

**ინფლაციის თარგეთირება და მასთან დაკავშირებული ფინანსური
საფრთხეები: საქართველოს გამოწვევები**

ანოტაცია. ნაშრომში გამოკვლეულია ინფლაციის თარგეთირების მექანიზმი, რის საფუძველზეც ნაჩვენებია მისი ძლიერი და სუსტი მხარეები. ძლიერ მხარეს მიეკუთვნება ის, რომ ცენტრალურ ბანკებს გააჩნიათ ერთობლივი მოთხოვნის ზრდით გამოწვეული ინფლაციის დარეგულირების ქმედითი ინსტრუმენტები. იგივე ინსტრუმენტები გამოიყენება დანახარჯების ზრდით გამოწვეული ინფლაციის დარეგულირებისათვის, რაც, საბოლოო ჯამში, უარყოფითად აისახება ეკონომიკური ზრდის შესაძლებლობებზე. იმპორტ-დამოკიდებულ ქვეყნებში, ხდება როგორც ინფლაციის იმპორტი, ისე ეროვნული ვალუტის გაუფასურების გზით იმპორტის გაძვირება. სწორედ ესაა ინფლაციის თარგეთირების სუსტი მხარე იმპორტდამოკიდებული ქვეყნებისთვის და, მათ შორის, საქართველოსთვისაც. ინფლაციის თარგეთირებასთან დაკავშირებული უმთავრესი ფინანსური საფრთხე უშუალოდაა მის ამ სუსტ მხარესთან დაკავშირებული. კვლევის შედეგად შემოთავაზებულია გამოყენებულ იქნეს ინფლაციის კომპლექსური თარგეთირების მექანიზმი, როცა მიზნობრივ მაჩვენებლებად განისაზღვრება არა მარტო ინფლაციის, არამედ იმპორტირებული საქონლით გამოწვეული ინფლაციის, ანუ იმფლაციის მაჩვენებელი.

საკვანძო სიტყვები: ინფლაცია, ინფლაციის თარგეთირება, ფინანსური საფრთხეები, იმფლაციის მაჩვენებელი.

შესავალი

მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებისა და ფინანსური უსაფრთხოების პრობლემის ერთიან კონტექსტში განხილვა განსაკუთრებით აქტუალური 2008-2009 წლების გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ გახდა (მაგალითად, [Arestis, 2017; Stark, 2011]).

მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებს შორის განსაკუთრებული ადგილი ინფლაციის თარგეთირებას უკავია (მაგალითად, [IMF, 2018]), რომელიც განვითარებადი ეკონომიკის მქონე

ქვეყნებშიც ფართოდ გამოიყენება (მაგალითად, [Brito, Bystedt, 2010]).

საყურადღებოა, რომ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის გამოყენებამდე მონეტარული პოლიტიკის სისტემები ემყარებოდა ან ფულის მასის ან ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის მიზნობრივ მაჩვენებლებად გამოიყენებას. გაცვლითი კურსისა და ინფლაციის თარგეთირების ურთიერთკავშირის საკითხი კვლევის განსაკუთრებული ინტერესის სფეროს წარმოადგენს (მაგალითად, [Cabral et al., 2016; Edwards, 2006]).

ზოგიერთ ქვეყანაში ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმთან ერთად სავალუტო რეგულირებაც გამოიყენება. კერძოდ, ჩეხეთში, ინფლაციის თარგეთირებასთან ერთად ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის ზედა ზღვარიცაა განსაზღვრული, რის შედეგადაც არსებობს ე.წ. ორმაგი მიზნობრივი მაჩვენებელი – ინფლაცია და გაცვლითი კურსი [Golovnin, 2017, p. 81]. მონეტარული პოლიტიკის ამ რეჟიმს, როდესაც ინფლაციის მაჩვენებელთან ერთად ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის მაჩვენებელიც მიზნობრივია, ჰიბრიდული (ე.ი. შერეული) ინფლაციის თარგეთირება ეწოდება [Kartaev, 2017, p. 70].

2008-2009 წლების გლობალურმა ფინანსურმა და ეკონომიკურმა კრიზისმა, შემდეგ კი COVID-19-ის პანდემიით გამოწვეულმა ეკონომიკურმა კრიზისმა საკმაოდ აქტუალური გახადა ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმისა და ფინანსური საფრთხეების კვლევის საკითხი. ამ კუთხით განსაკუთრებით საინტერესოა მონეტარული პოლიტიკის ამ რეჟიმის მიმართება ფინანსურ სტაბილურობასთან და ეკონომიკურ ზრდასთან (მაგალითად, [Adrian et al., 2023; Agénor, Pereira da Silva, 2013; Ayres et al., 2014; Barro, 1995; Burdekin et al., 2004; Di, Qian, 2022; Heise, 2019; Mollick et al., 2011; Romdhane et al., 2023; Vredin, 2015; Woodford, 2012]).

ეს პრობლემები საქართველოსთვისაც აქტუალურია, რომელიც მონეტარული პოლიტიკის ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადასულია 2009 წლიდან.

წინამდებარე ნაშრომის მიზანია იმის შესწავლა, თუ რატომ ქმნის ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი ფინანსურ საფრთხეებს და რა არის ამ პრობლემის შესაძლო გადაწყვეტის ქმედითუნარიანი გზა.

ინფლაციის თარგეთირების სუსტი მხარეების შესახებ

მსოფლიოში ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე პირველად 1967 წელს ახალი ზელანდია გადავიდა. მაშინ იქ საშუალო-წლიური ინფლაცია 15%, ხოლო მაქსიმალური 20% იყო [Sherwin, 1997, p. 261]. შემდეგ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი ავსტრალიაში, დიდ ბრიტანეთში, კანადაში, ესპანეთში, ფინეთსა და შვედეთშიც იქნა შემოღებული [Debelle et al., 1988]. 2022 წლისთვის კი ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი მსოფლიოს 75 ქვეყანაში გამოიყენებოდა [CBN, 2024].

ინფლაციის თარგეთირების ეკონომიკურ ზრდაზე ზეგავლენის შესწავლით ერთმნიშვნელოვანი შედეგი არ დამდგარა: საწყისმა კვლევებმა აჩვენა რომ მონეტარული პოლიტიკის ამ რეჟიმს ეკონომიკურ ზრდაზე დადებითი ზეგავლენა საერთოდ არ ჰქონდა, ხოლო შედარებით მოგვიანებით ჩატარებულმა კვლევებმა კი აჩვენა, რომ ამ ზეგავლენის დადებითი შედეგი საშუალოდ სამწლიანი დროითი ლაგის შემდეგ დგება [Kartaev, 2017, p. 64–65].

ინფლაციის თარგეთირების ნაკლოვანი მხარეები განსაკუთრებით მწვავედ XX საუკუნის 90-იანი სავალუტო კრიზისების ფონზე გამოჩნდა [Frankel, 2012]. ითვლება, რომ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი ხშირად ეწინააღმდეგება ფინანსური სტაბილურობის მიღწევას [Jones, 2016; Tovar, ed., 2010]. ასევე ითვლება, რომ ხსენებული რეჟიმი არც ფინანსურ ციკლებს ითვალისწინებს [Weber, 2015].

ეკონომიკაში ნობელის პრემიის ლაურეატი ჯოზეფ სტიგლიცი თვლის, რომ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე უარის თქმა მოუწევს ყველა იმ განვითარებად ქვეყანას, რომლებიც უმთავრესად იმპორტდამოკიდებულია, რის გამოც, არც თუ იშვიათად, ინფლაციაც იმპორტირებულია, ხოლო ცენტრალური ბანკების ხელთ ამგვარი ინფლაციის კონტროლის ქმედითი მექანიზმი უბრალოდ არ არსებობს [Stiglitz, 2008]. საყურადღებოა, რომ საქართველო დამოუკიდებლობის აღდგენიდან დღემდე იმპორტდამოკიდებული ეკონომიკის მქონე ქვეყანად რჩება. კერძოდ, 2023 წელს ქვეყანაში განხორციელებული იმპორტი ექპორტს 2,56-ჯერ აღემატებოდა [საქსტატი, 2024].

ჯოზეფ სტიგლიცის ამ დასკვნიდან გამომდინარე იკვეთება მინიშნება იმაზე, რომ თურმე ცენტრალური ბანკების ხელთ არ არის იმის ინსტრუმენტი, რომ ნებისმიერი ინფლაცია არეგულიროს თანმდევი უარყოფითი ეფექტების გარეშე. ამ საკითხის უფრო დეტალურად განსახილველად აუცილებელია იმის გაანალიზება, თუ რა შეიძლება იყოს ინფლაციის გამომწვევი მიზეზი.

ეკონომიკის კლასიკური სახელმძღვანელოებიდან ცნობილია, რომ ინფლაციის გამომწვევი ორი მიზეზი არსებობს: მოთხოვნის ინფლაცია და დანახარჯების ინფლაცია [McConnell, Brue, 2008, p. 136].

მოთხოვნის ინფლაცია გამოწვეულია გაზრდილი ერთობლივი მოთხოვნით. როდესაც ერთობლივი მიწოდება ამ მოთხოვნას ვერ აკმაყოფილებს, იზრდება ფასები. ამ შემთხვევაში ბრუნვაში არსებული ფულის მასის შემცირებით შესაძლებელია ინფლაციის დონის დაბლა დაწევა. ცენტრალური ბანკების ხელთ არსებული არაერთი ეფექტიანი ინსტრუმენტი ზემოქმედებს ფულის მასის შემცირებაზე, რა გზითაც შესაძლებელი ხდება მოთხოვნის ინფლაციის შემცირება.

რაც შეეხება დანახარჯების ზრდით გამოწვეულ ინფლაციას, მისი ცენტრალური ბანკების მიერ ისე დაწევა, რომ ამას ეკონომიკისთვის არ მოჰყვეს უარყოფითი ეფექტი, პრაქტიკულად შეუძლებელია. განვიხილოთ ეს საკითხი უფრო დეტალურად.

დანახარჯების ზრდის შემთხვევაში ფირმები ცდილობენ ფასების გაზრდას, რათა მოგება არ შეუმცირდეთ. თუ ბაზარმა ეს გაზრდილი ფასები მიიღო, მაშინ ეს ინფლაციის ზრდის მანიშნებელია. იმ შემთხვევაში კი თუ ბაზარმა ეს გაზრდილი ფასები არ მიიღო, მაშინ ფირმები, რომლებსაც არ ენდომებათ ნაკლები მოგების მიღება (რომ არაფერი ვთქვათ იმ შემთხვევაზე, როცა ფირმები წაგებას ნახავენ), იძულებული იქნებიან დატოვონ ბაზარი, რის შედეგადაც შემცირდება მიწოდება, რაც, რა თქმა უნდა, ინფლაციის ზრდით აისახება.

დანახარჯების ზრდა სხვადასხვა ფაქტორით შეიძლება იქნეს გამოწვეული, კერძოდ, ეს შეიძლება მოხდეს ნედლეულის ან/და ენერჯის გაძვირებით, პროფკავშირების მოთხოვნით ფირმაში დასაქმებულთა ხელფასების ზრდით და, რა თქმა უნდა, იმპორტის გაძვირებითაც. ეს უკანასკნელი კი შეიძლება მოხდეს საერთაშორი-

სო ბაზრებზე მოცემული ქვეყნისთვის საჭირო იმპორტული საქონლის გაძვირებით ან/და ეროვნული ვალუტის გაუფასურებით.

მოთხოვნის ზრდით გამოწვეული ინფლაციის შემთხვევაში ცენტრალურ ბანკებს, როგორც ზემოთ აღინიშნა, ხელეწიფებათ ინფლაციის „მოთოკვა“ ფულის გაძვირების საფუძველზე ფულის მასის შეცირებით. დანახარჯების ზრდით გამოწვეული ინფლაციის შემთხვევაშიც ცენტრალური ბანკები ზუსტად იმავე მექანიზმს იყენებენ, რათა შემცირებული ერთობლივი მიწოდების დონემდე დაიყვანონ ერთობლივი მოთხოვნა. ეს გასაგებიცაა, რადგანაც ცენტრალურ ბანკებს არ გააჩნიათ რაიმე ინსტრუმენტი რითაც შეეძლება ერთობლივი მიწოდების გაზრდა, ამიტომ ისინი იძულებულნი არიან ისევ და ისევ ერთობლივი მოთხოვნა შეამცირონ. ფულის გაძვირება კი, თავის მხრივ, ქმნის სერიოზულ ბარიერს ერთობლივი მიწოდების გაზრდისათვის.

მაშასადამე, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი რამდენადაც ქმედითუნარიანია მოთხოვნის ზრდით გამოწვეული ინფლაციის დარეგულირებაში, იმდენად დამაბრკოლებელია მიწოდების ზრდისთვის მაშინ, როცა გვაქვს დანახარჯების ზრდით გამოწვეული ინფლაცია. სწორედ ეს არის ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის უმთავრესი სისუსტე, რომელიც იმავდროულად ქმნის „ხაფანგს“ ეკონომიკური ზრდისთვის. მართლაც, როცა შემცირებულია ერთობლივი მიწოდება ფულის გაძვირებით ერთობლივი მოთხოვნის „დაყვანა“ ამ შემცირებულ ერთობლივ მიწოდებამდე, სწორედ ფულის გაძვირების გამო აფერხებს ერთობლივი მიწოდების ზრდას. მაშასადამე, თუ ფულის გაძვირებით შესაძლებელია ერთობლივი მოთხოვნის შემცირება, იმავე მექანიზმით შეუძლებელია ისედაც შემცირებული ერთობლივი მოთხოვნის მატება. სხვა სიტყვებით, თუ დანახარჯების ზრდით გამოწვეული ინფლაციის შემთხვევაში ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმში მყოფ ცენტრალურ ბანკებს შეუძლიათ ერთობლივი მოთხოვნის შემცირება, პრაქტიკულად ეს მექანიზმი საფრთხეს უქმნის ეკონომიკურ ზრდას და იწვევს დანახარჯების ზრდით გამოწვეულ ინფლაციას.

ინფლაციის თარგეთირება და პოსტკომუნისტური საქართველოს გამოცდილება

სახელმწიფოებრივი დამოუკიდებლობის აღდგენის შემდეგ საქართველოსთვის ერთ-ერთ ურთულეს პრობლემას ჰიპერინფლაცია წარმოადგენდა [Gurgenidze, Lobzhanidze, Onoprishvili, 1994; Wang, 1999]. 1994-1995 ჩატარებული ეკონომიკური რეფორმების შედეგად შესაძლებელი გახდა ჰიპერინფლაციური სპირალიდან გამოსვლა და ქვეყანაში მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მიღწევა [Khaduri, 2005; Papava, 1995, 1996; Wellisz, 1999].

ჰიპერინფლაციის მწარე გამოცდილების გათვალისწინებით საქართველოს ეროვნული ბანკისთვის პრიორიტეტული გახდა ფასების სტაბილურობის შენარჩუნება [Kakulia, Gigineishvili, 2005], რაც, როგორც ზემოთ აღინიშნა, საბოლოო ჯამში გამოიხატა იმით, რომ საქართველო 2009 წელს ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადავიდა.

ინფლაციის თარგეთირების შემოღებიდან დღემდე მიზნობრივი ინფლაციის მაჩვენებელი ეტაპობრივად მცირდებოდა. კერძოდ, თუ მონეტარული პოლიტიკის მოცემულ რეჟიმზე გადასვლის საწყის ეტაპზე მიზნობრივი ინფლაცია 6,0%-ის დონეზე განისაზღვრა, 2015 წლიდან მიზნობრივი ინფლაციის დონე 5,0%-მდე, ხოლო 2017 წელს 4,0%-მდე შემცირდა; 2018 წლიდან კი ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი 3,0%-ია და მისი გადახედვა მოცემულ ეტაპზე გათვალისწინებული არ არის [სებ, 2024ა].

განსაკუთრებულ ინტერესს იწვევის იმის შესწავლა, თუ მიზნობრივი ინფლაციის დონესთან რა თანაფარდობაშია ინფლაციის ფაქტობრივი მაჩვენებელი. ამ მიზნით ცხრილში წლების მიხედვითაა მოცემული როგორც მიზნობრივი ინფლაციის, ასევე ფაქტობრივი ინფლაციის მაჩვენებლები.

ცხრილი

საქართველოს მიზნობრივი და ფაქტობრივი ინფლაციის მაჩვენებლები 2009-2024 წლებში¹

წლები	მიზნობრივი ინფლაცია	ფაქტობრივი ინფლაცია
-------	---------------------	---------------------

¹ ფაქტობრივი ინფლაციის მაჩვენებლების წყაროა [სებ, 2024ბ].

2009	6,0%	3,0%
2010	6,0%	11,2%
2011	6,0%	2,0%
2012	6,0%	-1,4%
2013	6,0%	2,4%
2014	6,0%	2,0%
2015	5,0%	4,9%
2016	5,0%	1,8%
2017	4,0%	6,7%
2018	3,0%	1,5%
2019	3,0%	7,0%
2020	3,0%	2,4%
2021	3,0%	13,9%
2022	3,0%	9,8%
2023	3,0%	0,4%
2024 ²	3,0%	1,3%

როგორც ცხრილიდან ჩანს, 2009 წლიდან 2023 წლამდე, ანუ 15 წლის განმავლობაში ფაქტობრივი ინფლაცია 4,9%-ის დონეზეა, მხოლოდ ერთხელ 2015 წელს დაუახლოვდა მიზნობრივ ინფლაციას 5,0%-ს. სხვა წლებში კი დაშორება ინფლაციის მიზნობრივ და ფაქტობრივ დონეებს შორის საკმაოდ დიდია. ამ მხრივ ყურადღებას იქცევს 2012 წელი, როცა მიზნობრივი 6,0%-იანი ინფლაციის პირობებში ფაქტობრივად დაფიქსირდა უარყოფითი ინფლაცია, ანუ დეფლაცია 1,4%-ის დონეზე. 2024 წელსაც დიდი ალბათობით მოსალოდნელია, რომ ფაქტობრივი ინფლაცია დაახლოებით 2-ჯერ ნაკლები იყოს მიზნობრივი ინფლაციის დონესთან შედარებით.

განსაკუთრებით თვალსაჩინოდ ეს განსხვავება ინფლაციის მიზნობრივ და ფაქტობრივ მაჩვენებლებს შორის გრაფიკულ გამოსახულებაში აღიქმება (იხ. გრაფიკი).

² 2024 წლის ინფლაციის ფაქტობრივი მაჩვენებელი ასახავს ინფლაციის დონეს 2023 წლის ნოემბრიდან 2024 წლის ნოემბრამდე.



ცხრილისა და გრაფიკის საფუძველზე შეიძლება დავასკვნათ, რომ ინფლაციის მიზნობრივი დონის განსაზღვრას რეალურად რაიმე არსებითი მნიშვნელობა ინფლაციის ფაქტობრივ რეგულირებასთან, სამწუხაროდ, არ ჰქონია. თანაც აქ ისიცაა გასათვალისწინებელი, რომ COVID-19-ის პანდემიის დროს მიწოდების გლობალური ჯაჭვები გაწყდა და შემცირდა ერთობლივი მიწოდება, რამაც ე.წ. „ნაკლებწარმოების ინფლაციის“ განვითარებას შეუწყობ ხელი [Papava, 2022]. 2020 წელს მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრების გზით შესაძლებელი გახდა წლიური ინფლაციის 2,4%-მდე შემცირება, თუმცა 2021 და 2022 წლებში მაინც დაფიქსირდა წლიური ინფლაციის საკმაოდ მაღალი დონე, რომელიც მიზნობრივ ინფლაციას, შესაბამისად, 4,6-ჯერ და 3,3-ჯერ აღემატებოდა.

ფაქტია, რომ ინფლაციის თარგეთირების საქართველოს გამოცდილება ადასტურებს მის პრაქტიკულ გამოუსადეგარობას: რა აზრი აქვს მიზნობრივი ინფლაციის დონის განსაზღვრას, თუ 16 წლის განმავლობაში ფაქტობრივი ინფლაცია მიზნობრივს მხოლოდ ერთხელ დაუახლოვდა?

იმპორტდამოკიდებულ ქვეყანაში იმფლაციის მაჩვენებელი და ინფლაციის კომპლექსური თარგეთირება

იმპორტდამოკიდებულ ქვეყნებში, როგორც ზემოთ აღინიშნა, ძალიან დიდი მნიშვნელობა აქვს არა მარტო ინფლაციის დონის რეგულირებას, არამედ იმპორტირებულ საქონელზე ინფლაციის შეფასებას. ამ მიზნით გამოიყენება *იმფლაციის მაჩვენებელი*, რომელიც გაიანგარიშება როგორც სამომხმარებლო კალათაში შემავალი მხოლოდ იმპორტირებული საქონლის საშუალო ფასების დონის მატება [Charaia, Papava, 2017a, 2017b; 2018].

როგორც ზემოთ აღინიშნა, იმპორტირებულ საქონელზე ფასების ზრდა შეიძლება გამოწვეული იყოს ამ საქონელზე საერთაშორისო ფასების მატებით ან/და ეროვნული ვალუტის დევალვაციით (მაგალითად, [Jabara, 2009]). ორივე შემთხვევაში იმფლაციის მაჩვენებელი მატულობს. თანაც აუცილებლად გასათვალისწინებელია, რომ მომხმარებლებისთვის, განსაკუთრებით იმპორტდამოკიდებულ ქვეყნებში, მნიშვნელობა აქვს იმპორტულ საქონელზე ეროვნულ ვალუტაში ფასების მატებას და ნაკლებად სახეგეშაოა მისთვის იმის ცოდნა, თუ რის გამო მოხდა ეს მატება საერთაშორისო ფასების ზრდით, ეროვნული ვალუტის დევალვაციით, თუ ორივე ამ მიზეზის ერთდროული მოქმედებით. იმავდროულად, ცენტრალური ბანკებისთვის ქმედითუნარიანი მონეტარული პოლიტიკის გატარებისთვის ამ ინფორმაციას გადამწყვეტი მნიშვნელობა ენიჭება.

იმფლაციის გაანგარიშება შესაძლებელია შემდეგი ფორმულით [Papava, Charaia, 2019]:

$$I_t^m = \frac{E_t}{E_{t-1}} P_t^f,$$

სადაც I_t^m იმფლაციის ინდექსია t პერიოდისთვის;

E_t – ეროვნული ვალუტის უცხოურ ვალუტაზე (როგორც წესი, ეს აშშ დოლარია) გაცვლის საშუალო ნომინალური კურსი;

P_t^f – იმპორტზე ფასების დონის მაჩვენებელი t პერიოდისთვის, რომელიც, როგორც წესი, აშშ-ის დოლარებშია გამოხატული.

იმფლაციის მაჩვენებლის არსიდან გამომდინარე, თუ კი მას ექნება მიზნობრივი მაჩვენებლის დატვირთვა, ცენტრალური ბანკი მის ხელთ არსებული ინსტრუმენტებით შეძლებს ფაქტობრივი იმფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელთან დაახლოებას. ასეთი მიდგომა სულაც არ ნიშნავს ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებლად გამოყენებაზე უარის თქმას.

რეალურად ცენტრალური ბანკებისთვის, განსაკუთრებით კი იმპორტდამოკიდებულ ქვეყნებში, დიდი მნიშვნელობა ექნება ორივე მაჩვენებლისთვის ინფლაციისა და იმფლაციისთვის ერთდროულად მიზნობრივი დატვირთვის მინიჭებას. ამ შემთხვევაში ცენტრალური ბანკები შეძლებენ უფრო კომპლექსურად მიუდგნენ მონეტარული პოლიტიკის ფორმირებასა და გატარებას. აქედან გამომდინარე, როცა მონეტარული პოლიტიკის იმ რეჟიმს, დაეფუძნება ერთდროულად ინფლაციისა და იმფლაციის ორ მიზნობრივ მაჩვენებელს, შეიძლება *ინფლაციის კომპლექსური თარგეთირების რეჟიმი* ეწოდოს [Papava, Charaia, 2019].

აშკარაა, რომ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმთან შედარებით ინფლაციის კომპლექსური თარგეთირების რეჟიმი ბევრად უფრო შეესაბამება საქართველოს, როგორც იმპორტდამოკიდებული ქვეყნის ეკონომიკის წინაშე არსებულ გამოწვევებს.

აქვე მნიშვნელოვანია იმის ხაზგასმა, რომ, ჩემი აზრით, მონეტარული პოლიტიკის ფორმირება შესაძლოა დაეფუძნოს კიდევ უფრო გაფართოებულ მიდგომასაც, როცა მიზნობრივ მაჩვენებლებად აღებული იქნება არა ერთი ან თუნდაც ორი, არამედ მეტი მაჩვენებელი, რაც ამ ტიპის მონეტარულ პოლიტიკას ბევრად უფრო კომპლექსურ ხასიათს მიანიჭებს, რასაც დამოუკიდებელი კვლევა ესაჭიროება.

დასკვნა

თანამედროვე მსოფლიოს მრავალი ქვეყნის მონეტარულ პოლიტიკაში ინფლაციის მაჩვენებელს ცენტრალური ბანკებისთვის მიზნობრივი დატვირთვა აქვს.

ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე, მის ეფექტიანობაზე დაგროვდა არაერთი კვლევა, რომლთა საფუძველზეც, განსაკუთრებით ბოლო პერიოდში, სულ უფრო მკაფიოდ იკვეთება მისი სუსტი მხარეები.

ცნობილია, ინფლაციის გამომწვევი ორი მიზეზი: ერთობლივი მოთხოვნის ზრდა და წარმოების დანახარჯების ზრდა, რაც იწვევს ერთობლივი მიწოდების შემცირებას და ქმნის ნაკლებწარმოების ინფლაციას. ამ ორი მიზეზიდან ცენტრალური ბანკების ხელთ არის მხოლოდ ერთობლივი მოთხოვნის ზრდით გამოწვეული ინფლაციის დარეგულირების მექანიზმი. რაც შეეხება ერთობლივი მიწოდების შემცირებას, ცენტრალურ ბანკებს შეუძლიათ მხოლოდ და მხოლოდ იმავე მექანიზმის გამოყენება, რომელიც გამოიწვევს ისევ და ისევ ერთობლივი მოთხოვნის შემცირებას, რაც ვერანაირად ვერ უზრუნველყოფს ერთობლივი მიწოდების ზრდას, ხოლო ფულის გაძვირების გამო ამ მიწოდების ზრდისთვის პირიქით, ბარიერსაც კი შექმნის. ეს რეალურ საფრთხეს უქმნის ეროვნული ეკონომიკის გაჯანსაღებას, მის ზრდას.

ყველაზე მკაფიოდ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის სუსტი მხარე იმპორტდამოკიდებულ ქვეყნებში იკვეთება, სადაც საქონლის იმპორტთან ერთად ინფლაციის იმპორტიც ხორციელდება. საქართველოსთვის, როგორც იმპორტდამოკიდებული ეკონომიკის მქონე ქვეყნისთვის, ეს პრობლემა აშკარად ანგარიშგასაწევ საკითხთა რიცხვს განეკუთვნება.

საქართველო ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე 2009 წელს გადავიდა. საყურადღებოა, რომ ამ დროიდან მოყოლებული 2024 წლის ჩათვლით, ანუ თექვსმეტი წლის განმავლობაში მხოლოდ ერთხელ, 2015 წელს გახდა შესაძლებელი წლიური ინფლაციის ფაქტობრივი მაჩვენებლის მიზნობრივთან დაახლოება. ეს კი აშკარად მიუთითებს იმაზე, რომ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი საქართველოში, ისევე როგორც მსოფლიოს მრავალ ქვეყანაში, პრაქტიკულად არ არის ქმედითუნარიანი.

იმპორტდამოკიდებული ქვეყნისთვის ინფლაციის მაჩვენებელთან ერთად განსაკუთრებული მნიშვნელობა იმფლაციის მაჩვენებელსაც ენიჭება, რომელიც სამომხმარებლო კალათაში შემავალი იმპორტირებული საქონლის ფასების საშუალო დონის მატებას აფიქსირებს.

იმპორტდამოკიდებული ქვეყნისთვის, უწინარეს ყოვლისა, ძალზე მნიშვნელოვანია ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელთან ერთად იმფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის გამოყენებაც. ამ

შემთხვევაში ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი ინფლაციის კომპლექსური თარგეთირების რეჟიმად გარდაიქმნება.

კომპლექსური მიდგომა მონეტარული პოლიტიკის მიმართ საჭიროებს მიზნობრივი მაჩვენებლების უფრო ფართო სპექტრის გამოყენებას, რაც კვლევის ცალკე მიმართულებას წარმოადგენს.

გამოყენებული ლიტერატურა

საქსტატი. 2024. „საქონლით საგარეო ვაჭრობა.“ საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, <<https://www.geostat.ge/ka/modules/categories/765/sakonlit-sagareo-vachroba>>

სებ. 2024 ა. „ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი.“ საქართველოს ეროვნული ბანკი, <<https://nbg.gov.ge/page/%E1%83%98%E1%83%9C%E1%83%A4%E1%83%9A%E1%83%90%E1%83%AA%E1%83%98%E1%83%98%E1%83%A1-%E1%83%9B%E1%83%98%E1%83%96%E1%83%9C%E1%83%9D%E1%83%91%E1%83%A0%E1%83%98%E1%83%95%E1%83%98-%E1%83%9B%E1%83%90%E1%83%A9%E1%83%95%E1%83%94%E1%83%9C%E1%83%94%E1%83%91%E1%83%94%E1%83%9A%E1%83%98>>

სებ. 2024 ბ. „ფასების ინდექსები.“ საქართველოს ეროვნული ბანკი, <<https://nbg.gov.ge/statistics/statistics-data>>.

Adrian T., Natalucci F., Wu J. 2023. “Inflation Remains Risk Confronting Financial Markets.” *IMF Blog*, July 27, <<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/07/27/inflation-remains-risk-confronting-financial-markets>>.

Agénor P.-R., Pereira da Silva L. A. 2013. *Inflation Targeting and Financial Stability: A Perspective from the Developing World*. Banco Central do Brasil Working Paper 324, <<https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps324.pdf>>.

Arestis P. 2017. “Monetary Policy Since the Global Financial Crisis.” In: *Economic Policies since the Global Financial Crisis*, Arestis P., Sawyer M., eds. Cham, Palgrave Macmillan.

Ayres K., Belasen A. R., Kutan A. M. 2014. "Does Inflation Targeting Lower Inflation and Spur Growth?" *Journal of Policy Modeling*, Vol. 2, No. 36.

Barro R. J. 1995. *Inflation and Economic Growth*. NBER Working Paper 5326, <<https://www.nber.org/system/files/working-papers/w5326/w5326.pdf>>.

Brito R. D., Bystedt B. 2010. "Inflation Targeting in Emerging Economies: Panel Evidence." *Journal of Development Economics*, Vol. 91, No. 2.

Burdekin R. C., Denzau A. T., Keil M. W., Sitthiyot T., Willett T. D. 2004. "When does Inflation Hurt Economic Growth? Different Nonlinearities for Different Economies." *Journal of Macroeconomics*, Vol. 26, No. 3.

Cabral R., Carneiro F. G., Mollick A. V. 2016. *Inflation Targeting and Exchange Rate Volatility in Emerging Markets*. World Bank Group Policy Research Working Paper, 7712, <<http://documents.worldbank.org/curated/en/404741467995904010/pdf/WPS7712.pdf>>.

CBN. 2024. "Inflation Targets." *Central Bank News*, <<https://www.centralbanknews.info/p/inflation-targets.html>>.

Charaia V., Papava V. 2017a. "From Inflation to Imflation, Agflation and Munflation." *The Market Oracle*, April 16, <<https://www.marketoracle.co.uk/Article58686.html>>.

Charaia V., Papava V. 2017b. "The Role of Inflation and Its Targeting for Low-Income Countries (Lessons from Post-Communist Georgia)." *European Journal of Economic Studies*, Vol. 6, No. 2, <<http://ejournal2.com/journals-n/1504096069.pdf>>.

Charaia V., Papava V. 2018. "Agflation and Other Modifications of Inflation (The Cases of Georgia and Its Neighboring Countries). *Annals of Agrarian Science*, Vol. 16, Issue 2, <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1512188718300897?via%3Dihub>>.

Debelle G., Masson P., Savastano M., Sharma S. 1988. "Inflation Targeting as a Framework for Monetary Policy." *IMF Economic Issues*, No. 15, <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/issues/issues15/>>.

Di G., Qian Z. 2022. "Inflation Targeting and Financial Crisis." *Applied Economics*, Vol. 54, Issue 41, <<https://doi.org/10.1080/00036846.2022.2036685>>.

Edwards S. 2006. *The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited*. NBER Working Paper 12163, <<https://www.nber.org/papers/w12163.pdf>>.

Frankel J. 2012. "The Death of Inflation Targeting. *Project Syndicate*," May 12, <<https://www.project-syndicate.org/commentary/the-death-of-inflation-targeting?barrier=accesspaylog>>.

Golovnin M. Yu. 2017. "The Monetary Policy in Countries of Central and Eastern Europe in the Globalization Context: Regimes and Tools." *Bulletin of the Financial University*, Vol. 21, No. 1, <<https://financetp.fa.ru/jour/article/view/328/255>>. (In Russian.)

Gurgenidze L., Lobzhanidze M., Onoprishvili D. 1994. "Georgia: From Planning to Hyperinflation." *Communist Economies & Economic Transformation*, Vol. 6, No. 2.

Heise M. 2019. *Inflation Targeting and Financial Stability. Monetary Policy Challenges for the Future*. Berlin, Springer Nature.

IMF. 2018. *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2017*. Washington, DC, International Monetary Fund, April 30, <<https://www.imf.org/~media/Files/Publications/AREAER/areaer-2017-overview.ashx>>.

Jabara C. L. 2009. *How Do Exchange Rates Affect Import Prices? Recent Economic Literature and Data Analysis*. U.S. International Trade Commission, Office of Industries Working Paper No. ID-21, <<https://www.usitc.gov/publications/332/ID-21.pdf>>.

Jones C. 2016. "BIS Warns of too Much Focus on Inflation." *The Financial Times*, June 26, <<https://www.ft.com/content/5e4d0560-3a13-11e6-9a05-82a9b15a8ee7>>.

Kakulia M., Gigineishvili N. 2005. "The Primary Objectives and Priorities of Monetary Policy in Georgia." *Problems of Economic Transition*, Vol.48, No. 4.

Kartaev Ph. 2017. "Is Inflation Targeting Useful for Economic Growth?" *Economic Issues*, No. 2. (In Russian.)

Khaduri N. 2005. “Mistakes Made in Conducting Economic Reforms in Post-Communist Georgia.” *Problems of Economic Transition*, Vol. 48, No. 4.

McConnell C. R., Brue S. 2008. *Economics: Principles, Problems, and Policies* (17th ed.). New York, McGrawHill/Irwin.

Mollick A., Cabral R., Carneiro F. 2011. “Does Inflation Targeting Matter for Output Growth? Evidence from Industrial and Emerging Economies.” *Journal of Policy Modeling*, Vol. 33, No. 4.

Papava V. 1995. “The Georgian Economy: Problems of Reform.” *Eurasian Studies*, Vol. 2, No. 2.

Papava V. 1996. “The Georgian Economy: From ‘Shock Therapy’ to ‘Social Promotion’.” *Communist Economies & Economic Transformation*, Vol. 8, No. 2.

Papava V. 2022. “The Underproduction Inflation: An Acute Challenge for Post-Pandemic World.” *Eurasia Review*, February 7, <<https://www.eurasiareview.com/07022022-the-underproduction-inflation-an-acute-challenge-for-post-pandemic-world-oped/>>

Papava V., Charaia V. 2019. “On Complex Inflation Targeting and Modified Inflation Indicators (Experience of Georgia).” *Finance: Theory and Practice*, Vol. 23, No. 3, DOI: 10.26794/2587-5671-2019-23-3-16-34, <<https://financetp.fa.ru/jour/article/view/855/575>>

Romdhane I. B., Chakroun M. A., Mensi S. 2023. “Inflation Targeting, Economic Growth and Financial Stability: Evidence from Emerging Countries.” *Quantitative Finance and Economics*, Vol. 7, Issue 4, doi: 10.3934/QFE.2023033.

Sherwin M. 1997. “Inflation Targeting – The New Zealand Experience.” In: *Price Stability, Inflation Targets and Monetary Policy*. Proceedings of a conference – May 1, 1997. Ottawa, Bank of Canada, <<https://www.bankofcanada.ca/1997/05/price-stability-inflation-targets-monetary-policy/>>

Stark J. 2011. “The Global Financial Crisis and the Role of Monetary Policy.” Speech at the 13th Annual Emerging Markets Conference. *European Central Bank*, September 24, <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2011/html/sp110924.en.html>>

Stiglitz J. E. 2008. "The Failure of Inflation Targeting." *Project Syndicate*, May 6, <<https://www.project-syndicate.org/commentary/the-failure-of-inflation-targeting>>

Tovar C. E., ed. 2010. *Perspectives on Inflation Targeting, Financial Stability and the Global Crisis*. BIS Paper, 51, <<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap51.pdf>>

Vredin A. 2015. *Inflation Targeting and Financial Stability: Providing Policymakers with Relevant Information*. BIS Working Paper 503, <<https://www.bis.org/publ/work503.pdf>>

Wang J.-Y. 1999. *The Georgian Hyperinflation and Stabilization*. IMF Working Paper WP99/65, May 1, <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/30/The-Georgian-Hyperinflation-and-Stabilization-3020>>

Weber A. 2015. "Rethinking Inflation Targeting." *Project Syndicate*, June 8, <<https://www.project-syndicate.org/commentary/rethinking-inflation-targeting-price-stability-by-axel-weber-1-2015-06>>

Wellisz S. 1999. "Georgia: A Brief Survey of Macroeconomic Problems and Policies." *Russian & East European Finance and Trade*, Vol. 35, No. 1.

Woodford M. 2012. *Inflation Targeting and Financial Stability*. NBER Working Paper 17967, <<https://www.nber.org/system/files/working-papers/w17967/w17967.pdf>>

Vladimer Papava

INFLATION TARGETING AND RELATED FINANCIAL THREATS: CHALLENGES FOR GEORGIA

Summary

The paper examines the inflation targeting mechanism, on the basis of which its strengths and weaknesses are demonstrated. Its strength lies in the fact that central banks have effective tools to control inflation caused by rising aggregate demand. The same instruments are used to regulate cost-push inflation, which ultimately has a negative impact on economic

growth potential. In import-dependent countries, inflation is imported and import prices rise due to the devaluation of the national currency. This is the weakness of inflation targeting for import-independent countries, such as Georgia. The main financial threat to inflation targeting is directly related to this shortcoming. The study proposes to use a complex inflation targeting mechanism, where not only inflation, but also inflation caused by imported goods, i.e., imflation, are defined as target indicators.

გიორგი ბერულავა

**საქართველოში ფინანსებზე შეზღუდული ხელმისაწვდომობის
მიკროეკონომიკური საფრთხეები და მათი დაძლევის გზები**

ანოტაცია. ფინანსებზე ხელმისაწვდომობა ეკონომიკური განვითარების კრიტიკული მამოძრავებელი ძალაა როგორც მაკრო-, ისე მიკროდონეზე. ფიზიკური პირებისთვის და მცირე ბიზნესისთვის ფინანსებზე შეზღუდული ხელმისაწვდომობა წარმოადგენს მნიშვნელოვან მიკროეკონომიკურ საფრთხეს, რომელიც აფერხებს ზრდას, ინოვაციებს და სიღარიბის დაძლევას. ეს ნაშრომი იკვლევს მიკროეკონომიკურ გამოწვევებს, რომლებიც დაკავშირებულია ფინანსებზე შეზღუდულ ხელმისაწვდომობასთან და დეტალურად შეისწავლის მათ ნეგატიურ გავლენას ეკონომიკურ აგენტებზე. საქართველოში მოსახლეობის მნიშვნელოვანი, განსაკუთრებით კი სოფლად მცხოვრები ნაწილი ფინანსური სერვისების წვდომის ბარიერებს აწყდება. ეს ბარიერები მოიცავს არაადეკვატურ ფინანსურ ინფრასტრუქტურას, დაბალ ფინანსურ წიგნიერებას და მარეგულირებელ დაბრკოლებებს, რაც ზღუდავს ხელმისაწვდომობას კრედიტებზე, დანაზოგებსა და სადაზღვევო პროდუქტებზე. კვლევის შედეგების ანალიზის საფუძველზე ნაშრომში დასახულია ამ საფრთხეების და მათი ნეგატიური გავლენის აღმოფხვრვის გზები, კერძოდ, ფინანსური ინფრასტრუქტურის გაუმჯობესება (განსაკუთრებით სოფლად), ციფრული ფინანსური სერვისების განვითარების ხელშეწყობა, ფინანსური წიგნიერების გაღრმავება, მარეგული-