ასახოს ის მოლოდინები რომლებიც მომხმარებლებს გააჩნიათ ეკონომიკის შესახებ (იხ. გრაფიკი 5).

აღნიშნული ინდექსის განხილვისას კარგად ჩანს, რომ გარკვეულ დროით მონაკვეთში, მიუხედავად ქვეყანაში არსებული არც თუ იხე ცუდი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების არსებობისა, მომხმარებელთა მოლოდინები გაუარესებულია, რაც საბოლოოდ მათ მიერ გაწეულ სამომხმარებლო დანახარჯებზეც უარყოფითად აისახება.

რაც შეეხება სიმდიდრის (კეთილდღეობის არხს) აუცილებელია აღინიშნოს, რომ საქართველოში კეთილდღეობის (სიმდიდრის) არხის გავლენა შედარებით სუსტია, რაც ბუნებრივია დაკავშირებულია კაპიტალის ბაზრის განუვითარებლობასთან საქართველოში.

ამრიგად, მონეტარული გადაცემის არხების დეტალური შესწავლის შედეგად შეგვიძლია ვთქვათ, რომ სხვადასხვა არხების სიმდიდრე დამოკიდებულია ცალკეული ქვეყნების ეკონომიკურ თავისებურებებზე, ქვეყანაში ფინანსური ბაზრების განვითარების დონეზე, სამომხმარებლო კალათაში იმპორტირებული პროდუქციის წილზე, ბიზნესის დაფინანსების წყაროებში კრედიტების წილზე და სხვ.

ამრიგად, სტატიაში განხილული საკითხების შედეგად იკვეთება შემდეგი სახის დასკვნები:

➤ საქართველოში საპროცენტო განაკვეთების არხის სისუსტეს განაპირობებს მაღალი დოლარიზაცია ქვეყანაში. სწორედ მაღალი დოლარიზაციის გამო ეროვნული ბანკის მიერ რეფინანსირების სესხებზე საპროცენტო განაკვეთების ცვლილება სუსტად გადაეცემა გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს ეკონომიკაში და შედეგად ერთობლივ მოთხოვნაზე ზეგავლენაც სუსტია. აღნიშნული არხის გასაუმჯობესებლად აუცილებელია ლარიზაციის პოლიტიკის ხელშეწყობა ქვეყანაში.;

➤ ცალკეული კვლევები ადასტურებს გაცვლითი კურსის არხის სიმდიდრეს ქვეყანაში, რაც თავის მხრივ ორი ფაქტორით არის განპირობებული: სამომხმარებლო კალათაში იმპორტირებული პროდუქციის მაღალი წილი და მომსახურების ტვირთის გაზრდის გამო წმინდა განკარგავი შემოსავლების ცვლილება;

➤ კაპიტალის ბაზრის სუსტად განვითარებულობა განაპირობებს სიმდიდრის (კეთილდღეობის) არხის არ არსებობას ქვეყანაში;

➤ იკვეთება მოლოდინების არხის გარკვეული სიმდიდრე, რაც ცალკეული ინდექსებისა და მაკროეკონომიკური მდგომარეობის შედარებითაც დასტურდება.

ირაკლი დოლონაძე,
თსუ დოქტორანტი

გამოყენებული ლიტერატურა:

1. ბლუაშვილი ა. (2013)) „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები საქართველოში: ბოლოდროინდელი დინამიკა“, ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე - ტომი I, N 3, გვ. 57-74.
2. ოსტაპენკო ნ. და ტაბალუა ს. (2014) „მოხმარების მაკროეკონომიკური ფუნქციის ძირითადი დეტერმინანტების ანალიზი“, ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე - ტომი II, N 2, გვ. 47-66.
3. Angeloni, I., A. Kashyap, B. Mojon and D. Terlizzese (2003), “Monetary transmission in the euro area: does the interest rate channel explain all?”, NBER Working Papers No. 9984<<http://www.nber.org/papers/w9984>>
4. Barro R., Sala-i-Martin X. - Economic Growth. New York. 1995.
5. Bacchella, Gerlach (1997) “Consumption and Credit Constraints: International Evidence”, Journal of Monetary Economics, 40, pp. 207-38.
6. Bakradze, Giorgi, and Andreas Billmeier. “Inflation Targeting in Georgia: Are We There Yet?.” NBGWP. no. 04 (2008). <http://nbg.gov.ge/uploads/workingpaper/inflation_targeting_in_georgia_09.pdf>
7. Bernanke B. S., A. S. Blinder (1992): “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission”, American Economic Review, Vol. 82, № 4, pp. 901–921.
8. Bierens H. J. (1997) “Testing the unit root with drift hypothesis against nonlinear trend stationarity, with an application to the US price level and interest rate”, Journal of Econometrics, Vol. 81, pp. 29-64.
9. Brissimis S. N., N. S. Magginas (2006): “Forward-looking information in VAR models and the price puzzle”, Journal of Monetary Economics, Vol. 53, Issue 6, pp. 1225–1234.
10. Canova F., M. Ciccarelli (2006): “Estimating Multi-Country VAR Models”, European Central Bank, Working Paper № 603/ April 006.
11. Cochrane J.H. (1988) “How Big is the Random Walk in GNP?” Journal of Political Economy, Vol. 96, pp. 893-920.
12. Christiano, L.J. (1988), “Searching for a Break in GNP”, NBER, Working Papers No. 2695.<<http://www.nber.org/papers/w2695.pdf>>
13. Dabla-Norris, Era, Daehaeng Kim, Mayra Zermeno, Andreas Billmeier, and Vitali Kramarenko (2007). “Modalities of Moving to Inflation Targeting in Armenia and Georgia.” IMF WP. no. 133.
14. Modigliani, F. (1971) Monetary Policy and Consumption: Linkages via Interest Rate and Wealth.

TRANSMISSION MECHANISM OF MONETARY POLICY (Theoretical review)

Irakli Dorhonadze
PhD student at TSU

ANNOTATION

Peculiarities of transmission mechanism of monetary policy is presented in the following article. Working principles of each transmission channel and its role in efficiency of central bank's monetary policy is thoroughly discussed.

The article provides detailed insights on the researches and results about the mentioned issues. The article also discusses operation efficiency of each channel on the case of Georgia, as well as existent problems and challenges. Particular attention is paid to the channel of interest rate and necessary factors of its proper performance.

The analyzed issues and discussed results of research in this article have revealed that interest rate's influence on the prices and total output is insignificant, but its influence on inflation of monetary policy through the exchange rate channel is sufficiently high.