



GEORGIAN FOUNDATION FOR
STRATEGIC AND INTERNATIONAL STUDIES

წამყვანი ცენტრალური ბანკების მონეტარული
პოლიტიკის მეთამორჯობა

მალხაზ ჩიქოვაძე

173

ეკსპერტის აზრი





საქართველოს სტრატეგიისა და საერთაშორისო ურთიერთობათა კვლევის ფონდი
GEORGIAN FOUNDATION FOR STRATEGIC AND INTERNATIONAL STUDIES

ექსპერტის აზრი

მალხაზ ჩიქობავა

**ნამყვანი ცენტრალური ბანკების მონეტარული
პოლიტიკის მეთამორფოზა**

173

2021



პუბლიკაცია დაიბეჭდა ამერიკის შეერთებული შტატების საელჩოს ფინანსური მხარდაჭერით. გამოცემაში გამოთქმული მოსაზრებები ეკუთვნის ავტორებს და შეიძლება არ ასახავდეს საელჩოს თვალსაზრისს.

ტექნიკური რედაქტორი: არტემ მელიქ-ნუბაროვი

საავტორო უფლებები დაცულია და ეკუთვნის საქართველოს სტრატეგიისა და საერთაშორისო ურთიერთობების კვლევის ფონდს. წერილობითი ნებართვის გარეშე პუბლიკაციის არც ერთი ნაწილი არ შეიძლება გადაიბეჭდოს არანაირი, მათ შორის ელექტრონული ან მექანიკური, ფორმით. გამოცემაში გამოთქმული მოსაზრებები და დასკვნები ეკუთვნის ავტორს/ებს და შეიძლება არ ასახავდეს საქართველოს სტრატეგიისა და საერთაშორისო ურთიერთობების კვლევის ფონდის თვალსაზრისს.

© საქართველოს სტრატეგიისა და საერთაშორისო ურთიერთობათა კვლევის ფონდი 2021 წელი

ISSN 1512-4835

ISBN

შესავალი

ბოლო წლებში მსოფლიოს წამყვანი ქვეყნების ცენტრალური ბანკები მიმართავენ ე.წ. რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკას, რაც იმას გულისხმობს, რომ ისინი უკვე აღარ შემოიფარგლებიან სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შესყიდვით და აქტივებს, დამატებით, კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების შესყიდვით აფართოებენ. ეს ნოვაცია გამიზნულია დეგრადირებადი ეკონომიკების გადასარჩენად, თუმცა ჯერჯერობით სასურველი შედეგები არ ჩანს. აქედან გამომდინარე, ისმის კითხვა: როდემდე გასტანს კორონომიკური კრიზისი და რამდენადაა შესაძლებელი რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკით ამ კრიზისის დაძლევა?

მსოფლიო ეკონომიკის ვარდნა 2020-2021 წლებში

2019 წლის ბოლოსათვის მსოფლიოს ცალკეულ ქვეყნებში შეიმჩნეოდა რეცესიის ნიშნები. ამავე წლის IV კვარტალში ეკონომიკაში დაწყებულ ვარდნას დაემატა პანდემია. მთელ მსოფლიოში შემოიღეს „ლოკდაუნი“, რამაც კიდევ უფრო დათრგუნა ეკონომიკა. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შეფასებით, განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკამ 2020 წელს დაკარგა მთლიანი გამოშვების 5,8%, აქედან აშშ-მ – 4,3%, ხოლო ევროზონამ – 8,3%. აღსანიშნავია, რომ ვარდნამ ესპანეთში – 12,8%, იტალიაში – 10,6%, საფრანგეთში – 9,8%, ხოლო გერმანიაში 6,0% შეადგინა (IMF, 2021).

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შეფასებით, 2020 წელს, აბსოლუტური გამოხატულებით, მსოფლიო ეკონომიკის დანაკარგებმა შეადგინა 3,6 ტრლნ დოლარი, რაც შეესაბამება საფრანგეთისა და ესპანეთის ჯამურ წლიურ მთლიან სამამულო პროდუქტს, ერთად აღებულს (IMF, 2021). თამამად შეიძლება ითქვას, რომ გასული წლის მსოფლიო რეცესია ყველაზე ღრმა იყო 1930-იანი წლების კრიზისის შემდეგ.

ამასთან აღსანიშნავია, რომ ჯერჯერობით მსოფლიო არც ისე მძაფრად გრძნობს ეკონომიკური ვარდნის სიღრმეს. ხდება კრიზისული მოვლენების ამორტიზაცია, უპირველეს ყოვლისა, განვითარებულ ქვეყნებში. მოსახლეობა იღებდა დახმარებას, კომპანიებს ეძლეოდათ სუბსიდიები და თითქმის უპროცენტო კრედიტები. გარდა ამისა, სახელმწიფო ყიდულობდა კორპორაციულ ფასიან ქაღალდებს, რითაც ასულდგმულებდა კომპანიებს.

გასულ წელს აშშ-ის ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ, ევროპულმა ცენტრალურმა ბანკმა, იაპონიის ბანკმა და ინგლისის ბანკმა ეკონომიკაში მთლიანობაში გადაისროლეს 10 ტრლნ დოლარის ოდენობის ფულადი მასა. აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემის, ევროპის ცენტრალური ბანკის, იაპონიის

ბანკისა და ჩინეთის სახალხო ბანკის ჯამური აქტივები 2007 წლის დასაწყისში 5 ტრლნ დოლარს შეადგენდა. 2020 წლის დასაწყისში მან 19,2 ტრლნ დოლარი, ხოლო 2020 წლის ბოლოსათვის 28,6 ტრლნ დოლარი შეადგინა. შედეგად, ნაზრდი ერთი წლის განმავლობაში 9,4 ტრლნ დოლარია (Yardeni and Quintana 2021).

2020 წლის მარტში, როცა ჯერ კიდევ არ იყო მიღებული გადაწყვეტილება ფულად ინიექციაზე, საფონდო მოედნებზე შეიმჩნეოდა ინდექსების ვარდნა, თუმცა აპრილში საფონდო ბაზრები მოსულიერდნენ. აქციების ამერიკული ბაზარი ჩამოშლის შემდეგ, მარტში, 75%-ით გაიზარდა S&P 500 ინდექსის მიხედვით და მან ისტორიულ მაქსიმუმს მიაღწია. გლობალური საფონდო ბაზრების კაპიტალიზაცია 2020 წლის მარტიდან 30 ტრლნ დოლარით გაიზარდა და 100- ტრილიონიან ნიშნულს მიუახლოვდა.

2020 წლის აგვისტოში აშშ-ის ტექნოლოგიური კომპანიების საბაზრო კაპიტალიზაციამ გადააჭარბა მთელი ევროპის აქციების ბაზრის საერთო კაპიტალიზაციას – 8,9 ტრილიონ დოლარს. კერძოდ, მან 9,1 ტრილიონი დოლარი შეადგინა. ჯერ კიდევ 2007 წელს სიტუაცია საწინააღმდეგო იყო: ამერიკული აქციები ევროპულ ბაზრებს 4-ჯერ ჩამორჩებოდა.

2020 წლის შედეგებით S&P 500-ის ინდექსი, რომელიც ზომავს აშშ-ის საფონდო ბაზრის მდგომარეობას, 16,3%-ით გაიზარდა, ხოლო Nasdaq Composite-ის ინდექსი – 43,6%-ით. 2021 წლის იანვარში ძირითადად ინდექსებმა ახალ სარეკორდო ნიშნულებს მიაღწიეს.

საფონდო ბაზრების ოპტიმიზმს მხარს უჭერს ცენტრალური ბანკების მიერ ფულადი მასის გაფართოება. მაგალითად, აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემა ყოველთვიურად 120, ხოლო ევროპული ცენტრალური ბანკი – 80 მლრდ დოლარით ზრდის ფულად მასას. თუმცა, ეკონომიკის სტიმულირებისათვის, ფულადი მასის ზრდის მხარდაჭერა წინა წლის დონეზე მაინც არის საჭირო, ეს კი ვერ მოხდება. 2021 წელს ფულადი მასის კიდევ 10 ტრლნ დოლარით გაზრდა ნიშნავს, რომ წამყვანი ვალუტები ჩამოშლის სერიოზული საფრთხის წინაშე აღმოჩნდება.

იმის აღბათობა, რომ ეკონომიკური კრიზისი გაგრძელდება, მაღალია. თუ გასულ წელს ეს გამოიკვეთა მთავარი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების (მთლიანი სამამულო პროდუქტი, ინვესტიციები, დასაქმება) ვარდნაში, მომავალში შეიძლება საფონდო ბუშტები გასკდეს, რაც 2008-2009 წლების კრიზისთან შედარებით უფრო ღრმამსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის პროვოცირებას მოახდენს.

ბაიდენის „ვერტმფრენის ფული“

პრეზიდენტი ჯო ბაიდენი თეთრ სახლში მოსვლისთანავე აშშ-ის კონგრესის მეშვეობით შეუდგა დახმარების კიდევ ერთი პაკეტის გატანას. 2021 წლის 6 მარტს სენატმა, 10 მარტს კი წარმომადგენლობითმა პალატამ მოიწონა COVID-19-ის შედეგების შეხბილების კანონი (Covid Relief Act - CRA) და მისი რეალიზაციისთვის 1,9

ტრლნ დოლარის ასიგნება მოახდინა. კანონი მონათლეს, როგორც „გადარჩენის ამერიკული გეგმა“ (The White House, 2021).

ამ გეგმის მიხედვით, 160 მლრდ დოლარი გამოიყო მოსახლეობის კორონავირუსის ტესტირებასა და ვაქცინაციაზე. რამდენიმე ასეული მილიარდი დოლარი გამოიყო ბიზნესის დასახმარებლად, კარანტინის შემდეგ სკოლების გახსნაზე, სახელმწიფო ხელისუფლების ორგანოების განმტკიცებაზე და სხვ. ასიგნების ნახევარზე მეტი კი CRA-ის ფარგლებში (დაახლოებით 1 ტრლნ დოლარი) განკუთვნილი იყო მოსახლეობის დასახმარებლად. ყოველი ზრდასრული ამერიკელისთვის დახმარება განისაზღვრა 1.4 ათასი დოლარის ოდენობით (The White House, 2021). ეს წმინდა სახით „ვერტმფრენის ფული“, რომელშიც იგულისხმება არატრადიციული მონეტარული პოლიტიკის განხორციელება რეცესიის დროს, როცა საბაზისო საპროცენტო განაკვეთი ნულთან ახლოსაა. ამ დროს სახელმწიფოს შეუძლია შეამციროს გადასახადები და გაზარდოს სახელმწიფო დანახარჯების დაფინანსება ცენტრალური ბანკის მიერ სახელმწიფო ობლიგაციების მასობრივი შესყიდვით (Bernanke, 2002). ამ შემთხვევაში „ვერტმფრენის ფული“ მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის ურთიერთქმედების შედეგია.

მაშასადამე, თუ გადავითვლით 2020 წლის მარტიდან დღემდე დახმარების ყველა პაკეტის ოდენობას, დაახლოებით 5 ტრლნ დოლარი გამოვა. თანხა კოლოსალურია. მაგალითად, აშშ-ის ფედერალურ ბიუჯეტში 2019 წელს ყველა ხარჯის საერთო ოდენობა განისაზღვრა 4,4 ტრლნ დოლარით. გამოდის, რომ გასული წლისათვის COVID-19-თან და მის სოციალურ-ეკონომიკურ შედეგებთან საბრძოლველად გამოყოფილი სახსრები აჭარბებს აშშ-ის 2019 ფინანსური წლის ბიუჯეტის ჯამურ ხარჯებს.

საკმაოდ რთულია დავითვალოთ „ვერტმფრენის ფულის“ საერთო თანხა, რომელიც ბოლო წლის განმავლობაში გამოიყო. ყველაზე ხშირად სახელდება თანხა 1,5 ტრლნ დოლარის ოდენობით. შედარებისთვის: თავდაცვის დანახარჯები (საბიუჯეტო ხარჯების ყველაზე მსხვილი მუხლი) აშშ-ის ფედერალურ ბიუჯეტში 2020 წლისათვის განისაზღვრა 738 მლრდ დოლარით.

„ვერტმფრენის ფულის“ დარიგების პრაქტიკის მომხრეები ხაზს უსვამენ, რომ ის არის არა მხოლოდ სოციალური პოლიტიკის (ღარიბების მხარდაჭერის) საშუალება, არამედ ეკონომიკის სტიმულირების ინსტრუმენტიც.

თუმცა, „ვერტმფრენის ფულის“ ოპონენტები ყურადღებას ამახვილებენ იმაზე, რომ მოქალაქეები ვადიანი დახმარების ფარგლებში მისაღები ფულის ნახევარს ან უფრო მეტს ხარჯავენ არა სამამულო, არამედ იმპორტული პროდუქციის შეძენაზე. „ვერტმფრენის ფული“, რბილად რომ ვთქვათ, სუსტ სტიმულს აძლევს ამერიკელ მწარმოებელს. უფრო მართებული იქნებოდა ფულის წარმართვა პირდაპირ ამერიკული ბიზნესისკენ, განსაკუთრებით კი – მცირე და საშუალო ბიზნესისკენ. მოქალაქეებს კი დახმარება უნდა გაეწიოთ არა ფულადი, არამედ ნატურალური სახით.

„ვერტმფრენის ფულის“ ოპონენტებს კიდევ ერთი საინტერესო არგუმენტი გაუჩნდათ – Deutsche Bank AG-ის არგუმენტი, რომელიც ემყარება ამერიკელების ანონიმურ გამოკითხვას. კითხვაზე, თუ როგორ აპირებენ „ვერტმფრენის ფულის“ შემდეგი ნაწილის განკარგვას, გამოკითხულთა 37%-მა თქვა, რომ ბირჟაზე აქციების ყიდვა სურს (Ossinger, 2021). აბსოლუტური გამოხატულებით ეს დაახლოებით 150 მლრდ დოლარია.

ამ კვლევის შედეგებზე, რომელიც 2021 წლის 10 მარტს გამოქვეყნდა, ბანკ JP Morgan Chase-ის ანალიტიკოსებმა ასეთი კომენტარი გააკეთეს: „თუ ვივარაუდებთ, რომ გადახდების გადარიცხვა 1,4 ათასი დოლარის ოდენობით დაიწყება ამ ან მომდევნო კვირას დიდი შანსია ვიხილოთ გასული წლის დეკემბრის განმეორება“ (Ossinger, 2021). ცნობილია, რომ სტიმულირების ღონისძიებების ფარგლებში განხორციელებულმა უწინდელმა გადახდებმა აშშ-ის საფონდო ინდექსები რეკორდულად გაზარდა.

სავარაუდოდ, „ვერტმფრენის ფულის“ მოსალოდნელი გაცემა, CRA-ის მიხედვით, გამოიწვევს საფონდო ბაზარზე კოტირებების ახალ ანომალურ ზრდას. ეს ფული კი არა მხოლოდ სოციალური პოლიტიკის, არამედ ფინანსური სპანის ბუშტების გაბერვის ინსტრუმენტიცაა.

ბანკები და პანდემია: ცენტრალური ბანკების საბაზისო საპროცენტო განაკვეთები

პანდემიამ მსოფლიოს ყველა ქვეყანაში კიდევ უფრო გაამწვავა გლობალური ეკონომიკური კრიზისი, რაზეც მრავალმა ცენტრალურმა ბანკმა რეაგირება საკვანძო განაკვეთების შემცირებით მოახდინა.

მაგალითად, აშშ-ის ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ 2020 წლის 4 მარტს საკვანძო განაკვეთი 1,50-1,75-დან 1,00-1,25%-მდე, ანუ ერთბაშად 50 პუნქტით შეამცირა. 16 მარტს კი კიდევ ერთი ნახტომისებრი შემცირება მოხდა 0-0,25%-მდე, რაც 100 პუნქტით დაწვეს ნიშნავს (Trading Economics, 2021). შემცირებისკენ ამგვარ მკვეთრ ნახტომებს ფედერალური სარეზერვო სისტემა არასოდეს აკეთებდა. ჩანს, რომ გასული წლის მარტში სიტუაცია აშშ-ში ნამდვილად კრიტიკული იყო.

სხვა ცენტრალურ ბანკებს ასეთი რადიკალური ზომები არ მიუღიათ, მაგრამ ისინიც წავიდნენ საკვანძო განაკვეთების შემცირებაზე. მაგალითად, ინგლისის ბანკმა 2020 წლის 11 მარტს განაკვეთი 0,75%-დან 0,25%-მდე დასწია, ხოლო 19 მარტს – 0,10%-მდე. ავსტრალიის სარეზერვო ბანკმა 19 მარტს საკვანძო განაკვეთი 0,50-დან 0,25%-მდე შეამცირა. კანადის ბანკმა კი შემცირებების მთელი სერია განახორციელა: 4 მარტს – 1,75-დან 1,25%-მდე; 13 მარტს – 0,75%-მდე; 27 მარტს – 0,25%-მდე (Trading Economics, 2021).

შემცირების პროცესში ჩაერთო ჩინეთის სახალხო ბანკიც: 2020 წლის 20 თებერვალს მან საკვანძო განაკვეთი 4,15-დან 4,05%-მდე დასწია; 20 აპრილს კი – 3,85%-მდე (Trading Economics, 2021).

ცენტრალური ბანკების უმრავლესობისათვის საკვანძო განაკვეთების შემცირების პიკი გასული წლის მარტზე მოდიოდა. მას შემდეგ წელიწად-ნახევარი გავიდა, თუმცა სიტუაცია არ შეცვლილა. ცენტრალური ბანკების გარკვეული ნაწილი აცხადებს, რომ აპირებს თავისი საკვანძო განაკვეთების შენარჩუნებას. მაგალითად, ასეთი განცხადებით გამოვიდა აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემის ხელმძღვანელი ჯერომ პაუელი. მან თქვა, რომ 2021 წელს განაკვეთის აწევა ნამდვილად არ მოხდება. 2021 წლის ღია ბაზრის ოპერაციების კომიტეტის პირველ სხდომაზე კი განაცხადეს, რომ საპროცენტო განაკვეთი შენარჩუნდებოდა 0-0,25%-ის დონეზე.

დაახლოებით ასეთ პოზიციაზეა ევროპის ცენტრალური ბანკიც, რომელიც არ გეგმავს წლის ბოლომდე ნულის ტოლი საკვანძო განაკვეთის ცვლილებას. იგივე შეიძლება ითქვას ინგლისის ბანკზე და იაპონიის ბანკზე. სხვათა შორის, იაპონიაში საერთოდ არაა ინფლაცია, იქ საქმე გვაქვს საპირისპირო მოვლენასთან, დეფლაციასთან.

რატომაა, რომ ინფლაცია რეალური საფრთხეა მათთვის, ვინც არ შედის „ოქროს მილიარდის“ ქვეყნების რიცხვში? გასულ წელს ამ უკანასკნელმა დაახლოებით 10 ტრლნ დოლარის ღირებულების „ბეჭდვითი პროდუქცია“ შექმნა, მაგრამ ინფლაცია „ოქროს მილიარდის“ ზონაში მაინც მინიმალურია. რა არის ამის მიზეზი?

ჯერ ერთი, აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემის, ევროპული ცენტრალური ბანკისა და სხვა წამყვანი ცენტრალური ბანკების მიერ ემიტირებული ვალუტების საკმაოდ დიდი ნაწილი განვითარებადი ქვეყნების ბაზრებზე ხვდება.

მეორე, ეკონომიკურად განვითარებულ ქვეყნებში ცენტრალური ბანკების მიერ ემიტირებული ფული თითქმის არ ხვდება სასაქონლო ბაზრებზე. ის იმთავითვე მიემართება საფონდო მოედნებზე. განვითარებადი ქვეყნების საფონდო ბაზრები კი სუსტია, ამიტომ ადგილობრივი ცენტრალური ბანკების ფულის „საბეჭდი მანქანების“ პროდუქცია დაუყოვნებლივ მიემართება სასაქონლო ბაზრებზე, რის გამოც ადგილი აქვს ინფლაციის ზრდას.

მსოფლიოს წამყვანი ცენტრალური ბანკების ფულის „საბეჭდი მანქანები“ გაჩერებას არ აპირებენ. ბოლო მონაცემებით, რომელიც გამოქვეყნებულია ბიულეტენში Central Banks: Monthly Balance Sheet, 2021 წლის აპრილის ბოლოსთვის აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემის, ევროპული ცენტრალური ბანკის, იაპონიის ბანკის და ჩინეთის სახალხო ბანკის მთლიანი აქტივები 29,4 ტრლნ დოლარი იყო. 2007 წლის დასაწყისში ეს რიცხვი უტოლდებოდა 5 ტრლნ დოლარს, ანუ 14 წლის განმავლობაში აქტივები თითქმის 6-ჯერ გაიზარდა (Yardeni and Quintana, 2021).

ლიდერია ევროპული ცენტრალური ბანკი, რომლის აქტივები მაისის ბოლოსათვის აშშ დოლარში შეადგენდა 9,3 ტრილიონს. მეორე ადგილზეა ფედერალური სარეზერვო სისტემა 7,9 ტრლნ დოლარით. იაპონიის ბანკის აქტივების

ღირებულება მაისის ბოლოსათვის აშშ დოლარში შეადგენდა 6,6 ტრილიონს, ხოლო ჩინეთის სახალხო ბანკის – 5,9 ტრილიონს (Yardeni, and Quintana, 2021).

შეფარდებითი გამოხატულებით 2021 წლის პირველი კვარტლის ბოლოს ცენტრალური ბანკის აქტივების თანაფარდობა მთლიან სამამულო პროდუქტთან ასეთია: იაპონიის ბანკი – 130,8%; ევროპული ცენტრალური ბანკი – 60,9%; ჩინეთის სახალხო ბანკი – 35,1%; ფედერალური სარეზერვო სისტემა – 33,9% (Yardeni and Quintana, 2021).

აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემის აქტივები 2007 წლის დასაწყისში შეადგენდა დაახლოებით 0,8 ტრლნ დოლარს. შემდეგ ის მკვეთრად გაიზარდა რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკის შედეგად. ეს პოლიტიკა დაიწყო 2008 წლის ფინანსური კრიზისის ყველაზე მწვავე პერიოდში და 2014 წლის შემოდგომამდე გაგრძელდა, როცა ფედერალური სარეზერვო სისტემის აქტივებმა 4,3 ტრლნ დოლარს მიაღწია.

ფედერალური სარეზერვო სისტემის მიერ ფულის ემისიის შეწყვეტის შემდეგ მისი ბალანსის ვალუტა 4 ტრლნ დოლარამდე შემცირდა. თუმცა, 2020 წელს პანდემიისა და შემდგომ „ლოკდაუნის“ გამო, ამერიკული ეკონომიკა მწვავე კრიზისის ფაზაში შევიდა და ფედერალური სარეზერვო სისტემა დაუბრუნდა რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკას. იგი ყოველთვიურად ყიდულობს სახაზინო და იპოთეკურ ქაღალდებს 120 მლრდ დოლარის ოდენობით, რომლის მეშვეობითაც ახდენს ეკონომიკაში ფულადი მასის იმავე მოცულობის გადასროლას. ექსპერტების ადრინდელი პროგნოზით, 2022 წლის ბოლოსათვის მოსალოდნელი იყო ფედერალური სარეზერვო სისტემის აქტივების 9 ტრლნ დოლარამდე ზრდა, მაგრამ ძველი პროგნოზების კორექტირების შემდეგ ვარაუდობენ, რომ ამ მაჩვენებელს უკვე 2021 წლის ბოლოსათვის მიაღწევნ.

ბოლო დრომდე აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემის მიერ ემიტირებული დოლარის აბსორბციას ახდენდნენ ბანკები, რომლებიც დოლარის ამ მასის კრედიტებსა და ინვესტიციებში განთავსების ხარჯზე მცირედი მოგების მიღებას ახერხებდნენ. მაგრამ, როგორც ჩანს, ამერიკული ბაზარი უკვე ზედმეტადაა გაჯერებული დოლარით, ხოლო ინფლაცია დასაშვებ ნიშნულს აჭარბებს. ბანკების შემდგომი მცდელობები, ეკონომიკაში გადაისროლონ ემიტირებული დოლარი, მათვე უქმნის ზარალის საფრთხეს.

გაზაფხულზე გაჩნდა ახალი ტენდენცია. ბანკებმა დაიწყეს დოლარის ლიკვიდურობის ზედმეტობის დაბრუნება ფედერალურ სარეზერვო სისტემაში ნულოვანი საპროცენტო განაკვეთით. ეს გარიგებები ფორმდება, როგორც „საპირისპირო რეპო“ გარიგებები. გავიხსენოთ, რომ რეპო (repurchase agreement - REPO) არის ფასიანი ქაღალდების ყიდვა (გაყიდვა) გამოსყიდვის ვალდებულებით. სულ ცოტა ხნის წინ კომერციული ბანკები ძალზე აქტიურად დებდნენ რეპო გარიგებებს და ფედერალური სარეზერვო სისტემისგან ფასიანი ქაღალდების სანაცვლოდ (გამოსყიდვის ვალდებულებით) იღებდნენ დოლარს. 2019 წლის

შემოდგომაზე რეპო ბაზარზე წარმოიქმნა დოლარის დეფიციტი და „ოვერნაიტის“ კრედიტებზე განაკვეთებმა აიწია 7-10%-მდე, მაგრამ შემდეგი წელიწად-ნახევრის განმავლობაში რეპო ბაზარზე 180-გრაფუსიანი შემობრუნება მოხდა. ამ შემობრუნებას ეწოდება „საპირისპირო რეპო“.

სულ ცოტა ხნის წინ ფედერალური სარეზერვო სისტემა კომერციული ბანკებისგან ყიდულობდა სახაზინო და იპოთეკურ ქაღალდებს, ახლა კი საპირისპირო რამ ხდება: კომერციული ბანკი უბრუნებს ამერიკულ ცენტრალურ ბანკს მისგან მიღებულ ფულს, ხოლო ცენტრალური ბანკი უბრუნებს კომერციულ ბანკს ფასიან ქაღალდებს. ჯერ კიდევ მარტის შუა რიცხვებში კომერციული ბანკების მოთხოვნა უკურეპო გარიგებებზე ნულოვანი იყო. აპრილის ბოლოსათვის კი ვალდებულებათა სიდიდე „ოვერნაიტის“ ამგვარ გარიგებებზე (გაცვლითი ოპერაციები ერთი სამუშაო დღის ვადით) უკვე 200 მლრდ დოლარს შეადგენდა, 20 მაისს მან 300 მლრდ დოლარს გადააჭარბა, ხოლო 27 მაისს ის 485 მლრდ დოლარზე ავიდა.

Nordea Capital Markets-ის სტრატეგმა ანდრეას სტენო ლარსენმა (Andreas Steno Larsen) ის სიტუაცია აღწერა, რომელიც ჩამოყალიბდა აშშ-ის ფულად სფეროში: სისტემაში დოლარის ლიკვიდურობა იმდენი გახდა, რომ ის გადაიქცა „ცხელ კარტოფილად, რომელიც არავის უნდა, რომ ჰქონდეს“ (Maliszewski, 2021). მრავალი ექსპერტი აღნიშნავს, რომ დოლარის ლიკვიდურობის უკუმოდრობა მისი წარმოშობის წყაროს მიმართულებით იმას მოწმობს, რომ ამერიკული ეკონომიკა ზეგაჭერებულია ფულით და საჭიროა რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკის დასრულება.

ნიუ-იორკის ფედერალური სარეზერვო ბანკის ინფორმაციით, 9 ივნისს ფედერალურ სარეზერვო სისტემაში 59-მა მონაწილემ უკურეპო „ოვერნაიტ“ ოპერაციებით 502,9 მლრდ დოლარი განათავსა. თუ მომავალშიც ასე გაგრძელდება, მაშინ წლის ბოლოსათვის უკურეპო ოპერაციებით ფედერალურ სარეზერვო სისტემაში შეიძლება დაბრუნდეს არანაკლებ 1 ტრლნ დოლარისა. მაგრამ ყველაზე გასაოცარი ის არის, რომ ფედერალური სარეზერვო სისტემა არ აპირებს რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკის შეწყვეტას (Harris and Purvis, 2021).

2020 წელს დაწყებული COVID-19 პანდემიის გამო, ეკონომიკის ცალკეული სექტორებისა და ამ სექტორებში მოქმედი ფირმების საქმიანობები დროებით შეჩერდა. ეს კი ის ქმედითი მექანიზმი აღმოჩნდა, რომელმაც, ადამიანებს შორის კონტაქტების შეზღუდვის ხარჯზე, ვირუსის გავრცელება შეაფერხა. თუმცა, ეკონომიკის ამგვარ მდგომარეობაში მეტ-ნაკლებად ხანგრძლივად ყოფნამ კორონავირუსით გამოწვეული ეკონომიკური კრიზისი, ანუ კორონომიკური კრიზისი განაპირობა (Papava, 2021).

გარდა ამისა, გლობალურმა კორონომიკურმა კრიზისმა არა მარტო მსოფლიო ეკონომიკის ვარდნა გამოიწვია, არამედ მსოფლიოს მასშტაბით ჯამურმა ვალმაც უპრეცედენტო ნიშნულს მიაღწია (Papava, Charaia, 2021).

ამ მხრივ, საკმაოდ რთული სიტუაცია შეიქმნა საქართველოში. 2021 წლის 30 სექტემბრის მდგომარეობით, სამთავრობო სექტორის ვალმა 7,8 მლრდ აშშ დოლარი შეადგინა, ხოლო მთლიანმა საგარეო ვალმა – 20,6 მლრდ დოლარი. თუ ერთმანეთს შევადარებთ საქართველოს სახელმწიფო ვალისა და საქართველოს მთლიანი სამამულო პროდუქტის დინამიკას, ასევე დავაკვირდებით სახელმწიფო ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან თანაფარდობის დინამიკას ბოლო წლებში, ვნახავთ, რომ ვალის წილი სულ უფრო და უფრო იზრდება, რაც ჩვენი ქვეყნის სუვერენიტეტისთვის საფრთხის შემცველია.

სიტუაციას კიდევ უფრო ამძიმებს ის, რომ საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა გაზრდილი ინფლაციის საპასუხოდ 2021 წლის 4 აგვისტოს მონეტარული პოლიტიკის (რეფინანსირების) განაკვეთი 10 პროცენტამდე გაზარდა. მისი პროგნოზით, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება 2022 წლის პირველი ნახევრის ბოლოსათვის ინფლაციის ფაქტობრივ ტემპს დაახლოებით 8%-მდე, ხოლო 2023 წლის მეორე კვარტლისთვის – მიზნობრივ ორიენტირამდე, ანუ 3%-მდე დაიყვანს. მაგრამ პრობლემა ისაა, რომ საქართველოში ინფლაციის ტემპის ზრდა არამონეტარული ფაქტორით, კერძოდ, იმპორტული საქონლის გაძვირებითაა გამოწვეული. კორონომიკური კრიზისის შედეგად, რასაც იძულებითი „ლოკდაუნი“ მოჰყვა, შემცირდა ადგილობრივი წარმოება, რასაც თან დაერთო იმპორტის გაძვირებაც. ცხადია, ხარჯების ზრდით გამოწვეული ინფლაციის (მიწოდების ნეგატიური შოკის) მონეტარული შეზღუდვით მოთოვკის მცდელობას თან ახლავს საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, რომელიც თავად ხდება ხარჯების ზრდით გამოწვეული ინფლაციის (მიწოდების ნეგატიური შოკის) მაპროვოცირებელი ფაქტორი. ეს კი ინფლაციის თარგეთირების პოლიტიკას, საბოლოო ჯამში, სრულიად არაპროდუქტიულს გახდის.

დასკვნა

მსოფლიოს წამყვანი ცენტრალური ბანკები ფულადი ემისიის დასასაბუთებლად პანდემიას იშველიებენ. მაგრამ, ჩვენი აზრით, იმის მიზეზი, რომ ამ ბანკების მთავარ მონეტარულ პოლიტიკად დღემდე რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკა რჩება, 2008-2009 წლების გლობალური ფინანსურ-ეკონომიკური კრიზისი და მისგან გამოწვეული დეპრესიაა. ეს უკანასკნელი, სამწუხაროდ, დღემდე გრძელდება და ჯერ კიდევ შორსაა დასრულებისგან. ამასთან, გლობალური დეპრესია ბოლო ორი წელია გადაეხლართა კორონავირუსის გავრცელებით გამოწვეულ პანდემიას და ე.წ. კორონომიკურ კრიზისად ტრანსფორმირდა. რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკის გაგრძელების შემთხვევაში, მაღალია მსოფლიო სარეზერვო ვალუტების მკვეთრი გაუფასურების ალბათობა, რაც უმძიმეს მდგომარეობაში ჩააგდებს ისეთ დაბალგანვითარებულ, იმპორტდამოკიდებულ ქვეყანას, როგორც საქართველოა.

გამოყენებული ლიტერატურა:

- Bernanke, Ben S. 2002. "Remarks by Governor Ben S. Bernanke Before the National Economists Club, Washington, D.C." *The Federal Reserve Board*, November 21, 2002. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/Speeches/2002/20021121/default.htm#fn18>.
- Harris, Alex, and Benjamin Purvis. 2021. "Fed Rate Veering Closer to Zero Adds Fuel to Debate Over Tweaks," *Bloomberg*, June 1, 2021. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-06-01/fed-s-key-benchmark-rate-drops-for-the-first-time-since-april>.
- IMF, 2021. *World Economic Outlook Database: April 2021*. <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2021/April/weo-report>.
- Maliszewski, Adam. 2021. "Wochenvorschau Wann Gibt Es Hohere Zinsen?" *citywire.de*, May 28, 2021. <https://citywire.de/news/wochenvorschau-wann-gibt-es-hohere-zinsen/a1513659>
- Ossinger, Joanna. 2021. "Stimulus Checks Bring Hope for Bull Market Roiled by Bond Yields." *Bloomberg*, March 10, 2021. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-03-10/stimulus-checks-bring-hope-for-bull-market-roiled-by-bond-yields>.
- Papava, Vladimer. 2021. *The Threat of the Formation of a Post-Pandemic Zombie Economy and the Legal Capacity of Bankruptcy Mechanisms*. Expert Opinion, No. 170. Tbilisi: GFSIS. <https://www.gfsis.org/files/library/opinion-papers/170-expert-opinion-eng.pdf>.
- Papava, Vladimer, and Vakhtang Charaia. 2021. *The Problem of the Growth of Georgia's Public Debt During the Economic Crisis Under the Covid-19 Pandemic*. Expert Opinion, No. 152. Tbilisi: GFSIS. <https://www.gfsis.org/files/library/opinion-papers/152-expert-opinion-eng.pdf>.
- The White House. 2021. "President Biden Announces American Rescue Plan." *The White House*, January 20, 2021. <https://www.whitehouse.gov/briefing-room/legislation/2021/01/20/president-biden-announces-american-rescue-plan/>.
- Trading Economics. 2021. Interest Rate, World, October 2021. <https://tradingeconomics.com/country-list/interest-rate>.
- Yardeni, Edward, and Mali Quintana. 2021. "Central Banks: Monthly Balance Sheets." *Yardeni Research, Inc.* October 29, 2021. <https://www.yardeni.com/pub/peacockfedecbassets.pdf>.