



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული ეკონომიკა

სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი

ტომი 1, N2, 2025

საბა მეტრეველი, ნათია ებრაელიძე
ჰიპარინფლაციის დაძლევა და
მაკროეკონომიკური სტაბილიზაცია
საქართველოში, როგორც სრულფასოვანი
ეროვნული ვალუტის – ლარის შემოღების
წინაპირობა

ლაშა არევაძე, გიორგი გიგინეიშვილი,
თამთა სოფრომაძე, ეკატერინე მიქაბაძე,
დავით თუთბერიძე, სერგო გადეღია
სავალუტო ინტერვენციების როლი
მცირე ღია ეკონომიკაში: საქართველოს
მაგალითზე

ლევან სურგულაძე
საპროცენტო განაკვეთების ფორმირება
გარდამავალ ეკონომიკებში: საქართველოს
მაგალითი ევროკული მისწრაფებების
კონტექსტში

ალექსანდრე ხაზარაძე, გიორგი ჩინჩალაძე
გეოკოლოგიური ფრაგმენტაციის გავლენა
საერთაშორისო რეზერვების სტრუქტურაზე

შოთა ბახუაშვილი, ლაშა კოდუა, დავით აბესაძე
საქართველოს კორკორაციული
ობლიგაციების ბაზრის ლიკვიდურობა და
სასალო ინვესტიციების ჩართულობა

გონისათვის:პა- ჩასუზადიკა:
სუნის-გვაგადიკა: მთადი: თავი:
საქართველოს: სი:ქონაბიტი:



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული ეკონომიკა

სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი

ტომი 1, N2, 2025

სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი
„მონეტარული ეკონომიკა“

მთავარი რედაქტორი
მერაბ კაკულია

სარედაქციო კოლეგია
ვლადიმერ პაპავა
დევიდ ვაგრა
თეიმურაზ ხომერიკი
თამთა სოფრომაძე
დავით უტიაშვილი

საკონტაქტო ინფორმაცია
საქართველოს ეროვნული ბანკი
საქართველო, თბილისი 0114, ზვიად გამსახურდიას სანაპირო #1
ელ-ფოსტა: monetaryeconomics@nbg.gov.ge

პუბლიკაციებში გამოთქმული მოსაზრებები და დასკვნები ეკუთვნის ავტორებს
და არ წარმოადგენს საქართველოს ეროვნული ბანკის ოფიციალურ პოზიციას.

ISSN 3088-4187

შინაარსი

საბა მეტრეველი, ნათია ებრაელიძე

**ჰიპერინფლაციის დაძლევა და მაკროეკონომიკური
სტაბილიზაცია საქართველოში, როგორც სრულფასოვანი
ეროვნული ვალუტის - ლარის შემოღების წინაპირობა** 6

ლაშა არევაძე, გიორგი გიგინეიშვილი, თამთა სოფრომაძე,
ეკატერინე მიქაბაძე, დავით თუთბერიძე, სერგო გადელია

**სავალუტო ინტერვენციების როლი მცირე ღია
ეკონომიკაში: საქართველოს მაგალითზე** 20

ლევან სურგულაძე

**საკროცენტო განაკვეთების ფორმირება გარდამავალ
ეკონომიკებში: საქართველოს მაგალითი ევროკული
მისწრაფებების კონტექსტში** 40

ალექსანდრე ხაზარაძე, გიორგი ჩინჩალაძე

**გეოკოლიტიკური ფრაგმენტაციის
გავლენა საერთაშორისო რეზერვების სტრუქტურაზე** 62

შოთა ბახუაშვილი, ლაშა კოდუა, დავით აბესაძე

**საქართველოს კორკორაციული ობლიგაციების ბაზრის
ლიკვიდურობა და საცალო ინვენტორების ჩართულობა** 73

ჰიპერინფლაციის დაძლევა და მაკროეკონომიკური სტაბილიზაცია საქართველოში, როგორც სრულფასოვანი ეროვნული ვალუტის - ლარის შემოღების წინაპირობა

საბა მეტრეველი, ნათია ებრაელიძე

ანოტაცია

ჰიპერინფლაციის დაძლევა და მაკროეკონომიკური სტაბილიზაცია სტატიაში განხილულია, როგორც სრულფასოვანი ეროვნული ვალუტის – ლარის წარმატებული შემოღების წინაპირობები საქართველოში. ნაშრომში გაანალიზებულია 1990-იანი წლების დასაწყისში ქვეყანაში არსებული მაკროეკონომიკური და ინსტიტუციური გამოწვევები. ყურადღება გამახვილებულია, ფისკალური დომინაციისა და ეროვნული ბანკის ინსტიტუციური დამოუკიდებლობის კუთხით არსებულ პრობლემებზე, ასევე დროებითი ფულადი ერთეულის – კუპონის წარმატებლობის მიზეზებზე. სტატიაში ხაზგასმულია ფისკალური კონსოლიდაციისა და მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის როლი მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის პროცესში, აგრეთვე საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ჩართულობის მნიშვნელობა. ანალიზის შედეგად იკვეთება, რომ ფასების სტაბილურობის აღდგენა და სრულფასოვანი ეროვნული ვალუტის – ლარის წარმატებული შემოღება შესაძლებელი გახდა მხოლოდ ინსტიტუციური გაძლიერების, რაციონალური ფისკალური პოლიტიკისა და დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის პირობებში.

საკვანძო სიტყვები: ლარი, კუპონი, ჰიპერინფლაცია, ეროვნული ბანკი, საერთაშორისო

სავალუტო ფონდი, მონეტარული პოლიტიკა, ფისკალური დეფიციტი

შესავალი

პოსტსკომუნისტურ პერიოდში, საქართველოს ეკონომიკის განვითარების 4 ძირითადი ეტაპი შეგვიძლია გამოვყოთ: პირველი მოიცავს 1991-1995 წლებს, მეორე – 1995-2003 წლებს, მესამე – 2003-2012 წლებს, ხოლო მეოთხე ეტაპი ფარავს პერიოდს 2013 წლიდან დღემდე. ნიშანდობლივია, რომ თითოეული აღნიშნული ეტაპი საქართველოში მონეტარული პოლიტიკის ტრანსფორმაციის ახალი ფაზის მომწიფებით გვირგვინდებოდა. პირველი ეტაპი (1991-1995 წლები) სრულფასოვანი ეროვნული ვალუტის – ლარის შემოღებით დასრულდა, რამაც საქართველოს მონეტარული სუვერენიტეტის მტკიცე საფუძველი შექმნა.

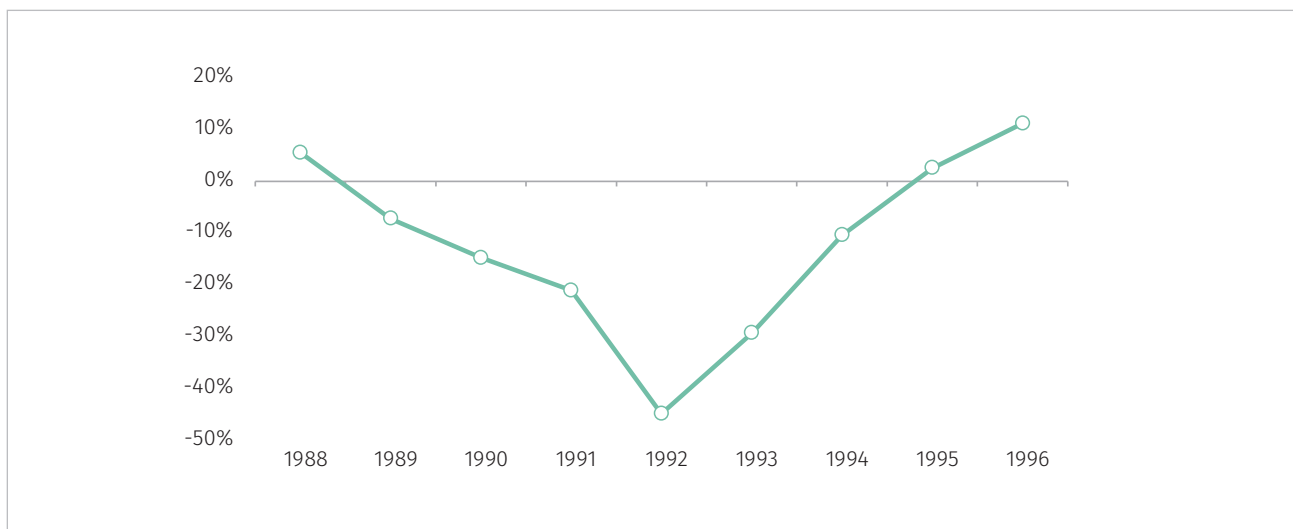
დამოუკიდებლობის მოპოვების შემდეგ (1992 წელს), საქართველო მძიმე პოლიტიკურმა და ეკონომიკურმა კრიზისმა მოიცვა. ერთი მხრივ, შეიარაღებულმა კონფლიქტებმა და სახელმწიფო ინსტიტუტების მოშლამ, მეორე მხრივ კი ყოფილ საბჭოთა რესპუბლიკებთან ეკონომიკური და ფინანსური კავშირების შეწყვეტამ, ქვეყნის ეკონომიკა სრულ კოლაფსამდე მიიყვანა. ყოფილი საბჭოთა კავშირის ერთიანი სავაჭრო და საგადახდო სივრცის

რღვევის შედეგად მკვეთრად დაეცა საგარეო ვაჭრობა და დაიწყო ფასების განუხრელი ზრდა. ვითარებას განსაკუთრებით ართულებდა ფინანსური ტრანსფერებისა და კაპიტალის ნაკადების შეწყვეტა ყოფილი საბჭოთა კავშირის ცენტრალური ხელისუფლების მხრიდან. მნიშვნელოვნად შემცირდა საქართველოს ეკონომიკური პოტენციალი, რომელიც ერთ-ერთი ყველაზე მაღალი იყო ყოფილ საბჭოთა რესპუბლიკებს შორის; კერძოდ, შეფერხდა საბჭოთა კავშირისგან მემკვიდრეობით მიღებული საწარმოო სიმძლავრეების ათვისება: კრიზისის პირობებში ფაქტობრივად შეწყდა სამრეწველო საქმიანობა და, შესაბამისად, კაპიტალის მოხმარება, ხოლო ქვეყნის ინტელექტუალური ელიტის და პროფესიული კადრების მნიშვნელოვანი ნაწილი, პერსპექტივის მკვეთრი გაუარესების ფონზე, ემიგრაციაში წავიდა (Wang, 1999). შედეგად, ქვეყანამ სტაგფლაციური შოკი მიიღო: მსოფლიო ბანკის მონაცემებით, 1991-1994 წლებში საქართველოს ეკონომიკა დაახლოებით 26.4%-ით შემცირდა

(იხ. დიაგრამა 1) (World Bank, 2025), ხოლო წლიური ინფლაციის დონემ, საშუალოდ, 4178% შეადგინა (საქსტატი, 2025).

დამანგრეველი შოკების ზემოქმედების პირობებში, რომლებიც საგარეო სექტორიდან მომდინარე ეკონომიკურ კრიზისს, პოლიტიკურ ქაოსს, შიდა კონფლიქტებსა და საზოგადოებრივი წესრიგის მოშლას უკავშირდებოდა, 1991 წელს აღდგენილი საქართველოს ეროვნული ბანკი (სებ-ი) აღმასრულებელი ხელისუფლების მხრიდან ძლიერი ზეწოლის ქვეშ აღმოჩნდა. ინსტიტუციური სისუსტის პირობებში სებ-მა ვერ შეძლო დამოუკიდებლობის შენარჩუნება და მონეტარული ექსპანსიის გზას დაადგა, რაც სახელმწიფო ხარჯების დაფინანსებასა და კომერციული ბანკებისთვის ემისიური საკრედიტო რესურსების მიწოდებაში გამოიხატა. როგორც მოსალოდნელი იყო, აღნიშნულმა პროცესმა მნიშვნელოვნად გააძლიერა ინფლაციური ზეწოლა და ხელი შეუწყო ჰიპერინფლაციის გაღვივებას (Kakulia, 2008).

დიაგრამა 1. საქართველოს რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა



წყარო: World Bank.

მას შემდეგ, რაც რუსეთის ფედერაციის ცენტრალურმა ბანკმა საქართველოს შეუწყვიტა ფულის ნიშნების მიწოდება, 1993 წლის აპრილში, ხელისუფლება იძულებული გახდა დროებითი ფულადი ერთეული – კუპონი შე-

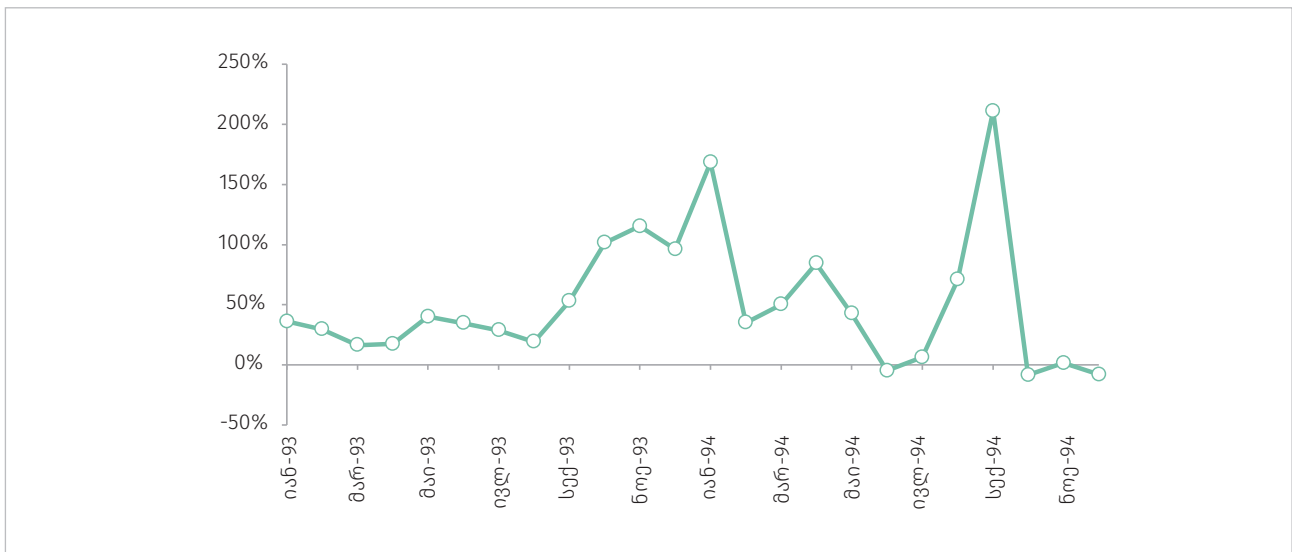
მოელო. თუმცა, ბიუჯეტის მზარდი დეფიციტის დასაფინანსებლად, მთავრობამ აქტიურად გააგრძელა ეროვნული ბანკისგან პირდაპირ და ირიბად სესხების აღება. შედეგად, ეკონომიკის შემცირებული გამოშვების, სახელმწიფო

კრედიტისა და მიმოქცევაში ნაღდი ფულის მასშტაბური ზრდის ფონზე, 1993 წელს თვე-თვეზე ინფლაციამ, საშუალოდ, 49% შეადგინა, წინა წელთან შედარებით კი – 8949%; 1994 წელს იგივე მაჩვენებლები შესაბამისად – 54%-სა და 6472%-ს შეადგენდა (საქსტატი, 2025). კუპონი სწრაფად გაუფასურდა ყველა ძირითად უცხოურ ვალუტასთან მიმართებაში, რაც, სამომხმარებლო იმპორტზე მაღალი დამოკიდებულების ფონზე, ჰიპერინფლაციის ციკლის განმტკიცებას უწყობდა ხელს.

ადგილობრივი წარმოების მკვეთრი შემცირების შედეგად მოსახლეობის ძირითადი მოთხოვნილებები იმპორტული პროდუქციით

კმაყოფილდებოდა, რაც მაღალი საგარეო სავაჭრო დისბალანსის მიზეზი გახდა. ამ პირობებში, ეროვნული ვალუტის გაუფასურება პირდაპირ აისახებოდა სამომხმარებლო ფასებზე, რაც ამძაფრებდა ინფლაციურ მოლოდინებს და აჩქარებდა ჰიპერინფლაციურ სპირალს. იმპორტზე ძლიერი დამოკიდებულება მნიშვნელოვნად ასუსტებდა მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას, რადგან გაცვლითი კურსის რყევები ავტომატურად აისახებოდა ადგილობრივ ფასებზე მაშინ, როცა ეროვნული ბანკი ამ პროცესის შეჩერებისთვის საკმარის ინსტრუმენტებს არ ფლობდა (International Monetary Fund, 1995a; Wang, 1999).

დიაგრამა 2. თვე-თვეზე ინფლაცია



წყარო: საქსტატი და ავტორების გამოთვლები.

ამრიგად, სახელმწიფოს წინაშე დღის წესრიგში დადგა ფუნდამენტური ფისკალური, მონეტარული და ფინანსური რეფორმების განხორციელების საკითხი. წინამდებარე ნაშრომი მიზნად ისახავს ჰიპერინფლაციის გამომწვევი მიზეზების ანალიზსა და იმ ეკონომიკური, ინსტიტუციური და სოციალურ-პოლიტიკური ფაქტორების შეფასებას, რომელთა წინაშეც საქართველო აღმოჩნდა დამოუკიდებლობის მოპოვების პირველ წლებში. მეორე მხრივ, იგი განიხილავს

სტაბილიზაციის პროცესის დინამიკას, რამაც საბოლოოდ უზრუნველყო სრულფასოვანი ეროვნული ვალუტის – ლარის, შემოღება. აღნიშნული ანალიზი მნიშვნელოვანია არა მხოლოდ საქართველოს უახლესი ეკონომიკური ისტორიის გააზრებისათვის, არამედ სხვა განვითარებადი ქვეყნებისათვისაც, რომლებსაც მსგავს პირობებში უწევთ მონეტარული სტაბილიზაციის პროგრამების განხორციელება.

ლიტერატურის მიმოხილვა

ლ. გურგენიძე, მ. ლობჯანიძე და დ. ონოფრი-შვილი (Gurgenidze et al., 1994) დეტალურად აღწერენ საქართველოს ეკონომიკის ტრანსფორმაციას საბჭოთა სისტემიდან უკონტროლო ჰიპერინფლაციამდე. მათი შეფასებით, საქართველოს ეკონომიკა 1990-იანი წლების დასაწყისში საბაზრო მექანიზმების დანერგვისთვის ინსტიტუციურად მოუმზადებელი აღმოჩნდა, რაც გამოიხატა როგორც ფისკალური დისბალანსით, ისე მონეტარული პოლიტიკის პრაქტიკულად არქონით. ჰიპერინფლაციის მთავარ გამომწვევ მიზეზებად ავტორები ფისკალური დეფიციტის მონეტიზაციას, სტრატეგიულად მნიშვნელოვან საქონელზე ფასების ადმინისტრაციულ კონტროლს და ეროვნული ბანკის დამოუკიდებლობის ნაკლებობას მიიჩნევენ. 1993 წელს კუპონის შემოღებამ, რომელიც არ იყო უზრუნველყოფილი რეზერვებით და სხვა დაცვითი მექანიზმებით, კიდევ უფრო დააჩქარა გაუფასურება და ფულის მასის უკონტროლო ზრდა. შედეგად ჩამოყალიბდა „ორმაგი ეკონომიკა“: კუპონი გამოიყენებოდა მხოლოდ სახელმწიფო ტრანზაქციებში, მაშინ, როცა კერძო სექტორში უცხოური ვალუტა დომინირებდა. ავტორების აზრით, სტაბილიზაციის პროცესში გადამწყვეტია ფისკალური რეფორმები (სახელმწიფო ხარჯების შეზღუდვა), სუბსიდიების გაუქმება და მონეტარული კონტროლის აღდგენა. კვლევა ასკვნის, რომ სტაბილიზაციის პროგრამის წარმატება ვერ შემოიფარგლება მხოლოდ ტექნიკური ღონისძიებების განხორციელებით; იგი საჭიროებს როგორც ინსტიტუციური ჩარჩოს გაძლიერებას, ისე საერთაშორისო მხარდაჭერის უზრუნველყოფას.

ვ. პაპავა თავის ნაშრომებში (Papava, 1996; 2011; 2013) ღრმად აანალიზებს საქართველოს ეკონომიკური რეფორმების პირველ თაობას და მის ისტორიულ კონტექსტს. მისი შე-

ფასებით, საქართველოს პოსტკომუნისტური ეკონომიკური ტრანსფორმაცია დაიწყო არა საბჭოთა კავშირის დაშლის მომენტიდან, არამედ ჯერ კიდევ 1989 წლიდან, როდესაც ეროვნული დამოუკიდებლობის იდეამ ფართო საზოგადოებრივი მხარდაჭერა მოიპოვა და ქართველმა ეკონომისტებმა ქვეყნის ეკონომიკური დამოუკიდებლობის კონცეფციაზე დაიწყეს ფიქრი. ავტორი გამოყოფს რეფორმების რამდენიმე სტადიას: "ნაივური გააზრების ეტაპი" (1989), "სტაგნაციის ეტაპი" (1990 წლის შემოდგომის შემდეგ), როცა განხორციელებული ცვლილებების შესაბამისი კანონები რეალურად არ აღსრულდა და "პოპულისტური რეფორმების ეტაპი" (1992 წლიდან), რომლის დროსაც მთავრობამ, მოსახლეობის მხარდაჭერის მოპოვების მიზნით, მიწა და საცხოვრებელი ფართები მას კომპენსაციის გარეშე გადასცა. ამგვარმა პოლიტიკამ, განსაკუთრებით მიწის პრივატიზაციამ და ინფრასტრუქტურული ბაზის განადგურებამ, მნიშვნელოვანი ზიანი მიაყენა აგრარულ სექტორს და არსებითად შეამცირა მიწის ეფექტიანად გამოყენების შესაძლებლობა.

ამავე ეტაპზე დაიწყო ე.წ. შოკური თერაპიის¹ ფორმალური ამოქმედებაც, რომელიც, პრაქტიკულად, რეფორმების რუსული მოდელის უსისტემო და ინსტიტუციურად მოუმზადებელი მიბაძვით ხასიათდებოდა. პაპავა (2015) ყურადღებას ამახვილებს იმ ინსტიტუციურ და პოლიტიკურ სირთულეებზე, რომლებმაც ხელი შეუშალა საქართველოს შოკური თერაპიის მოდელის სრულად რეალიზებაში. მონეტარული სისტემის არქონა, სუსტი ფისკალური ინსტიტუტები და ბიუჯეტის კოლაფსი არ იძლეოდა აღნიშნული მოდელის ძირითადი მექანიზმების დანერგვის საშუალებას. 1991-1994 წლებში განხორციელებული რეფორმები იყო ფრაგმენტული და მაღალი სოციალური

1. „შოკური თერაპია“ (ინგლ. shock therapy) წარმოადგენს პოლონელი ეკონომისტის ლეშეკ ბალცეროვიჩის მიერ შემუშავებულ რეფორმათა პაკეტს, რომელიც გულისხმობდა ეკონომიკური სისტემის სწრაფ და მასშტაბურ ტრანსფორმაციას გარდამავალ ეკონომიკაში. აღნიშნული მიდგომა მოიცავდა ფასების და საგარეო ვაჭრობის ლიბერალიზაციას, საბიუჯეტო სუბსიდიების სწრაფ გაუქმებას, მკაცრ მონეტარულ და ფისკალურ პოლიტიკას, აგრეთვე სახელმწიფო საკუთრების მასშტაბურ პრივატიზებას, რაც მიზნად ისახავდა ცენტრალიზებულად დაგეგმილი ეკონომიკიდან საბაზრო მექანიზმებზე მოკლე დროში გადართვას (Balcerowicz, 1995).

ხარჯით გამოირჩეოდა, რაც ჰიპერინფლაციის დაჩქარებასა და ფისკალური დისბალანსის გაღრმავებას უწყობდა ხელს. ამასთან, პაპავა მკაფიოდ განასხვავებს იმ ქვეყნებს, რომლებსაც რეფორმების დაწყებისას ჰქონდათ სახელმწიფოებრიობის მემკვიდრეობა (მაგალითად, პოლონეთი), და იმ ქვეყნებს, როგორიც საქართველოა, რომლებსაც ერთდროულად უნდა განეხორციელებინათ როგორც ინსტიტუციური სახელმწიფოს მშენებლობა, ისე ეკონომიკური გარდაქმნები. საქართველოს შემთხვევაში სახელმწიფო სტრუქტურების არარსებობა, სამართლებრივი ინსტიტუციების სისუსტე და საკუთარი ეროვნული ვალუტის არქონა სისტემურად გამოირიცხავდა შოკური თერაპიის კლასიკური გეგმით განსაზღვრული მექანიზმების რეალიზაციას.

პაპავა (2015) აღნიშნავს, რომ რეფორმების ხარისხი მხოლოდ 1994 წლის მეორე ნახევრიდან, საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაციების, განსაკუთრებით კი საერთაშორისო სავალუტო ფონდის, ძლიერი მხარდაჭერით გაუმჯობესდა. სწორედ ამ დროიდან დაიწყო მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის პროცესი. მისი შეფასებით, არსებულმა მძიმე კრიზისმა ხელი შეუწყო რადიკალური ცვლილებების საჭიროებას და შედეგად, შოკური თერაპიის შედარებით წარმატებულ განხორციელებას. თუმცა, ეს მხოლოდ ინსტიტუციური საფუძვლებისა და პოლიტიკური ნების გაძლიერების პარალელურად გახდა შესაძლებელი.

ჯ. ვანგი (Wang, 1999) დაწვრილებით მიმოიხილავს 1990-იანი წლების დასაწყისში საქართველოში ჰიპერინფლაციისა და შემდგომი მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის პროცესებს. ჰიპერინფლაციის მიზეზებს შორის იგი ყურადღებას ამახვილებს ფისკალურ დისბალანსზე, ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსებასა და ვაჭრობისა და წარმოების ქსელების სტრუქტურულ კოლაფსზე საბჭოთა კავშირის დაშლის შემდეგ. ავტორი ხაზს უსვამს, თუ როგორ გაამწვავა ინფლაციური ზეწოლა სუსტმა ინსტიტუტებმა, ფართოდ გავრცელებულ-

მა სუბსიდიებმა და ენერგომატარებლების იმპორტზე დამოკიდებულებამ. კვლევაში დეტალურადაა აღწერილი 1994–1995 წლების სტაბილიზაციის პროგრამაც, რომელიც მოიცავდა ფისკალურ კონსოლიდაციას, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებას, სუბსიდიების შემცირებას და ფასების ლიბერალიზაციას, რამაც საბოლოოდ გამოიწვია სრულფასოვანი ეროვნული ვალუტის – ლარის, წარმატებით შემოღება 1995 წელს და მაკროეკონომიკური სტაბილურობის აღდგენა.

მ. კაკულია (Kakulia, 2008) ყურადღებას ამახვილებს მაკროეკონომიკურ სტაბილიზაციაში საქართველოს ეროვნული ბანკის როლზე; თუმცა იმასაც აღნიშნავს, რომ დამოუკიდებლობის პირველ წლებში სებ-მა ვერ უზრუნველყო ეფექტიანი მონეტარული მართვა. ავტორი შენიშნავს, რომ დროებითი ფულადი ერთეულის – კუპონის გამოშვება მოხდა ნაჩქარევად, წარმოების მასშტაბური დაცემის, ბიუჯეტის დიდი დეფიციტისა და ფინანსური ქაოსის ფონზე. სების მიერ ფისკალური დეფიციტის მონეტიზაციამ და ფორსირებულმა საკრედიტო ემისიამ კრიტიკულად აუცილებელი მატერიალური რესურსებისა და სამომხმარებლო საქონლის იმპორტის დაფინანსებისთვის, აგრეთვე სავალუტო რეზერვების მწვავე უკმარისობამ, კიდევ უფრო დაამძიმა ფინანსური მდგომარეობა. შედეგად, გაძლიერდა ინფლაციური წნეხი. ამ ეტაპზე განხორციელებულმა პოლიტიკამ მკაფიოდ წარმოაჩინა ინსტიტუციური სიმტკიცის და მონეტარული დამოუკიდებლობის მნიშვნელობა სტაბილიზაციის პროცესში.

ამავე კვლევაში ხაზგასმულია ის საგანგებო ნაბიჯები, რომლებიც ეროვნულმა ბანკმა გადადგა 1993 წლის ბოლოს საკრედიტო ემისიის მოთოკვისა და ინფლაციური ზეწოლის შესაკავებლად. სებ-მა სცადა მთავრობის დაკრედიტების შეზღუდვაც, რასაც მოჰყვა სოციალური გადახდების, მათ შორის ხელფასებისა და პენსიების, დიდი დავალიანების დაგროვება. ასეთ ვითარებაში, მთავრობისა და პარლამენტის ზეწოლის

შედეგად, ეროვნული ბანკი იძულებული გახდა გაეგრძელებინა საბიუჯეტო დეფიციტის პირდაპირი მონეტიზაცია. შედეგად, 1993 წლის ოქტომბრიდან 1994 წლის აპრილამდე კუპონის კურსი 30-ჯერ დაეცა, 1994 წლის პირველი სამი კვარტლის საშუალო თვიურმა ინფლაციამ კი 70%-ს გადააჭარბა (Kakulia, 2008).

1994 წლის მეორე ნახევრიდან, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მხარდაჭერით დაწყებულმა სტაბილიზაციის პროგრამამ და ეროვნული ბანკის მიერ გატარებულმა მკაცრმა მონეტარულმა პოლიტიკამ საფუძველი ჩაუყარა ინფლაციის მოთოვასა და ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველყოფას. 1995 წელს ლარის შემოღებამ კი, რომელმაც ფუნქციადაკარგული კუპონი ჩაანაცვლა, ხელი შეუწყო მონეტარული სტაბილურობის უზრუნველყოფას და მიმოქცევაში არსებული უცხოური ვალუტის (ძირითადად, რუსული რუბლისა და აშშ დოლარის) გამოყენების არეალის მკვეთრ შემცირებას. ეროვნული ბანკის პოლიტიკამ გადამწყვეტი როლი შეასრულა ლარისადმი ნდობის აღდგენისა და ფისკალური დომინაციის შეწყვეტის პროცესში (Kakulia and Gigineishvili, 2001).

გლობალური გამოცდილება მოწმობს, რომ ამგვარი კრიზისები, როგორც წესი, მსგავსი ინსტიტუციური წყობით და მაკროეკონომიკური ვითარებით ხასიათდება. ეკონომიკურ თეორიაში მიღწეულია საყოველთაო კონსენსუსი იმის თაობაზე, რომ ინფლაციის ეფექტიანი მართვა შეუძლებელია ფისკალური რეფორმებისა და დამოუკიდებელი ცენტრალური ბანკის არსებობის გარეშე. ამ პოზიციას საფუძვლად უდევს როგორც კლასიკური ნაშრომები (Sargent, 1982), ისე თანამედროვე ემპირიული კვლევები. მაგალითად, ათანასოპულოსი, მასინდარო და რომელი (Athanasopoulos, Masciandaro and Romelli, 2025) აჩვენებენ, რომ ცენტრალური ბანკის ინსტიტუციური დამოუკიდებლობა მნიშვნელოვნად ამცირებს ინფლაციის მდგრადობას და ზრდის მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას, განსაკუთრებით განვითარებად

ეკონომიკებში. გარიგა (Garriga, 2025) კი ხაზს უსვამს, რომ ბოლო ათწლეულის განმავლობაში ცენტრალური ბანკების დამოუკიდებლობის გაძლიერება – განსაკუთრებით მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების დამოუკიდებლად, საჭიროებისამებრ გამოყენების და მთავრობის დაკრედიტების შეზღუდვის მიმართულებით – პირდაპირ კავშირშია როგორც ინფლაციის, ისე ფისკალური კრიზისების რისკის შემცირებასთან. დამატებით, ბაუმანი, როსი და შომეიქერი (Baumann, Rossi and Schomaker, 2021) ამტკიცებენ, რომ ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა სტრუქტურულ გავლენას ახდენს ინფლაციის დინამიკაზე. ანალიზი აჩვენებს, რომ მონეტარული პოლიტიკის ინსტიტუციური ჩარჩოს ხარისხი განსაზღვრავს არა მხოლოდ ინფლაციის მოკლევადიან ვარდნას, არამედ მის გრძელვადიან სტაბილურობასაც. აღნიშნული მაგალითები აძლიერებენ არგუმენტს, რომ ინფლაციის მოთოვკისთვის აუცილებელია არა მხოლოდ მონეტარული ინსტრუმენტების გამოყენება, არამედ ფისკალურ-მონეტარული ჩარჩოს ინსტიტუციური გამყარება.

ამასვე მოწმობს ჰიპერინფლაციის ისტორიული ეპიზოდებიც; კერძოდ, გერმანიაში – 1920-იან წლებში, ბოლივიაში – 1980-იან წლებში, ყოფილ იუგოსლავიაში – 1990-იან წლებში და ზიმბაბვეში – 2000-იან წლებში განვითარებული მოვლენები ადასტურებენ, რომ ფისკალური დომინაცია და ცენტრალური ბანკის მონაწილეობა ბიუჯეტის დეფიციტის მონეტიზაციაში აღნიშნული კრიზისების ძირითადი გამომწვევი ფაქტორებია. ეს გამოცდილება მიუთითებს ფისკალური და მონეტარული ინსტიტუციების დამოუკიდებლობისა და კოორდინაციის მნიშვნელობაზე ფასების სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად. შესაბამისად, იმ ქვეყნებში, სადაც ფისკალური დისციპლინის აღდგენასა და მონეტარული ხელისუფლების ინსტიტუციურ გაძლიერებას ჰქონდა ადგილი, ჰიპერინფლაცია დაძლეულია, ხოლო მონეტარული სუვერენიტეტი შენარჩუნებული. თითოეულ ასეთ შემთხვევაში, სტაბილიზაცია მიღწეული იქნა ბიუჯეტის კორექტირებით და მთავრობის

ხარჯების მკაცრი კონტროლით, საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაციების მხარდაჭერით და განსაკუთრებით, ცენტრალური ბანკის გამიჯვნით მთავრობის პირდაპირი დაფინანსებისაგან.

თანამედროვე მაგალითს წარმოადგენს არგენტინა, სადაც 2023 წელს არჩეულმა პრეზიდენტმა ხავერდოვანი მიწის მწვანედ გააკრიტიკა ცენტრალური ბანკის დამოკიდებულება მთავრობის ფინანსურ მოთხოვნებზე. მან წინასაარჩევნოდ ცენტრალური ბანკის გაუქმების ინიციატივაც კი წამოაყენა, თუმცა, პრეზიდენტად არჩევის შემდეგ, რეალური რეფორმები განსხვავებული მიმართულებით განახორციელა. კერძოდ, არგენტინის ხელისუფლებამ აქტიურად დაიწყო ფისკალური დისციპლინის გამკაცრების მიმართულებით ღონისძიებების განხორციელება, რაც ინფლაციის მოთოვვის კუთხით გაცილებით ეფექტიანი ნაბიჯი აღმოჩნდა, ვიდრე ცენტრალური ბანკის გაუქმება ან მისი ფუნქციური შესუსტება შეიძლებოდა ყოფილიყო (Kleinheyer and Schnabl, 2025). პრეზიდენტის პოსტის დაკავების შემდეგ, 2023 წლის დეკემბერში, მიწის სახელმწიფო ხარჯები დაახლოებით 30%-ით შემცირდა, რაც მოიცავდა საჯარო უწყებების გაერთიანებას ან დახურვას, სუბსიდიების გაუქმებას და ადმინისტრაციული ხარჯების რაციონალიზაციას. ამავე პერიოდში, ცენტრალურმა ბანკმა (BCRA) შეწყვიტა ბიუჯეტის დეფიციტის მონეტიზაცია, რაც ერთ-ერთი ფუნდამენტური ნაბიჯი იყო ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკის სტაბილიზაციის მიმართულებით. შედეგად, ერთი წლის შემდეგ, თვე-თვეზე ინფლაცია, 25%-იდან (2023 წლის დეკემბერი) 2.7%-მდე შემცირდა (2024 წლის დეკემბერი). უფრო მეტიც, აღნიშნული მაჩვენებელი 2025 წლის ივნისში უკვე 1.6%-მდე ჩამოვიდა (თუმცა წლიური ინფლაცია კვლავ მაღალი ნარჩუნდება). რეფორმების კუთხით ამ გამოცდილებას აფასებენ როგორც მაგალითს, თუ როგორ შეიძლება ფისკალური დისციპლინის, ცენტრალური ბანკის ინსტიტუციური გამყარების და მონეტარული პოლიტიკის გამჭვირვალობის კომბინაციამ ეფექტიანად შეუწყოს ხელი

ჰიპერინფლაციის დაძლევას (Kleinheyer and Schnabl, 2025).

საქართველოს ეკონომიკის მოწყვლადობა დამოუკიდებლობის პირველ წლებში

საქართველოს ეკონომიკა, დამოუკიდებლობის მოპოვების შემდეგ, გარე და შიდა შოკების მიმართ განსაკუთრებულად მოწყვლადი აღმოჩნდა, რაც განპირობებული იყო მისი სტრუქტურული მახასიათებლებით, ინსტიტუციური სისუსტეებითა და ყოფილი საბჭოთა კავშირის სუბიექტებთან ინტეგრაციის მაღალი დონით. როგორც ვანგი (Wang, 1999) და გურგენიძე და სხვები (Gurgenidze et al., 1994) აღნიშნავენ, ქვეყნის საწარმოო და ენერგეტიკული სისტემა მჭიდროდ იყო დაკავშირებული ყოფილი საბჭოთა კავშირის რესპუბლიკებთან, განსაკუთრებით რუსეთთან, რაც განაპირობებდა ენერგომატარებლებზე მაღალ იმპორტდამოკიდებულებას. 1990 წელს ენერგოიმპორტის წილი საერთო ენერგორესურსებში 80%-ს აღემატებოდა, ხოლო 1991–1992 წლებში, შიდა წარმოების შემცირების ფონზე, ეს მაჩვენებელი კიდევ უფრო გაიზარდა.

ასეთი სტრუქტურის პირობებში, საგარეო ვაჭრობის მოცულობა და მისი თანაფარდობა მშპ-სთან (დაახლოებით 40%) ნათლად ასახავდა ეკონომიკის ღია და მოწყვლად ბუნებას. 1991 წლიდან, რესპუბლიკათშორისი მიწოდების ჯაჭვების მოშლამ, გადახდების მექანიზმების გაუქმებამ და ყოფილი საბჭოთა კავშირის ცენტრალური მთავრობისგან ტრანსფერების შეწყვეტამ საგრძნობლად შეამცირა საქართველოს საგარეო ვაჭრობა. ამასთან, ენერგოიმპორტის ფასების მკვეთრმა ზრდამ – ბუნებრივი აირის ფასის 4-ჯერ და ნავთობპროდუქტების 21-ჯერ გაძვირებამ (Wang, 1999) გააუარესა ვაჭრობის პირობები და საგარეო ბალანსი. მაკროეკონომიკური დისბალანსი კიდევ უფრო გააღრმავა კაპიტალის გადინებამ. ეს წარმოადგენდა ვაჭრობის პირობების კლასიკურ შოკს, რომლის დროსაც მცირე, ღია ეკონომიკისთვის, რომელიც ამავდროულად

ენერგოიმპორტიორია, ენერგომატარებლებზე ფასების ზრდა ეროვნული ვალუტის მკვეთრ გაუფასურებასთან ერთად უშუალოდ აისახება სამომხმარებლო ფასებზე. პარალელურად, იმპორტის მოცულობის შემცირება და ენერგოდეფიციტი ამცირებს წარმოების პოტენციალსა და ეკონომიკურ აქტივობას. ამ ორი ეფექტის ერთდროულად მოქმედება სტაგფლაციურ გარემოს ქმნის.

გარდა მნიშვნელოვანი საგარეო მოწყვლადობისა, საქართველოს ეკონომიკა ადგილობრივადაც კრიტიკული სისუსტეებით ხასიათდებოდა. ინსტიტუციური ჩარჩოები ჩამოუყალიბებელი და მყიფე იყო, ხოლო ეკონომიკური მართვის მექანიზმები – განსაკუთრებით ფისკალური და მონეტარული – მეტწილად არ არსებობდა (Papava, 2013). ამ ფონზე, შიდა პოლიტიკური კრიზისი, სამართლებრივი ინსტიტუტების დეგრადაცია და შეიარაღებული კონფლიქტები (ცხინვალის რეგიონსა და აფხაზეთში) კიდევ უფრო აღრმავებდა ეკონომიკურ დისბალანსს: დაზიანდა ინფრასტრუქტურა, გაჩნდა დევნილთა მასშტაბური ტალღა, გაიზარდა ემიგრაციის მასშტაბი და დაირღვა საქართველოს ერთადერთი პირდაპირი სარკინიგზო კავშირი რუსეთთან. ყოველივე ამან გააუარესა წარმოების პოტენციალი, დაამძიმა სოციალური მდგომარეობა და კიდევ უფრო შეამცირა ქვეყნის სავაჭრო შესაძლებლობები. შედეგად, 1991–1993 წლებში წარმოება თითქმის 70%-ით შემცირდა (International Monetary Fund, 1995b).

მრეწველობის რეგისტრირებული მაჩვენებლები, რომლებიც 1991–1992 წლებში უკვე 56%-ით იყო შემცირებული, 1993 წელს დამატებით 25%-ით დაეცა. ეკონომიკური აქტივობის მკვეთრ კლებას ენერგომომხმარებლის მონაცემებიც (ბუნებრივი გაზი, ელექტროენერგია) ადასტურებს. გურგენიძე და სხვები (Gurgenidze et al., 1994) აღნიშნავენ, რომ ეკონომიკის კოლაფსი არა მხოლოდ წარმოების შემცირებით, არამედ გადახდის სისტემების პარალიზებითაც იყო განპირობებული, რაც თავის მხრივ აფერხებდა ბიუჯეტის

ვალდებულებების დროულ შესრულებას. ამ პირობებში, ფულადი ნაკადების დეფიციტისა და ინსტიტუციური სისუსტის ფონზე, ეკონომიკა გადაერთო ბარტერულ, არაეფექტიან გაცვლით მექანიზმებზე, რაც შესაბამისად არღვევდა ფისკალური პროცესების სტანდარტულ ციკლს და ამცირებდა შემოსავლების აღრიცხვას.

საქართველოს ეკონომიკა 1990-იანი წლების დასაწყისში ფუნქციონირებდა უკიდურესად არასტაბილურ და ინსტიტუციურად დაუცველ გარემოში, რომელიც ხასიათდებოდა ფისკალური დისბალანსით, გადახდების სისტემის კოლაფსით, სავალუტო რეზერვების სიმწირით და მონეტარული პოლიტიკის ინსტიტუციური ჩარჩოს არარსებობით. ამ პირობებში, მაკროეკონომიკური პოლიტიკის განხორციელება არ ემყარებოდა არც ტექნიკურ შესაძლებლობებს და არც საკანონმდებლო გარანტიებს. მიუხედავად იმისა, რომ სამომხმარებლო ფასების ზრდა მაღალი იყო, ჰიპერინფლაციური დინამიკა მხოლოდ 1993 წელს, დროებითი ფულადი ერთეულის – კუპონის შემოღების შემდეგ დაიწყო. ვანგი (Wang, 1999) აღნიშნავს, რომ კუპონის შემოღება განხორციელდა ფუნდამენტურად მოწყვლად მაკროეკონომიკურ გარემოში: არ არსებობდა საკმარისი სავალუტო რეზერვები, არ იყო უზრუნველყოფილი მისი კონვერტირებადობა და არ არსებობდა ინსტიტუციური მექანიზმები, რომლებიც მის სტაბილურობას უზრუნველყოფდა. ამ პირობებში, კუპონი სწრაფად იქცა მონეტარული ექსპანსიის არხად, რომლის მეშვეობითაც ხდებოდა ფისკალური დეფიციტის მონეტიზაცია. შედეგად, ფულის მასის უკონტროლო ზრდამ და ეროვნული ვალუტის გაუფასურებამ გამოიწვია ინფლაციური მოლოდინების მკვეთრი გაუარესება და ჰიპერინფლაციის გაღრმავება.

ეკონომიკური მოწყვლადობა ამ პერიოდში იყო არა მხოლოდ გარე შოკების შედეგი, არამედ შიდა ინსტიტუციური სისუსტეების, პოლიტიკური და ფისკალური არასტაბილურობისა და ეკონომიკური პოლიტიკის არარსებობის

გამოძახილი. ამ პირობებში, ეკონომიკის სტაბილიზაცია მოითხოვდა არა მხოლოდ მაკრო-ეკონომიკური პარამეტრების კორექციას, არამედ სისტემურ რეფორმებს, რაც შემდგომ წლებში განხორციელდა (Papava, 2013; 2015).

საქართველოს ეროვნული ბანკის ინსტიტუციური პროფილი

საქართველოს ეროვნული ბანკის ინსტიტუციური ფორმირება 1991 წელს დაიწყო, თუმცა მისი საწყისი სამართლებრივი და ფუნქციური ჩარჩო მრავალი ხარვეზით გამოირჩეოდა. სებ-ის 1991 წლის ბოლოს მიღებული კანონმდებლობით განსაზღვრული ძირითადი მიზნები – ინფლაციის კონტროლი და ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობა ერთმანეთთან წინააღმდეგობაში მოდიოდა, ხოლო რეალური დამოუკიდებლობის არარსებობა ზრდიდა მასზე პოლიტიკურ გავლენებს.

საწყის ეტაპზე სებ-ი ინსტიტუციურად ჩამოყალიბებულ ჩარჩოებში მოქმედებდა. კერძოდ, არ იყო განსაზღვრული ის მკაფიო მექანიზმები, რომელთა საშუალებითაც ეროვნული ბანკი შეძლებდა საკუთარი დამოუკიდებლობის უზრუნველყოფას. ამასთანავე, არ არსებობდა მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებიც. სებ-ის ძირითადი ფუნქციები საკმაოდ ბუნდოვანი იყო, რაც ართულებდა მის როლს როგორც ფასების, ისე ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველყოფის მიმართულებით (Kakulia, 2008).

ზემოაღნიშნულ გამოწვევებს ემატებოდა საქართველოს ფულადი სისტემის რუბლის ზონაზე დამოკიდებულება, რაც გაგრძელდა 1993 წლამდე, სანამ რუსეთის ფედერაციამ არ შეწყვიტა ფულის ნიშნების მიწოდება. შესაბამისად, გაჩნდა დროებითი ეროვნული გადახდის საშუალების – კუპონის შემოღების საჭიროება, რომელიც სრულფასოვანი ეროვნული ვალუტის გამოშვებამდე გარდამავალ ფუნქციას შეასრულებდა. თუმცა, კუპონის შემოღება განხორციელდა უკიდურესად მონეწვლად მაკროეკონომიკურ გარემოში. როგორც უკვე აღვნიშნეთ, იმ პერიოდში ეროვნული

ბანკის როგორც მონეტარული, ისე საზედამხედველო პოლიტიკა ხასიათდებოდა სუსტი რეგულაციებითა და კონტროლის მექანიზმებით. ამ პირობებში, სწრაფად იზრდებოდა კომერციული ბანკების მიერ სესხების გაცემის ტემპი, ხშირად მინიმალური კაპიტალისა და ოპერაციული მოთხოვნების გარეშე, რაც, თავის მხრივ, ხელს უწყობდა ფულის მასის უკონტროლო ზრდას, კუპონის ღირებულების მკვეთრ შემცირებას და ინფლაციური მოლოდინების გაუარესებას (International Monetary Fund, 1995b).

ამავე პერიოდში, საქართველოს ეროვნული ბანკი ვერ ახორციელებდა ეფექტიან სავალუტო ინტერვენციებს, ვინაიდან არ გააჩნდა საკმარისი საერთაშორისო რეზერვები. საექსპორტო შემოსავლების ნაწილის (თავდაპირველად – 10%, მოგვიანებით – 32%) სებ-სთვის აუცილებელი მიყიდვის ვალდებულება ვერ უზრუნველყოფდა საჭირო მოცულობის რეზერვების დაგროვებას, რაც კიდევ უფრო ზღუდავდა მონეტარული პოლიტიკის შესაძლებლობებს და არყევდა კუპონისადმი ნდობას. შედეგად, კუპონი ვერ იქცა გადახდის სტაბილურ საშუალებად და მონეტარული დისბალანსის გაღრმავების ერთერთ არხად ჩამოყალიბდა (International Monetary Fund, 1995b).

ამრიგად, ცენტრალური ბანკის მიზანი, სტაბილურობის გარანტი გამხდარიყო, რეალურად ვერ სრულდებოდა, რადგან არ არსებობდა არც საკმარისი ინსტრუმენტები, არც სამართლებრივი საფუძვლები და არც პოლიტიკური ნება მისი, როგორც დამოუკიდებელი ინსტიტუტის, ეფექტიანი ფუნქციონირებისთვის. ფინანსური სექტორი რაოდენობრივად იზრდებოდა, მაგრამ არა ხარისხობრივად. რეგულაციების სიმწირე და ზედამხედველობის სისუსტე არასტაბილურ და არაპროგნოზირებად გარემოს ქმნიდა, სადაც ფულის მასა უკონტროლოდ იზრდებოდა, ხოლო ეროვნული ვალუტისადმი ნდობა ეცემოდა.

ყოველივე ამის ფონზე, ჩვენი შეფასებით, ეროვნული ბანკი უფრო ტექნიკურ ფუნქციას

ასრულებდა, ვიდრე მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გამტარებლის. მისი ქმედებები ხშირად კრიზისზე იყო მორგებული და არა სტრატეგიულად დაგეგმილი, რაც კიდევ უფრო ამძიმებდა ეკონომიკურ დისბალანსს. მონეტარული პოლიტიკის მიზნები და საშუალებები ერთმანეთთან შეუსაბამო იყო, ხოლო გარე მხარდაჭერის გარეშე, მხოლოდ შიდა ინსტიტუციური რესურსი საკმარისი არ აღმოჩნდა კრიზისის შესაკავებლად.

ფისკალური ექსპანსია კუპონის პერიოდში

როგორც აღინიშნა, 1993 წლისთვის, რუსული რუბლის მიწოდების შეზღუდვის კვალდაკვალ, საქართველო ფულის ნიშნების მწვავე დეფიციტის წინაშე დადგა. ამის საპასუხოდ, მთავრობამ და ეროვნულმა ბანკმა დროებითი ფულადი ერთეულის – კუპონის გამოშვების გადაწყვეტილება მიიღეს. პარალელურად, მთავრობამ დაიწყო ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკის გატარება, რამაც ქვეყანა კუპონის მკვეთრ გაუფასურებამდე და ჰიპერინფლაციამდე მიიყვანა.

ეკონომიკური კრიზისის პირობებში ფისკალური შემოსავლები ვარდნას განიცდიდა. კერძოდ, მკვეთრად შემცირდა საგადასახადო შემოსავლების წილი მშპ-სთან მიმართებაში – 1991 წლის 22%-დან 1993 წლის 2%-მდე (International Monetary Fund, 1995b). აღნიშნული მონაცემები ასახავს როგორც საგადასახადო ბაზის შემცირებას, ისე გადასახადების ამოღების

პროცესში შექმნილ შეფერხებებს. საგულისხმოა, რომ ხარჯების მიმართულებით, 1992-1993 წლებში, მთავრობის მთლიანი ხარჯების წილი მშპ-სთან მიმართებაში მეტწილად სტაბილური იყო, რამაც საბოლოოდ მკვეთრად გაზარდა კონსოლიდირებული ბიუჯეტის დეფიციტი: 1991 წელს იგი მშპ-ის 3.4%-ს შეადგენდა, ხოლო 1993 წელს – 26.2%-მდე მოიმატა. ფისკალური დეფიციტის ზრდა ძირითადად განპირობებული იყო უნივერსალური სუბსიდიებით, რომლებიც მოიცავდა გაზის, ელექტროენერგიისა და საზოგადოებრივი ტრანსპორტის სუბსიდირებას. 1993 წელს ფისკალური დეფიციტის დაახლოებით 20% სეზონის მიერ დაფინანსდა, დანარჩენი ნაწილი კი – გარე სესხებითა და საერთაშორისო გრანტებით (International Monetary Fund, 1995b).

საერთაშორისო ორგანიზაციების მნიშვნელოვანი დახმარების მიუხედავად, ეკონომიკური კრიზისი სახეზე იყო (იხ. ცხრილი 1). 1994 წლის ბოლოსთვის მკვეთრად დაეცა კუპონის გაცვლითი კურსი – ერთი აშშ დოლარის ღირებულებამ 2.5 მლნ კუპონი შეადგინა. ამასთანავე, მნიშვნელოვნად გაიზარდა არაოფიციალური გაცვლითი თანაფარდობები². 1993–1994 წლებში საშუალო თვიური ინფლაცია 50–70%-ის ფარგლებში მერყეობდა. კუპონის გამოყენება ძირითადად რეგულირებადი სექტორებით შემოიფარგლებოდა, როგორცაა პური და კომუნალური მომსახურება, სხვა ტრანზაქციებში კი კვლავ რუბლი დომინირებდა (International Monetary Fund, 1995b).

ცხრილი 1. ძირითადი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
რეალური მშპ (% ცვლილება)	-21.1	-44.9	-29.3	-10.4	2.6	11.2
ინფლაცია (% ცვლილება) ³	51.4	1239.4	8949.7	6472.8	57.4	13.8
რეგისტრირებული უმუშევრობა (რაოდენობა, კაცი/ქალი) ⁴	5902	136402	225886	75714	...	...

წყარო: საქსტატი, IMF, World Bank.

2. განაკვეთები, რომლებიც ყალიბდებოდა სავალუტო ბაზრის გარეთ.

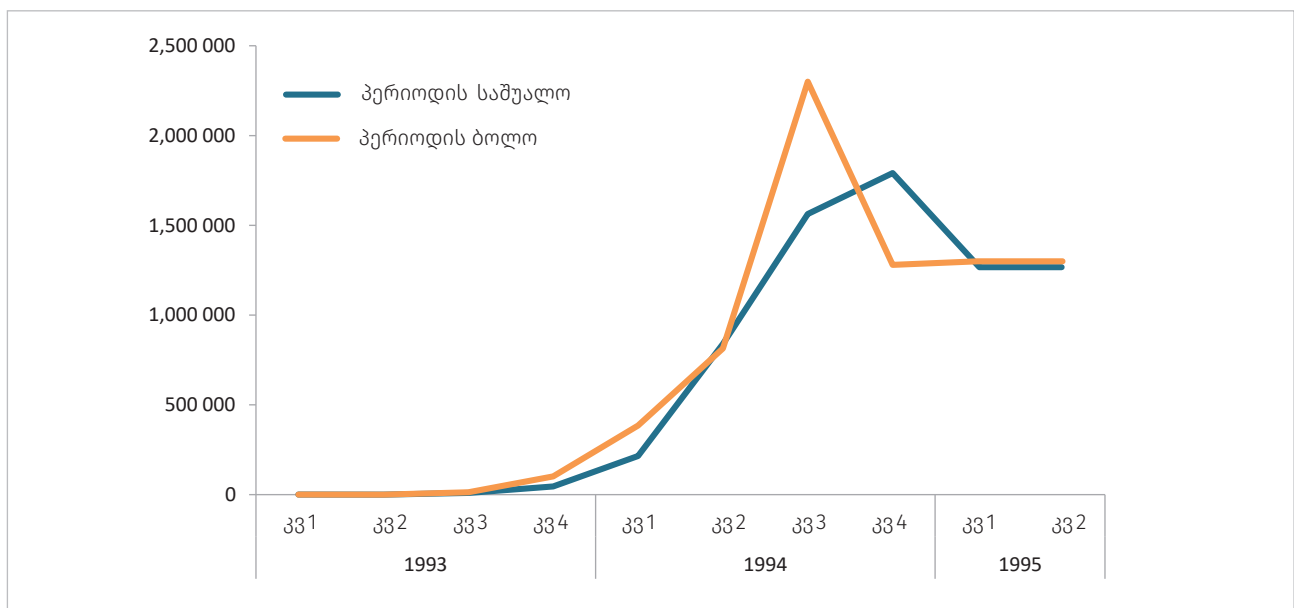
3. საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური (საქსტატი), პერიოდის ბოლო.

4. პერიოდის ბოლო (31 დეკემბერი).

განმეორებითი ფისკალური შოკების ფონზე, სების მიერ ფისკალური დეფიციტის დაფინანსების მცდელობამ, რაც სენიორაჟის ფორმას იღებდა, ქვეყანა ე.წ. „ჩაკეტილ წრეში“ შეიყვანა და ფასების კიდევ უფრო სწრაფ ზრდას შეუწყო ხელი. ჰიპერინფლაციური სპირალის გაჩერება მოითხოვდა ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკის ფუნდამენტურ ცვლილებას. კერძოდ, ბიუჯეტის დეფიციტის მკვეთრ შემცირებას და ცენტრალური ბანკის მონეტარული ოპერაციების მკაცრ კონტროლს, რაც აუცილებელი იყო ინფლაციური მოლოდინების მართვისა და ეკონომიკური სტაბილურობის აღსადგენად.

რაც შეეხება სენიორაჟს, ანუ იმ რეალურ რესურსებს, რასაც სახელმწიფო მონეტარული ბაზის გაფართოებით იღებს. აღსანიშნავია, რომ ვანგის (Wang, 1999) შეფასებით, ლაფერის მრუდს⁵ საქართველოს მაგალითზე არ ჰქონდა კლასიკური – შებრუნებული U-ს – ფორმა. ნაცვლად ამისა, სენიორაჟსა და ინფლაციას შორის კავშირი L-ის ფორმის იყო და 1993 წლის ნოემბრის შემდეგ სენიორაჟი ფაქტობრივად არ რეაგირებდა ინფლაციის ცვლილებაზე. აღნიშნული, საზოგადოდ, დამახასიათებელია ჰიპერინფლაციური პროცესისთვის, სადაც მონეტარული ბაზის გაფართოება აღარ წარმოადგენს ფისკალური შემოსავლის წყაროს.

დიაგრამა 3. საქართველო: კუპონი - აშშ დოლარის გაცვლითი კურსი



წყარო: IMF.

საერთაშორისო საფინანსო ინტიტუტების დახმარებით დაწყებულმა რეფორმებმა (უფრო დეტალურად განხილულია მომდევნო პარაგრაფში) მოსახლეობისა და ეკონომიკური სუბიექტების განწყობების გაუმჯობესება გამოიწვია, რაც აისახა კიდევ კუპონის გაცვლითი კურსის მცირედ გამყარებაში (იხ. დიაგრამა 3). 1995 წელს, საქართველოს პარლამენტმა პირველად

დაამტკიცა ოფიციალური ბიუჯეტი, რომლის დეფიციტის დაფინანსება ძირითადად უცხოური სესხებითა და გრანტებით მოხდებოდა.

სტაბილიზაციის პოლიტიკა

1994 წლის მეორე ნახევარსა და 1995 წელს გატარებული საკანონმდებლო, ფისკალური და მონეტარული რეფორმები გარდამტეხი

5. კავშირი მიმოქცევაში არსებული ვალუტის თვიურ ცვლილებასა (აშშ დოლარში) და შესაბამის თვეში დაფიქსირებულ ინფლაციის მაჩვენებელს შორის.

აღმოჩნდა საქართველოს ეკონომიკის კრიზისიდან გამოყვანის გზაზე. ინფლაციის კონტროლისა და ეკონომიკური სტაბილიზაციის მიზნით, ხელისუფლებამ, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მხარდაჭერით, შეიმუშავა მკაცრი ფისკალური და მონეტარული ღონისძიებები, რაც პირველ ეტაპზე ბიუჯეტის დეფიციტის მკვეთრ შემცირებას, სახელმწიფო სუბსიდიების შეწყვეტასა და გადასახადების სისტემის რეფორმირებას გულისხმობდა (International Monetary Fund, 1995a).

ჰიპერინფლაციასთან ბრძოლის სტრატეგია მიზნად ისახავდა ფისკალური დისციპლინის განმტკიცებას და მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების გამოყენების ოპტიმიზაციას. იგი ითვალისწინებდა, ერთი მხრივ, ბიუჯეტის დეფიციტის ეროვნული ბანკის მიერ დაფინანსების მკვეთრ შეზღუდვას, ხოლო მეორე მხრივ, ეროვნული ბანკის მიერ ავტომატური ოვერდრაფტის საშუალებით კომერციული ბანკების ემისიური დაკრედიტების შეწყვეტას. ორივე ღონისძიება წარმატებით განხორციელდა, რამაც შეაჩერა მიმოქცევაში ფულის მასის უკონტროლო ზრდა (World Bank, 1996).

ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირების კონტექსტში განსაკუთრებით აღსანიშნავია პურის, ელექტროენერგიისა და გაზის სუბსიდიების ეტაპობრივი გაუქმება და ფასების შესაბამისი ლიბერალიზაცია. გაუქმდა აგრეთვე სუბსიდიები სახელმწიფო საკუთრებაში არსებული საწარმოებისთვის. პარალელურად, განხორციელდა ღონისძიებები ბიუჯეტის შემოსავლების ზრდის უზრუნველსაყოფად, როგორც გადასახადების განაკვეთების მატების, ისე საგადასახადო ადმინისტრირების გაუმჯობესების მიმართულებით (International Monetary Fund, 1995a).

ეროვნული ვალუტის გაუფასურების შენელების ხელშეწყობის მიზნით მოიხსნა სავალუტო შეზღუდვები და გაიზარდა გაცვლითი კურსის მოქნილობა.

ჩამოთვლილი ღონისძიებები მიზნად ისახავდა ფისკალური დისციპლინის გაძლიერებასა და

ჰიპერინფლაციური სპირალის გარღვევას, რაც ფუნდამენტურად აუცილებელი იყო ქვეყნის ეკონომიკური სტაბილიზაციისთვის. ამ ზომებმა ეკონომიკა მეტნაკლებად დაასტაბილურა, ინფლაციის დონე 50%-ის ფარგლებში მოექცა, ხოლო აშშ დოლართან კუპონის გაცვლითი კურსი 1.3 მილიონ კუპონამდე ჩამოვიდა (International Monetary Fund, 1995b).

1995 წლის ბაზუხულში საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა შეაფასა რეფორმების მიმდინარეობა საქართველოში და შეიმუშავა დამატებითი რეკომენდაციები. უკანასკნელი ითვალისწინებდა ფისკალური კონსოლიდაციის გაძლიერებას სახელმწიფო ხარჯების შემდგომი შეზღუდვის, კვაზიფისკალური სუბსიდიების გაუქმებისა და შემოსავლების ეფექტიანი მობილიზაციის გზით. აღნიშნული ზომები განიხილებოდა როგორც ფუნდამენტური წინაპირობა ფისკალური სანდოობის აღსადგენად და იმ ინფლაციური ზეწოლის შესამცირებლად, რომელმაც წარსულში მნიშვნელოვნად დააზიანა მონეტარული სტაბილურობა.

ამასთან, სავალუტო ფონდი განსაკუთრებით ამახვილებდა ყურადღებას მონეტარული დისციპლინის განმტკიცებაზე, რაც გულისხმობდა ეროვნული ბანკის მიერ მთავრობის დაკრედიტების მინიმუმამდე დაყვანას და საქართველოს ეროვნული ბანკის ოპერაციული დამოუკიდებლობის გაძლიერებას. სტაბილიზაციის პოლიტიკის ლოგიკური შედეგი უნდა ყოფილიყო სრულფასოვანი ეროვნული ვალუტის – ლარის შემოღება 1995 წლის ბოლოს, ამასთან, თავდაპირველად მიზანშეწონილად ჩაითვადა მართვადი მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის დამკვიდრება, რაც ნიშნავდა, რომ კურსი ნაწილობრივ საბაზრო ძალების გავლენით ფორმირდებოდა, ხოლო ეროვნული ბანკი კურსწარმოქმნის პროცესში მხოლოდ კრიტიკული საჭიროების შემთხვევაში ჩაერეოდა. ყოველივე ეს მნიშვნელოვანი იყო მონეტარული კონტროლის აღდგენისა და ინფლაციური მოლოდინების სტაბილიზაციის თვალსაზრისით.

საბოლოო ჯამში, სავალუტო ფონდის დასკვნით, სტაბილიზაციის წარმატება დამოკიდებული იყო არა მხოლოდ გამართულ მაკროეკონომიკურ პოლიტიკაზე და სტრუქტურულ რეფორმებზე (ფასების ლიბერალიზაცია, პრივატიზაცია, რეგულაციების შემცირება და სხვა), არამედ ინსტიტუციური ჩარჩოს გაძლიერებასა და გარე მხარდაჭერის შენარჩუნებაზე, რაც უზრუნველყოფდა რეფორმების სანდოობასა და მდგრადობას.

1995 წლის ივნისში საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა კონსტიტუციური გარანტიით მოიპოვა მონეტარული პოლიტიკის დამოუკიდებლად წარმართვის შესაძლებლობა, რამაც ინსტიტუციური საფუძველი ჩაუყარა ახალი ეროვნული ვალუტის – ლარის შემოღებას, რომელიც 1995 წლის 2 ოქტომბერს გადახდის ერთადერთი კანონიერი საშუალება გახდა. ხოლო გაცვლითი კურსის რეჟიმი ოფიციალურად განისაზღვრა როგორც მართვადი მცურავი.

აღნიშნული რეფორმები არა მხოლოდ ტექნიკური ღონისძიებები იყო, არამედ სისტემური გარდაქმნის ნაწილი, რომელიც მიზნად ისახავდა საბჭოთა მოდელიდან საბაზრო ეკონომიკისკენ ტრანზიციას (Papava, 2013; 2015). ამ რეფორმებმა მნიშვნელოვანი შედეგები გამოიღო. თუ 1994 წლის სექტემბერში, წინა თვესთან შედარებით, ინფლაციის დონე 200%-ს აღარებდა, 1995 წლის მეორე ნახევრიდან იგი 3-4%-ის ფარგლებში დასტაბილურდა. ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირებამ და სახელმწიფო ხარჯების მკაცრმა კონტროლმა ფინანსური სტაბილურობის მიღწევას შეუწყო ხელი, ხოლო სავალუტო ბაზარზე ეროვნული ბანკის ინტერვენციებმა ლარის კურსის შედარებითი სტაბილურობა უზრუნველყო.

მიუხედავად იმისა, რომ სტაბილიზაციის პოლიტიკამ ეკონომიკური კრიზისიდან გამოსვლის წინაპირობები შექმნა, პროცესს თან ახლდა სოციალური სირთულეები. სახელმწიფო სუბსიდიების გაუქმება და მკაცრი ფისკალური შეზღუდვები მძიმე ტვირთად დაანვა მოსახლეობას, თუმცა აღნიშნული ზომები გარდამავალ პერიოდში აუცილებელ ნაბიჯად

მიიჩნეოდა. საბოლოოდ, 1994-1995 წლებში განხორციელებულმა რეფორმებმა საფუძველი ჩაუყარა საქართველოს ეკონომიკის შემდგომ განვითარებასა და მაკროეკონომიკური სტაბილურობის შენარჩუნებას.

დასკვნა

1991-1995 წლების საქართველოს გამოცდილება ნათლად აჩვენებს, რამდენად გადამწყვეტია მონეტარული და ფისკალური ინსტიტუტების ეფექტიანი ფუნქციონირება ჰიპერინფლაციის დაძლევის და ეროვნული ვალუტის ჩამოყალიბების პროცესში. სუსტი სახელმწიფო ინსტიტუტები, პოლიტიკური არასტაბილურობა და ფინანსური სისტემის კოლაფსი დამოუკიდებლობის მოპოვების შემდგომ ქმნიდა უკიდურესად რთულ გარემოს ეფექტიანი ეკონომიკური პოლიტიკის განხორციელებისთვის.

წინამდებარე ნაშრომში წარმოდგენილი ანალიზი ცხადყოფს, რომ სახელმწიფოებრიობის საწყის ეტაპზე საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა ვერ მოახერხა ფისკალური დომინაციის თავიდან აცილება და იძულებული გახდა ბიუჯეტის დეფიციტი დაეფინანსებინა. ეს, ადგილობრივი წარმოების ვარდნასთან, საგარეო ვაჭრობის შემცირებასთან და ენერგომატარებლების იმპორტზე ფასების მკვეთრ ზრდასთან ერთად, ჰიპერინფლაციის ერთ-ერთ ძირითად გამომწვევ ფაქტორად იქცა. ინსტიტუციური დამოუკიდებლობის არარსებობის პირობებში, ხელისუფლების მიერ შემოღებული გადახდის დროებითი საშუალება – კუპონი ვერ იქცა სიცოცხლისუნარიან ფულად ერთეულად და კიდევ უფრო დაამძიმა ეკონომიკური კრიზისი.

ხელისუფლების პოლიტიკურმა ნებამ ეკონომიკური სტაბილიზაციის პროცესში ჩაერთო საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტები, კერძოდ, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი და მსოფლიო ბანკი, გადამწყვეტი როლი ითამაშა ფისკალური დისციპლინის გამტკიცებასა და გაზრდილი ინსტიტუციური დამოუკიდებლობის მქონე ეროვნული ბანკის მიერ მონეტარული პოლიტიკის ადეკვატური ჩარჩოს დამკვიდრებაში. შედეგად, აღდგა ფასების სტაბილურობა და შეიქმნა სათანადო ნიადაგი

სრულფასოვანი ეროვნული ვალუტის – ლარის შემოსაღებად, რამაც თავის მხრივ, საფუძველი ჩაუყარა კრიზისის დაძლევისა და ეკონომიკური აღდგენის პროცესს.

წინამდებარე ისტორიული ნარკვევი მნიშვნელოვან გამოცდილებას სთავაზობს იმ განვითარებად ეკონომიკებს, რომლებიც მძიმე პოლიტიკური, სოციალური ან სხვა ფაქტორების გამო კვლავ განიცდიან მაკროეკონომიკურ არასტაბილურობას. საქართველოს მაგალითი ცხადყოფს, რომ მონეტარული სტაბილურობის მიღწევა და სუვერენული ვალუტის წარმატებული შემოღება შესაძლებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როდესაც რეფორმები მჭიდროდ არის დაკავშირებული ინსტიტუციური გაძლიერების პროცესთან, მკაცრ ფისკალურ ჩარჩოებთან და საერთაშორისო მხარდაჭერასთან.

გამოყენებული ლიტერატურა

პაპავა, ვ. (2015). *საქართველოს ეკონომიკა: რეფორმები და ფსევდორეფორმები*. თბილისი: გამომცემლობა ინტელექტი.

Athanasopoulos, G., Masciandaro, D. and Romelli, D. (2025). Central Bank Independence and Inflation Persistence in Emerging Economies, *Journal of Monetary Economics*, 138, pp. 1–22.

Balcerowicz, L. (1995). *Socialism, Capitalism, Transformation*. Budapest: Central European University Press.

Baumann, E., Rossi, S. and Schomaker, R. (2021). Does Central Bank Independence Matter for Inflation? Evidence from Panel Structural VARs, *Economic Modelling*, 94, pp. 317–330.

Bruno, M. and Fischer, S. (1990). Seigniorage, operating rules, and the high inflation trap, *Quarterly Journal of Economics*, 105(2), pp. 353–374.

Dornbusch, R. (1987). Lessons from the German inflation experience of the 1920s, in Dornbusch, R. and Fischer, S. (eds.). *Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of Franco Modigliani*. Cambridge, MA: The MIT Press, pp. 337–366.

Garriga, A. C. (2025). Institutional Design and Monetary Stability: Revisiting Central Bank Independence, *Comparative Economic Studies*, 67(2), pp. 145–168.

Gurgenidze L., Lobzhanidze M. and Onoprishvili D. (1994). Georgia: From Planning to Hyperinflation, *Communist Economies & Economic Transformation*, 6 (2), pp. 131–146.

International Monetary Fund. (1995a). *Republic of Georgia. The 1995 Article IV Consultation and First Review Under the Stand-by Arrangement*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

International Monetary Fund. (1995b). *Republic of Georgia - Recent Economic Developments*. IMF Staff Country Reports. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Kakulia, M. (2008). Before and after the introduction of the Lari: Georgian national currency in retrospect, in E. M. Ismailov (ed.) *Central Eurasia: National Currencies*. Stockholm: CA&CC Press, pp. 108–128.

Kakulia, M. and Gigineishvili, N. (2001). The primary objectives and priorities of monetary policy in Georgia, *Problems of Economic Transition*, 48 (4), pp. 6–26.

Kleinheyer, M., and Schnabl, G. (2025). *Argentina: Javier Milei's Reform Agenda from a Theoretical and Empirical Perspective*. CESifo Working Paper No. 11752.

Mosakhlishvili, A. (2024). *Central Bank Dilemma in a Small Open Economy: The Trade-Off Between Dedollarization and Lower Inflation*. Doctoral dissertation, Caucasus University, pp.6–8.

Papava, V. (1996). The Georgian economy: From “shock therapy” to “social promotion, *Communist Economies & Economic Transformation*, 8(2), pp. 251–267. <https://doi.org/10.1080/14631379608427769>

Papava, V. (2011). On the first generation of post-communist reforms of Georgia's economy: Retrospective analysis, *The Caucasus & Globalization*, 5 (3–4), pp. 20–30.

Papava, V. (2013). *Economic reforms in post-communist Georgia: Twenty years after*. New York: Nova Science Publishers.

Sachs, J. (1987). The Bolivian hyperinflation and stabilization, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 77(2), pp. 279–283.

Sargent, T. J. (1982). The end of four big inflations, in Hall, R.E. (ed.). *Inflation: Causes and Effects*. Chicago: University of Chicago Press, pp 41–97.

Wang, J. Y. (1999). *The Georgian hyperinflation and stabilization*. IMF Working Paper WP/99/65. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

World Bank, (1996). *Report and recommendation of the president of the International Development Association to the executive directors on a proposed structural adjustment credit in an amount of SDR 41.3 million to the Republic of Georgia*, pp 29–32. Washington, D.C.: World Bank.

სავალუტო ინტერვენციების როლი მცირე ღია ეკონომიკაში: საქართველოს მაგალითზე

ლაშა არევაძე, გიორგი გიგინეიშვილი, თამთა სოფროშაძე,
ეკატერინე მიქაბაძე, დავით თუთბერიძე, სერგო გაღულია

ანოტაცია

ბოლო წლებში, გლობალური ტურბულენტობისა და საგარეო შოკების ინტენსივობის ზრდის ფონზე, სავალუტო ბაზრებზე მერყეობა მნიშვნელოვნად გაიზარდა. ამის საპასუხოდ, ცენტრალურმა ბანკებმა გააძლიერეს ინტერვენციების, როგორც პოლიტიკის ინსტრუმენტის, გამოყენება. მათ შორისაა საქართველოს ეროვნული ბანკიც, რომელმაც არაფუნდამენტურ შოკებზე საპასუხოდ, ბაზრის ჭარბი მერყეობის შესამცირებლად, სავალუტო ინტერვენციები განახორციელა. მოცემული კვლევა განიხილავს 2024 წლის მეორე ნახევარში, მყარი ფუნდამენტური მაკროეკონომიკური ფაქტორების მიუხედავად, პოლიტიკური დაძაბულობის ფონზე ეკონომიკური აგენტების მოლოდინების გაურესების შედეგად სავალუტო ბაზარზე წარმოქმნილი წნეხის ეპიზოდს. მეჩხერი სავალუტო ბაზრის პირობებში შესაძლებელია, რომ არაფუნდამენტურმა შოკმა კურსის წონასწორული დონიდან მნიშვნელოვანი და ხანგრძლივი გადახრა გამოიწვიოს. დოლარიზებულ ეკონომიკებში კურსის მსგავსი ცვლილება მიწოდების შოკად გარდაიქმნება და ართულებს დილემას ინფლაციასა და გამოშვებას შორის. ამ პირობებში, სავალუტო ბაზარზე სტერილიზებული ინტერვენციები აუმჯობესებს მონეტარული პოლიტიკის არჩევანს და ეკონომიკურ შედეგებს. საქართველოს შემთხვევაში რაოდენობრივი ინტეგრირებული

პოლიტიკის მოდელის (QIPF) საფუძველზე მომზადებული კონტრაქტული ანალიზიც სწორედ ამას აჩვენებს: კერძოდ, მშპ-ის 2.1%-ის ტოლი მოცულობის ინტერვენციების განხორციელების შედეგად გაცვლითი კურსის ჭარბი მერყეობა შემცირდა. ინფლაცია საშუალოდ 0.5 პროცენტული პუნქტით (პპ) შემცირდა, ხოლო გამოშვების გაპი ჯამურად 1.3 პპ-ით გაუმჯობესდა. თუმცა, სარგებელთან ერთად საგულისხმოა, რომ რეალურ დროში პოლიტიკის გატარებისას რთულია ფუნდამენტური და არაფუნდამენტური შოკების გამიჯვნა. პირველ შემთხვევაში ინტერვენციები არაეფექტიანია და, რეზერვების მკვეთრი შემცირების მიუხედავად, სასურველი შედეგები ვერ მიიღწევა. ამისგან განსხვავებით, არაფუნდამენტურ შოკზე რეაქცია ამცირებს ჭარბ მერყეობას და სხვა თანაბარ პირობებში, აუმჯობესებს შოკის გამკლავების შესაძლებლობებს.

საკვანძო სიტყვები: სავალუტო ბაზარი, გაცვლითი კურსის გაუფასურება, ინტერვენციები, ფუნდამენტური და არაფუნდამენტური შოკები, დოლარიზაცია, კონტრაქტული ანალიზი.

შესავალი

ბოლო რამდენიმე ათწლეულის განმავლობაში მნიშვნელოვნად გაიზარდა იმ ქვეყნების რაოდენობა, რომლებიც ფასების სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად ინფლაციის თარგეთირების

რეჟიმზე გადავიდნენ. მათ შორის არიან, როგორც მზარდი, ისე განვითარებადი ეკონომიკები. ინფლაციის თარგეთირების პირობებში, ფასების სტაბილურობის მისაღწევად, მთავარი ინსტრუმენტი საპროცენტო განაკვეთია. თუმცა, მცირე ზომის, მაღალი დოლარიზაციის მქონე ღია ეკონომიკებში ხშირია სტრუქტურული ნაკლოვანებები, რის გამოც მონეტარული პოლიტიკის განხორციელებისას საპროცენტო განაკვეთთან ერთად დამატებითი ინსტრუმენტებიც გამოყენება. აღნიშნული განსაკუთრებით რელევანტურია გლობალური ფინანსური პირობების ცვლილების ეპიზოდებში. მაგალითად, 2013 წლის ე.წ. „Taper Tantrum“-ისა და 2020 წლის კოვიდ შოკის პერიოდში სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციები აქტიურად ხორციელდებოდა (Chen et al., 2023). მზარდ და განვითარებად ქვეყნებში სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციების გამოყენება განპირობებულია პოლიტიკის დილემებით, რომლებიც ამცირებენ საპროცენტო განაკვეთის ეფექტიანობას და საჭიროებს დამატებითი ინსტრუმენტების გამოყენებას კეთილდღეობის დანაკარგის მინიმიზაციისთვის. მზარდი და განვითარებული ბაზრებისთვის დამახასიათებელია მეჩხერი სავალუტო ბაზარი, რაც ზრდის გაცვლითი კურსის ფუნდამენტური დონიდან გადახრის ალბათობასა და ხანგრძლივობას (Adrian, et al., 2021). ამ ეკონომიკებში არსებული ფინანსური დოლარიზაცია კი, მათ საბალანსო უწყისში სავალუტო შეუსაბამობის ფონზე, ამცირებს გაცვლითი კურსის მოქნილობის სარგებელს. გაცვლითი კურსის მერყეობა მიწოდების მხარეზეც ახდენს გავლენას და დილემას წარმოშობს ფასების სტაბილურობასა და გამოშვებას შორის. გარდა ამისა, მზარდი ბაზრების შემთხვევაში, სავაჭრო კონტრაქტების აშშ დოლარში ფასდადება, მოკლევადიან პერიოდში, მიუხედავად გაცვლითი კურსის მოქნილობისა, ზღუდავს საგარეო დისბალანსის აღმოფხვრის შესაძლებლობას (Gopinath, et al., 2020).

სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციები გაცვლით კურსზე ოთხი სხვადასხვა არხით აისახება.

აღსანიშნავია, რომ ბაზრის მეჩხერობა ის ნაკლოვანებაა, რომელიც ლიკვიდობის სიმწირის პირობებში, სავალუტო ინტერვენციების გაცვლით კურსზე გადაცემას განაპირობებს. ცალკეული კვლევების მიხედვით (Adler, et al., 2015), ნომინალური მშპ-ის 1%-ის ექვივალენტური ინტერვენციების შემთხვევაში გაცვლითი კურსი 1.7-2%-ით იცვლება. თუმცა, მაშინ, როდესაც მეტ-ნაკლებად არსებობს კონსენსუსი, რომ ინტერვენციები ჭარბი მერყეობის შემცირების კუთხით ეფექტიანია, არ არსებობს მყარი მტკიცებულება, რომ ფუნდამენტური შოკის პირობებში ინტერვენციებს გაცვლითი კურსის დონეზე გავლენის მოხდენა შეუძლია.

აღსანიშნავია ინტერვენციებთან დაკავშირებული ხარჯებიც. გარდა ფისკალური ხარჯისა, მნიშვნელოვანია, რომ სავალუტო ბაზარზე ინტერვენცია და შედეგად გაცვლითი კურსის მერყეობის შემცირება, შესაძლოა ქმნიდეს გაცვლითი კურსის რისკის დაზღვევის აღქმას. ამის შედეგად იზრდება ვალდებულებების დოლარიზაცია და ასევე ფერხდება ჰეჯირების ბაზრის განვითარება, თუმცა ამ უკანასკნელის შემთხვევაში ემპირიული კვლევების შედეგები ერთმნიშვნელოვანი არ არის (Mehrotra and Gadanecz, 2013).

საქართველოს შემთხვევაში, ბოლო პერიოდში, საგარეო შოკების ინტენსივობის ზრდის პარალელურად, აღსანიშნავია ეროვნული ბანკის გაზრდილი აქტივობა სავალუტო ბაზარზე. მაგალითად, 2020 წელს, კოვიდ პანდემიისა და მზარდი ბაზრების მიმართ რისკის აპეტიტის შოკის პირობებში, ინტერვენციებმა მშპ-ის 5.7% შეადგინა. ასევე, 2022 წელს, საგარეო შემოდიანების ფონზე ეროვნული ბანკი აქტიურად ახორციელებდა რეზერვების შევსებას. 2024 წელს კი, მიუხედავად მყარი ფუნდამენტური ფაქტორებისა, ადგილობრივი ტურბულენტობის ფონზე, გამოიკვეთა მზარდი ინტერესი „უსაფრთხო აქტივების“ მიმართ, რამაც მნიშვნელოვნად გაზარდა წნეხი სავალუტო ბაზარზე. აღსანიშნავია, რომ ეკონომიკის სტრუქტურული ნაკლოვანებების (frictions) პირობებში, სავალუტო ბაზარზე ჭარბი

მერყეობა პოლიტიკის გამტარებლებს დამატებითი ინსტრუმენტების გამოყენებისკენ უბიძგებს, რადგან შოკის გამკლავება მხოლოდ კონვენციური პოლიტიკის - საპროცენტო განაკვეთის გამოყენებით, მაღალ ეკონომიკურ ხარჯებთან ასოცირდება.

სტატია აჯამებს სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციების განხორციელებისას გასათვალისწინებელ ფაქტორებს: პირველ რიგში განხილულია გაცვლითი კურსის მოქნილობის სარგებელი და შეზღუდვები - ნაკლოვანებები, რომლებიც გარკვეულწილად ამცირებს მოქნილობის სარგებელს. შემდგომ შეჯამებულია ის არხები, რომელთა მეშვეობით ინტერვენციები გაცვლით კურსზე მოქმედებენ. ამას მოსდევს ინტერვენციებთან დაკავშირებული ხარჯების განხილვა. საბოლოოდ კი, რაოდენობრივი ინტეგრირებული პოლიტიკის ჩარჩოს მოდელის საფუძველზე წარმოდგენილია 2024 წელს განხორციელებული ინტერვენციების კონტრაქტული ანალიზი. დასკვნები აჯამებს სტატიის ძირითად მიგნებებს ინტერვენციებთან დაკავშირებულ სარგებელსა და რისკებთან მიმართებით.

ლიტერატურის მიმოხილვა

გაცვლითი კურსის მოქნილობის შეზღუდვები

მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის პოტენციური უპირატესობები ფართოდ არის აღიარებული აკადემიურ ლიტერატურაში და ასახული ცენტრალური ბანკების პოლიტიკაში სავალუტო ბაზარზე. აღნიშნული უპირატესობები განსაკუთრებით თვალსაჩინოა მცირე ღია ეკონომიკებში, რომლებიც საგარეო შოკებისა და კაპიტალის ნაკადების მერყეობის მიმართ მაღალი მოწყვლადობით ხასიათდებიან (Obstfeld and Rogoff, 1995). ასეთ გარემოში, გაცვლითი კურსი ეკონომიკის სტაბილიზაციის ძირითად მექანიზმს წარმოადგენს, რომელიც უზრუნველყოფს მონეტარული პოლიტიკის ავტონომიის შენარჩუნებას და ამავდროულად ასრულებს შოკების შეწოვის ფუნქციას, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც ქვეყანა განიცდის საგარეო მოთხოვნის უარყოფით

შოკს. წარმოქმნილი საგარეო დისბალანსი რეალური გაცვლითი კურსის ცვლილებით უნდა აღმოიფხვრას (Céspedes, Chang and Velasco, 2004). აღნიშნული ორი გზით არის შესაძლებელი ნომინალური გაუფასურებით ან ფასების კორექტირებით. ეს უკანასკნელი ნომინალური ხელფასების შემცირებით მიიღწევა, რაც რეალური ეკონომიკური აქტივობის შემცირებას გულისხმობს და განსაკუთრებით ხარჯიანი და დროში გახანგრძლივებული პროცესია (Gadanecz and Mehrotra, 2013). ამის საპირისპიროდ, ნომინალური გაუფასურების შედეგად საგადასახდელო ბალანსის გაუმჯობესებას დანახარჯების ჩანაცვლების არხი უზრუნველყოფს, რაც ეკონომიკის მიერ შოკების შეწოვის შესაძლებლობას აუმჯობესებს დამატებით ნაკლებად ხარჯიან ხდის (იხ.: Gali and Monacelli, 2005; Obstfeld and Rogoff, 1995).

ისეთი სტრუქტურული ნაკლოვანებების პირობებში, როგორებიცაა ფინანსური და რეალური დოლარიზაცია, გაცვლითი კურსის მერყეობის ინფლაციის მოლოდინებზე ჭარბი გადაცემა და მეჩხერი სავალუტო ბაზარი, გარკვეულწილად სუსტდება თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსის უპირატესობები (Basu, et al., 2020; Clarida, et al., 1999).

საქართველოს ეკონომიკის ერთ-ერთი მთავარი მოწყვლადობა ფინანსური დოლარიზაციაა, რომლის პირობებში, გაცვლითი კურსის გაუფასურება, საბალანსო უწყისში სავალუტო შეუსაბამობის ფონზე, მნიშვნელოვნად ზრდის ადგილობრივ ვალუტაში გამოხატული სესხის მომსახურების ტვირთს (Jeanne and Korinek, 2010; Mendoza, 2010). ეს კი მომხმარებლებისა და ფირმების ხარჯების მატებას გულისხმობს. სესხის მომსახურების ტვირთის ზრდა ვადაგადაცილებული სესხების რაოდენობის ზრდას განაპირობებს და ფინანსური სტაბილურობის დარღვევის რისკსაც შეიცავს (Basu, et al., 2023). თავის მხრივ, ფირმები მომატებულ ხარჯებს, მარუების შენარჩუნების მოტივით, ფასების გაზრდითა და შემცირებული ინვესტიციებით აკონპენსირებენ, რაც ეკონომიკაში მიწოდების შოკს წარმოქმნის (Berg, et

al., 2023; Chen, et al., 2023). ამ ფონზე ეროვნული ბანკი დილემის წინაშე დგება და ინფლაციის შემცირების მსხვერპლის ნორმა (Sacrifice ratio) იზრდება. ამასთან, გაზრდილი ხარჯების პირობებში მცირდება მომხმარებლების მსყიდველობით უნარი და შესაბამისად ერთობლივი მოთხოვნაც. ეს მცირედით არბილებს ინფლაციურ წნეხს, თუმცა კიდევ უფრო მეტად აუარესებს ეკონომიკის ზრდის პერსპექტივას და უარყოფითად მოქმედებს ფირმების საინვესტიციო გადაწყვეტილებაზე (Clarida, et al., 1999).

ამასთან, განვითარებადი ქვეყნების ვალუტების საერთაშორისო დონეზე არასაკმარისი სანდოობისა და გამოყენების შეზღუდულობის ფონზე, ქვეყნებს შორის სავაჭრო კონტრაქტები დომინანტურ ვალუტაში, როგორც წესი, აშშ დოლარშია დადებული (Gopinath, et al., 2020; Goldberg and Tille, 2008). ეს კი, მაგალითად, აშშ დოლარის გლობალური გამყარების ფონზე, მიუხედავად ადგილობრივი ვალუტის სხვა სავაჭრო პარტნიორების ვალუტების მიმართ გაცვლითი კურსის უცვლელობისა, მოკლევადიან პერიოდში ზრდის იმპორტისა და ექსპორტის ფასებს და ამცირებს მათ რეალურ მოცულობას (Fanelli and Straub, 2021; Gabaix and Maggiori, 2015). შედეგად, საგარეო მოთხოვნისა და შესაბამისად, შემოდიანების შემცირების ფონზე ერთობლივი მოთხოვნის შოკი წარმოიქმნება. გაძვირებული იმპორტის პირობებში კი, იზრდება იმპორტირებული ინფლაცია, რაც მიწოდების უარყოფით შოკად გადაიქცევა (Lindé, 2024). სხვაგვარად რომ ვთქვათ, სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნის ვალუტასთან მიმართებით ადგილობრივი ვალუტის გაცვლითი კურსის გაუფასურება აღარ იწვევს სავაჭრო ბალანსის გაუმჯობესებასა და ზემოთ ნახსენებ დანახარჯების ჩანაცვლების ეფექტს (Cavallino, 2019). ამასთან, აღსანიშნავია, რომ ამ ნაკლოვანების პირობებში ადგილობრივი ვალუტის სავაჭრო პარტნიორებთან გაუფასურება ტრადიციულად ამცირებს იმპორტს, მაგრამ არ ეხმარება ექსპორტის

კონკურენტუნარიანობის გაუმჯობესებას, რადგან ექსპორტის დანიშნულების ქვეყანაში კონტრაქტები აშშ დოლარშია დადებული და მათ ვალუტაში გამოხატული ფასი არ მცირდება. საგულისხმოა, რომ დომინანტურ ვალუტაში კონტრაქტის დადების მაკროეკონომიკური ეფექტები მოკლევადიანია და ფასების გადახედვის შემდგომ, რაც დაახლოებით 6-12 თვეს შეადგენს, გაცვლითი კურსის გაუფასურება კონკურენტუნარიანობის ზრდასა და მიმდინარე ანგარიშის პოზიციის გაუმჯობესებას გამოიწვევს (Amiti, et al., 2022).

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ნაკლოვანებების პირობებში საგარეო მოთხოვნის შემცირება და შესაბამისად, გაცვლითი კურსის გაუფასურება, მიწოდების შოკად გარდაიქმნება, რაც მნიშვნელოვნად აუარესებს ინფლაციურ მოლოდინებს და საფრთხეს უქმნის გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობას (Adrian, et al., 2020; Basu and Gopinath, 2024). სწორედ ეს უკანასკნელი არის მონეტარული პოლიტიკის მთავარი საზრუნავი, რადგან ზემოთხსენებული ნაკლოვანებების პირობებში, მათ შორის ხელფასების აშშ დოლარის გაცვლითი კურსის მიმართ ნაწილობრივი ინდექსირების შემთხვევაში, ჩნდება რისკი, რომ გაცვლითი კურსის გაუფასურება გამოიწვევს მეორე რიგის ეფექტებს და შეარყევს ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის სანდოობას (Arevadze, et al., 2024; Lindé, 2024). მაღალი დოლარიზაციისა და სამომხმარებლო კალათაში იმპორტირებული და შერეული პროდუქტების მაღალი წილის პირობებში, გაცვლით კურსს ინფლაციაზე შედარებით მაღალი გადაცემა აქვს, თუმცა მისი ინფლაციურ მოლოდინებზე გადაცემა სტატისტიკურად არ დასტურდება. თავის მხრივ, ეს ეროვნული ბანკის მხრიდან იმ ერთგულების დადასტურებაა, რომელსაც ის ფასების სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად იჩენს. ამას მოწმობს საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ხელშეკრულების მე-4 მუხლის ფარგლებში 2025 წელს გაკეთებული შეფასება (International Monetary Fund, 2025).

საქართველოს ეკონომიკის კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი მოწყვლადობა მეჩხერი სავალუტო ბაზარია. მიუხედავად იმისა, რომ ბაზარი ბოლო წლებში სწრაფად ვითარდება, ის საერთაშორისო სტანდარტით ჯერ კიდევ მცირე ზომისაა. ღრმა, განვითარებულ სავალუტო ბაზარზე ერთჯერადი დიდი ტრანზაქციები გაცვლით კურსზე მნიშვნელოვან გავლენას ვერ ახდენენ. გარდა ამისა, არაფუნდამენტური, ერთჯერადი შოკის შედეგად წონასწორობიდან გადახრილი გაცვლითი კურსი, როგორც წესი, სწრაფად უბრუნდება წონასწორობას. ამას ბაზრის მონაწილეები უბრუნველყოფენ, რომლებიც აცნობიერებენ კურსის რყევების დროებით ბუნებას და არბიტრაჟის მოტივით დროებით გაუფასურებულ აქტივს ყიდულობენ. ეს კი, გაზრდილი მოთხოვნის პირობებში, კურსს მის წონასწორობულ (ფუნდამენტურ) დონესთან აბრუნებს. ამის საპირისპიროდ, მეჩხერ სავალუტო ბაზრებზე, სადაც შეზღუდულია ლიკვიდობა, მონაწილეთა რაოდენობა და ჰეჯირების ინსტრუმენტები, ბაზრის თვითკორექტირების მექანიზმი ნაკლებად გამართულია (Adler, et al., 2021). ასეთ შემთხვევაში ერთჯერადმა მსხვილმა ტრანზაქციამ შესაძლოა გაცვლით კურსზე მნიშვნელოვნად იმოქმედოს. ამასთან, ერთჯერადი, მათ შორის მოლოდინებზე დამყარებული რყევები ხშირად მნიშვნელოვან მერყეობაში გადაიზრდება და გაცვლითი კურსის მის წონასწორობულ დონესთან დაბრუნება ჭიანურდება (Fanelli and Straub, 2021).

ამგვარად, რომ შევაჯამოთ: ეკონომიკაში დოლარიზაციასთან დაკავშირებული ნაკლოვანებების არარსებობის შემთხვევაში, საგარეო მოთხოვნის შოკი გაცვლითი კურსის კორექტირების შედეგად აღმოიფხვრება. ასეთ შემთხვევაში „ღვთაებრივი დამთხვევა“ (Divine coincidence) და შესაბამისად, მოკლევადიან პერიოდში კი, ფასების სტაბილურობის მიღწევა გამოშვების მაქსიმიზაციასაც უბრუნველყოფს. ნაკლოვანებების არსებობის შემთხვევაში, საგარეო მოთხოვნის შოკი ინფლაციის ზრდის შედეგად, მიწოდების შოკად გარდაიქმნება, ცენტრალური ბანკი დილემის

წინაშე აღმოჩნდება და ფასების სტაბილურობის უბრუნველსაყოფად გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთი დამატებით შეამცირებს ერთობლივ მოთხოვნას.

ღია ბაზრის ეკონომიკის მოდელების მიხედვით, სადაც სავალუტო ბაზარზე სიხისტეები არ გვხვდება, ნომინალურ კურსს დაუზღვეველი საპროცენტო პარიტეტის პირობა განსაზღვრავს (UIP). უკანასკნელის მიხედვითაც გაცვლითი კურსის მოსალოდნელი გაუფასურება ადგილობრივ და უცხოურ საპროცენტო განაკვეთებს შორის დიფერენციალით აიხსნება (Clarida, et al., 1999). ცალსახაა, რომ ამ პირობებში ინტერვენციებს გაცვლით კურსზე გავლენა ვერ ექნება. სავალუტო ბაზარზე ნებისმიერი ინფორმაცია მყისიერად გამოიწვევს მონაწილეების მიერ პოზიციების კორექტირებას და შესაბამისად, გაცვლითი კურსის წონასწორობაში დაბრუნებას.

ამის საპირისპიროა ვითარება მზარდ და განვითარებად ეკონომიკებში, სადაც გაცვლითი კურსის წონასწორობიდან ხანგრძლივი გადახრები შეინიშნება. გაბაიქსი და მაჯიორის (2015) მიხედვით, აღნიშნული დაკავშირებულია ბაზრის მონაწილეების რისკ-ავერსიულობასთან, რაც მათ უბიძგებს თავი აარიდონ ჭარბი პოზიციის დაკავებას რომელიმე ვალუტის აქტივებში. ეს გაცვლით კურსს დამოკიდებულს ხდის ბაზრის ლიკვიდურობაზე. ამ ფონზე იკვეთება გაცვლით კურსზე ინტერვენციებით გავლენის მოხდენის შესაძლებლობა. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია იმ არხების განხილვა, რომლის მეშვეობითაც ინტერვენციები გადაეცემა გაცვლით კურსს და უბრუნველყოფს მის წონასწორობაში დაბრუნებას.

უცხოური ვალუტის ინტერვენციების გაცვლით კურსზე გადაცემის არხები

მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმში, გაცვლითი კურსი საშუალოვადიან პერიოდში სავალუტო ბაზარზე მოთხოვნა-მიწოდების საფუძველზე ყალიბდება, რომელიც ფუნდამენტური მაკროეკონომიკური ფაქტო-

რებითაა განპირობებული. აქედან გამომდინარე, მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის პირობებში ინტერვენციები არ არის პოლიტიკის ძირითადი ინსტრუმენტი, თუმცა გარკვეული მიზნებისათვის ის მაინც გამოიყენება. არსებული კვლევების მიხედვით, მიღწეულია ზომიერი კონსენსუსი, რომ ინტერვენციების გამოყენებით შესაძლებელია ფუნდამენტური ფაქტორების მიღმა კურსის ცვლილებაზე ზეგავლენის მოხდენა, რაც გულისხმობს ჭარბი მერყეობის შემცირებას (BIS, 2013). თუმცა, არ არსებობს საკმარისი მტკიცებულება, რომ გარდა მოკლევადიანი ეფექტისა, ინტერვენციების გამოყენებით შესაძლებელია კურსის წონასწორული დონის ცვლილება. გაცვლით კურსზე გადაცემის ასახსნელად განვიხილავთ გადაცემის სხვადასხვა არხებს.

პორტფელის ბალანსის არხი სავალუტო ინტერვენციის გადაცემის “აქტივების მიზნდება/რისკის პრემიის” მექანიზმზეა დაფუძნებული (Sarno and Taylor, 2001). კერძოდ, სტერილიზებული ინტერვენცია ბაზარზე ცვლის (რისკის მატარებელი) ადგილობრივი და უცხოური აქტივების თანაფარდობას. რამდენადაც ინვესტორები რისკ-ავერსიულები (risk-averse) არიან, აქტივები კი სრულყოფილ ურთიერთჩამნაცვლებლებს არ წარმოადგენენ, საჭიროა რისკის პრემიის იმგვარი კორექტირება, რომ კერძო სექტორმა “ახალი” სტრუქტურის პორტფელი ნებაყოფლობით დაიჭიროს. აღნიშნულ კორექტირებას მიმდინარე პერიოდში გაცვლითი კურსის შესაბამისი ცვლილება უზრუნველყოფს. პორტფელის ბალანსის არხის ფორმალურ მოდელებს საფუძველი გასული საუკუნის 70-იან წლებში ჩაეყარა (მაგალითად, კოურის (1976) ნაშრომი). მოგვიანებით, ემპირიული კვლევის საფუძველზე, დომინგესმა და ფრანკელმა (1993) ცალსახად აჩვენეს, რომ აღწერილი არხით სტერილიზებულ ინტერვენციას შეუძლია კურსზე ზემოქმედება, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც ინტერვენციები კოორდინირებულია და საჯაროდ ცნობილი. ეს მიგნება მოგვიანებით დამატებითი მტკიცებულებებით გამყარდა სარნოს და ტეილორისა (2001) და მენხოვის (2012)

ნაშრომებში, რითაც საბოლოოდ ჩამოყალიბდა კონსენსუსი აღნიშნული არხის ეფექტიანობაზე. ბოლო პერიოდის კვლევებში სავალუტო ბაზრის აღწერისთვის გამოყენებულ მოდელებში შეტანილია ფინანსური შუამავლების ცნება (FX დილერების/საერთაშორისო ფინანსისტების), რომელთაც რისკის აღების შეზღუდული უნარი აქვთ. შესაბამისად, კაპიტალის ნაკადები და სავალუტო ინტერვენციები გაცვლით კურსს განსაზღვრავს ისე, რომ შუამავლებს აუნაზღაურდეთ დამატებითი რისკი, რასაც მათ საბალანსო უწყისებზე სავალუტო პოზიციების ცვლილება იწვევს (Gabaix and Maggiori, 2015; Montoro and Ortiz, 2023; Cavallino, 2019).

ცენტრალური ბანკის ჩარევამ სავალუტო ბაზარზე შეიძლება გავლენა მოახდინოს სიგნალის არხითაც: ინტერვენცია, თუნდაც სტერილიზებული ფორმით, ცვლის ბაზრის მოლოდინებს („ვერბალური ინტერვენცია“) მონეტარული პოლიტიკის მომავალ პოზიციასთან დაკავშირებით და/ან ტოლერანტობას გაცვლითი კურსის დონისა და მერყეობის მიმართ (Sarno and Taylor, 2001). თანამედროვე კვლევები ამ სიგნალის სიძლიერეს და შესაბამისად, ინტერვენციების ეფექტიანობას პირდაპირ უკავშირებენ ცენტრალური ბანკის მხრიდან კომუნიკაციისა და სანდოობის ხარისხს (IMF, 2023; BIS, 2022). ყოველდღიურ მონაცემებზე დაყრდნობით მენხოვი და სხვები (2021) აჩვენებენ, რომ ინტერვენციისას სიგნალის კომპონენტი დომინირებს პორტფელის ბალანსის არხზე. ამასთან, კვლევები მიუთითებს, რომ სავალუტო ინტერვენციები მეტად ეფექტიანია მაშინ, როცა ძლიერ კომუნიკაციასთან ერთად ჩარევა მასშტაბურია და თანხვედრაშია ფუნდამენტურ ფაქტორებთან (Fratzscher et al., 2019; BIS, 2022).

ლიტერატურაში ხშირად განიხილავენ კოორდინაციის არხსაც, რომელიც შინაარსობრივად ახლოს დგას სიგნალის არხთან. სტერილიზებული სავალუტო ინტერვენცია, ამ არხით ფუნდამენტურ ფაქტორებზე ორიენტირებული ბაზრის მონაწილეებს შორის კოორდინაციის

ჩავარდნის აღმოფხვრას ცდილობს. ჩავარდნას ადგილი აქვს მაშინ, როცა გაცვლითი კურსი ფუნდამენტალებიდან შორს გადაუხვევს, მაგრამ მონაწილეები ინდივიდუალურ ქმედებებს ერიდებიან. ამ დროს კი, გაცვლითი კურსის წონასწორულ დონესთან დასაბრუნებლად ცენტრალური ბანკის საჭარო ჩარევა შესაძლოა სავალუტო ბაზრისთვის მყარ სიგნალად იქცეს. აღნიშნული იდეა მკაფიოდ ჩამოაყალიბეს სარნომ და ტეილორმა (2001). ემპირიული კვლევებით (მაგ., ვარგასი და სხვ., 2019) დასტურდება, რომ კოორდინაციის არხი ყველაზე ეფექტიანია მაშინ, როდესაც გაცვლითი კურსის გადახრა მაქსიმალურ ნიშნულს აღწევს, ბაზარი ჰეტეროგენულია (ანუ ბაზრის მონაწილეთა მოლოდინების დისპერსია მაღალია) და ეროვნული ბანკის კომუნიკაცია სანდო და თვალსაჩინოა.

კიდევ ერთი არხი, რომლითაც სტერილიზებულმა სავალუტო ინტერვენციამ გაცვლით კურსის მოკლევადიან მერყეობაზე შესაძლოა იმოქმედოს, არის მიკროსტრუქტურის არხი. ევანსისა და ლაიონსის (2002) კვლევის თანახმად, გაცვლითი კურსის მოკლევადიანი რყევები მეტწილად სავალუტო ბაზრის განთავსების ნაკადებით (order flow) აიხსნება და არა გრძელვადიანი მაკროეკონომიკური ფუნდამენტური ფაქტორებით. განთავსების ნაკადები განისაზღვრება, როგორც მყიდველისა და გამყიდველის მიერ განთავსებული შეკვეთების წმინდა სხვაობა. ცენტრალური ბანკის ინტერვენციები სავალუტო ბაზრის განთავსების პოზიციაზე გარკვეულ გავლენას ახდენს და, შესაბამისად, მიკროსტრუქტურის არხით შესაძლოა იმოქმედოს კურსის მოკლევადიან მერყეობაზე. შედეგად, ამ დროს, მცირე მოცულობის სტერილიზებულ ინტერვენციასაც კი, შეუძლია მოკლევადიან პერიოდში მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინოს კურსზე (Menkhoff et al., 2021).

ინტერვენციების ფისკალური და ეკონომიკური დანახარჯები

ნაკლოვანებების პირობებში, ზემოთ განხილულ

პოზიტიურ ეფექტებთან ერთად, ინტერვენციებს თან სდევს პირდაპირი ფისკალური ხარჯები - სტერილიზაციის საპროცენტო ხარჯი და კურსის ცვლილებით გამოწვეული გადაფასების დანაკარგები, რაც შესაძლოა არცთუ ისე უმნიშვნელო იყოს. მაგალითად, ადლერი და მანო (2016) მიუთითებენ, რომ იმ ქვეყნების შემთხვევაშიც კი, რომლებიც ნაკლებად აკეთებენ ინტერვენციებს, ყოველწლიური ხარჯი მშპ-ის 0.2-0.7%-ის ფარგლებში შეიძლება იყოს.

უფრო მნიშვნელოვანია ინტერვენციით გამოწვეული ეკონომიკური დანაკარგი, რომელიც შესაძლოა უკავშირდებოდეს გაცვლითი კურსის მოქნილობის შეზღუდვის შედეგად საგადასახდელო ბალანსის კორექტირების დროში გაჭიანურებას და ვალდებულებების დოლარიზაციას. ამასთან, ხშირი ინტერვენციები ბაზრის მონაწილეების მიერ აღიქმება როგორც რისკების დაზღვევის მექანიზმის ალტერნატივა და შედეგად აღარ ვითარდება დერივატივების ბაზარი, ისევე როგორც რთულდება მონეტარული პოლიტიკის რეაქციის კომუნიკაცია. აღნიშნულ დანახარჯებს ქვემოთ დეტალურად განვიხილავთ.

ინტერვენციების ფისკალური დანახარჯის ანალიზი შესაძლოა მნიშვნელოვანი იყოს ორი ფაქტორის გამო: პირველი - თუ ინტერვენციების ხარჯი იმდენად მნიშვნელოვანია, რომ ცენტრალურ ბანკს დასჭირდება დამატებითი კაპიტალი მთავრობის მხრიდან, რაც პოტენციურად წარმოშობს დამოუკიდებლობის დაკარგვის რისკს; მეორე - ფისკალური ხარჯი შესაძლოა მიუთითებდეს ინტერვენციების ეფექტიანობაზე. ფისკალური დანახარჯი შედგება ორი კომპონენტისგან: ერთი მხრივ, (მაგალითად, საპროცენტო განაკვეთის დიფერენციალის პირობებში), უცხოური ვალუტის შეძენისას ცენტრალური ბანკი იღებს უფრო დაბალშემოსავლიან აქტივს და თმობს ადგილობრივ მაღალშემოსავლიან აქტივს, ხოლო გაყიდვისას - პირიქით. გარდა ამისა, ინტერვენციას თან სდევს გაცვლითი კურსის გადაფასების ხარჯი/სარგებელი. გაუფასურების

წლების შემთხვევაში, ინტერვენციები ეფექტიანია, თუ უცხოური ვალუტის გაყიდვის შემდეგ კურსი გამყარების გზით დაიწყებს წონასწორობისკენ დაბრუნებას. ამ შემთხვევაში ცენტრალურ ბანკს რეზერვების მართვიდან ექნება გადაფასების სარგებელი, რადგან ის გაყიდის გაუფასურებად აქტივს (უცხოურ ვალუტას). ამის მსგავსად, თუ ინტერვენციები ხდება შესყიდვის მხარეს და ადგილობრივი ვალუტა გაუფასურდება, ამ დროსაც ოპერაცია იქნება მომგებიანი, რადგან ხდება იმ აქტივის შეძენა, რომლის ღირებულებაც მზარდია. ხოლო ზარალი იქნება იმ შემთხვევაში, როდესაც უცხოური ვალუტის შესყიდვის დაწყების მიუხედავად, კურსი კვლავ გააგრძელებს გამყარებას, ან პირიქით, გაყიდვის შემთხვევაში - კურსი გააგრძელებს გაუფასურებას. ამას ადგილი აქვს მაშინ, როდესაც კურსის ცვლილების უკან არის ფუნდამენტური ფაქტორები, რა დროსაც ცენტრალური ბანკის ინტერვენციებს კურსის ცვლილებაზე არ აქვს გრძელვადიანი გავლენა. შესაბამისად, ინტერვენციების ის შემთხვევები, რომლებიც შესაძლოა უკავშირდებოდეს ფისკალურ ხარჯს, ასოცირდება ეპიზოდებთან, როდესაც ადგილი ჰქონდა კურსის ფუნდამენტურ ცვლილებას და ინტერვენციები მის წინააღმდეგ იყო მიმართული (Sandri, 2022).

ინტერვენციების ეფექტიანობაზე აზრის ჩამოყალიბებისათვის, აღნიშნულ მსჯელობას აქვს რამდენიმე სისუსტე: პირველი - მნიშვნელოვანია გამყარების/გაუფასურების ციკლის სწორად იდენტიფიცირება, რა ჰორიზონტზეც ცენტრალურმა ბანკმა გადაფასების სარგებელი/ზარალი უნდა შეაფასოს. მეორე - რეზერვების მართვას შესაძლოა ჰქონდეს სხვა მიზანი და გრძელვადიანი სარგებელი, რომელიც აღემატება ფისკალურ ხარჯს. კერძოდ, რეზერვების დაგროვება, როგორც წესი, ხდება იმ შემთხვევაში, თუ შეინიშნება საგარეო შემოდინებების პოზიტიური შოკი. ამ შემთხვევაში, ინტერვენციების მიუხედავად, მოსალოდნელია, რომ გაცვლითი კურსის გამყარება გაგრძელდეს, რაც ფისკალურად ხარჯიანი იქნება. თუმცა, რეზერვების

დაგროვებას ექნება სარგებელი მომავალი შოკების გამკლავებისათვის ბუფერების შექმნის კუთხით, რაც დადებითად აისახება ქვეყნის სუვერენული რისკის პრემიის შემცირებაზეც.

დოლარიზაციის პირობებში გაცვლითი კურსის მერყეობის შემცირება შესაძლოა სარგებლის მომტანი იყოს ფინანსური სტაბილურობის თვალსაზრისით. თუმცა, ამავე დროს, არსებობს გარკვეული კონსენსუსიც იმის შესახებ, რომ სწორედ გაცვლითი კურსის მოქნილობა უწყობს ხელს დოლარიზაციის შემცირებას (BIS, 2013). მკვეთრი გაუფასურების თავიდან არიდებამ შესაძლოა შეამციროს გაცვლითი კურსის რისკის აღქმა და წაახალისოს ვალდებულებების დოლარიზაცია, შედეგად კი გაამწვავოს სტრუქტურული მოწყვლადობა. ცალკეული კვლევები, განვითარებადი ქვეყნების მაგალითზე, მიუთითებს ამ ეფექტის არსებობაზე, მაგალითად, კიმი და სხვები (2020) ფირმების მონაცემების საფუძველზე აჩვენებენ, რომ ინტერვენციების ჭარბი გამოყენება დაკავშირებულია ფირმების მიერ ვალდებულებების გაზრდილ დოლარიზაციასთან. კერძოდ, 1 სტანდარტული გადახრით ინტერვენციების ზრდა უკავშირდება ვალდებულებების დოლარიზაციის 2 პროცენტული პუნქტით მატებას. ხოლო, აღნიშნული მაჩვენებელი იმ ფირმების შემთხვევაში, რომლებიც ექსპორტს არ ახორციელებენ, შედარებით მაღალია და 5-10 პროცენტულ პუნქტს შეადგენს.

ამავე მიზეზით, ინტერვენციების შედეგი შესაძლოა იყოს დერივატივების ბაზრის განვითარების შეფერხება. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ გაცვლითი კურსის მერყეობა არ არის ერთადერთი ფაქტორი ბაზრის განვითარების ხელშეწყობისათვის. ბაზრის ინფრასტრუქტურასთან ერთად ასევე მნიშვნელოვანია ბაზრის მოცულობა, რომელიც მზარდია საგარეო ვაჭრობისა და ეკონომიკის ზომის ზრდასთან ერთად. ამდენად, გაცვლითი კურსის ჭარბი მერყეობის შემცირება შესაძლოა არ იყოს გადამწყვეტი ფაქტორი დერივატივების

ბაზარის განვითარების შეფერხებისათვის. ამას უჩვენებს, მაგალითად, მეპროტრას და გადა-
ნეცის (2013) კვლევაც, რომლის მიხედვით, მზარდი ეკონომიკების შემთხვევაში, გაცვლითი
კურსის მერყეობასა და დერივატივების ბაზრის
ზომას შორის კავშირი არ შეინიშნება.

ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის პი-
რობებში კრიტიკული მნიშვნელობა ენიჭება
ინტერვენციების პოლიტიკის კომუნიკაციას.
გამჭვირვალობის ნაკლებობამ ინტერვენციების
მიზნობრიობის შესახებ შესაძლოა ხელი
შეუშალოს მონეტარული პოლიტიკის მიზნების
სიცხადეს. ზოგიერთ შემთხვევაში, თუ
ინტერვენციები ხორციელდება ფინანსური
სტაბილურობის მიზნებიდან გამომდინარე,
მაშინ, როდესაც ინფლაციური გამოწვევები არ
არსებობს, შესაძლოა წარმოიშვას ინტერესთა
კონფლიქტი პოლიტიკის მიზნებს შორის.

ამდენად, პოლიტიკის მიზნების შესახებ
გაურკვევლობის ზრდის ფონზე, სანდოობის
დაკარგვის თავიდან ასაცილებლად, დიდი
მნიშვნელობა ენიჭება ინტერვენციების
გამჭვირვალე კომუნიკაციის დანერგვას.
აღნიშნული გულისხმობს იმის ცალსახად
მითითებას, რომ ინტერვენციების ინსტრუმენტი,
განსაკუთრებით გაცვლითი კურსის ინფლაციაზე
და შესაბამისად ინფლაციის მოლოდინებზე
გადაცემის შემთხვევაში, არის მხოლოდ
დამატებითისაშუალებათა ფასების სტაბილურობის
უზრუნველსაყოფად, რისი მიღწევის მთავარი
ინსტრუმენტი საპროცენტო განაკვეთის
ცვლილებაა (Ghosh et al., 2012). სხვადასხვა
ქვეყნების გამოცდილება მიუთითებს, რომ
ნესებზე დაფუძნებულმა ინტერვენციებმა
შესაძლოა აგვარიდოს კომუნიკაციასთან დაკავ-
შირებული სირთულეები, რადგან სავალუტო
ბაზარზე გამჭვირვალობის ზრდა აუმჯობესებს
პოლიტიკის მიზნების სიცხადეს და ამცირებს
სპეკულაციურ აქტივობებს (Chamon, et al., 2019).

უცხოური ვალუტის ბაზარზე ინტერვენციების კონტრაქტიური ანალიზი

ბოლო წლებში, გლობალური ტურბულენტობისა
და საგარეო შოკების ინტენსივობის ზრდის
ფონზე, მერყეობა სავალუტო ბაზრებზე მნიშ-
ვნელოვნად გაიზარდა. ამის საპასუხოდ, ცენ-
ტრალურმა ბანკებმა გააძლიერეს ინტერ-
ვენციების, როგორც პოლიტიკის ინსტრუმენტის,
გამოყენება. მათ შორისაა საქართველოს
ეროვნული ბანკიც, რომელმაც არაფუნდამენტურ
შოკებზე საპასუხოდ, ბაზრის ჭარბი მერყეობის
შესამცირებლად, სავალუტო ინტერვენციები
განახორციელა. 2024 წელს ეროვნული ბანკის
წმინდა გაყიდვებმა მშპ-ის 2.1% შეადგინა.
ამდენად, მნიშვნელოვანია აღნიშნული პო-
ლიტიკის რაოდენობრივი შეფასება კონტრ-
ფაქტიური ანალიზის მეშვეობით, რაც
შესაძლებლობას გვაძლევს შევადაროთ ინტერ-
ვენციების მოქმედი პოლიტიკისა (არსებული
მდგომარეობა) და სავალუტო ინტერვენციების
არ გამოყენების ეკონომიკური შედეგები.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, მეჩხერი ბაზრის
პირობებში, შესაძლოა შოკის შედეგად კურსი
მისი ფუნდამენტური დონიდან შედარებით ხან-
გრძლივად გადაიხაროს. ეს კი, ეკონომიკაში
არსებული ნაკლოვანებების ფონზე, კონვენცი-
ური მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებს
ნაკლებად ეფექტიანს ხდის, რადგან გაცვლითი
კურსის გაუფასურება გადაიქცევა მიწოდების
შოკად. ამ ვითარებაში, თუ ინტერვენციების
გამოყენება დააჩქარებს კურსის დაბრუნებას
მისი ფუნდამენტური დონისკენ, გაუმჯობესდება
მონეტარული პოლიტიკის დილემა და ფასების
სტაბილურობა უფრო ნაკლები ეკონომიკური
დანახარჯებით მიიღწევა. აღნიშნული ეფექტის
რაოდენობრივი შეფასებისათვის ჩვენ და-
ვეყრდენით საერთაშორისო სავალუტო ფონ-
დის მიერ შემუშავებულ რაოდენობრივი ინ-
ტეგრირებული პოლიტიკის ჩარჩოს მოდელს,
რომელიც სწორედ აღწერილ ნაკლოვანებებს
ეფუძნება და იძლევა შესაძლებლობას შე-
ფასდეს როგორც კონვენციური, ისე სხვა
ინსტრუმენტების გამოყენების სინთეზი.

მეთოდოლოგია – ინტეგრირებული პოლიტიკის ჩარჩოს რაოდენობრივი მოდელი (QIPF)

ეს ქვეთავი აღწერს ინტეგრირებული პოლიტიკის ჩარჩოს რაოდენობრივ მოდელს - ორ-ქვეყნიანი ახალკენიზიანური ღია ეკონომიკის მოდელის ძირითად მახასიათებლებსა და განტოლებებს. ინტეგრირებული პოლიტიკის ჩარჩოს წრფივი მოდელის საქართველოსთვის შეფასებული ვერსია ჩენისა და სხვების (2023) მიერ აღწერილი მოდელის ანალოგიურია და ბასუსა და სხვების (2020) და ადრიანისა და სხვების (2021) მიერ ჩამოყალიბებულ თეორიულ საფუძვლებს ასახავს. მოდელი ფორმულირებულია როგორც QIPF-ის მცირე ღია ეკონომიკის ვერსია, სადაც ადგილობრივ ეკონომიკას არ აქვს დანარჩენ მსოფლიოზე (მოდელში წარმოდგენილია აშშ-ს ეკონომიკით) გავლენა. შუალედური საქონლით ვაჭრობის ასახვისთვის, მოდელი ეფუძნება დაშვებას, რომ ადგილობრივი

ფირმები საბოლოო, მათ შორის საექსპორტო, საქონლის საწარმოებლად მოიხმარენ როგორც ადგილობრივ, ისე იმპორტირებულ შუალედურ საქონელს. ამას გარდა, მოდელში გათვალისწინებულია ქცევითი დისკონტირება გაბაიქსისა (2020) და კოლასას და სხვების (2022) შესაბამისად, რათა აღმოიფხვრას „მომავლის კომუნიკაციის თავსატეხი“ (Forward guidance puzzle). ქვეთავის დარჩენილი ნაწილი აღწერს QIPF მოდელის ძირითად განტოლებებს. მოდელის მახასიათებლების დეტალური აღწერისთვის იხილეთ ადრიანი და სხვების (2021) და ჩენის და სხვების (2023) კვლევები.

ერთობლივი მოთხოვნის ბლოკი წარმოდგენილია დინამიკური IS (ინვესტიცია-დანაზოგების) განტოლებით, რომელიც ეილერის განტოლებიდან გამომდინარეობს და მოხმარებას რეალურ საპროცენტო განაკვეთთან აკავშირებს:

$$\begin{aligned} \hat{c}_t = & \frac{\delta_c}{1 + \delta_c \bar{\kappa}_c} \widehat{c_{t+1|t}} + \frac{\bar{\kappa}_c}{1 + \delta_c \bar{\kappa}_c} \widehat{c_{t-1}} - \frac{\sigma(1 - \bar{\kappa}_c)}{1 + \delta_c \bar{\kappa}_c} (i_t + \psi_t - \pi_{c,t+1|t}) \\ & + \frac{1}{1 + \delta_c \bar{\kappa}_c} (v_{c,t} - \delta_c v_{c,t+1|t}) \\ & + \frac{1}{1 + \delta_c \bar{\kappa}_c} (\delta_c \hat{\mu}_{z,t+1|t} - \bar{\kappa}_c \hat{\mu}_{z,t}) \end{aligned} \quad (1)$$

განტოლება მოლოდინებზე დაფუძნებული სტანდარტული IS მრუდის შესაბამისია და მოიცავს სამომხმარებლო ჩვევებსაც, რაც ამ შემთხვევაში გულისხმობს მიმდინარე მოხმარების წარსულზე დამოკიდებულებას. პარამეტრი δ_c ($0 \leq \delta_c \leq 1$) წარმოადგენს ქცევითი დისკონტირების კოეფიციენტს და ასუსტებს მოსალოდნელი საპროცენტო განაკვეთის გავლენას მიმდინარე მოხმარებაზე. ეს ასევე გულისხმობს, რომ მონეტარული პოლიტიკის გადანყვეტილებებს მომავალში უფრო სუსტი გავლენა აქვს მიმდინარე მოხმარებაზე, ვიდრე ტრადიციულ DSGE მოდელებში. მოდელის მიხედვით, მოხმარების შესახებ გადანყვეტილებაზე გავლენას ახდენს სესხის საპროცენტო განაკვეთი.

$$r_b^t = i_t + \psi_t - \pi_{c,t+1|t},$$

რაც განიმარტება როგორც რეალურ საპროცენტო განაკვეთს დამატებული ადგილობრივი სესხების ენდოგენური სპრედი (ψ_t). აღნიშნული გერტლერისა და კარადის (2011) მოდელის ფინანსური ნაკლოვანების შესაბამისია. ადგილობრივი სპრედის შოკი შეგვიძლია განვმარტოთ, როგორც დაზოგვისკენ მიდრეკილების ცვლილება. გარდა ამისა, განტოლება მოიცავს პერმანენტულ ტექნოლოგიურ ($\hat{\mu}_{z,t}$) და ეგზოგენურ მოთხოვნის შოკს ($v_{c,t}$), რომელიც AR (1) პროცესს მიყვება.

ერთობლივი მოთხოვნა, რესურსების შეზღუდვის პირობის თანახმად, წარმოდგენილია შინამეურნეობების (c_t), მთავრობის მოხმარებისა (g_t) და საგარეო სავაჭრო ბალანსის (ექსპორტის (m_t^*) და იმპორტის (m_t) სხვაობის) გაპების შეწონილი საშუალოთი:

$$y_t = c_y c_t + g_y g_t + m_y (m_t^* - m_t) \quad (2)$$

როგორც ზემოთ აღინიშნა, ექსპორტზე ორიენტირებული ფირმები საბოლოო საქონლის წარმოებისთვის შუალედურ რესურსად იყენებენ როგორც ადგილობრივად წარმოებულ, ისე იმპორტირებულ საქონელს. იმპორტირებული და ადგილობრივი საქონლის ფარდობითი ფასების ცვლილება საბოლოო საქონლის წარმოებაში გამოყენებული რესურსების შემადგენლობას ცვლის.

$$\pi_t - \iota_i \pi_{t-1} = \beta \delta_c E_t (\pi_{t+1} - \iota_i \pi_t) + \kappa_p m c_t + \varepsilon_{\pi,t} \quad (3)$$

ფილიპსის მრუდი ეფუძნება კალვოს ფასდადების სტანდარტულ დაშვებას, რომლის მიხედვითაც ინფლაციის რეაგირება ზღვრულ დანახარჯზე (κ_p) უკუპროპორციულად არის დამოკიდებული ფასების სიხისტის ხანგრძლივობაზე. მოდელში ასევე გათვალისწინებულია ფასების ინდექსაცია - ι_i ($0 \leq \iota_i \leq 1$), რომელიც ასახავს ინფლაციის ინერტულ დინამიკას: ფირმები, რომლებიც ოპტიმიზაციის შედეგად არ იღებენ გადაწყვეტილებას, ფასებს ცვლიან წინა პერიოდის ინფლაციისა და ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის გათვალისწინებით. აღნიშნული მახასიათებელი განაპირობებს მიწოდების შოკების მიერ მეორე

ერთობლივი მიწოდების ბლოკის მიხედვით, ფასებისა და ხელფასების ფორმირება ახალ-კეინზიანური ფილიპსის მრუდის შესაბამისია. მოდელში ადგილობრივი, ასევე ექსპორტისა და იმპორტის ფასების ფორმირების მექანიზმი მსგავსია, თუმცა ექსპორტისა და იმპორტის ფასები დამატებით ითვალისწინებს გაცვლითი კურსის გავლენის (exchange rate pass-through) ეფექტს. ახალ-კეინზიანური ფილიპსის მრუდი შემდეგი განტოლებით აღინერება:

რაუნდის ეფექტების წარმოქმნას. რაც შეეხება ზღვრულ დანახარჯს, იგი განისაზღვრება როგორც სხვაობა რეალურ ხელფასებსა და შრომის ზღვრულ პროდუქტიულობას შორის. რეალური ხელფასები გაცვლითი კურსის მიმართაც არის ინდექსირებული, რაც ასახავს შინამეურნეობების ქცევას - გაცვლითი კურსის ცვლილების ფონზე მოითხოვონ ხელფასების კორექტირება. ეს კი ზრდის გაცვლითი კურსის ინფლაციაზე გადაცემას.

მოდელში დაშვებულია, რომ ნომინალური ხელფასები ხისტია ერცევისა და სხვების (2000) მიხედვით:

$$\pi_{w,t} - \pi_{w,t-1} = \beta \delta_c E_t (\pi_{w,t+1} - \pi_{w,t}) + \kappa_w (mrs_t - \zeta_{c,t}) + \varepsilon_{\pi,t} \quad (4)$$

სადაც mrs_t წარმოადგენს მოხმარებასა და სამუშაო საათებს შორის ჩანაცვლების ზღვრულ ნორმას, ხოლო $\zeta_{c,t}$ - რეალურ ხელფასს.

საერთაშორისო ფინანსური ბაზრების ბლოკი, რომელიც ხასიათდება არასრულყოფილებითა და სეგმენტაციით, წარმოდგენილია რისკით კორექტირებული დაუზღვეველი საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტის (UIP) განტოლებით. მოდელი მოიცავს მორალური რისკის პრობლემას

სავალუტო ბაზარზე -- ნაკლოვანებას, რომელიც წარმოიშობა იმის გამო, რომ უცხოური აქტივების შუამავლების მიერ რისკის აღების შესაძლებლობა შეზღუდულია. აღნიშნული ნაკლოვანების სიძლიერეს გამოხატავს Γ კოეფიციენტი, რომელიც ასახავს სავალუტო ბაზრის მეჩხერობას (Γ -ის მაღალი მნიშვნელობა მიუთითებს ბაზრის მეტ მეჩხერობაზე). შესაბამისად, მოდიფიცირებული UIP პირობას აქვს შემდეგი სახე:

$$q_{p,t} = \delta_c E_t q_{p,t+1} + (i_t^* - E_t \pi_{t+1}^*) - \frac{1+r}{1+r^*} (i_t - E_t \pi_{t+1}) + \frac{1+r}{1+r^*} \Gamma [b_{F,t} + b_F (i_t - E_t \pi_{t+1})] + \frac{1+r}{1+r^*} \tau_{F,t} \quad (5)$$

სადაც, $q_{p,t}$ არის რეალური გაცვლითი კურსი; $b_{F,t}$ კი არის სავალუტო ბაზარზე ფინანსური შუამავლის მიერ დაფინანსებული გარიგებების მოცულობა.

განტოლება (1.5.)-ის თანახმად, რეალური გაცვლითი კურსის გაუფასურება შეიძლება გამოიწვიოს როგორც უცხოური რეალური საპროცენტო განაკვეთის ზრდამ, ისე ფინანსური შუამავლების მიერ განხორციელებულმა ტრანზაქციებმა. ბაზრის მეჩხელობა აძლიერებს ამ ტრანზაქციების გადაცემას კურსზე. შესაბამისად, გაცვლითი კურსი დამოკიდებული ხდება

ბაზრის ლიკვიდობაზე, რაც ასევე განაპირობებს სავალუტო ინტერვენციების გაცვლით კურსზე ზეგავლენასაც.

საბოლოოდ, მოდელში ცენტრალური ბანკის პოლიტიკის ბლოკი მოიცავს საპროცენტო განაკვეთისა და სავალუტო ინტერვენციების წესებს. ტრადიციულად, საპროცენტო განაკვეთის პოლიტიკა ეფუძნება სტანდარტულ, მოლოდინებზე ორიენტირებულ ტეილორის ტიპის საპროცენტო განაკვეთის რეაქციის ფუნქციას:

$$i_t = \rho i_{t-1} + (1 - \rho)[(1 + \gamma_\pi)\bar{\pi}_{c,t+4|t} + \gamma_y \hat{y}_t] + \gamma_{\Delta y} \Delta \hat{y}_t + \gamma_s \Delta s_t + \varepsilon_t^i \quad (6)$$

ამ ფუნქციის მიხედვითაც, საპროცენტო განაკვეთი რეაგირებს მოსალოდნელ ინფლაციაზე – $\bar{\pi}_{c,t+4|t}$, გამოშვების გაპზე – $\hat{y}_t$ და მის ცვლილებაზე – $\Delta \hat{y}_t$, ისევე როგორც გაცვლითი კურსის ცვლილებაზე – Δs_t . რეაქციის ფუნქცია მოიცავს საპრო-

ცენტო განაკვეთის ლაგს, რათა მისი ცვლილება იყოს უფრო ინერტული.

ხოლო, სავალუტო ინტერვენციების წესს აქვს შემდეგი სახე:

$$f x_t = \rho_{fx,1} f x_{t-1} - \rho_{fx,2} b_{M,t-1} - (1 - \rho_{fx,1}) \frac{\gamma_{\Delta s}}{1 - \gamma_{\Delta s}} \Delta s_t + \varepsilon_t^{fx} \quad (7)$$

აღნიშნული განტოლების თანახმად, გაცვლითი კურსის გაუფასურებაზე ცენტრალური ბანკი რეაგირებს სავალუტო რეზერვების გაყიდვით, რათა შემცირდეს გაუფასურების წნეხი. პარამეტრი ან $\frac{\gamma_{\Delta s}}{1 - \gamma_{\Delta s}}$ სხვადასხვა სავალუტო

რეჟიმს: მისი დაბალი მნიშვნელობა ასახავს ნაკლებად ხშირ ინტერვენციებს, ხოლო მაღალი მნიშვნელობა – უფრო აქტიურ პოლიტიკას. $b_{M,t-1}$ კი ასახავს რეზერვების დაგროვებისკენ მიდრეკილებას, რათა უზრუნველყოფილი იყოს ბალანსი გაუფასურების წნეხის შემცირებასა და რეზერვების ადეკვატური მოცულობის შენარჩუნებას შორის.

2024 წელს განხორციელებული ინტერვენციების კონტრაქტური ანალიზი რაოდენობრივი ინტეგრირებული პოლიტიკის ჩარჩოს მოდელის საფუძველზე

საქართველოში, როგორც მცირე ზომის ღია ეკონომიკაში, მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი

მოქმედებს. როგორც აღინიშნა, ამ რეჟიმის დროს, გაცვლითი კურსი ბაზრის მოთხოვნა-მიწოდებისა და, შესაბამისად, ფუნდამენტური მაკროეკონომიკური ფაქტორების საფუძველზე ყალიბდება. ასეთ პირობებში, სხვა რეჟიმებთან შედარებით, სავალუტო ინტერვენციებს ნაკლებად მიმართავენ. თუმცა, ნაკლოვანებების პირობებში, სავალუტო ინტერვენციები, როგორც დამატებითი ინსტრუმენტი გარკვეული დოზით გამოიყენება.

მზარდი და განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნებში გარკვეული ნაკლოვანებები არსებობს, რაც შოკების გამკლავებასა და საბოლოო მიზნის – ფასების სტაბილურობის მიღწევას, განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით, უფრო ხარჯიანს ხდის. საქართველოს შემთხვევაში აღსანიშნავია შემდეგი ნაკლოვანებები:

I. დოლარიზაციის ჯერ კიდევ მაღალი დონე: საქართველოს ეკონომიკის ერთ-ერთ

მთავარ გამოწვევას დოლარიზაციის მაღალი დონე წარმოადგენს (დიაგრამა 2), რაც ფინანსური სტაბილურობის რისკებს წარმოქმნის, ზრდის გაცვლითი კურსის ინფლაციაზე გადაცემას და ზღუდავს მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას;

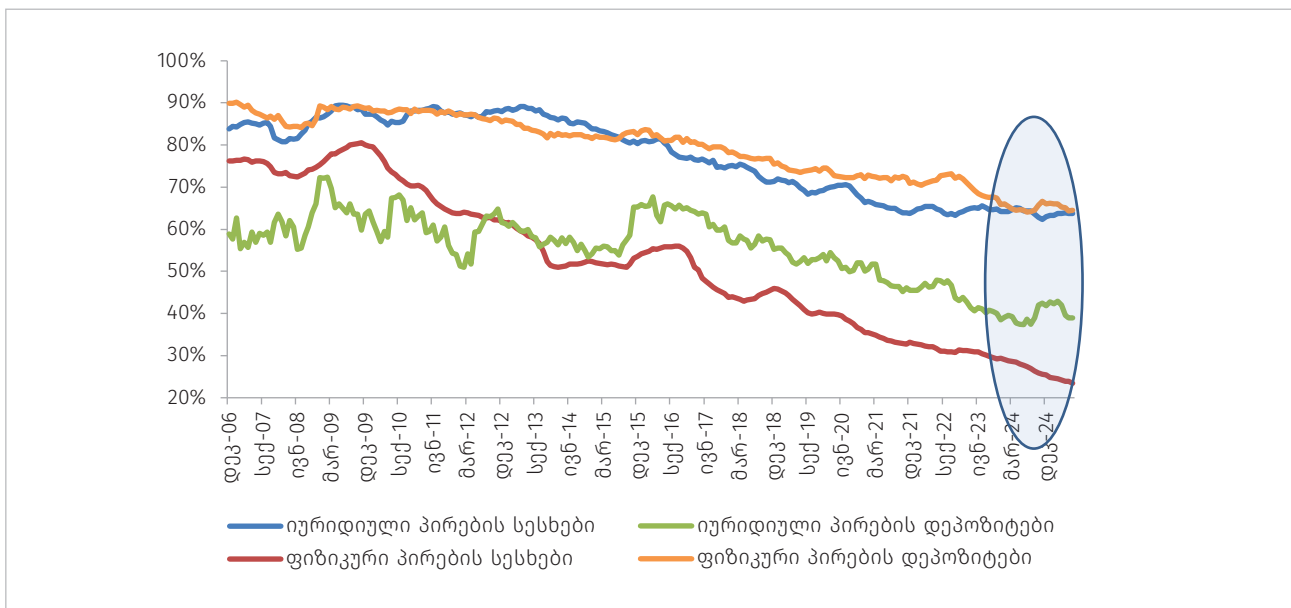
- II. მეჩხერი სავალუტო ბაზარი: სავალუტო ბაზარზე ყიდვისა და გაყიდვის შეთავაზებას შორის სხვაობა (Spread), სავალუტო ბაზრის მეჩხელობაზე მიუთითებს (დიაგრამა 2). ეს უკანასკნელი, გარკვეულ შემთხვევებში, მაგალითად კაპიტალის მსხვილი ერთჯერადი შემოღინება/გადინების დროს სავალუტო ბაზრის ჭარბ მერყეობას განაპირობებს და აჭიანურებს გაცვლითი კურსის წონასწორულ დონესთან დაბრუნებას.

ამ ნაკლოვანებების პირობებში, სავალუტო ბაზარზე მოლოდინების ცვლილებას გაცვლითი

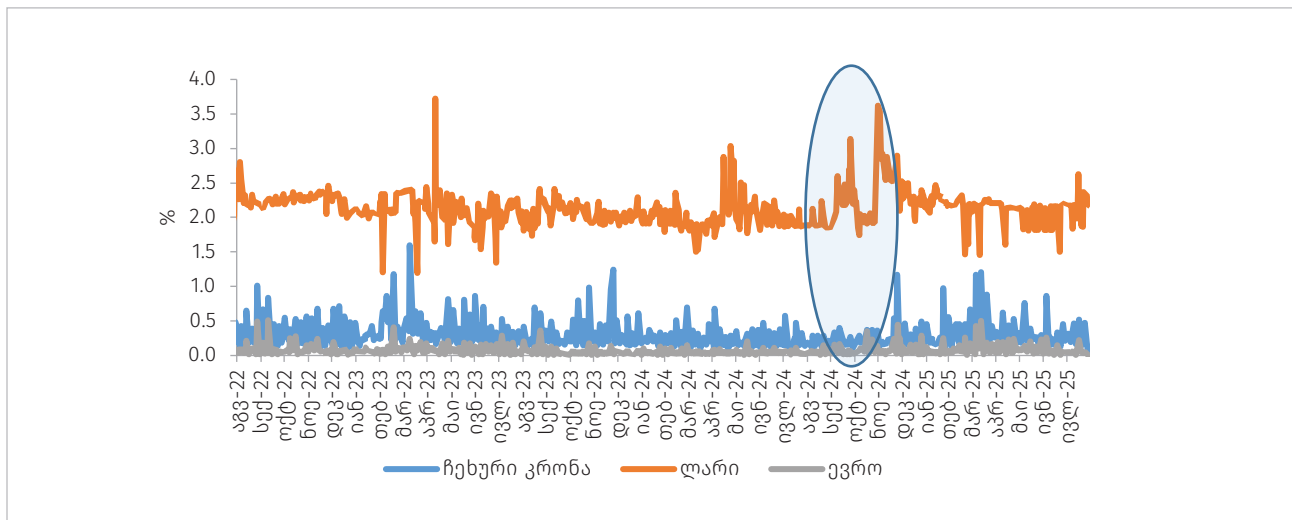
კურსის მოკლევადიან მერყეობაზე დიდი გავლენა აქვს, რამაც შესაძლოა დამატებითი ეკონომიკური ხარჯები წარმოქმნას. შესაბამისად, სებ-ის ინტერვენციების პოლიტიკის ძირითად მიზანს რეზერვების დაგროვებასთან ერთად არაფუნდამენტური ფაქტორებიდან მომდინარე ჭარბი მერყეობის განეიტრალება წარმოადგენს. რამდენადაც სებ-ის მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმი ინფლაციის თარგეთობასა და მცურავი გაცვლითი კურსის არსებობას ეფუძნება, ეროვნულ ბანკს არ აქვს გაცვლითი კურსის არანაირი მიზნობრივი ნიშნული.

ინტერვენციების ეკონომიკური შედეგების გაანალიზებისათვის, ზემოაღწერილი QIPF მოდელის საფუძველზე, განვახორციელეთ 2024 წლის ანალიზი, რათა შეგვედარებინა მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების მდგომარეობა ინტერვენციების არგამოყენებისა და გამოყენების პირობებში.

დიაგრამა 1. დეპოზიტებისა და სესხების დოლარიზაციის მაჩვენებლები



წყარო: სებ-ი.

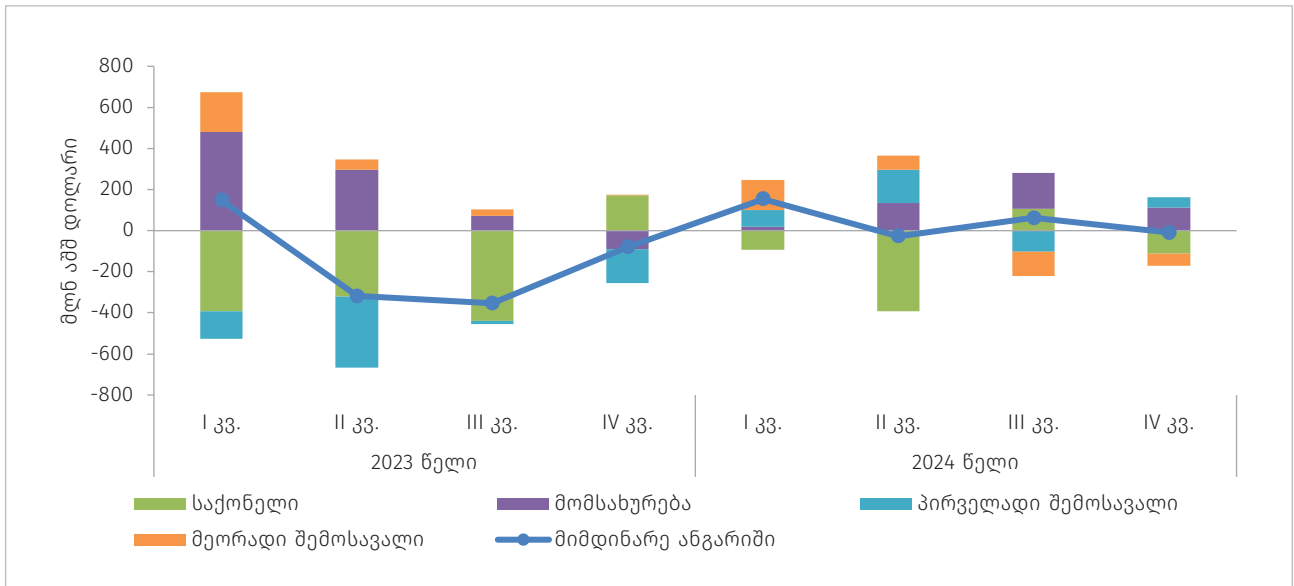
დიაგრამა 2. აშშ დოლარის მიმართ ყიდვისა და გაყიდვის შეთავაზების ფასებს შორის სხვაობა

წყარო: Bloomberg და ავტორების გამოთვლები.

2024 წლის განმავლობაში გაცვლით კურსზე მოქმედი ფუნდამენტური მაკროეკონომიკური ფაქტორები ძლიერი იყო (დიაგრამა 3), რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, წონასწორული გაცვლითი კურსის მყარ პოზიციას განაპირობებდა. კერძოდ, მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი, რომელიც აჯამებს ქვეყნის სავალუტო შემოდიანებასა და გადინებას, ისტორიულად ერთ-ერთ საუკეთესო მაჩვენებელზე იყო და მთლიანი შიდა პროდუქტის 4.5% შეადგინა. აღნიშნული ასევე ახლოსაა მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის წონასწორულ დონესთან. თუმცა, მიუხედავად ამ პოზიტიური ტენდენციებისა, წლის განმავლობაში, განსაკუთრებით 2024 წლის ბოლოს, სავალუტო ბაზარზე მოლოდინების გაუარე-

სებიდან წარმოქმნილი წნეხი გაძლიერდა. გაურკვევლობის ფონზე გაიზარდა მიდრეკილება „უსაფრთხო აქტივების“ მიმართ. ამას ადასტურებს, დეპოზიტების დოლარიზაციის მკვეთრი ზრდა და სავალუტო ბაზარზე უცხოური აქტივების ლიკვიდობის შემცირება. განსაკუთრებით თვალსაჩინო იყო იურიდიული პირების დეპოზიტების დოლარიზაციის ზრდა (დიაგრამა 1), რაც ასევე ასახავდა რისკების დაზღვევის მოტივით მომავალში აშშ დოლარში გადახდებისათვის (მაგალითად, იმპორტის დაფინანსებისათვის) უცხოური ვალუტის წინასწარ დაგროვების ტენდენციას. ამაზე მეტყველებს აგრეთვე იგივე პერიოდში ფორვარდული გარიგებების გაზრდილი რაოდენობაც.

დიაგრამა 3. მიმდინარე ანგარიშის მუხლების ცვლილება წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით

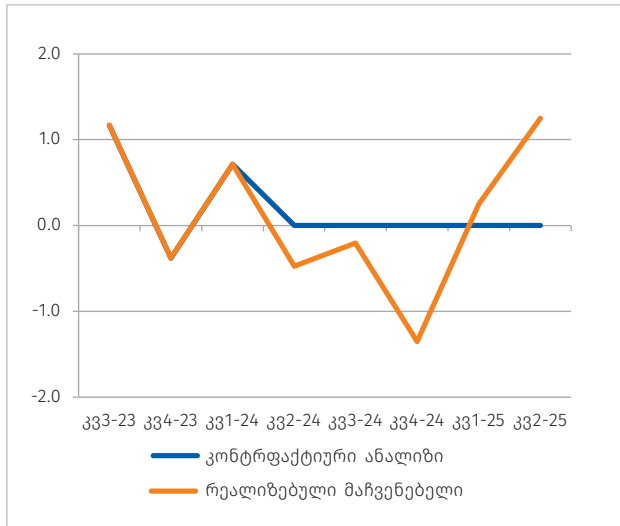
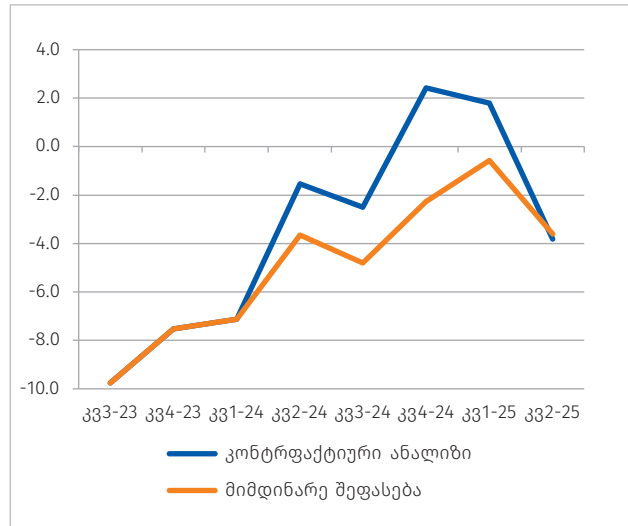
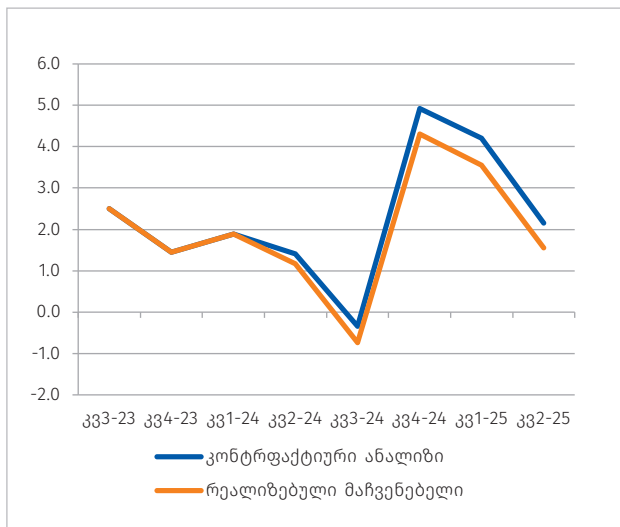
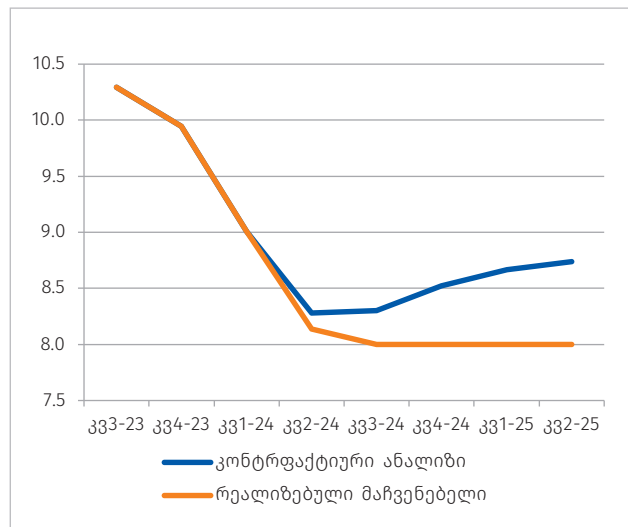


წყარო: სებ-ი და ავტორების გამოთვლები.

საბოლოოდ, მოლოდინების გაუარესების შედეგად, აშშ დოლარზე მოთხოვნის ზრდისა და მიწოდების შეზღუდვის ფონზე, ბაზრის მეჩხერობის გამწვავების პირობებში გამოიკვეთა გაცვლითი კურსის წონასწორობიდან გადახრის რისკი, რაც შესაძლოა დამატებით ეკონომიკურ ხარჯებთან ყოფილიყო დაკავშირებული.

სწორედ აღნიშნული ხარჯების გათვალისწინებით, ეროვნულმა ბანკმა ჭარბი მერყეობის შესამცირებლად სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციები განახორციელა. 2024 წლის მე-2 ნახევარში, პიკურ ეპიზოდში (სექტემბერსა და

ოქტომბერში), სავალუტო ბაზარზე აშშ დოლარის წმინდა გაყიდვებმა მშპ-ის 2.1% შეადგინა. აღნიშნული ინტერვენციის კონტრაქტიური ანალიზის მიხედვით, 2024 წელს ინტერვენციების ინსტრუმენტის არგამოყენების შემთხვევაში, გაცვლითი კურსის დროებით გაუფასურებას შესაძლოა ინფლაციური მოლოდინებისა და ინფლაციის პერსპექტივის გაუარესება გამოეწვია. ეს კი, საბოლოოდ, მონეტარული პოლიტიკის შედარებით უფრო მაღალი განაკვეთის ტრაექტორიას განაპირობებდა, რაც კონტრაქტიურ სცენარში არსებულ საზოგადოებრივ დანაკარგს კიდევ უფრო მეტად გაზრდიდა (დიაგრამა 4-8).

დიაგრამა 4. სავალუტო ინტერვენციები, მშპ-სთან ფარდობა**დიაგრამა 5. აშშ დოლარი/ლარის რეალური გაცვლითი კურსის გაპი****დიაგრამა 6. საბაზო ინფლაცია, კვ/კვ განლიურებული****დიაგრამა 7. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი**

წყარო: სეპი, საქსტატი და ავტორების გამოთვლები.

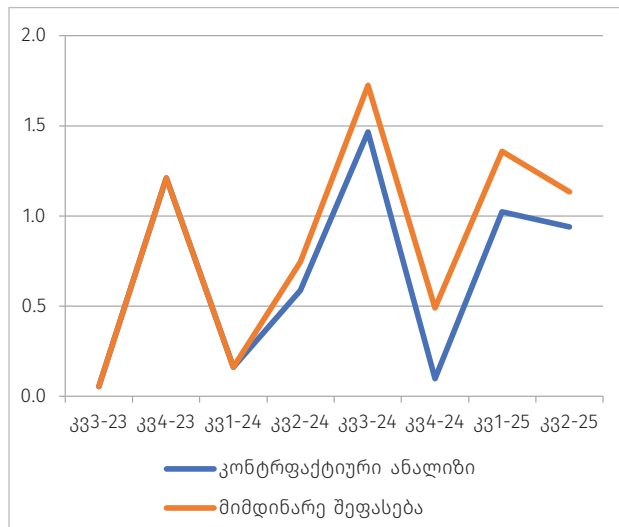
კონტრაქტული ანალიზის ფარგლებში განიხილება სცენარი, რომელშიც 2024 წლის მეორე კვარტლიდან 2025 წლის მეორე კვარტლამდე ინტერვენციები არ გამოიყენება (დიაგრამა 4). ასეთ პირობებში, აღნიშნულ პერიოდში, აშშ დოლარი/ლარის რეალური გაცვლითი კურსის გაპი მოკლევადიანად საშუალოდ 2.3 პროცენტული პუნქტით უფრო მეტად

გაუფასურდებოდა (დიაგრამა 5). ამის შედეგად, კვარტალური საბაზო ინფლაცია საშუალოდ 0.5 პროცენტული პუნქტით მაღალი იქნებოდა (დიაგრამა 6). გაზრდილი ინფლაცია მონეტარული პოლიტიკის შესაბამის გამკაცრებას გამოიწვევდა, რის შედეგადაც პოლიტიკის განაკვეთი საშუალოდ 0.5 პროცენტული პუნქტით უფრო მაღალი აღმოჩნდებოდა (დიაგრამა 7).

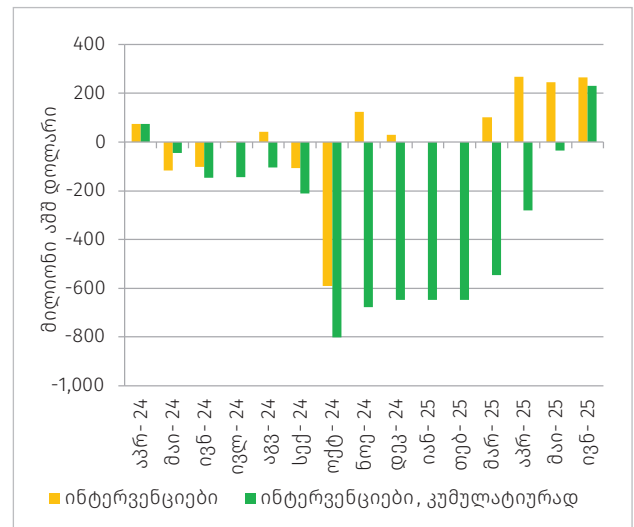
ეკონომიკის გაზრდილი მერყეობის ფონზე, მონეტარული პოლიტიკის და შესაბამისად, ფინანსური პირობების გამკაცრების შედეგად მშპ-ის გაპის ჯამური დანაკარგი 1.3 პროცენტული პუნქტი იქნებოდა (დიაგრამა 8). აღსანიშნავია, რომ განხილულ პერიოდში გაცვლით კურსზე ერთჯერადი შოკის ამოწურვის შემდეგ, გაცვლითი კურსის დინამიკა კვლავ დაუბრუნდა

მის წონასწორულ ტრაექტორიას და ეროვნულმა ბანკმა რეზერვების შევსების პოლიტიკა განაახლა. 2025 წლის ივლისის ჩათვლით, ეროვნულმა ბანკმა ინტერვენციებით 1.3 მლრდ. აშშ დოლარი შეისყიდა. ხოლო, 2024 წლის მეორე კვარტალიდან 2025 წლის მეორე კვარტალის ჩათვლით სებ-ის შესყიდვებმა 231 მლნ. აშშ დოლარი შეადგინა (დიაგრამა 9).

დიაგრამა 8. გამოშვების გაპი



დიაგრამა 9. სავალუტო ინტერვენციები



წყარო: სებ-ი, საქსტატი და ავტორების გამოთვლები.

უნდა აღინიშნოს, რომ ინტერვენციების განხორციელება რიგ სირთულეებთანაა დაკავშირებული, კერძოდ, წარმოდგენილი ანალიზი და ინტერვენციების სარგებელი მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ბაზრის მონაწილეების მოლოდინების ტიპზე. მოლოდინები სავალუტო ბაზარზე შესაძლებელია თავად ფუნდამენტური მაკროეკონომიკური ფაქტორების მოსალოდნელი ცვლილების ასახვა იყოს. ასეთი ტიპის მოლოდინები რაციონალურია, რადგანაც ბაზრის მონაწილეები წინასწარ განჭვრეტენ გაცვლითი კურსის ფუნდამენტური ფაქტორებით გამოწვეულ გრძელვადიან ცვლილებას. ამ მოლოდინებისა და ბაზრის რეაგირების საფუძველზე კი გაცვლითი კურსი მყისიერად კორექტირდება მანამ, სანამ თავად

მაკროეკონომიკური ფაქტორები რეალიზდება. როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ფუნდამენტური ფაქტორებით გამოწვეული გაცვლითი კურსის ცვლილებას, საბოლოო ჯამში, ვერცერთი ცენტრალური ბანკი და, მათ შორის, ვერც საქართველოს ეროვნული ბანკი, შეაჩერებს. ამ პირობებში განხორციელებული ინტერვენციების ხარჯი უფრო მეტი იქნება, ვიდრე სარგებელი.

თუმცა, გაცვლითი კურსის მოკლევადიანი მერყეობა, გაურკვევლობის ფონზე, ფუნდამენტური ფაქტორების არაზუსტი მოლოდინებითაც ყალიბდება. შედეგად კი სავალუტო ბაზარზე განხორციელებული უცხოური ვალუტის შესყიდვები/გაყიდვები კურსის ჭარბ მერყეობას იწვევს. ასეთი ტიპის მოლოდინებით განპირობებული

კურსის მერყეობა დროებითია, გაცვლით კურსზე მხოლოდ მოკლევადიანი ეფექტი აქვს და მის გრძელვადიან ტრენდზე არ აისახება. იმისათვის რომ ეს დროებითი მერყეობა ეკონომიკისთვის დამატებით ხარჯებში არ გადაიზარდოს, მიზანშეწონილია ინტერვენციებით მისი შემცირება და აღნიშნული ხარჯის თავიდან აცილება. გაცვლით კურსზე ზეწოლა 2024 წელს სწორედ ამ უკანასკნელი ფაქტორით იყო გამოწვეული, რამაც განაპირობა ინტერვენციების ეკონომიკური სარგებელი.

დასკვნები

მზარდ და განვითარებად ეკონომიკებში სავალუტო ბაზრის მეჩხეობა გაცვლითი კურსის ფუნდამენტური ფაქტორებიდან გადახრის რისკს წარმოშობს, რაც ამ ეკონომიკების სხვა ნაკლოვანებების პირობებში (ფინანსური დოლარიზაცია, ვაჭრობაში კონტრაქტების აშშ დოლარში დადება და ა.შ.) გაცვლითი კურსის მოქნილობის სარგებელს ამცირებს. აღნიშნულის ფონზე, შოკების გამკლავების მიზნით, ცენტრალური ბანკები კონვენციური პოლიტიკის ინსტრუმენტთან – საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებასთან ერთად სხვა ინსტრუმენტებსაც იყენებენ, მათ შორის ინტერვენციებს სავალუტო ბაზარზე.

ინტერვენციები გაცვლით კურსს სხვადასხვა არხებით გადაეცემა და ხელს უწყობს კურსის ფუნდამენტური დონიდან გადახრის აღმოფხვრას. დოლარიზებულ ეკონომიკაში, გაუფასურების შედეგად წარმოქმნილი მიწოდების უარყოფითი შოკის ნეგატიური ეფექტები შესაძლოა ინტერვენციების შედეგად შემსუბუქდეს, რაც გამოიხატება ინფლაციისა და გამოშვების დანახარჯების შემცირებაში. 2024 წელს, გაურკვევლობის ფონზე ეკონომიკური აგენტების მოლოდინები გაუარესდა. ამის შედეგად შედეგად სავალუტო ბაზარზე წარმოქმნილი წნეხის საპასუხოდ, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა მნიშვნელოვანი მოცულობის ინტერვენციები განახორციელა. ინტეგ-

რირებული პოლიტიკის ჩარჩოს მოდელზე დაფუძნებულმა კონტრაქტიურმა ანალიზმა აჩვენა, რომ გაცვლით კურსზე ზეწოლა მოიხსნა, რის შედეგადაც თავიდან იქნა აცილებული როგორც ინფლაციისა და გამოშვების დანახარჯები, ისე სხვა მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების გაუარესება.

საგულისხმოა ინტერვენციებთან დაკავშირებული რისკები და შესაძლო ხარჯები. რეალურ დროში ინტერვენციის განხორციელებისას კვლავ არსებობს რისკი, რომ ბაზარზე არსებული წნეხი ფუნდამენტური ფაქტორებით იყოს განპირობებული, რა დროსაც ინტერვენციები არაეფექტურია. ეს განსაკუთრებით თვალსაჩინოა რეზერვების გაყიდვის ოპერაციებისას, რადგან არსებობს რეზერვების იმ დონემდე შემცირების რისკი, რომ გაიზარდოს ქვეყნის სუვერენული რისკის პრემია და, შედეგად, ქვეყნის მონყვლადობა მომავალი შოკების მიმართ.

გამოყენებული ლიტერატურა

- Del Negro, M., Giannoni, M. P. and Schorfheide, F. (2014). Inflation in the Great Recession and New Keynesian Models, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 6(3), pp. 168-196.
- Adler, G., Lisack, N. and Mano, R. C. (2021). Unveiling the effects of foreign exchange intervention, *IMF Economic Review*, 69(3), pp. 473-512.
- Adler, G. and Mano, R. C. (2016). *The Cost of Foreign Exchange Intervention: Concepts and Measurement*. IMF Working Paper 16/89. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Adrian, T., Erceg, C., Kolasa, M. and Lindé, J. (2021). *A Quantitative Microfounded Model for the Integrated Policy Framework*. IMF Working Paper No. 21/292. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Amiti, M., Itskhoki, O. and Konings, J. (2022). Dominant Currencies: How Firms Choose Currency Invoicing and Why It Matters, *Quarterly Journal of Economics*, 137(3), pp. 1435-1493.
- Arevadze, L., Mkhatriashvili, S., Metreveli, S., Tsustkiridze, G., Mdivnishvili, T. and Khinashvili, N. (2024).

DSGE Model for Georgia: LEGO with Emerging Market Features. NBG Working Paper 24/02. Tbilisi: National Bank of Georgia.

Basu, S. S., Boz, E., Gopinath, G., Roch, F. and Unsal F. D. (2020). *A Conceptual Model for the Integrated Policy Framework*. IMF Working Papers 2020/121. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Basu, S., Boz, E., Gopinath, G. and Roch, F. (2023). *Integrated Monetary and Financial Policies for Small Open Economies*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Basu, S. and Gopinath, G. (2024). *An Integrated Policy Framework Diagram for International Economics*. IMF Working Paper WP/24/38. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Berg, A., Portillo, R., Unsal, D. and Zanna, L.-F. (2023). *FINEX – A new workhorse model for macroeconomic forecasting and policy analysis*. IMF Working Paper WP/23/235. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Bocola, L. and Lorenzoni, G. (2020). Financial Crises, Dollarization and Lending of Last Resort in Open Economies, *American Economic Review*, 110(8), pp. 2524–2557.

Broda, C. (2004). Terms of trade and exchange rate regimes in developing countries, *Journal of International Economics*, 63(1), pp. 31–58.

Canales-Kriljenko, J. I., Guimaraes, R. F. and Karacadag, C. (2003). *Official Intervention in the Foreign Exchange Market: Is It Effective and, If So, How Does It Work?* IMF Working Paper No. 03/152. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Carare, A. and Stone, M. R. (2006). Inflation targeting regimes, *European Economic Review*, 50(5), pp. 1297–1315.

Cavallino, P. (2019). Capital flows and foreign exchange intervention, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 11(2), pp. 27–170.

Céspedes, L. F., Chang, R. and Velasco, A. (2004). Balance Sheets and Exchange Rate Policy. *American Economic Review*, 94(4), pp. 1183–1193.

Chamon, M. D., Hofman, D. J., Magud, N. E. and Werner, A. M. (2019). Chapter 6: Intervention under Inflation Targeting, in *Foreign Exchange Intervention in Inflation Targeters in Latin America*. pp. 79–89. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Chen, K., Huidrom, R., Zdzienicka, A. and Zhou, J. (2023). *An Estimated DSGE Model for Integrated Policy Analysis*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Clarida, R., Galí, J. and Gertler, M. (1999). The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective, *Journal of Economic Literature*, 37(4), pp. 1661–1707.

Erceg, C. J., Henderson, D. W. and Levin, A. T. (2000). Optimal monetary policy with staggered wage and price contracts, *Journal of Monetary Economics*, 46(2), pp. 281–313.

Fanelli, S. and Straub, L. (2021). A Theory of Foreign Exchange Interventions, *Review of Economic Studies*, 88(6), pp. 2649–2697.

Fleming, M. J. (1962). Domestic Financial Policies under Fixed and under Floating Exchange Rates, *IMF Staff Papers*, 9(3), pp. 369–380.

Gabaix, X. (2020). A Behavioral New Keynesian Model, *American Economic Review*, 110(8), pp. 2271–2327.

Gabaix, X. and Maggiori, M. (2015). International liquidity and exchange rate dynamics, *The Quarterly Journal of Economics*, 130(3), pp. 1369–1420.

Galí, J. and Monacelli, T. (2005). Monetary Policy and Exchange Rate Volatility in a Small Open Economy, *Review of Economic Studies*, 72(3), pp. 707–734.

Gertler, M. and Karadi, P. (2011). A model of unconventional monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 58(1), pp. 17–34.

Ghosh, A. R., Ostry, J. D. and Chamon, M. (2012). *Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in Emerging Market Economies*. IMF Staff Discussion Note. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Goldberg, L. S. and Tille, C. (2008). Vehicle Currency Use in International Trade, *Journal of International Economics*, 76(2), pp. 177–192.

Gopinath, G., Boz, E., Casas, C., Díez, F. J., Gourinchas, P.-O. and Plagborg-Møller, M. (2020). Dominant Currency Paradigm, *American Economic Review*, 110(3), pp. 677–719.

Hausmann, R., Gavin, M., Pagés, C. and Stein, E. H. (1999). *Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime*. Working paper 400. Washington, D.C.: Inter-American Development Bank.

International Monetary Fund. (2020). *Toward an Integrated Policy Framework*. IMF Policy Papers

2020/046. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

International Monetary Fund. (2025). *Georgia: Selected Issues*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Jeanne, O. and Korinek, A. (2010). Managing Credit Booms and Busts: A Pigouvian Taxation Approach, *American Economic Review*, 100(2), pp. 1-5.

Kim, M., Mano, R. and Mrkaic, M. (2020). *Do FX Interventions Lead to Higher FX Debt? Evidence from Firm-Level Data*. IMF Working Papers 2020, 197. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Kolasa, M. (2024). *A Quantitative Model for the Integrated Policy Framework: Theory and Implications*. Presentation at the National Bank of Ukraine / International Monetary Fund Workshop, Kyiv, 12 March 2024.

Kolasa, M., Ravgotra, S. and Zabczyk, P. (2022). *Monetary Policy and Exchange Rate Dynamics in a Behavioral Open Economy Model*. IMF Working Papers 2022/112. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F. (2003). To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth, *American Economic Review*, 93(4), 1173-1193.

Lindé, J. (2024). *An Estimated DSGE Model for Integrated Policy Analysis*. Washington, D.C.: IMF Monetary and Capital Markets Department.

Mehrotra, A. and Gadanecz, B. (2013). The exchange rate, real economy and financial markets. *BIS Papers*, No. 73. Basel: Bank for International Settlements.

Mendoza, E. G. (2010). Sudden Stops, Financial Crises, and Leverage, *American Economic Review*, 100(5), 1941-1966.

Mohanty, M. S. (2013). Market volatility and foreign exchange intervention in EMEs: what has changed? *BIS Papers*, No. 73. Basel: Bank for International Settlements.

Mundell, R. A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas, *American Economic Review*, 51(4), pp. 657-665.

Obstfeld, M. and Rogoff, K. (1995). Exchange Rate Dynamics Redux, *Journal of Political Economy*, 103(3), pp. 624-660.

Obstfeld, M., Shambaugh, J. C. and Taylor, A. M. (2005). The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility, *Review of Economics and Statistics*, 87(3), pp. 423-438.

Obstfeld, M. and Zhou, H. (2023). *The Global Dollar Cycle*. NBER Working Paper No. 31004. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

საპროცენტო განაკვეთების ფორმირება გარდამავალ ეკონომიკებში: საქართველოს მაგალითი ევროკული მისწრაფებების კონტექსტში

ლევან სურგულაძე

ანოტაცია

სტატიაში განხილულია საქართველოში სესხებზე საპროცენტო განაკვეთების ფორმირება და იგი შედარებულია ევროკავშირის წევრი ქვეყნების და სხვა გარდამავალი ეკონომიკების რეალიტეტთან. ნომინალური განაკვეთი წარმოდგენილია, როგორც მოკლევადიანი ნომინალური ურისკო განაკვეთისა და ოთხი კომპონენტის – დაფინანსების სპრედის, საკრედიტო რისკის პრემიის, ოპერაციული/რეგულირების ხარჯებისა და მოგების მარჟის – ჯამი, რომელიც მორგებულია საქართველოს ინსტიტუციურ გარემოზე. გამოკვეთილია სამი ძირითადი მიგნება: პირველი – სასესხო განაკვეთები დამოკიდებულია საბაზისო ნიშნულის არჩევაზე – საქართველო გამოირჩევა მაღალი სპრედით მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მიმართ. მოკლევადიანი დაფინანსების ნიშნულთან და სადეპოზიტო განაკვეთებთან მიმართებაში განსხვავება მცირდება; მეორე – მონეტარული პოლიტიკის გადაცემა სასესხო განაკვეთებზე დადებითია, მაგრამ არასრული და ასიმეტრიული; მესამე – სასესხო განაკვეთის შემადგენელ ოთხ კომპონენტს მეტწილად სტრუქტურული და ინსტიტუციური გარემო განსაზღვრავს: უზრუნველყოფის აღსრულების ვადები და პროგნოზირებადობა, ბაზრის კონცენტრაცია და კონკურენციის ხარისხი, ლარში ფულადი ბაზრების მცირე ზომა და ჰეჯირების

ინსტრუმენტების შეზღუდული წვდომა და სიძვირე. შესაბამისად, სტატიაში წარმოდგენილია სასესხო განაკვეთების ნორმალისაციისათვის საჭირო ზომები.

საკვანძო სიტყვები: საპროცენტო განაკვეთები, სესხი, საკრედიტო ბაზარი, საკრედიტო რისკი, ფულადი ბაზრები, გარდამავალი ეკონომიკები, მონეტარული პოლიტიკა, დაფინანსების სპრედი, მოგების მარჟა

შესავალი

საპროცენტო განაკვეთების დონე და სტრუქტურა მხოლოდ მონეტარული პოლიტიკით და ინფლაციური მოლოდინებით არ განისაზღვრება; განაკვეთებში ასევე აისახება ბანკების დაფინანსების პირობები, საკრედიტო რისკი, ოპერაციული/რეგულირების ხარჯები და კონკურენციის ხარისხი. ეს ელემენტები განსაზღვრავენ კრედიტის ფასს და მონეტარული პოლიტიკის სიგნალების გადაცემის სიჩქარეს და სისრულეს, ჯერ ბანკებზე და შემდგომ – ინდივიდუალურ პირებსა და ბიზნესებზე.

ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში საქართველომ ჩამოაყალიბა თანამედროვე ფინანსური სისტემა და მისი დამოუკიდებელი მარეგულირებელი – ეროვნული ბანკი (სებ), რომლის მანდატი მოიცავს ფასების და ფინანსური

სტაბილურობის შენარჩუნებას. მიუხედავად იმისა, რომ სეპ-ი საკმარისად ეფექტიანად მოქმედებს აღნიშნული მანდატის ფარგლებში, საშუალო სასესხო განაკვეთები, განსაკუთრებით სამომხმარებლო და მცირე და საშუალო ბიზნესისთვის, ევროკავშირის ქვეყნებთან შედარებით, კვლავ მაღალია, ინფლაციისა და სუვერენული რისკის გათვალისწინებით.

ზოგადად, სესხების განფასებაზე, მონეტარული იმპულსის გარდა, მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს საშუამავლო (საბანკო) გარემოს. როდესაც სესხებზე მოთხოვნა სტაბილურად აღემატება დეპოზიტების მიწოდებას, ბანკების გავლენა განფასების პროცესზე იზრდება. ასეთ პირობებში, დაფინანსების ღირებულება იმატებს და, შესაბამისად, ფართოვდება დაფინანსების სპრედი. ხოლო შედარებით სუსტი კონკურენციისა და ფასების დაბალი ელასტიკურობის პირობებში, მოგების მარჟა მაღალი რჩება, განსაკუთრებით მაღალრისკიან სეგმენტებში.

წინამდებარე სტატია მიზნად ისახავს შემდეგი საკითხების გარკვევას:

- რამდენად არის საქართველოში სასესხო განაკვეთები განპირობებული სტრუქტურული და ინსტიტუციური გარემოთი და არა მხოლოდ მაკროეკონომიკური შოკებით;
- რამდენად ეფექტიანად გადაეცემა მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებები საბაზრო სასესხო განაკვეთებს და
- რა შეამცირებს სპრედის სტრუქტურულ კომპონენტებს და დაახლოებს მათ ევროკავშირის ნიშნულებთან.

ანალიზი ეყრდნობა კვლევებს, რომლებიც აკავშირებს საპროცენტო განაკვეთების დინამიკას ინსტიტუციური გარემოს ხარისხთან, ბაზრის სტრუქტურასთან და გადაცემის მექანიზმებთან გარდამავალ ეკონომიკებში (Fernández and Gulán, 2012; Mirdala, 2014; Rom, 2024; van Leuvensteijn, et al., 2013). ჩვენი ამოცანაა, საქართველოსთვის განვავრცოთ მოდელი, რომელიც დამზერად

აგრეგატებს აერთიანებს სესხების საბოლოო განფასების კომპონენტებად დაშლასთან და ითვალისწინებს ადგილობრივი ინსტიტუტებისა და ბაზრის სტრუქტურის სპეციფიკას.

თეორიული და ინსტიტუციური საფუძვლები

ნომინალური სასესხო განაკვეთების დეტერმინანტები

საბაზრო ეკონომიკებში სესხის ფასში მხოლოდ მონეტარული პოლიტიკის პოზიცია და ინფლაციური მოლოდინები არ აისახება. ბანკები სესხებს განაფასებენ მოკლევადიანი ნომინალური ურისკო განაკვეთიდან, რომელსაც უმატებენ ოთხ კომპონენტს – დაფინანსების სპრედს, საკრედიტო რისკის პრემიას, ოპერაციულ/რეგულირების ხარჯებს და მოგების მარჟას. ამ ჩაშლას ქვემოთ წარმოვადგენთ და გამოვიყენებთ საქართველოს მონაცემების ინტერპრეტაციისა და სხვა ქვეყნებთან შედარებისთვის.

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემა

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმი, რომელიც ხორციელდება საპროცენტო განაკვეთების, მოლოდინებისა და სავალუტო კურსის არხების საშუალებით, ასახავს პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილებას იმ საბაზრო სასესხო განაკვეთებში, რომელთა გამოყენება უწევთ ინდივიდებსა და ბიზნესებს. ბანკებზე დაფუძნებულ ეკონომიკებში, სადაც ფულადი და კაპიტალის ბაზრები მცირე და არაეფექტიანია, მონეტარული პოლიტიკის გავლენა, ჩვეულებრივ, დადებითია, თუმცა არასრული, დროში შეფერხებული და ხშირად ასიმეტრიული (პოლიტიკის გამკაცრება სწრაფად გადაეცემა, შერბილება – დაგვიანებით) (Sander and Kleimeier, 2004; Borio et al., 2018; Beyer et al., 2024). გადაცემის ეფექტიანობა დამოკიდებულია ბანკების ლიკვიდურობაზე, კონკურენტულ გარემოზე, კაპიტალის ბუფერებზე და აღსრულების/ზედამხედველობის ხარისხზე (Borio et al., 2018). მომავალი პოლიტიკის გზამკვლევი წინასწარი სიგნალები სასარგებლოა შეზღუდული ინსტრუმენტების

პირობებში, მხოლოდ – თუ სანდოობა მაღალია (Caballero and Gadanez, 2023).

სებ-ის მიერ გამოქვეყნებული მონაცემების თანახმად, საქართველოში სასესხო და რეფინანსირების განაკვეთები 2019 წლის შემდეგ შედარებით თანმიმდევრულად მოძრაობენ, მაგრამ არა „ერთი-ერთში“ და დროში დაყოვნებით (იხ. დიაგრამა 1), რაც არასრულ გადაცემას შეესაბამება (Beyer et al., 2024; სებ-ი, 2025c). კავშირის სისუსტეს ორი სტრუქტურული მახასიათებელი განაპირობებს:

1. დოლარიზაცია და სავალუტო შეუსაბამოებები¹, როდესაც სესხების მნიშვნელოვანი ნაწილი ფასდება უცხოურ ვალუტაში განაკვეთის ნიშნულებთან მიმართებით (მაგ., SOFR, EURIBOR), რის შედეგადაც სუსტდება ლარში დენომინირებულ ინსტრუმენტებთან კავშირი და შესაბამისად მცირდება მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობა²;
2. მოკლევადიანი ლარის ლიკვიდობაზე წვდომა ეროვნული ბანკის ინსტრუმენტებითა და ბანკთაშორისი არხებით, როგორც წესი, შეუფერხებელია, მაგრამ უპირობო არ არის – მოცულობა და განფასება დამოკიდებულია უზრუნველყოფაზე, პრუდენციულ შეზღუდვებსა და ბაზრის სიღრმეზე. სტრესის პირობებში ლიკვიდობის წვდომა შეიძლება გართულდეს. საშუალო და გრძელვადიანი ფულადი ბაზრის არხები შეზღუდულია, ხოლო კაპიტალის ბაზარზე გრძელვადიანი ლარში დენომინირებული ინსტრუმენტები მცირეა; შესაბამისად, განფასება მეტწილად ეყრდნობა სადეპოზიტო ბაზარს და, ნა-

წილობრივ, შიდა საბანკო რესურსის ფასის განსაზღვრას. მოკლევადიანი ნიშნულები (ბანკთაშორისი განაკვეთები, რეპო ოპერაციები, სახაზინო ვალდებულებები და სვოპები) ძირითადად მოკლევადიან პერიოდში მოქმედებს და საშუალო და გრძელვადიანი ჰორიზონტებისთვის ნაკლებად ინფორმაციულია. ეს სტრუქტურა შეესაბამება მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებების ნაწილობრივ, დაყოვნებულ და ასიმეტრიულ ასახვას სესხების განაკვეთებში (Borio et al., 2018; Caballero and Gadanez, 2023).

სტრუქტურული და ინსტიტუციური შეზღუდვები

სასესხო განაკვეთებს და მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებების გადაცემის ეფექტიანობას, მაკრო პირობების გარდა, რამოდენიმე სხვა მახასიათებელიც აყალიბებს:

- საბანკო ბაზრის სტრუქტურა და კონკურენცია: კონცენტრირებული ბაზრები საცალო სეგმენტებში უფრო მაღალ მარჟებს ინარჩუნებენ (Rom, 2024; Agapova, A. and McNulty, J. E., 2016; van Leuvensteijn, et al., 2013). კომპონენტი – მოგების მარჟა;
- სასამართლო აღსრულება და გადახდისუნარიობა: გაჭიანურებული ამოღების პროცესი და ამოღების მაჩვენებელის განუსაზღვრელობა ზრდის მოსალოდნელ დანაკარგებს, რაც, თავის მხრივ, აისახება კრედიტის გაზრდილ ფასში (Fernández and Gulán, 2012; Mirdala, 2014). კომპონენტი – საკრედიტო რისკის პრემია;
- ლიკვიდობა და დაფინანსება: სესხები/დეპოზიტებთან მაღალი შეფარდება და

1. სავალუტო შეუსაბამოები – ვალდებულებების მომსახურებისთვის განკუთვნილი შემომავალი ფულადი ნაკადების ვალუტა განსხვავებულია ამ ვალდებულებების ვალუტისგან. მსესხებლის შემთხვევაში, ლარის კურსის ვარდნა გაზრდის საკრედიტო რისკს; ბანკის შემთხვევაში, იზრდება დაფინანსების რისკი და პრემია, თუ ეს რისკი არ არის ჰეჯირებული.

2. ინფლაციაზე თარგეთირებულ რეჟიმში სებ არ განიხილავს M0-ს დამოუკიდებელ სამიზნედ; ლარის ლიკვიდობა ისე იმართება, რომ მოკლევადიანი საბაზრო განაკვეთები პოლიტიკის განაკვეთის მახლობლად განლაგდნენ. ამიტომ M0-ის ცვლილება არ წარმოადგენს დამოუკიდებელ მამოძრავებელს სესხებზე განაკვეთების ფორმირებისას; ეფექტი ჩნდება მხოლოდ მაშინ, თუ იცვლება მოლოდინები (ინფლაცია/გაცვლითი კურსი) ან მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, რაც აისახება მოკლევადიან ნომინალურ ურისკო ნიშნულ განაკვეთზე, დაფინანსების სპრედში ან საკრედიტო რისკის პრემიაში. დაფინანსების სპრედი იზრდება, როცა ლარის ლიკვიდობა მცირდება და მოკლევადიანი ლარის ნიშნულები (მაგ., TIBR/რეპო) იზრდება მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთზე მაღლა ან იზრდება ლარის დეპოზიტების განაკვეთები (დაფინანსების შესანარჩუნებლად/კონკურენციის გამო). საკრედიტო რისკის პრემია იზრდება, როდესაც ინფლაციური ან ლარის გაუფასურების მოლოდინები აუარესებს მსესხებლების გადახდისუნარიანობას ან უზრუნველყოფა/აღსრულება უარესდება.

დეპოზიტების მოკლე ვადიანობა ზრდის დაფინანსების ფასს და ზღუდავს სესხებზე განაკვეთების სწრაფი და მნიშვნელოვანი კლების შესაძლებლობას. კომპონენტი – დაფინანსების სპრედი;

- ლარის ფულადი/კაპიტალის ბაზრების სიმცირე: მცირე ბანკთაშორისი/რეპო აქტივობა და სუსტად ჩამოყალიბებული სუვერენული შემოსავლიანობის მრუდი ზრდის ლიკვიდობის პრემიას და ართულებს ჰეჯირებას. კომპონენტი – დაფინანსების სპრედი;
- სავალუტო რისკი და დოლარიზაცია: სავალუტო რისკის ფასი აისახება ბანკის დაფინანსების სპრედში (თუ ამ რისკს ბანკი ატარებს), ან მსესხებლის საკრედიტო რისკის პრემიაში (თუ ამ რისკს მსესხებელი ატარებს). კომპონენტი – დაფინანსების სპრედი ან საკრედიტო რისკის პრემია;
- ინფორმაცია და ქცევა: საკრედიტო რეესტრების ფარვა და ხარისხი, ფასების გამჭვირვალობა და სხვა გამსესხებელთან გადასვლის სიმართლე გავლენას ახდენს როგორც რისკის შეფასებაზე, ისე ფასნამატების (მარჟების) მდგრადობაზე. კომპონენტები – საკრედიტო რისკის პრემია და მოგების მარჟა.

Bonin et al. (2015) აჩვენებს, რომ ცენტრალურ და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში მაღალი სპრედები სესხებზე და დეპოზიტებზე ხშირად ასახავს ინსტიტუციურ არაეფექტურობებს – შეზღუდულ კონკურენციას, ლიმიტირებულ საკრედიტო ინფორმაციას და განუსაზღვრელობებს უზრუნველყოფის შეფასებაში და არ შეესაბამება „წმინდა“ რისკის ფასს. წინამდებარე სტატიაში არჩეულ ჩარჩოში, ეს ზრდის მოგების მარჟას, ხოლო მაღალი მოსალოდნელი დანაკარგის აღქმა კი, საკრედიტო რისკის პრემიას.

საქართველოს ინსტიტუციური გარემო

ფასების სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარულ პოლიტიკას ინფლაციის თარგეთირების რე-

ჟიმით წარმართავს, რომლის მთავარი ინსტრუმენტი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთია. პარალელურად, ეროვნული ბანკი იყენებს მაკროპრუდენციულ ინსტრუმენტებს, მათ შორის არის: დიფერენცირებულ სარეზერვო მოთხოვნები ვალუტის მიხედვით; სესხის ღირებულების აქტივის ღირებულებასთან შეფარდების (LTV), გადახდების შემოსავალთან შეფარდების (PTI) და სესხების მომსახურების შემოსავალთან შეფარდების (DSTI) ზღვრები; ასევე შეზღუდვები სავალუტო სესხებზე არაჰეჯირებული მსესხებლებისთვის. მონეტარული პოლიტიკის გადაცემა ხორციელდება კონცენტრირებულ საბანკო სისტემაში, ლარში დაფინანსების სუსტად განვითარებულ ბაზარზე, და შედარებით მაღალი დოლარიზაციის პირობებში.

ამ მახასიათებლებით აიხსნება მაღალი სასესხო განაკვეთები და მონეტარული პოლიტიკის ნელი, არასრული და ასიმეტრიული გადაცემა, რასაც რაოდენობრივად ქვემოთ განვიხილავთ და დავსახავთ სისტემურად მისაღებ ზომებს. ეს სტრუქტურული პრობლემები მხოლოდ საქართველოსთვის არ არის დამახასიათებელი. ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის რიგ ქვეყნებსაც ჰქონდათ მსგავსი შეზღუდვები, თუმცა ევროკავშირში თანდათანობითი ინტეგრაცია, ჰარმონიზაცია და ინსტიტუციური რეფორმები დაეხმარა მათ საპროცენტო დინამიკის დაახლოებაში ევროზონის პრაქტიკასთან (Mirdala, 2014; Ariefianto et al., 2024).

მაკროეკონომიკური და სტრუქტურული კონტექსტი

საქართველოში სასესხო განაკვეთები ყალიბდება მაკროეკონომიკური ცვალებადობის, სტრუქტურული თავისებურებებისა და ინსტიტუციური ჩარჩოს ერთობლიობის პირობებში. ეროვნული ბანკი ადგენს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს და მართავს მოკლევადიან ლიკვიდობას, რაც განსაზღვრავს მოკლევადიანი ფულადი ბაზრის ნიშნულებს და, საბოლოო ჯამში, აისახება საბანკო განფასებაზე. სესხის ფასში, მოკლევადიანი ნომინალური „ურისკო“ ნიშნულ განაკვეთთან ერთად, შედის

დაფინანსების სპრედი, საკრედიტო რისკის პრემია, ოპერაციული/რეგულაციური ხარჯები და მოგების მარჟა. წინამდებარე თავში მოკლედ არის განხილული მაკრო-ფინანსური ფაქტორები – დოლარიზაცია, სავალუტო შეუსაბამოებები, ბაზრის სტრუქტურა, დაფინანსების სტრუქტურა, ლარის ფულადი და კაპიტალის ბაზრების ზომა, აღსრულებასთან დაკავშირებული და საინფორმაციო არაეფექტიანობები, რაც ხსნის, რატომ არის სასესხო განაკვეთები მაღალი ევროკავშირის და მოწინავე გარდამავალი ეკონომიკების ნიშნულებთან შედარებით.

ინფლაციის თარგეთირება, მოლოდინები და მონეტარული პოლიტიკის პოზიციონირება

საქართველოს ეროვნული ბანკი 2009 წლიდან იყენებს ინფლაციის თარგეთირების ჩარჩოს. მიუხედავად ამისა, ინფლაციური მოლოდინები განვითარებულ ეკონომიკებთან შედარებით ნაკლებად სტაბილურია, რაც ზრდის მოკლევადიან ნომინალურ ურისკო განაკვეთს, რომელსაც ბანკები სესხების განფასებისთვის იყენებენ, როგორც ნიშნულ განაკვეთს. გარდამავალ ეკონომიკებში მაღალი ინფლაციური ვოლატილობა უფრო მაღალ რეალურ განაკვეთებში აისახება, რადგან გამსესხებლები ასეთი ვოლატილობის პირობებში დამატებით პრემიას ითხოვენ (Fernández and Gulán, 2012).

საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა 2022–2023 წლებში გაამკაცრა მონეტარული პოლიტიკა, ხოლო შემდგომში დაიწყო მისი შერბილება. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთთან სპრედი დროთა განმავლობაში იცვლება (ცხრილი 1). ეს სხვაობა ასახავს როგორც ციკლურ ფაქტორებს (ინფლაციასა და მონეტარული პოლიტიკის პოზიციას), ისე სტრუქტურულ კომპონენტებს – დაფინანსების სპრედს, მსესხებელთა საკრედიტო რისკის პრემიას, ოპერაციულ/რეგულირების ხარჯებსა და მოგების მარჟებს.

განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ორი თავისებურება. პირველი – როდესაც ინფლაციური მოლოდინები

მაღალია ან არასტაბილური, მოკლევადიანი ნომინალური ურისკო ნიშნული განაკვეთი, როგორც წესი, იზრდება, რაც ზრდის სასესხო განაკვეთების საბაზისო ნიშნულს; მეორე – დეპოზიტების გადაფასებისა და დაფინანსების სტრუქტურის თავისებურებები, კერძოდ რამდენად სწრაფად და რა მოცულობით მიყვება სადეპოზიტო განაკვეთები მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილებებს – მონეტარული პოლიტიკის შერბილების ფაზაშიც მაღალი სპრედების გარკვეული პერიოდით შენარჩუნებას, ხოლო პოლიტიკის გამკაცრების ფაზაში სპრედების შემდგომ ზრდას განაპირობებენ.

დოლარიზაცია და სავალუტო რისკი

დეპოზიტებისა და სესხების მნიშვნელოვანი ნაწილი კვლავ უცხოურ ვალუტაში არის დენომინირებული, რაც გავლენას ახდენს როგორც სასესხო განაკვეთებზე, ისე მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმზე. როდესაც დაფინანსების და სესხების განფასებისას გამოიყენება უცხოური ნიშნული განაკვეთები, მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობა მცირდება. ბანკები სავალუტო რისკს ორი გზით მართავენ, რაც აისახება ჩვენს მიერ განხილულ კომპონენტებად ჩაშლაში: თუ სავალუტო რისკს ბანკი იღებს, იზრდება დაფინანსების სპრედი; ხოლო თუ მსესხებელი – იზრდება საკრედიტო რისკის პრემია; შესაბამისობის ხარჯები და კაპიტალის დამატებითი მოთხოვნები ზრდის ოპერაციული/რეგულირების ხარჯის კომპონენტს. სებ-მა ეს რისკები შეამცირა არაპეჯირებული მსესხებლებისთვის სავალუტო სესხებზე დაწესებული შეზღუდვებით, ვალუტის ჭრილში დიფერენცირებული სარეზერვო მოთხოვნებით და ხელმისაწვდომობის ზღვრებით PTI/DSTI (სებ, 2025a; 2025b).

საბანკო სექტორის სტრუქტურა და კონკურენცია

ბაზარი კონცენტრირებულია, სადაც რამოდენიმე მსხვილი ბანკი ფლობს აქტივების და საცალო დეპოზიტების დომინანტურ წილს.

კონცენტრაცია იმთავითვე სუსტ კონკურენციას არ ნიშნავს, მაგრამ საცალო სეგმენტში, განსაკუთრებით არაუზრუნველყოფილ სამომხმარებლო სესხებში, ფასნამატი (მოგების მარჟა) მეტწილად მაღალია და შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის გადაცემასთან შედარებით დაგვიანებით მცირდება, რაც შეესაბამება საერთაშორისო გამოცდილებას (Rom, 2024; Agapova, A. and McNulty, J. E., 2016; van Leuvensteijn, et al., 2013).

აღსანიშნავია, რომ სხვა ბანკში მსესხებლის პორტირების მნიშვნელოვანი ბარიერია პორტირების მაღალი ხარჯები (გაცემის და უზრუნველყოფის შეფასების საკომისიოები, წინსწრებით დაფარვის სანქციები, რომლებიც განსაკუთრებით მკაცრია, თუ წინსწრებით დაფარვა სხვა ბანკში პორტირებას უკავშირდება). გარდა ამისა, მოქმედებს კომპლექსური განფასებები, სადაც ძირითად პროდუქტთან ერთად პაკეტში სხვა პროდუქტებია გაერთიანებული (მაგალითად, სიცოცხლის სავალდებულო დაზღვევა). ეს ართულებს პროცესს, ზრდის ხარჯებს და მოითხოვს მეტ დროს, რათა მსესხებელმა შეძლოს სხვადასხვა გამსესხებლის შემოთავაზებების ადექვატური შედარება. აღნიშნული ფაქტორები, ფასების მიმართ შედარებით დაბალი ელასტიურობის პირობებში, ამცირებს კონკურენციის ეფექტს. ამას ემატება საშუალო და გრძელვადიანი კაპიტალის არხების სიმცირე. ამგვარ პირობებში კონკურენციის ზეწოლა, განსაკუთრებით არაუზრუნველყოფილ სამომხმარებლო სეგმენტში, შედარებით სუსტია.

მთლიანობაში, ბანკების მოგების მარჟა საქართველოში გამორჩეულად მაღალი არ ჩანს – სადეპოზიტო ბაზასთან დათვლილი სესხი-დეპოზიტის სპრედი $\approx 3.02\%$ -ია, რაც აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნების შესაბამისი მაჩვენებლების დიაპაზონშია (პოლონეთი – 3.57, რუმინეთი – 2.11, სერბეთი – 2.86, ევროზონა – 1.40). განსხვავება მეტად იჩენს თავს საცალო, განსაკუთრებით არაუზრუნველყოფილ, სესხებში. მომატებული საოპერაციო ხარჯები ძირითადად სტრუქტურუ-

ლი თავისებურებებით აიხსნება – საოპერაციო/მარეგულირებელი მოთხოვნებით მცირე საცალო სესხებზე, კაპიტალის ბუფერების ხარჯებით და უზრუნველყოფის აღსრულების მაღალი ხარჯებით. შესაბამისად, სპრედის დიდი ნაწილი სპეციფიკური ფაქტორებითაა განპირობებული და პირდაპირ არ მიუთითებს ბანკების არაეფექტიანობაზე. საბოლოო დასკვნისთვის საჭიროა მიზნობრივი ემპირიული ანალიზი, რომელიც მოითხოვს სპეციფიკურ საბანკო მიკრო მონაცემებს. აღნიშნული სცდება წინამდებარე სტატიის მიზნების ფარგლებს და მომავალი კვლევის საგანია.

დაფინანსების სტრუქტურა და გადაფასება

საქართველოს ბანკები უმეტესად დეპოზიტებით ფინანსდებიან. შესაბამისად, სესხის ფასი დამოკიდებულია არა მხოლოდ საბაზრო ნიშნულებზე, არამედ იმაზე, თუ როგორ დარასისწრაფით იცვლება დეპოზიტების ღირებულება. სადეპოზიტო განაკვეთები, ჩვეულებრივ, “ერთი-ერთში” არ მიყვება მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილებას (სადეპოზიტო ბეტა ნაკლებია 1-ზე) და დროში დაყოვნებით რეაგირებენ. ასიმეტრია კონტექსტზეა დამოკიდებული: ნორმალურ პირობებში, პოლიტიკის შერბილებისას სადეპოზიტო განაკვეთების კლების სიჩქარე, როგორც წესი, უფრო დაბალია, ვიდრე გამკაცრებისას – მატების სიჩქარე. ამასთან, სტრესულ ეპიზოდებში (ლარის მაღალი ვოლატილობა/ლიკვიდობის ზეწოლა) დეპოზიტები შეიძლება სწრაფად, ზოგჯერ წინმსწრებადაც გადაფასდეს. როდესაც სესხების დეპოზიტებთან შეფარდება მაღალია ან ვადიანი დაფინანსება ნაკლებად ხელმისაწვდომი, იზრდება ეროვნული ბანკის ინსტრუმენტებზე/ საბითუმო წყაროებზე დამოკიდებულება. დაფინანსების სპრედი იზრდება მაშინ, როდესაც ამ წყაროების ფასი უფრო მაღალია, ვიდრე საცალო დეპოზიტების ღირებულება. კონცენტრირებულ მცირე ზომის ბაზრებზე, მონეტარული პოლიტიკის ბანკებზე გადაცემა არასრულია და ლიკვიდობის პრემია ზრდის მათი დაფინანსების სპრედს (Borio et al., 2018).

დანაზოგ-ინვესტიციის დეფიციტი და საგარეო დაფინანსება

წლების განმავლობაში საქართველო მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს, როგორც წესი, ნეტო უცხოური ფინანსური შემოდინებებით ფარავს. შესაბამისად, შიდა ინვესტიციების ნაწილი ფინანსდება უცხოური დანაზოგით, რომლის წილიც წლიდან წლამდე იცვლება. პირდაპირი უცხოური ინვესტიცია უფრო სტაბილურ გრძელვადიან კაპიტალს იძლევა, მაგრამ ბანკების ყოველდღიურ ლიკვიდობას უმეტესად მოკლე და საშუალო-ვადიანი დეპოზიტები განსაზღვრავენ. სესხების დეპოზიტებთან მაღალი შეფარდებისას, დამატებითი დაფინანსება სებ-ის ინსტრუმენტებიდან და საერთაშორისო სასესხო ხაზებიდან მოდის, რაც ზრდის დაფინანსების სპრედს და სესხების განფასებებს უფრო მგრძნობიარეს ხდის რეფინანსირების და სავალუტო რისკების მიმართ (Borio et al., 2018).

ლარში ფულადი და კაპიტალის ბაზრების სიღრმე

ბანკთაშორისი და რეპო აქტივობა მცირეა, ხოლო ლარის სუვერენული შემოსავლიანობის მრუდზე ნიშნული ვადიანობები ჩამოყალიბების ეტაპზეა. ლარის ფულადი ბაზრების შეზღუდული სიღრმე ზრდის ლიკვიდობის პრემიებს ბანკების დაფინანსებაში და ართულებს ვადიან ჰეჯირებას, რაც ასუსტებს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობას და ზრდის სესხების განაკვეთების დონის რეზისტენტულობას (Borio et al., 2018). მეორადი ბაზრის ლიკვიდობა ჯერ კიდევ სუსტია, ამიტომ მოკლე და საშუალო ვადიანობებს მიღმა ფასები ნაკლებად საიმედოა. განვითარებადი ბაზრების გამოცდილებით, ადგილობრივი ბაზრების მცირე ზომამ, სუვერენულმა რისკმა და მონეტარული პოლიტიკის არასაკმარისმა სანდოობამ შეიძლება არაადეკვატურად შეცვალოს შემოსავლიანობის მრუდის ფორმა გრძელვადიან ნიშნულებზე (Ariefianto et al., 2024).

სამართლებრივი აღსრულება და ინფორმაცია უზრუნველყოფის აღსრულების ვადები და გა-

დახდისუუნარობის სამართლებრივი პროცესები კვლავ მნიშვნელოვან სტრუქტურულ შეზღუდავად რჩება. განუსაზღვრელობა უზრუნველყოფის ამოღების შედეგებში, ინდივიდებისა და ბიზნესების არასრული საკრედიტო ისტორიისა და დაუდეკლარირებელი შემოსავლის მაღალი წილის ფონზე, ართულებს მსესხებლის რისკის შეფასებას – ზრდის რისკის სანაცვლოდ მოთხოვნილ ფასს და, შესაბამისად, საკრედიტო რისკის პრემიის კომპონენტს (Fernández and Gulan, 2012; Mirdala, 2014; Agapova, A. and McNulty, J. E., 2016). ეს ნაკლოვანებები ასუსტებს მსესხებლის პროფილისადმი ნდობას და ამცირებს საკრედიტო სკორინგის მოდელების ეფექტიანობას. როგორც Sander და Kleimeier (2004) მიუთითებენ, ევროპაში საპროცენტო განაკვეთების დაახლოება მაღალ კორელაციაში იყო ინსტიტუციური და სამართლებრივი გარემოს ხარისხის გაუმჯობესებასთან.

საკრედიტო რისკის პრემია (CR): მარტივი კავშირი აღსრულებასთან

$$CR \approx PD \times (1-R) \quad (1)$$

სადაც PD არის დეფოლტის კუმულატიური ალბათობა სესხის გადაფასებამდე (ჩვეულებრივ, ერთი წელი), ხოლო R – მოსალოდნელი ამოღების მაჩვენებელი, რეალიზაციის/აღსრულების ხარჯების გამოკლებით. ანუ, დეფოლტის მოცემული ალბათობის პირობებში, უფრო დაბალი მოსალოდნელი ამოღების მაჩვენებელი ზრდის საკრედიტო რისკის პრემიას (CR) (იხილეთ, მაგ., Hull, 2022 და იქ მოყვანილი წყაროები). აღნიშნული მიახლოებითობა მოიცავს მხოლოდ მოსალოდნელ დანაკარგს; პრაქტიკაში, კრედიტის განფასებაში მოულოდნელი დანაკარგის/ ეკონომიკური კაპიტალის საფასური და ლიკვიდობის პრემიაც მოიაზრება.

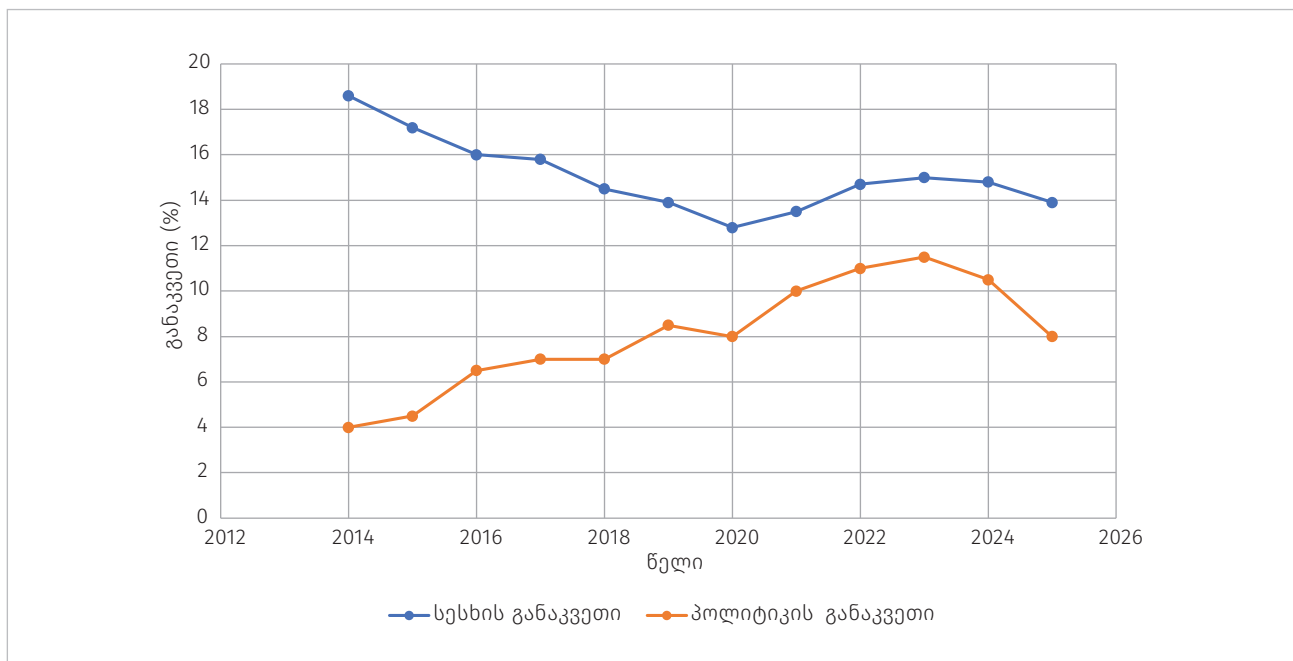
საქართველოს ეროვნული ბანკის როლი

2009 წლიდან, ინფლაციაზე თარგეტირების დანერგვისთანავე, თანმიმდევრულად ჩამოყალიბდა უფრო გამჭვირვალე, წესებზე დაფუძნებული მონეტარული პოლიტიკა. მიუხე-

დავად ამისა, პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილების სიგნალის გარდაქმნა საბაზრო საპროცენტო განაკვეთებად არასრულია, რის მიზეზსაც სტრუქტურული შეზღუდვები და საბაზრო ასიმეტრიები წარმოადგენს.

სებ-ის რეფინანსირების განაკვეთი წარმოადგენს ძირითად ინსტრუმენტს ინფლაციური მოლოდინებისა და მაკროეკონომიკური გადახურების მართვისთვის. ბოლო ათწლეულის განმავლობაში პოლიტიკის განაკვეთი იცვლებოდა როგორც გარე შოკებზე, ისე შიდა ინფლაციურ ზეწოლებზე რეაგირების მიზნით.

დიაგრამა 1. პოლიტიკის განაკვეთი და საშუალო სასესხო განაკვეთი (2014–2025)



წყარო: სებ-ი.

დიაგრამა 1 აჩვენებს, რომ კორელაცია 2014-2019 წლებიდან 2020-2025 წლებისთვის მინუს 0.95-დან +0.82-მდე შეიცვალა, თუმცა ჯერ კიდევ +1-ზე ნაკლებია.

მიუხედავად იმისა, რომ 2022 წლის შემდეგ ინფლაცია მნიშვნელოვნად დასტაბილურდა, სასესხო განაკვეთები შედარებით მაღალი დარჩა. ეს ნაწილობრივ გამოწვეულია მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის დროში დაყოვნებით, ნაწილობრივ კი – საკრედიტო ბაზრის უფრო ღრმა სტრუქტურული ფაქტორებით: კონკურენციის ხარისხით, ოპერაციული ხარჯებით და რეგულირების/კაპიტალის ბუფერებით.

სასესხო განაკვეთის კომპონენტებად ჩაშლა

ზემოაღნიშნული ფენომენის უკეთ ასახსნელად, ნომინალური სასესხო განაკვეთი შემდეგნაირად წარმოვადგინოთ:

$$i = (r + \pi^e) + FS + CR + OC + PM \quad (2)$$

სადაც: $r + \pi^e$ აღნიშნავს მოკლევადიან ნომინალურ ურისკო ნიშნულ განაკვეთს ლარში, რომელიც განისაზღვრება მოკლევადიანი სუვერენული ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის მიხედვით, მაგალითად, 1-წლიანი სახაზინო ვალდებულების შემოსავლიანობით, რომელიც 2025 წლის დასაწყისში 7.58% იყო (ფინანსთა

სამინისტრო, 2025).

i – ნომინალური სასესხო განაკვეთი (APR);

r – რეალური ურისკო განაკვეთი ლარში, განსაზღვრული, როგორც ლარის მოკლევადიანი სუვერენული შემოსავლიანობა, მინუს ინფლაციური მოლოდინი;

π^e – ინფლაციური მოლოდინი სესხის გადაფასების პერიოდებზე;

FS – დაფინანსების სპრედი მოკლევადიან ნომინალურ ურისკო განაკვეთთან ($r + \pi^e$) მიმართებით³;

CR – საკრედიტო რისკის პრემია (მოსალოდნელი დანაკარგი პლიუს პრემიაში ასახული მოულოდნელი დანაკარგის/კაპიტალის კომპონენტი);

OC – ოპერაციული/რეგულირების ხარჯი (მათ შორის, შესაბამისობის ხარჯი, მარეგულირებელი კაპიტალის “მოცდის” ხარჯი);

PM – მიზნობრივი მოგების მარჟა.

ამ კომპონენტების მნიშვნელობებზე არსებით გავლენას ახდენს მოთხოვნა-მიწოდების ბალანსი. როდესაც სესხებზე მოთხოვნა სტაბილურად სჭარბობს დეპოზიტების მიწოდებას, ბანკების გავლენა განფასების პროცესზე იზრდება; დაფინანსება ძვირდება და დაფინანსების სპრედი ფართოვდება, ხოლო შედარებით სუსტი კონკურენციისა და ფასის დაბალი ელასტიურობის პირობებში მოგების მარჟა უფრო მდგრადია, განსაკუთრებით მაღალი რისკის სეგმენტებში.

ზემოთ შემოტანილი ფორმულირება საშუალებას იძლევა, მოთხოვნა-მიწოდების დისბალანსის ეფექტი განაწილდეს იქ, სადაც ის ეკონომიკურად უნდა გამოჩნდეს: რესურსის გაძვირება – დაფინანსების სპრედში, ბაზრის

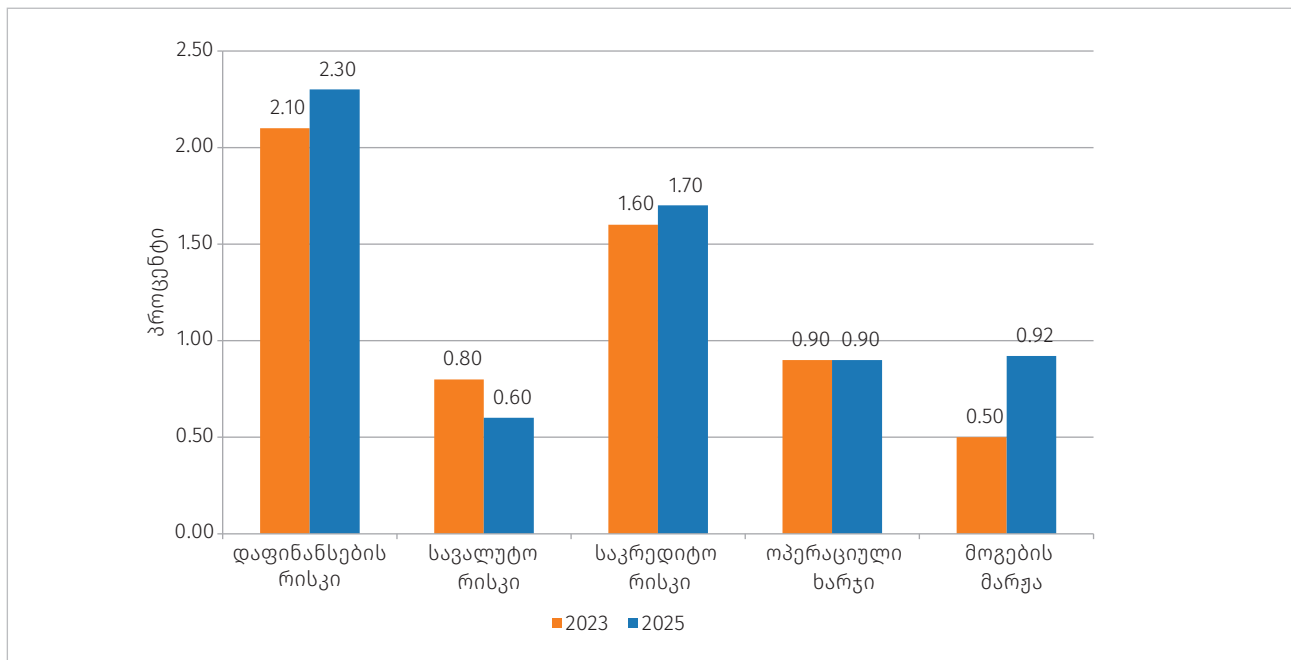
სტრუქტურა/ფასის დაბალი ელასტიურობა – მოგების მარჟაში, ხოლო საკრედიტო რისკის პრემია და ოპერაციული/რეგულირების ხარჯები, კონტექსტის მიხედვით, ცალკე განიხილება.

ყველა ამ კომპონენტზე გავლენას ახდენენ როგორც მაკროეკონომიკური ფუნდამენტალები, ისე ინსტიტუციური ფაქტორები. მაგალითად, სამართლებრივი აღსრულების მაღალი ხარჯები და სესხებზე დიფერენცირებული დარეგულირების სტანდარტები ზრდის OC კომპონენტს, ხოლო გაცვლითი კურსის ვოლატილობის მოლოდინი – ან CR კომპონენტს (თუ სავალუტო რისკი ხელშეკრულებით მსესხებელზე მოდის), ან FS კომპონენტს (თუ აღნიშნულ რისკს ბანკი იღებს). სებ-ის პირდაპირი გავლენა ტოლობაში (2) ძირითადად მკვეთრად აისახება მხოლოდ რეალურ ურისკო განაკვეთსა და ინფლაციურ მოლოდინებზე, მაშინ როცა დანარჩენი კომპონენტები დამოკიდებულია უფრო ფართო სტრუქტურულ და ინსტიტუციურ რეფორმებზე.

აგრეგირებული სასესხო განაკვეთი i და მოკლევადიანი ნომინალური ურისკო ნიშნული ($r + \pi^e$) დამზერადია ბაზარზე და ოფიციალურ მონაცემებში, ხოლო კომპონენტები FS , CR , OC და PM არ არის პირდაპირ დამზერადი. შესაბამისად, დიაგრამა 2-ზე ნაჩვენებია საილუსტაციო ჩაშლა აღნიშნულ კომპონენტებად, რომლებიც ისეა კალიბრებული, რომ მათი შეჯამება, ტოლობა (2)-ის შესაბამისად იძლევა 2023 ან 2025 წლებში დამზერად სპრედებს და საკუთრივ ამ კომპონენტების მნიშვნელობები არ წარმოადგენენ ბანკების მიერ გამოქვეყნებულ მიკრო მონაცემებს.

3. ლიკვიდობა ძირითადად მოდის სებ-ის მოკლევადიანი სასესხო ინსტრუმენტებიდან, მსხვილი შიდა დეპოზიტორებიდან და ხანდახან საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ გახსნილი, დაბალ განაკვეთიანი და საშუალო ვადიანი საკრედიტო ხაზებიდან.

დიაგრამა 2. ილუსტრაცია: დამზერად სპრედებზე კალიბრირებული კომპონენტები



წყარო: ავტორის გამოთვლები.

დიაგრამა 2-ზე ნაჩვენები რაოდენობრივი შეფასებები ტოლობა (2)-ს შეესაბამება. კომპონენტების პირდაპირი მნიშვნელობები ოფიციალურად არ ქვეყნდება; დიაგრამაზე მოცემული რიცხვები არის საჯარო მონაცემებზე დაფუძნებული, ილუსტრაციული დაახლოებითი საზომები (proxy). მოკლევადიან ნომინალურ „ურისკო“ განაკვეთს ($r + \pi^e$) ვზომავთ ლარის 1-წლიან სახელმწიფო ობლიგაციებზე შემოსავლიანობით (სებ, 2025a); დაფინანსების სპრედი (FS) არის ზღვრული დაფინანსების ღირებულების დაახლოებითი საზომი, რომელიც გაანგარიშებულია გამოქვეყნებული სადეპოზიტო განაკვეთების და დაფინანსებაში მათი წილების მიხედვით (სებ, (2025b; სებ, 2025c). საჭიროების შემთხვევაში დამატებულია სების და სხვა საბითუმო წყაროების ღირებულება შესაბამისი წილით, ხოლო გადაფასების დროში დაყოვნების ასახვად გაკეთებულია მცირე ტექნიკური კორექტირება (ავტორის შეფასება) (სებ, 2025b; სებ, 2025c; სებ, 2025d; სებ, 2025e). საკრედიტო რისკის პრემია (CR) არის სეგმენტური მოსალოდნელი დანაკარგის დაახლოებითი საზომი, რომელიც ეყრდნობა დეფოლტებისა და დანაკარგების

შესახებ ინფორმაციას (სებ, 2024; IFRS Foundation, 2018); ოპერაციული და რეგულირების ხარჯები (OC) წარმოდგენილია სესხის წლიური განაკვეთის პროცენტულ ეკვივალენტში და მოიცავს კაპიტალის ბუფერების „მოცდის“ ხარჯსაც. მოგების მარჟა (PM) არის სესხის განფასების დარჩენილი კომპონენტი, რომელიც უზრუნველყოფს, რომ ოთხი კომპონენტის ჯამი პლუს არჩეული საბაზისო ნიშნული დამზერად საშუალო სპრედებს უტოლდებოდეს 2023 და 2025 წლებისთვის. იგი ასახავს ახალი დაკრედიტების ზღვრულ განფასებას და არ წარმოადგენს ბანკის მომგებიანობას (ROE/ROA). მისი დინამიკა შეიძლება განსხვავდებოდეს ROE -სგან, რომელიც ბალანსზე დაფუძნებულ შედეგებს მოიცავს (რეალიზებული რეზერვები, არასაპროცენტო შემოსავალი, კაპიტალის ზრდა, სასესხო პორტფელის შემადგენლობის/სტრუქტურის ცვლილება). აღნიშნული კალიბრაცია საილუსტრაციოა და არ ეფუძნება ბანკების მიკრო მონაცემებს.

დიაგრამა 2-ზე ნაჩვენები კომპონენტების აჯამვით, ვღებულობთ ნომინალურ სასესხო განაკვეთს:

$$i = 7.58 + (2.30 + 0.60) + 1.70 + 0.90 + 0.92 = 14.00\%$$

თუ ლარის გაუფასურების რისკი გაიზარდა და სავალუტო რისკს ბანკი ატარებს, შესაბამისად გაიზრდება FS -იც, რომელიც სავალუტო რისკის პრემიასაც მოიცავს და გაიზრდება i . თუ სავალუტო რისკი ხელშეკრულებით მსესხებელზეა, ზრდა, CR -ში, და არა FS -ში გამოჩნდება, თუმცა ნომინალური სასესხო განაკვეთი i იგივე დარჩება.

მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტები და დოლარიზაცია

დოლარიზებულ ეკონომიკაში მონეტარული ინსტრუმენტების ეფექტიანობის ლიმიტების გათვალისწინებით, სებ-მა ინფლაციაზე თარგეთირებულ მიდგომას დაურთო მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტები, რომლებიც ზემოთ ჩამოვთვალეთ.

ეს ინსტრუმენტები ამცირებს სისტემურ რისკებს და აუმჯობესებს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობას ნაწილობრივ დოლარიზებულ გარემოში. მიუხედავად განგრძობადი პროგრესისა, 2025 წელს დოლარიზაცია კვლავ მაღალია (სებ, 2025a). აღსანიშნავია, არაჰეჯირებული სავალუტო სესხების ზედა ზღვრის 750,000 ლარამდე აწევა (სებ, 2025b), ვალუტის მიხედვით კაპიტალზე მოთხოვნებთან ერთად (სებ, 2024). ეს კომბინაცია ხელს უწყობს დედოლარიზაციას საშუალო ვადაში, სესხებზე წვდომას და ფინანსური სტაბილურობის შენარჩუნებას.

საპროცენტო განაკვეთების დერეფანი და ღია ბაზრის ოპერაციები

სებ-ი მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო ჩარჩოს საფუძველზე განსაზღვრავს მოკლევადიანი ლარის საპროცენტო განაკვეთებს. იგი იყენებს მოკლევადიანი ლარის ლიკვიდობის მიწოდებისა და ამოღების ინსტრუმენტებს, რომელთა საშუალებით ფულადი ბაზრის საპროცენტო განაკვეთი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთთან ახლოს ყალიბდება.

მონეტარული პოლიტიკის ჩარჩოს პირობებში მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა საპროცენტო განაკვეთის დერეფანში ექცევა, რამდენადაც ერთდღიანი დეპოზიტის განაკვეთი ქვედა ზღვარს წარმოადგენს, ხოლო ერთდღიანი სესხის განაკვეთი – ზედა ზღვარს. კომერციული ბანკები აქტიურად სარგებლობენ სებ-ის ღია ბაზრის ოპერაციებით (რეფინანსირების, სესხები, ღია ბაზრის ერთთვიანი ინსტრუმენტი და სხვა), რის საფუძველზეც ლარის ფულად ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთები, რაც თავის მხრივ ლარის მოკლევადიანი ლიკვიდობის ფასს წარმოადგენს, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთთან ახლოს არის (სებ, 2024; Beyer et al., 2024).

გამჭვირვალობა და კომუნიკაცია

სებ-მა ბოლო წლებში მნიშვნელოვნად გააუმჯობესა კომუნიკაცია: რეგულარული ანგარიშები ინფლაციის შესახებ, განმარტებები მონეტარული პოლიტიკის შესახებ და მომავალი პოლიტიკის გზამკვლევი წინასწარი სიგნალები ინსტრუმენტულია მოლოდინების მართვისას. როგორც Caballero და Gadanez (2023) აჩვენებენ, გამჭვირვალობა კრიტიკულია განვითარებადი ბაზრებისთვის, სადაც ინსტიტუციური სანდოობა მგრძნობიარეა საგარეო შოკების მიმართ. თუმცა, იმისათვის, რომ საქართველოს საპროცენტო განაკვეთების დინამიკა მეტად დაუახლოვდეს ევროპულ ნორმებს, ასევე საჭიროა მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობის ზრდა და სისტემური ნდობის გაძლიერება. მხოლოდ კომუნიკაცია ვერ უზრუნველყოფს ასეთ დაახლოებას – მას უნდა ახლდეს ზემოთ განხილული ზომები: კონკურენციის გაძლიერება, სამართლებრივი პროცესების ეფექტიანობის ზრდა და ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების განვითარება.

საპროცენტო განაკვეთები სესხების ტიპების მიხედვით

აგრეგირებული სასესხო განაკვეთი, მიუხედავად ინფორმატიულობისა, სასესხო სეგმენტებს შორის მნიშვნელოვან განსხვავებებს შეიძლება

ფარავდეს. საქართველოში განაკვეთები მკვეთრად განსხვავდება სამომხმარებლო სესხებსა, მცირე და საშუალო ბიზნეს სესხებსა და იპოთეკურ სესხებს შორის. დიაგრამა 3-ზე წარმოდგენილია აღნიშნულ სასესხო სეგმენტებზე განაკვეთების დინამიკა 2017–2025 წლებში.

სამომხმარებლო სესხები: რისკის განფასება და ბაზრის სტრუქტურა

საქართველოში სამომხმარებლო სესხებზე განაკვეთები ყველაზე მაღალია. საშუალო მაჩვენებლები 2024 წლამდე 20%-ზე მაღლა იყო და შემდგომ დაიწყო შემცირება. მაღალი განაკვეთები განპირობებულია: არაუზრუნველყოფილი დაკრედიტებისთვის მაღალი დეფოლტის რისკითა და დანაკარგით დეფოლტის შემთხვევაში (LGD); მცირე მოცულობის სესხებით, რომლებიც ნომინალის ერთეულზე ზრდის ოპერაციულ და რეგულირების ხარჯებს; და საცალო საკრედიტო ბაზრის სეგმენტაცია, სადაც რამდენიმე მსხვილ მომწოდებელს ხელეწიფება კონკრეტულ პროდუქტებში ფას-ნამატის შენარჩუნება (Rom, 2024; van Leuvensteijn, et al., 2013). სამომხმარებლო სესხების მნიშვნელოვანი წილი ლარშია, რაც ზრდის სავალდებულო რეზერვების მოთხოვნილ მოცულობას და კაპიტალის რეზერვირების ხარჯს. ნორმალურ პირობებშიც კი, ბანკებს მოულოდნელი დანაკარგის შესაფასებლად ევალუბათ მძიმე, მაგრამ რეალისტური სტრესს სცენარების განხილვა და კაპიტალის ადეკვატური ბუფერების შექმნა. ასეთ სცენარში ამოღების მოსალოდნელი მაჩვენებელი მცირდება (იზრდება დანაკარგის სიდიდე დეფოლტის დროს). შესაბამისად, ამ კაპიტალის მუდმივი "მოცდის" ხარჯი რეალური ფინანსური ტვირთია და სესხის წლიურ პროცენტულ ექვივალენტში, სავარაუდოდ, მატერიალური იქნება. ამ ხარჯს ავსახავთ საოპერაციო/მარეგულირებელ ხარჯებში (OC). ის დეფოლტის ალბათობას და დეფოლტისას დანაკარგს არ ცვლის და, შესაბამისად, საკრედიტო რისკის პრემიის (CR) ნაწილი არ არის.

მცირე და საშუალო ბიზნესის დაკრედიტება: "შუა" სეგმენტი

მცირე და საშუალო ბიზნეს სესხების განაკვეთები, როგორც წესი, დაბალია სამომხმარებლო სესხებთან შედარებით, მაგრამ მაღალია იპოთეკურ სეგმენტთან შედარებით. სტრუქტურულ მამოძრავებლებში შედის შედარებით მოკლე საკრედიტო ისტორია, ძირითადი ურბანული ცენტრების გარეთ უზრუნველყოფის ლიკვიდობა და ხანგრძლივი და ძვირი აღსრულება, რაც ზრდის მოსალოდნელ დანაკარგს (LGD) და შესაბამისად, საკრედიტო რისკის პრემიას (CR). ასევე, ნაკლებია ბანკების აპეტიტი ამ რისკის მიმართ, რომლებიც მცირე და საშუალო ბიზნესის რისკს ერთობ კონსერვატიულად აფასებენ. 2025 წლის დასაწყისის მონაცემების მიხედვით, ლარში დენომინირებული მცირე და საშუალო ბიზნეს სესხების განაკვეთები საშუალოდ 14%-ის მახლობლად იყო (სებ, 2025c).

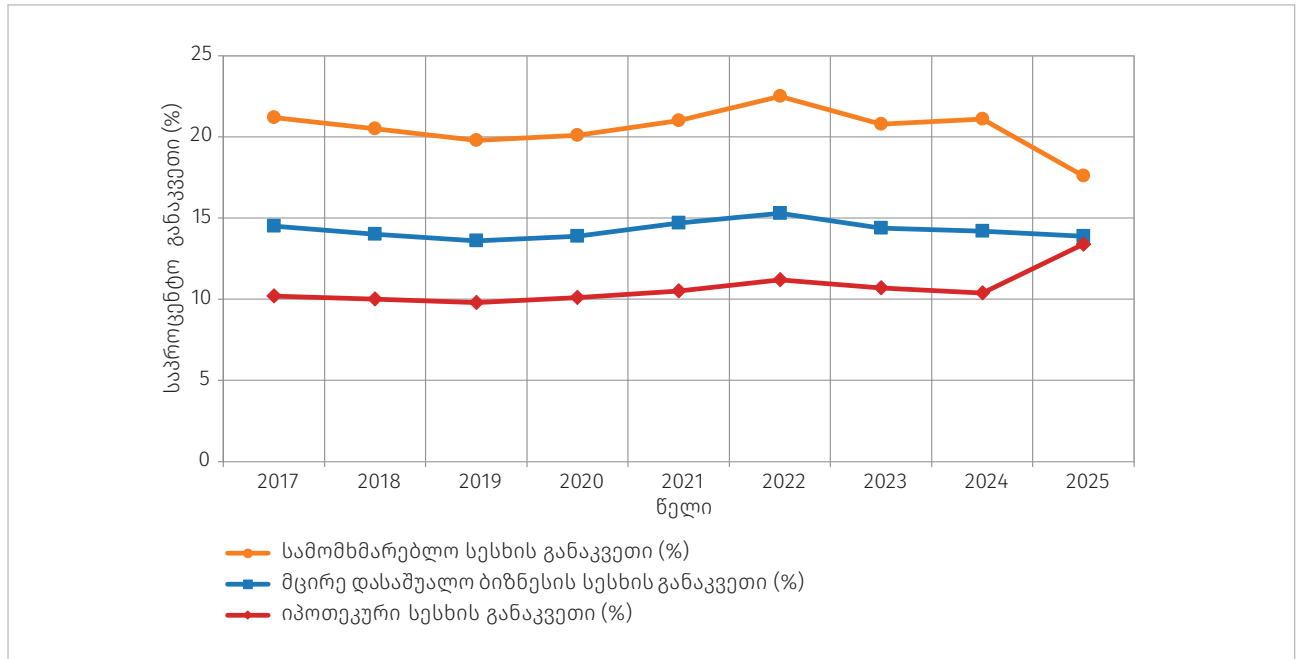
იპოთეკური სესხები: შედარებითი ეფექტიანობა და სავალუტო რისკი

იპოთეკურ სესხებზე განაკვეთები უფრო დაბალია სხვა საცალო სეგმენტებთან შედარებით, მიუხედავად გრძელი ვადიანობისა – ძირითადად უძრავი ქონებით უზრუნველყოფის, დეფოლტის ისტორიულად დაბალი მაჩვენებლის, დეფოლტისას დაბალი დანაკარგის და ერთ ლარზე უფრო დაბალი საოპერაციო ხარჯის გამო. ვადიანობა პირიქით ზრდის საბაზისო ნიშნულ განაკვეთს და დაფინანსების რისკის სპრედს, მაგრამ ეს ეფექტი, ჩვეულებრივ, გადაფარულია საკრედიტო რისკის პრემიის და ოპერაციული ხარჯების სიმცირით. არსებითი წილი იპოთეკურ პორტფელში უცხოურ ვალუტაშია დენომინირებული. ლარის კურსის ვარდნისას ვალუტაზე ინდექსირებული გადახდები ლარში იზრდება; თუ ქონების ღირებულება და შემოსავალი შესაბამის პროპორციაში არ მატულობს, მსესხებლის ხელმისაწვდომობის მაჩვენებლები – გადასახადი/შემოსავალთან (PTI) და სესხების მომსახურება/შემოსავალთან

(DSTI) უარესდება, რაც ზრდის საკრედიტო რისკს (Sander and Kleimeier, 2004). მარეგულირებლები, როგორც წესი, ორივე ტესტს იყენებენ; შემზღუდავი ხდება ის, რომლის ზღვარიც პირველად იქნება გადაჭარბებული. სეპ-ის

რეგულაციით, ვალუტაში იპოთეკურ სესხზე წვდომა ნებადართულია მხოლოდ შემოსავალში ჰეჯირებული მსესხებლებისთვის. სავალუტო სესხებზე ასევე გამკაცრებულია LTV ლიმიტები.

დიაგრამა 3. სესხებზე საშუალო განაკვეთები სეგმენტების მიხედვით (2017–2025)



წყარო: სეპ-ი.

შენიშვნა: 2025 წლის მნიშვნელობები პირველ კვარტალს ასახავს; წინა წლები–წლიური საშუალოები.

გასხვავება სეგმენტების მიხედვით ასახავს განსხვავებებს რისკში, უზრუნველყოფაში, ოპერაციულ ინტენსივობასა და დაფინანსების წყაროებში. ეს თავისებურებები ურთიერთქმედებს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობასთან და ნაწილობრივ ხსნის, თუ რატომ რჩება აგრეგირებული სასესხო განაკვეთი მაღალი ევრო ნიშნულებთან შედარებით, მიუხედავად ინფლაციის დაბალი დონისა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შემცირებისა.

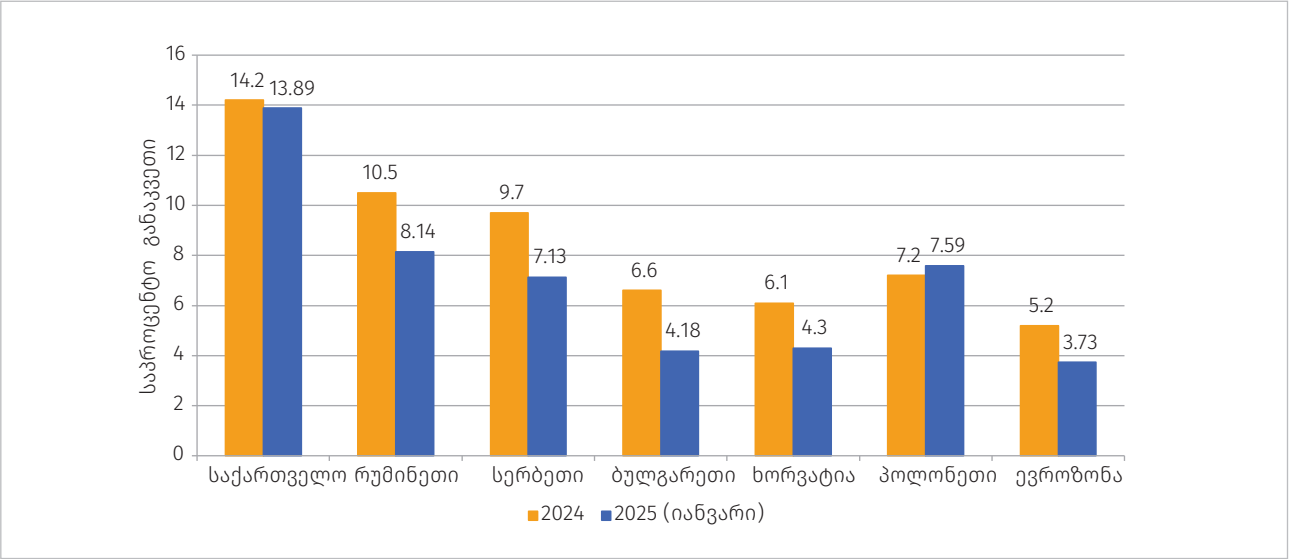
ევროკავშირისა და გარდამავალ ეკონომიკებთან შედარება

საქართველოში სასესხო განაკვეთების ფორმირების უკეთ შეფასებისთვის, განვიხილოთ იგი ევროკავშირის ქვეყნების და მსგავსი

გარდამავალი ეკონომიკების ფონზე. რადგან სპრედი დამოკიდებულია საბაზისო ნიშნული განაკვეთის შერჩევაზე, ცხრილებში 1–3 ნაჩვენებია სპრედები სამი საბაზო ნიშნული განაკვეთის მიმართ, რაც გვეხმარება განვასხვაოთ სტრუქტურული და ციკლური ფაქტორები. პოლიტიკის განაკვეთის მიმართ დათვლილი სპრედი მაღალია. მოკლევადიან დაფინანსების ნიშნულებთან შედარება ამ მექანიკურ სხვაობას ამცირებს, ხოლო სადეპოზიტო ბაზაზე დათვლილი სპრედი ყველაზე ახლოს დგას ბანკების სტრუქტურული ფულის ფასთან.

საქართველოს საშუალო სასესხო განაკვეთი მნიშვნელოვნად აღემატება ევროპულ დონეს (დიაგრამა 4).

დიაგრამა 4. სასესხო განაკვეთების საშუალო დონე შერჩეულ ეკონომიკებში (2024–2025)



წყარო: ECB, სებ-ი, ეროვნული ცენტრალური ბანკები, CEIC.

პოლიტიკის განაკვეთის მიმართ (ცხრილი 1) სპრედები საქართველოში შედარებით მაღალია, რაც განპირობებულია ნაწილობრივი და დაყოვნებული გადაცემით, სადეპოზიტო განაკვეთების დროში გადაფასების შეფერხებით, ასევე იმით, რომ საბაზისო ნიშნულ

განაკვეთად არჩეულია არავაჭრობადი, მოკლევადიანი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (ამ შემთხვევაში, ვადიანობისა და ლიკვიდობის პრემიების ეფექტი დაფინანსების სპრედში აისახება).

ცხრილი 1. სესხის საშუალო განაკვეთი vs მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი – სპრედები (2025)

ქვეყანა	სესხის საშუალო განაკვეთი (%)	მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%)	სპრედი (%)	დაკვირვების თვე (2025)
საქართველო	13.89	8.00	5.89	იანვარი
რუმინეთი	8.14	6.50	1.64	იანვარი
სერბეთი	7.13	5.75	1.38	იანვარი
ხორვატია	4.30	3.00	1.30	იანვარი
პოლონეთი	7.59	5.75	1.84	იანვარი
ევროზონა (აგრეგირებული)	3.73	3.00	0.73	იანვარი

წყარო: სებ-ი, ECB, ეროვნული ცენტრალური ბანკები და ავტორის გამოთვლები.

შენიშვნა: ევროზონის (ხორვატიის ჩათვლით) მონეტარული პოლიტიკის ნიშნულ განაკვეთად აღებულია ევროპის ცენტრალური ბანკის სადეპოზიტო განაკვეთი, რომელიც მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთების დერეფნის ქვედა ზღვარია და ყველაზე ეფექტიანად მიმართავს ერთდღიან საბაზრო განაკვეთებს (ECB, 2024).

მოკლევადიან დაფინანსების ნიშნულებთან სესხები ფასდება ფულადი ბაზრის ნიშნულებთან (ცხრილი 2) სხვაობა მცირდება, რადგან ცენტრალურ და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში მიმართებით.

ცხრილი 2. სესხის საშუალო განაკვეთი vs დაფინანსების ნიშნული – სპრედები (2025)

ქვეყანა	სესხის საშუალო განაკვეთი (%)	3-თვიანი დაფინანსების ნიშნული	ნიშნულის დონე (%)	სპრედი (%)	დაკვირვების თვე (2025)
საქართველო	13.89	TIBR 3M	8.40	5.49	იანვარი
რუმინეთი	8.14	ROBOR 3M	5.92	2.22	იანვარი
სერბეთი	7.13	BELIBOR 3M	4.63	2.50	იანვარი
ხორვატია	4.30	EURIBOR 3M	2.70	1.60	იანვარი
პოლონეთი	7.59	WIBOR 3M	5.85	1.74	იანვარი
ევროზონა	3.73	EURIBOR 3M	2.70	1.03	იანვარი

წყარო: სებ-ი, ECB, ეროვნული ცენტრალური ბანკები და ავტორის გამოთვლები.

სადეპოზიტო განაკვეთებთან (ცხრილი 3) საქართველოში სპრედი სხვა შესადარი ქვეყნების ანალოგიური სპრედების დიაპაზონშია, რაც შეესაბამება ძირითადად დეპოზიტებით დაფინანსებულ სისტემას. დარჩენილი სხვაობა აიხსნება საკრედიტო რისკით (CR), ოპერაციული/რეგულირების ხარჯებით (OC) და მარჟებით (PM).

ცხრილი 3. სესხის საშუალო განაკვეთი vs სადეპოზიტო განაკვეთი – სპრედი ქვეყნების მიხედვით (2025)

ქვეყანა	სესხის საშუალო განაკვეთი (%)	სადეპოზიტო ნიშნული განაკვეთი (%)	სპრედი (%)	დაკვირვების თვე (2025)
საქართველო	13.89	10.87	3.02	იანვარი
რუმინეთი	8.14	6.03	2.11	იანვარი
სერბეთი	7.13	4.27	2.86	იანვარი
ხორვატია	4.30	1.76	2.54	იანვარი
პოლონეთი	7.59	4.02	3.57	იანვარი
ევროზონა	3.73	2.33	1.40	იანვარი

წყარო: სებ-ი, ECB, ეროვნული ცენტრალური ბანკები და ავტორის გამოთვლები.

შენიშვნა: სადეპოზიტო განაკვეთი განისაზღვრება, როგორც მითითებულ თვეში გახსნილი სადეპოზიტო განაკვეთების საშუალო.

გადაცემის ეფექტიანობა: საქართველო vs ევროკავშირის ნიშნულები

მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილების სესხების განაკვეთებზე გადაცემის ეფექტიანობას ვზომავთ სიდიდით:

$$\beta = \Delta (\text{სესხის განაკვეთი}) / \Delta (\text{პოლიტიკის განაკვეთი})$$

მოცემული ჰორიზონტისთვის (ჩვენს შემთხვევაში – ერთი თვე) Δ აღნიშნავს შესაბამისი სიდიდის ცვლილებას, ხოლო β ასახავს, რამდენი პროცენტული პუნქტით იცვლება სესხის განაკვეთი პოლიტიკის განაკვეთის ყოველი ერთი პროცენტული პუნქტით ცვლილებისას. ბანკებზე დაფუძნებულ სისტემებში, სადაც ფულადი და კაპიტალის ბაზრები სუსტია, გადაცემის ეფექტი, როგორც წესი, დადებითია ($\beta > 0$), თუმცა არასრული ($\beta < 1$), ხორციელდება დაყოვნებით და ხშირად ასიმეტრიულია: გამკაცრება სწრაფად აისახება, ხოლო შერბილება – უფრო ნელა (Borio et al., 2018).

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემა მაღალია (სრული), როდესაც $\beta \approx 1$; საშუალო – ნაწილობრივი და დაყოვნებული, როდესაც $\beta \approx 0.5$ – 0.8 ; ხოლო დაბალი – როდესაც $\beta < 0.5$.

უახლესი კვლევები საქართველოს, მოკლევადიანი β -ს მიხედვით, შუალედურ დიაპაზონში აყენებს, თუმცა ევროკავშირის სისტემებთან შედარებით კორექტია ნელა მიმდინარეობს (Beyer et al., 2024; Holton and Rodríguez d'Acuña, 2018; Horváth et al., 2018). საქართველოში, სადაც სესხების ძირითადი წყარო დეპოზიტებია, ბანკთაშორისი ბაზარი მცირეა, ხოლო სესხების მნიშვნელოვანი ნაწილი უცხოურ ვალუტაშია, მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობა ჯერ კიდევ შეზღუდულია. ამ თავისებურებებით აიხსნება, რომ გადაცემის ეფექტიანობა 2020 წლიდან რადიკალურად გაუმჯობესდა, თუმცა შესაბამისი β ჯერ კიდევ 1-ზე ნაკლებია. (იხ. დიაგრამა 1).

ცხრილებში 1–3 წარმოდგენილია ქვეყნებს შორის განსხვავებები სასესხო განაკვეთებსა და ამ განაკვეთების შესაბამის საბაზისო ნიშნულ განაკვეთებთან სპრედების მიხედვით. დინამიკის კუთხით, საერთაშორისო მტკიცებულებებით, ევროზონაში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის გადაცემა, როგორც წესი, მაღალია (ინდიკაციური $\beta \geq 0.8$), მაშინ როცა აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში და საქართველოში – საშუალო დიაპაზონშია (ინდიკაციური $\beta \approx 0.5$ – 0.8), დაახლოებით 1–3 თვის დაყოვნებით და ადგილობრივი ასიმეტრიებით (Beyer et al., 2024; Gregor and Melecký, 2021; Égert et al., 2007; Égert, B. and MacDonald, R., 2009; Gadelia, 2021). აღნიშნული განსხვავება შეესაბამება ბაზრების სიღრმის/სტრუქტურის სხვაობებს და განაპირობებს განხილული სპრედების დონეებს.

სტრუქტურული შეზღუდვები და კონვერგენცია
დაბალი ინფლაციური გარემოს და მაკროსტაბილურობის პირობებშიც კი, ევროზონის განაკვეთებთან მიახლოებას ზღუდავს:

- უზრუნველყოფის გაჭიანურებული სამართლებრივი აღსრულება და გადახდისუნარიანობა (მოსალოდნელი დანაკარგის განუსაზღვრელობა ზრდის საკრედიტო რისკის პრემიას – CR-ს);
- ლარში დაფინანსების სიმცირე და ვადიანობა (ლიკვიდობის პრემია ზრდის დაფინანსების სპრედს – FS-ს);
- სავალუტო რისკი და დოლარიზაცია (სავალუტო რისკისადმი ბანკის ექსპოზიცია ზრდის დაფინანსების სპრედს – FS-ს, მსესხებელის ექსპოზიცია კი – საკრედიტო რისკის პრემიას – CR-ს);
- ბაზრის სტრუქტურა და დაბალი კონკურენცია (ზრდის მოგების მარჟას – PM-ს); და
- მცირე ბანკთაშორისი და მეორადი ბაზრები (ასუსტებს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობას).

ეს ფაქტორები ქმნიან ქვედა ზღვარს, რომლის ქვემოთაც სასესხო განაკვეთები აღარ მცირდება, მიუხედავად პოლიტიკის განაკვეთის

კლებისა. ევროზონის განაკვეთებთან მდგრადი მიახლოება მოითხოვს სტრუქტურულ დღის წესრიგს: უზრუნველყოფის უფრო სწრაფ აღსრულებას, ლარის შემოსავლიანობის უფრო ღრმა მრუდს, საკმარისად აქტიურ ჰეჯირების ბაზრებს, გრძელვადიანი დაფინანსების ინსტრუმენტების განვითარებას (მაგ., იპო-თეკით უზრუნველყოფილი ობლიგაციები, სექიურიტიზაციის ინსტრუმენტების სხვა, უფრო ფართო სპექტრი), და კონკურენციის გაძლიერებას – რაც უნდა დაეყრდნოს სტაბილურ მაკრო ჩარჩოსა და მკაფიო კომუნიკაციას (სებ, 2025b; IMF, 2024).

პოლიტიკის და სტრუქტურული რეკომენდაციები

საქართველოში სესხებზე მაღალი განაკვეთები და მონეტარული პოლიტიკის არასრული გადა-ცემა განპირობებულია არა მარტო მაკრო-ეკონომიკური რისკ-პრემიებით, არამედ მდგრადი სტრუქტურული და ინსტიტუციური შეზღუდვებითაც.

ცხრილი 4-ში შეჯამებულია მთავარი მამოძრავებლები და განფასების არხები, რომ-ლებზედაც ისინი მოქმედებენ. შესაბამისი პოლიტიკის და სისტემური ზომები ოთხ მიმართულებას ფარავენ: კონკურენცია და სხვა მომწოდებელთან გადასვლა; ლარის ბაზრის ზომა და ვადიანი დაფინანსება; აღსრულება და ინფორმაცია.

ცხრილი 4. საქართველოში სასესხო განაკვეთების ფორმირების მამოძრავებლები და გავლენები

მამოძრავებელი	გავლენა სესხის განაკვეთების ფორმირებაზე საქართველოში	ძირითადი არხი ჩვენს ჩაშლაში
საბანკო ბაზრის სტრუქტურა და კონკურენცია	აქტიური კონკურენტების სიმცირე განაპირობებს უფრო მაღალ ფასნამატს და ანელებს მომხმარებლებისთვის ფასების კლებას.	ზრდის მოგების მარჟას (PM)
ლარში ფულადი / კაპიტალის ბაზრების სიღრმე	მცირე ბანკთაშორისი /რეპო, სუვერენული შემოსავლიანობის სუსტი მრუდი და განუვითარებელი კაპიტალის ბაზარი ზრდის დაფინანსების ფასს და ლიკვიდობის პრემიებს	ზრდის დაფინანსების სპრედს (FS)
ლიკვიდობა და დაფინანსების წყაროები (სესხი / დეპოზიტი შეფარდება, მოკლე ვადიანობა)	სესხი /დეპოზიტთან მაღალი შეფარდება და მოკლევადიანი დაფინანსება ზღუდავს ბანკების მიერ სესხებზე განაკვეთის კლების მაშტაბს და სისწრაფეს	ზრდის დაფინანსების სპრედს (FS)
სამართლებრივი აღსრულება და გადახდისუნარიობა	უზრუნველყოფის ამოღების გაჭიანურება და სიძვირე ზრდის მოსალოდნელ დანაკარგს	ზრდის საკრედიტო რისკის პრემიას (CR)
სავალუტო რისკი და დოლარიზაცია	ლარის გაუფასურების რისკის ფასი აისახება ან ბანკის დაფინანსების სპრედში, ან მსესხებლის რისკის პრემიაში (თუ არ არის ჰეჯირებული)	ზრდის დაფინანსების სპრედს (FS) ან საკრედიტო რისკის პრემიას (CR)
მომხმარებელთა დაცვა და სესხების განფასების პრაქტიკა	გამჭვირვალობა და გამარტივებული გადასვლა სხვა მომწოდებელთან, დროთა განმავლობაში ამცირებს ფასნამატებს	ამცირებს მოგების მარჟას -(PM)

კონკურენციის ეფექტიანობა და ბანკის შეცვლის ხარჯების შემცირება

ემპირიულად, არაუზრუნველყოფილ სამომხმარებლო სესხებში ფასნამატები მაღალია საკრედიტო რისკის პრემიისა და დაფინანსების სპრედის გათვალისწინების შემდეგაც; პოლიტიკის შერბილების ფაზებში სპრედები მაღალ დონეზე რჩება, რადგან სადეპოზიტო განაკვეთები ნელა გადაფასდება (Rom, 2024; Agapova, A. and McNulty, J. E., 2016; van Leuvensteijn, et al., 2013). ბაზარი კონცენტრირებულია. მიუხედავად იმისა, რომ კონცენტრაცია ავტომატურად არ ნიშნავს სუსტ კონკურენციას, საცალო სეგმენტში მოგების მარჟები განგრძობითად მაღალია. მიკროსაფინანსო სექტორიდან აღმოცენებული მიკრო-ბანკები გააფართოებს არჩევანს, რისკზე დაფუძნებული, პროპორციული რეგულირების და ზედამხედველობის პირობებში.

ქვემოთ მოცემულია რამდენიმე სტრუქტურული ცვლილება, რომელთა გათვალისწინება ხელს შეუწყობდა კონკურენტული გარემოს გაუმჯობესებას, ესენია:

- მსესხებლის სხვა ბანკში გადასვლის გამარტივება: სესხის ვადაზე ადრე დაფარვის ან/და სხვა ბანკიდან რეფინანსირებისას სანქციის დაბალი ზღვრის დანესება, ასევე სესხის გაცემის საკომისიოზე დაბალი ზღვრის დანესება და უზრუნველყოფის პორტირების პროცედურების გამარტივება და სტანდარტიზაცია. მოსალოდნელი ეფექტი: ბანკის შეცვლისას ხარჯების შემცირება, ფასზე ზეწოლის ზრდა, კონკურენტულ სეგმენტებში მარჟების შემცირების წახალისება;
- ცვლადი განაკვეთის გამჭვირვალობის უზრუნველყოფა: ცვლადი განაკვეთის ჩარჩოს ცალსახად განსაზღვრა ხელშეკრულებაში – საჯაროდ ხელმისაწვდომ საბაზისო ნიშნულ განაკვეთს + ფიქსირებული მარჟა, ყოველ გადაფასებამდე მინიმუმ 30 დღიანი წინასწარი შეტყობინებით. მოსალოდნელი ეფექტი: ინფორმაციული ასიმეტრიის შემცირება, მოულოდნელი გადაფასების თავი-

დან აცილება, ფასების შედარებადობის უზრუნველყოფა;

- პასუხისმგებლიანი არასაბანკო დაკრედიტება: არასაბანკო გამსესხებლების (ფინტექ პლატფორმები, ფაქტორინგისა და ინვოისების დაფინანსების სუბიექტები) პროპორციული, რისკზე დაფუძნებული ლიცენზირება, საკრედიტო რეესტრში სავალდებულო რეფორთინგი, ხელმისაწვდომობის სტანდარტების (PTI/DSTI) შემოწმება; სესხის სრული ღირებულების/საკომისიოების გამჟღავნება. მოსალოდნელი ეფექტი: რეგულაციური პერიმეტრის დახურვა, სამართლიანი კონკურენცია ბანკებსა და ბაზრის არასაბანკო მონაწილეებს შორის;
- სამართლიანი განფასების უზრუნველყოფა: სესხზე მიბმული სხვა პროდუქტების იძულებითი გაყიდვის აკრძალვა (მაგ., სიცოცხლის დაზღვევა), “ლოიალობის ჯარიმების” (ძველი კლიენტებისთვის უარესი პირობების შეთავაზება, ვიდრე ახლისთვის) მონიტორინგი და საჭიროებისამებრ შეზღუდვა, განაკვეთის ყველა კომპონენტის სრული გამჟღავნება. მოსალოდნელი ეფექტი: ფასების შედარებადობის გაუმჯობესება, მარჟების არაგამჭვირვალე ზრდის შეზღუდვა.

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობის ზრდა და ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების გაფართოება

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობა უმჯობესდება, როდესაც ბანკებს შეუძლიათ ვადიანი დაფინანსება და ჰეჯირება ლარში, სესხების განფასება მყარი და საიმედო საბაზისო ნიშნულებიდან და სავალუტო ნიშნულებზე და სვოპებზე ნაკლებად (ან არ) იყვნენ დამოკიდებული (IMF, 2024; Borio et al., 2018; Beyer et al., 2024). საქართველოში შეზღუდული ბანკთაშორისი/რეპო აქტივობა და ჯერ კიდევ ჩამოყალიბების პროცესში მყოფი ლარის შემოსავლიანობის მრუდი ზრდის ლიკვიდობის პრემიებს და ასუსტებს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობას. იპოთეკით

უზრუნველყოფილი ობლიგაციების ემისიები და სექტორითიზაციის ინსტრუმენტების დანერგვა ხელს შეუწყობდა ლარში ვადიან დაფინანსებას და შეამცირებდა ბანკების ფულის ფასს. მკაფიო, მომავალზე ორიენტირებული კომუნიკაცია ზრდის ამ ინსტრუმენტების ეფექტიანობას (Caballero and Gadanecz, 2023; სებ-ი, 2025c). ამ კონტექსტში მიზანშეწონილად მიგვაჩნია:

- ბანკთაშორისი და რეპო აქტივობის გაძლიერება: რეგულარული რეპო-აუქციონების განრიგის შედგენა, სტანდარტული გირაოს სიის და გირაოს დისკონტის ("haircut") მკაფიო წესების შემუშავება, ფასიანი ქაღალდების დროებითი გადაცემა/დაბრუნების (securities lending) მარტივი წესების დამკვიდრება;
- ლარის სუვერენული შემოსავლიანობის მრუდის გამყარება: რეგულარული ემისიები ნიშნული ვადიანობის მიხედვით;
- საბაზისო ნიშნულის დამკვიდრება: გამოქვეყნებულ ნიშნულ განაკვეთზე (მაგ., TIBR) სესხების განფასების მიზმის წახალისება.
- ვადიანი დაფინანსება/რისკის გადანაწილება: იპოთეკით უზრუნველყოფილი ობლიგაციებისა და სექტორითიზაციის ინსტრუმენტების ემისიების წახალისება;
- გამჭვირვალე კომუნიკაციის უზრუნველყოფა: მომავალი პოლიტიკის გზამკვლევი წინასწარისიგნალების მკაფიო კომუნიკაცია.

ზემოაღნიშნული ზომები წარმოადგენენ მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ცნობილ გამაძლიერებლებს ბანკებზე დაფუძნებულ სისტემებში (IMF, 2024; Borio et al., 2018; სებ-ი, 2025b).

სტრუქტურული რისკ-პრემიების შემცირება

სპრედები ფართოვდება, როცა აღსრულება გაჭიანურებულია და ინფორმაცია – სუსტი. ამოღების სწრაფი და პროგნოზირებადი აღსრულება და მსესხებლის მონაცემების სისრულე ამცირებს როგორც მოსალოდნელ, ისე მოულოდნელ დანაკარგს, საკრედიტო რისკის პრემიას და მოთხოვნილ მოგების მარჟებს (Agapova, A. and McNulty, J. E., 2016; Beyer et al., 2024). ამ კუთხით დროული იქნება შემდეგი სტრუქტურული ცვლილებების განხორციელება:

- უზრუნველყოფის ამოღების აღსრულების დაჩქარება: სამართლებრივად ვადაგან-საზღვრული პროცედურების შემუშავება, აქტივების ციფრული რეესტრების (უძრავი/მოძრავი ქონება) დამკვიდრება, შეფასების ერთიანი სტანდარტების ჩამოყალიბება, საარბიტრაჟო პროცესების დაჩქარების მექანიზმის შექმნა;
- საკრედიტო ინფორმაციის გაფართოება: მცირე და საშუალო ბიზნესების საკრედიტო ინფორმაციის ბაზების შექმნა, PTI/DSTI მაჩვენებლების შემოწმება მცირე და საშუალო ბიზნესებისთვის, მსესხებელი კომპანიების ფულადი ნაკადების (საბანკო ამონაწერები, ელექტრონული ინვოისები, გაყიდვები) ინფორმაციაზე ნებადართული და უსაფრთხო წვდომისა და სესხების შესაბამისად განფასების უზრუნველყოფა;
- რისკის თარგეტირებული გადაცემის დამკვიდრება: ნაწილობრივი საკრედიტო გარანტიების სქემების გაფართოება (მაგ., გარანტია პირველ დანაკარგზე ან მეზანიზზე ან პარი-პასუ).

დასკვნა

საქართველოში სასესხო განაკვეთების ფორმირება წარმოადგენს მაკროეკონომიკური პირობების, ინსტიტუციური ჩარჩოს, ბაზრის სტრუქტურისა და გარე ფაქტორების ხანგრძლივი ურთიერთქმედების შედეგს. მიუხედავად იმისა, რომ მონეტარული პოლიტიკა გონივრული და სანდოა, ნომინალური სასესხო განაკვეთები ევროზონის ქვეყნებთან შედარებით კვლავ მაღალია; მონეტარული პოლიტიკის საბაზრო განაკვეთებზე გადაცემა დადებითია, მაგრამ არასრული და დროში აცდენილი.

სტატიკურ ნაჩვენებია, რომ ციკლური ფაქტორები (ინფლაციური მოლოდინები და პოლიტიკის გამკაცრების/შერბილების ციკლები) მნიშვნელოვანია, მაგრამ გადამწყვეტ როლს თამაშობს სტრუქტურული და ინსტიტუციური გარემო – უზრუნველყოფის აღსრულების ვადები და პროგნოზირებადობა, საბანკო სექტორის კონ-

ცენტრაცია, ლარში ფულადი და კაპიტალის ბაზრების შეზღუდული სიღრმე და ევროპულ ფინანსურ ინფრასტრუქტურასთან არასრული ჰარმონიზაცია.

მსგავს ეკონომიკებთან შედარება სამი ძირითადი დასკვნის გაკეთების საშუალებას იძლევა:

1. შედეგების ინტერპრეტაცია დამოკიდებულია საბაზისო ნიშნული განაკვეთის არჩევაზე (მაგ., პოლიტიკის განაკვეთი, 3-თვიანი TIBR, საშუალო სადეპოზიტო განაკვეთი. იხილეთ ცხრილები 1-3);
2. მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებების გადაცემა სასესიო განაკვეთებში ნაწილობრივია, დროში დაყოვნებული და ხშირად ასიმეტრიული;
3. სესხის განაკვეთსა და არჩეულ საბაზისო ნიშნულს შორის სხვაობას (სპრედს) ვყოფთ ოთხ ეკონომიკურ კომპონენტად: დაფინანსების სპრედი (FS); საკრედიტო რისკის პრემია (CR); საოპერაციო/რეგულირების ხარჯები (OC) და მოგების მარჟა. ამ ოთხი კომპონენტის ჯამი, პლუს არჩეული საბაზისო ნიშნული, იძლევა დამზერად სესხის განაკვეთს.

თუ სესხებზე მაღალი მოთხოვნა და დაფინანსების შეზღუდვები შენარჩუნდება, სხვა პირობების უცვლელობისას მარჟების არსებითი შემცირება ნაკლებად მოსალოდნელია, ვიდრე არ შეიცვლება შუალედური ფაქტორები (სადეპოზიტო ბაზრის სიღრმე, კონკურენცია/ბანკის შეცვლის ხარჯები, რისკის შეფასება და მარეგულირებელი გარემო). წინამდებარე ნაშრომის მიზანი არ არის მარჟების რაოდენობრივი პროგნოზირება. ჩვენი ამოცანაა მექანიზმის თვისებრივი შესწავლა და მისი რაოდენობრივი “კვალის” იდენტიფიცირება, პირველ რიგში, დაფინანსების სპრედში და მოგების მარჟებში, ხოლო ინფორმაციის საკმარისობის შემთხვევაში – საკრედიტო რისკის პრემიისა და ოპერაციული/რეგულირების ხარჯების ჭრილშიც.

ევროპულ განფასების ნიშნულებთან დაახლოებისთვის გადამწყვეტია სტრუქტურული შეზღუდვების მოხსნა. ამ მხრივ პრიორიტეტებია: კონკურენციის ეფექტიანობის გაზრდა და მსესხებლის სხვა გამსესხებელთან გადასვლის გამარტივება, ლარში საბაზრო ინფრასტრუქტურისა და ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების გაღრმავება ვადიანი დაფინანსების მოსაპოვებლად და შესაბამის ვადაზე ჰეჯირებისთვის, უზრუნველყოფის აღსრულების დაჩქარება და საკრედიტო ინფორმაციის გაფართოება და პროდენციული და მომხმარებელთა დაცვის ჩარჩოების ევროკავშირის პრაქტიკასთან დაახლოება.

ევროპული ტიპის საპროცენტო დინამიკასთან კონვერგენცია არც ავტომატურია და არც მხოლოდ მონეტარული პოლიტიკის საკითხია. საჭიროა კოორდინებული, მრავალწლიანი ძალისხმევა საქართველოს ეროვნული ბანკის, ფინანსთა სამინისტროს, სამართლებრივი სისტემისა და ბაზრის მონაწილეთა მხრიდან. თანმიმდევრული და ერთობლივი ძალისხმევით შესაძლებელია კაპიტალის ღირებულების შემცირება, ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაფართოება და საქართველოს უფრო მჭიდრო ინტეგრაცია ევროპულ ფინანსურ არქიტექტურაში.

გამოყენებული ლიტერატურა

საქართველოს ეროვნული ბანკი (2021) *მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი*. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/page/monetaruli-politikis-saoperatsio-dokumenti> (შესვლა: 3 სექტემბერი 2025).

საქართველოს ეროვნული ბანკი (2024) *ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში*. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/publications/financial-stability-reports> (შესვლა: 3 სექტემბერი 2025).

საქართველოს ეროვნული ბანკი (2025a) *სტატისტიკურ მონაცემთა პორტალი. ინტერაქტიული პრესრელიზები: სესხები, დეპოზიტები*. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/page/interaktivi-presrelizebi> (შესვლა: 3 სექტემბერი 2025).

- საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2025b). ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის გადამყვეტილება, 28.05.2025. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/media/news/pinansuri-stabilurobis-komitetis-gadatsqvetil-24> (შესვლა: 3 სექტემბერი 2025).
- საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2025c). საკრედიტო პირობების კვლევა, I კვარტალი, 2025. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/financial-stability/credit-conditions-survey> (შესვლა: 3 სექტემბერი 2025).
- საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2025d). მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტები: ერთდღიანი სესხები და ერთდღიანი დეპოზიტები. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/page/ertdghiani-seskhebi-da-ertdghiani-depozitebi> (შესვლა: 3 სექტემბერი 2025).
- საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2025e). მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტები: ღია ბაზრის ოპერაციები. ხელმისაწვდომია: <https://nbg.gov.ge/page/ghia-bazris-operatsiebi> (შესვლა: 3 სექტემბერი 2025).
- Agapova, A. and McNulty, J. E. (2016). Interest rate spreads and banking system efficiency: General considerations with an application to the transition economies of Central and Eastern Europe, *International Review of Financial Analysis*, 47(C), pp.154–165.
- Ariefianto, M. D., Pratomo, W. A. and Damayanti, A. (2024). Term structure of interest rates in emerging sovereigns, *Journal of Capital Markets Studies*, 8(2), pp. 195–211.
- Beyer, R. C. M., Chen, R., Li, C., Misch, F., Ozturk, E. O. and Ratnovski, L. (2024). *Monetary policy pass-through to interest rates: Stylized facts from 30 European countries*. IMF Working Paper WP/24/009. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Borio, C., Gambacorta, L. and Hofmann, B. (2018). Interest rate pass-through in the euro area: Fragmentation and unconventional policy, *Journal of Financial Stability*. 36 (C), pp. 12–21.
- Caballero, J. and Gadanecz, B. (2023). Did interest rate guidance in emerging markets work? *BIS Working Paper* No. 1080.
- CEIC Data Company Ltd. (2025). *Poland: Bank lending rate–new business* (NBP MIR), PLN [Data set]. In CEIC Global Database.
- CEIC Data Company Ltd. (2025). *Georgia: Bank lending rate – new business* (NBG MIR), GEL [Data set]. In CEIC Global Database.
- Croatian National Bank (HNB). (2025). *Credit institutions' interest rate statistics for January 2025* [Press release], 28 February.
- Égert, B., Crespo-Cuaresma, J. and Reininger, T. (2007). Interest rate pass-through in Central and Eastern Europe: Reborn from ashes merely to pass away? *Journal of Policy Modeling*, 29(2), pp. 209–225.
- Égert, B. and MacDonald, R. (2009). Monetary transmission mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the surveyable, *Journal of Economic Surveys*, 23(2), pp. 277–327.
- European Central Bank. (2024). *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and implementation framework in 2022–23*. Occasional Paper Series No. 355. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- European Central Bank. (2025a). *Euro area bank interest rate statistics – January 2025* [Press release], 5 March. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- European Central Bank. (2025b). *Bank interest rates – deposits from households with an agreed maturity of up to one year (new business) – Euro area* (series MIR.M.U2.B.L22.F.R.A.2250.EUR.N) [Data set]. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- European Central Bank. (2025c). *Bank interest rates – deposits from households with an agreed maturity of up to one year (new business) – Romania* (series MIR.M.RO.B.L22.F.R.A.2250.RON.N) [Data set]. Frankfurt am Main: European Central Bank.
- Fernández, A. and Gulán, A. (2012). *Interest rates and business cycles in emerging economies: The role of financial frictions*. IDB Working Paper Series No. IDB-WP-339. Inter-American Development Bank, Washington, DC; Bank of Finland Research Discussion Paper 23/2012.
- Gadeliya, S., Mdivnishvili, T. and Mkhattrishvili, Sh. (2021). *Monetary policy transmission in Georgia: Empirical evidence*. National Bank of Georgia Working Paper, 02/2021.
- Gregor, J. and Melecký, M. (2021). Interest rate

pass-through: A meta-analysis of the literature, *Journal of Economic Surveys*, 35(1), pp. 141–191.

Holton, S. and Rodriguez d'Acri, C. (2018). Interest rate pass-through since the euro area crisis, *Journal of Banking & Finance*, 96, pp. 277–291.

Horváth, R., Kotlebová, J. and Siranová, M. (2018). Interest rate pass-through in the euro area: Financial fragmentation, balance sheet policies and negative rates, *Journal of Financial Stability*, 36, pp. 12–21.

Hull, J. C. (2022). *Options, Futures, and Other Derivatives*. Pearson Education: United Kingdom.

International Accounting Standards Board. (2018). *IFRS 9 Financial Instruments (as amended)*. London: IFRS Foundation.

International Monetary Fund. (2024). *Georgia: 2024 Article IV Consultation – Staff Report*. IMF Country Report No. 24/135. Available at: <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/CR/2024/English/1G-EOEA2024001.ashx> [Accessed 3 September 2025].

Mirdala, R. (2014). Interest rates and structural

shocks in European transition economies, *Business and Economic Horizons*, 10(4), pp. 305–319.

National Bank of Georgia (NBG). (2025e). *Monetary Policy Instruments: Open Market Operations*. Tbilisi: National Bank of Georgia.

National Bank of Serbia. (2025). *Statistical Bulletin – January 2025*. Belgrade: NBS.

Rom, A. (2024). The impact of banking competition on interest rates for household consumption loans in the Euro area, *arXiv preprint*, arXiv:2411.17723.

Sander, H. and Kleimeier, S. (2004). Convergence in euro-zone retail banking? What interest rate pass-through tells us about monetary policy transmission, competition and integration, *Journal of International Money and Finance*, 23(3), pp. 461–492.

Van Leuvensteijn, M., Kok Sørensen, C., Bikker, J. A. and van Rixtel, A. A. R. J. M. (2013). Impact of bank competition on the interest rate pass-through in the euro area, *Applied Economics*, 45(11), pp. 1359–1380.

გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაცია და საერთაშორისო რეზერვების სტრუქტურა

ალექსანდრა ხაზარაძე, გიორგი ჩინჩალაძე

ანოტაცია

წინამდებარე კვლევაში განხილულია ოფიციალური საერთაშორისო რეზერვების მართვის სფეროში მიმდინარე ცვლილებები გეოპოლიტიკური რისკების ზრდის ფონზე. სავაჭრო ომები, სამხედრო კონფლიქტები, მასშტაბური საერთაშორისო სანქციები, მათ შორის, სარეზერვო აქტივებზე წვდომის შეჩერების პრეცედენტები და ახალი საგადახდო არხების გაჩენა – აღნიშნული მოვლენები განაპირობებს საერთაშორისო რეზერვების მართვის ტრადიციული პრინციპების გადახედვის აუცილებლობას და უბიძგებს ცენტრალურ ბანკებს ოფიციალური სარეზერვო აქტივები უფრო სანდო, დივერსიფიცირებულ და პოლიტიკურად ნეიტრალურ ვალუტებში განათავსონ.

საკვანძო სიტყვები: რეზერვების მართვა, გეოპოლიტიკური რისკი, ცენტრალური ბანკები, აქტივების სტრატეგიული განაწილება, დივერსიფიკაცია.

შესავალი

სავალუტო რეზერვების ძირითადი მიზანია ქვეყნის საგარეო ვალდებულებების მომსახურების და საერთაშორისო ანგარიშსწორების უცხოური ვალუტის საკმარისი ოდენობით უზრუნველყოფა. ამასთან, რეზერვების მეშვეობით ხორციელდება სავალუტო ინტერვენციები, რომელიც მონეტარული პოლიტიკის დამხმარე ინსტრუმენტია და შიდა სავალუტო

ბაზარზე გადაჭარბებული მერყეობის შესარბილებლად გამოიყენება. ცენტრალური ბანკები ფასების სტაბილურობას ძირითადად სამიზნე საპროცენტო განაკვეთის მართვით უზრუნველყოფენ, სავალუტო რეზერვები კი ამ პროცესში ლიკვიდობის დამხმარე კომპონენტია. გარდა ამისა, სავალუტო რეზერვები შეგვიძლია განვიხილოთ, როგორც „უსაფრთხოების ბალიში“, რომელიც ზრდის ეკონომიკის მედეგობას გარე შოკების მიმართ. ამ ფუნქციებიდან გამომდინარე, საერთაშორისო რეზერვებში მობილიზებული ფინანსური სახსრები დიდწილად ლიკვიდურ და უსაფრთხო – დაბალი საკრედიტო და საბაზრო რისკის მქონე აქტივებშია განთავსებული.

აქტივების სტრატეგიული განაწილების (Strategic Asset Allocation, SAA) პროცესში ყალიბდება რეზერვების კომპოზიცია ვალუტებისა და აქტივების სახეობათა მიხედვით, მათი საინვესტიციო სტრუქტურა, მიზნების პრიორიტეტულობა და ტრანშების მოცულობა. ეს პროცესი გულისხმობს როგორც რაოდენობრივ, ისე ხარისხობრივ ანალიზს. 2024 წლის მონაცემებით, ოფიციალური რეზერვების მმართველების დაახლოებით 66% აქტიურად იყენებს SAA-ის ჩარჩოს (Carstens, 2024). ცენტრალური ბანკებისთვის, მათი სპეციფიკიდან გამომდინარე, ძირითადი ორიენტირებია უსაფრთხოება, ლიკვიდურობა და მომგებიანობა. ეს ნიშნავს სავალუტო რეზერვების ისეთ აქტი-

ვებში განთავსებას როგორცაა, მთავრობის ფასიანი ქაღალდები (მაგალითად, ამერიკის შეერთებული შტატების სახაზინო ობლიგაციები და გერმანიის ფედერალური მთავრობის ბონდები), ასევე, მონეტარული ოქრო და სახელმწიფოსთან ასოცირებული სააგენტოების მიერ გამოშვებული ფინანსური ინსტრუმენტები (მაგალითად, SDR – ნასესხობის სპეციალური უფლება) და სხვა. ჩამოთვლილი ფინანსური აქტივები ძირითადად დენომინირებულია ოთხ ტრადიციულ ვალუტაში – აშშ დოლარში, ევროში, ბრიტანულ გირვანქა სტერლინგსა და იაპონურ იენში (მსოფლიო სავალუტო რეზერვების 88.12%) (IMF, 2025a). ამავე ვალუტებშია დენომინირებული დიდი ბრუნვის მქონე და ლიკვიდური კაპიტალის ბაზრები, რომელიც გამართული ფინანსური კანონმდებლობით რეგულირდება.

მსოფლიო ეკონომიკასა და გეოპოლიტიკაში მიმდინარე ცვლილებები და გამოწვევები მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს საერთაშორისო რეზერვების მართვის პრინციპებზე, რაც აქტივების კლასების, სავალუტო კომპოზიციისა და რეზერვების სტრუქტურის ცვლილებას გულისხმობს. ეჭვქვეშ დგება იმ ფინანსური აქტივების და ვალუტების სანდოობა, რომლებიც აქამდე უსაფრთხოდ, ლიკვიდურად და მომგებიანად მიიჩნეოდა. გლობალური საინვესტიციო გარემო მეტწილად იგივე დარჩა, თუმცა შეიცვალა ცენტრალური ბანკების ქცევა და რეაგირება, რაც აყალიბებს რეზერვების მართვის მიმდინარე ტენდენციებს.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა გამოაქვეყნა COFER-ის (ოფიციალური საერთაშორისო რეზერვების შემადგენლობა) განახლებული მონაცემები 2025 წლის პირველი კვარტლის მდგომარეობით (IMF, 2025a). მათზე დაყრდნობით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ აშშ დოლარის დომინანტური პოზიცია თანდათანობით სუსტდება, თუმცა ამას არ მოჰყოლია დიდი ოთხეულის სხვა ვალუტების – ევროს, იენისა და გირვანქა სტერლინგის წილის საგრძნობი ზრდა. ამავე დროს შეინიშნება ეგრეთ წოდებული არატრადიციული სარეზერვო ვალუტების

წილის მატება, რომელიც რეგიონალურად მნიშვნელოვანი და პოლიტიკურად შედარებით ნეიტრალური ქვეყნების ფულად ერთეულებს მოიცავს (ავსტრალიური დოლარი, კანადური დოლარი, შვეიცარული ფრანკი, კორეული ვონი, სინგაპურული დოლარი და ა.შ.).

ბოლო წლებში, განსაკუთრებით 2022 წლიდან, ცენტრალური ბანკების რეზერვებში ოქროს წილის ზრდის მკვეთრი ტენდენცია გამოიკვეთა. ამ მხრივ მაღალი აქტივობით გამოირჩევიან განვითარებადი ქვეყნების ცენტრალური ბანკები. აღსანიშნავია აგრეთვე პოლონეთისა და უნგრეთის მიერ კოვიდ-პანდემიის პერიოდში განხორციელებული ოქროს შესყიდვები. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ 2013-2019 წლებში გერმანიამ, ნიდერლანდებმა, ავსტრიამ, უნგრეთმა და პოლონეთმა დაიწყეს მათ მფლობელობაში არსებული ოქროს მარაგების ნაწილის საკუთარ იურისდიქციაში დაბრუნება. სერბეთმა კი 2025 წელს თავისი ოქროს მარაგი მთლიანად დააბრუნა ქვეყანაში. 2008 წლამდე ცენტრალური ბანკები თანდათან ამცირებდნენ ოქროს წილს თავიანთ რეზერვებში, გლობალური ფინანსური კრიზის შემდეგ კი ეს ტენდენცია საპირისპიროდ შეიცვალა და ოქრო კვლავ სასურველ სარეზერვო აქტივად მოგვევლინა.

ცენტრალური ბანკების მხრიდან ოქროს შესყიდვა/რეპატრიაციაზე გაზრდილი მოთხოვნის მიზეზებად მიიჩნევა ტრადიციულ სარეზერვო ვალუტებზე (აშშ დოლარი, ევრო, გირვანქა სტერლინგი, იაპონური იენი) დამოკიდებულების შემცირება და რეზერვებში ისეთი აქტივის ფლობის სურვილი, რომელსაც არ ახასიათებს ლიკვიდურობის და საკრედიტო რისკები. სხვა მიზეზებიდან აღსანიშნავია ოქროს ფასის მატების მოლოდინი, რომელსაც ოქროზე მოთხოვნის მუდმივი ზრდაც განაპირობებს. ამასვე უწყობს ხელს ისეთი პრეცედენტები, როგორცაა ცენტრალური ბანკების წვდომის გაურკვეველი ვადით შეზღუდვა მათ კუთვნილ საერთაშორისო რეზერვებზე, რაც ძირითადად გამოწვეულია გეოპოლიტიკური დაპირისპირებით.

საერთაშორისო რეზერვებში ვალუტების და აქტივების კლასების კომპოზიციის ცვლილება მიუთითებს სტრატეგიული აქტივების განაწილების მიდგომების განახლებაზე. რეზერვების მართვის პროცესში ცენტრალურმა ბანკებმა აქტიურად დაიწყეს გეოპოლიტიკური რისკების და გეოეკონომიკური ფრაგმენტაციის გათვალისწინება. ფინანსური სანქციები, რომელიც შეიძლება სარეზერვო აქტივებს შეეხო, კითხვის ნიშნის ქვეშ აყენებს ე.წ. რეზერვების სუვერენულ იმუნიტეტს, რაც უბიძგებს ცენტრალურ ბანკებს გადახედონ უსაფრთხოების ტრადიციულ აღქმას.

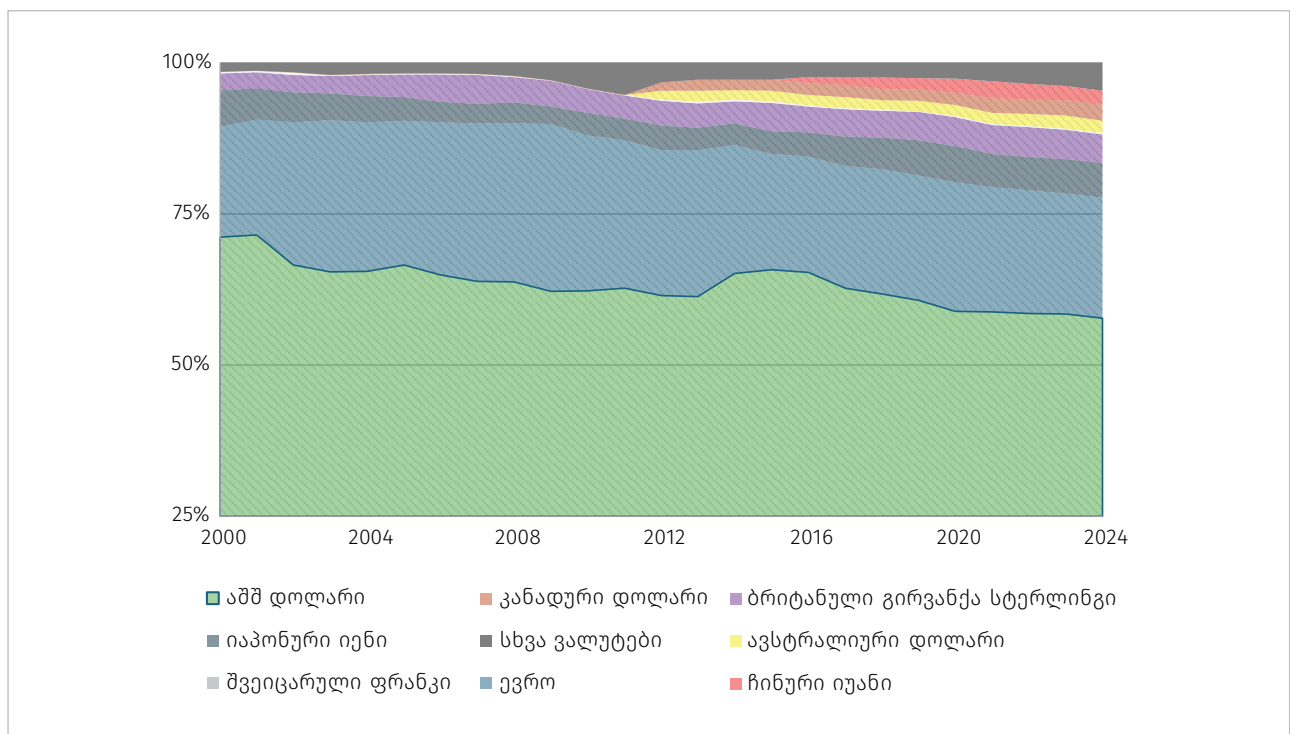
აშშ დოლარის როლი

ინდუსტრიულად განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნების უმეტესობა, რომლებსაც მჭიდრო სავაჭრო და პოლიტიკური კავშირი აქვთ აშშ-სთან, აქტივების სტრატეგიული განაწილების პროცესში პრიორიტეტულად მიიჩნევენ აშშ დოლარის ტრანშის შევსებას (Weiss and Colin, 2022). აშშ დოლარის, როგორც სარეზერვო ვალუტის, მიმზიდველობას ზრდის მასში დენომინირებული ობლიგაციების ბაზ-

რის ძალიან დიდი მოცულობაც, რაც ხელს უწყობს ამ ვალუტაში გამოსახული აქტივების ლიკვიდურობას.

2025 წლის მდგომარეობით, ცენტრალური ბანკების ოფიციალური რეზერვების მოცულობა ჯამურად დაახლოებით 13 ტრილიონ აშშ დოლარს შეადგენდა. ამასთან, 2000 წლიდან საგრძნობლად შეიცვალა რეზერვების კომპოზიცია ვალუტების მიხედვით: აშშ დოლარის წილი 70%-დან, ბოლო მონაცემებით, 58%-მდე შემცირდა (IMF, 2025a). მიუხედავად ამისა, იგი კვლავ ინარჩუნებს დომინანტურ პოზიციას და მისი წონა აღემატება სხვა ვალუტების ჯამურ წილს. აღსანიშნავია, რომ ცენტრალური ბანკების სავალუტო რეზერვებში აშშ დოლარის წილის კლებას არ მოჰყოლია განთავსების ზრდა სხვა ტრადიციულ სარეზერვო ვალუტებში (ევრო, ბრიტანული გირვანქა სტერლინგი, იაპონური იენა), თუმცა აშშ დოლარი ჩანაცვლდა ისეთი არატრადიციული სარეზერვო ვალუტებით, როგორიცაა – ჩინური იუანი, კანადური დოლარი, ავსტრალიური დოლარი, შვეიცარიული ფრანკი, კორეული ვონი და სხვა (იხ. დიაგრამა 1).

დიაგრამა 1. ოფიციალური სავალუტო რეზერვების შემადგენლობა



წყარო: IMF.

საერთაშორისო რეზერვებში აშშ დოლარის წილის კლების ერთ-ერთ განმარტებულ ფაქტორად შეიძლება ჩაითვალოს ქვეყნების გეოპოლიტიკური დისტანცირება აშშ-სგან. ამ კონტექსტში განსაკუთრებით აღსანიშნავია BRICS-ის ფორმატი, რომელიც მოიცავს ბრაზილიას, რუსეთს, ინდოეთს, ჩინეთს და სამხრეთ აფრიკას. მისი ერთ-ერთი მთავარი მიზანია საერთაშორისო ანგარიშსწორებაში აშშ დოლარზე დამოკიდებულების შესუსტებას, რასაც ადასტურებენ ორმხრივი შეთანხმებები აღნიშნულ ფორმატში, რომლებიც ითვალისწინებენ პარტნიორ ქვეყნებს შორის ანგარიშსწორებას ეროვნული ვალუტების და ურთიერთკლირინგის მექანიზმების გამოყენებით.

საერთაშორისო ვაჭრობაში ანგარიშსწორების დე-დოლარიზაციას ხელს უწყობს ისიც, რომ აშშ აღარ არის წამყვანი ქვეყანა საქონლის ექსპორტში (სერვისების გამოკლებით). თუ 2000 წელს მასზე მოდიოდა გლობალური ექსპორტის უდიდესი წილი (12.3%), ხოლო ჩინეთზე მხოლოდ 4%, 2024 წლისთვის ჩინეთის წილი 14%-მდე გაიზარდა, ხოლო აშშ-ის წილი 10.2%-მდე შემცირდა. გასათვალისწინებელია ის გარემოებაც, რომ 2000 წელთან შედარებით გაორმაგდა განვითარებადი ქვეყნების წილი მსოფლიო ექსპორტში, რომელმაც 46%-ს მიაღწია (UNCTAD, 2024). ექსპორტის ზრდასთან ერთად მათი ვალუტებიც, ცხადია, უფრო მოთხოვნადი გახდა.

ქვეყნებს შორის სავაჭრო ურთიერთობების გაღრმავება აჩქარებს ვაჭრობის ინფრასტრუქტურის და ალტერნატიული საგადახდო სისტემების განვითარებას, რაც ამცირებს ყიდვა-გაყიდვის ფასებს შორის სხვაობას (სპრედს), მათ შორის არატრადიციულ სარეზერვო ვალუტებშიც. სპრედების შედარებით დაბალი სხვაობა ტრადიციულ და არატრადიციულ ვალუტებს შორის ზრდის უკანასკნელში პირდაპირი გადახდების მიმზიდველობას, რასაც ხელს უწყობს ახალი საგადახდო სისტემებიც (მაგალითად, ჩინური CIPS, რომელიც 2015

წელს ჩაირთო და ემსახურება გადახდებს ჩინურ იუანში). არსლანალფმა, აიხენგრინმა და სიმფსონ-ბელმა (2022) გამოიკვლიეს გლობალურ ფინანსურ სივრცეში დოლარის როლის შესუსტების მიზეზები. მათ შეისწავლეს, როგორ ამცირებენ ცენტრალური ბანკები დოლარზე დამოკიდებულებას აქტიური დივერსიფიკაციის გზით. ნაშრომში განხილულია 46 ცენტრალური ბანკი, რომლებსაც თავიანთი რეზერვების მინიმუმ 5% განთავსებული აქვთ არატრადიციულ სარეზერვო ვალუტებში. ავტორთა შეფასებით, გეოპოლიტიკური დაპირისპირება, მათ შორის სანქციების გამოყენება, აიძულებს ზოგიერთ ქვეყანას თავი აარიდოს აშშ დოლარზე დამოკიდებულებას, რაც შესაძლოა გამოყენებულ იქნას მათ წინააღმდეგ პოლიტიკური ზეწოლის იარაღად.

არატრადიციული სარეზერვო ვალუტების გამოყენება მნიშვნელოვანწილად განპირობებულია მათი ემიტენტი ქვეყნების ეკონომიკური დინამიკით და ფინანსური ბაზრების გაღრმავებით. ამასთან, რეზერვების მოცულობის ზრდა თავისთავად ამაღლებს რეზერვების სავალუტო კომპოზიციის მრავალფეროვნებას და ხელს უწყობს ინვესტიციას არატრადიციულ ვალუტებში, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც ამ ვალუტებში მოგება-ზარალის თანაფარდობა მიმზიდველია. დასახელებულ ავტორთა აზრით, შეხედულება, რომ ევრომ ან ჩინურმა იუანმა შეიძლება ჩაანაცვლოს აშშ დოლარი, როგორც წამყვანი სარეზერვო ვალუტა, ნაკლებად რეალისტურია. 1999 წლიდან მოყოლებული ევრო დიდი წილით ძირითადად ევროზონის ქვეყნების ცენტრალური ბანკების პორტფელებშია წარმოდგენილი (Arslanalp, Eichengreen and Simpson-Bell, 2022).

რაც შეეხება ჩინურ იუანს, 2025 წლის იანვრის მდგომარეობით ამ ვალუტაში გადახდებმა (MT 400, MT 700) მსოფლიო გარიგებების მხოლოდ 6% შეადგინა, მაშინ როდესაც იგივე მაჩვენებელი აშშ დოლარში 83% იყო (SWIFT, 2025). მიუხედავად ამისა, ზოგიერთი კვლევის მიხედვით, მომდევნო 5 წლის განმავლობაში გლობალური სავალუ-

ტო რეზერვების შემდგომი დე-დოლარიზაცია გაგრძელდება: გამოკითხული ცენტრალური ბანკების 77% ფიქრობს, რომ აშშ დოლარის ამჟამინდელი წილი მსოფლიო სავალუტო რეზერვებში ზომიერად ან მნიშვნელოვნად შემცირდება. ამასთან, შესაძლოა გაიზარდოს სხვა ვალუტების, კერძოდ, ევროსა და ჩინური იუანის წილი (World Gold Council, 2025)

ოქროს, როგორც სანდო სარეზერვო აქტივის, როლი

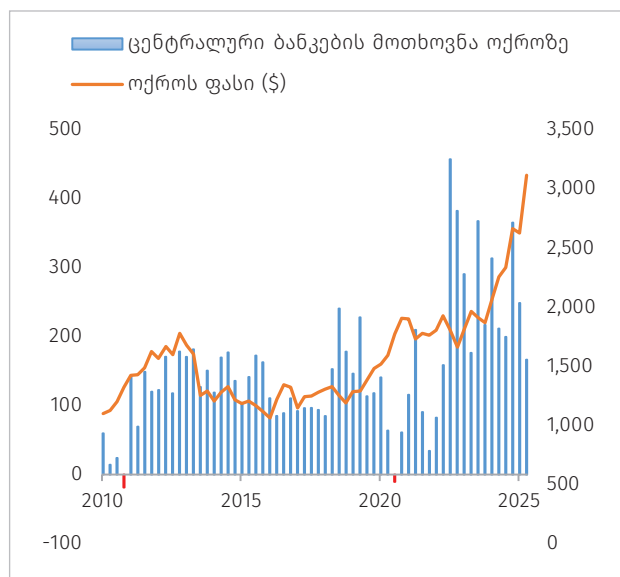
გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ არსებითად, ხოლო პანდემიის შემდეგ მკვეთრად გაიზარდა ცენტრალური ბანკების მოთხოვნა მონეტარულ ოქროზე, რასაც უკანასკნელზე ფასების ზრდა მოჰყვა (იხ. დიაგრამა 2). მიუხედავად ამისა, ოქროს მოცულობა ოფიციალურ სარეზერვო აქტივებში 16 წლის მანძილზე განუხრელად იზრდებოდა, რაც კარგად ჩანს ქვემოთ მოტანილ დიაგრამაზე (იხ. დიაგრამა 3).

არსლანაღფმა, აიხენგრინმა და სიმფსონ-ბელმა სხვა ნაშრომში გამოყვეს ორი ძირითადი ფაქტორი, რომელიც უბიძგებს ცენტრალურ ბანკებს გაზარდონ ოქროს მოცულობა ოფიციალურ რეზერვებში: პირველი - ინტერესი ოქროს, როგორც „უსაფრთხო თავშესაფრის“

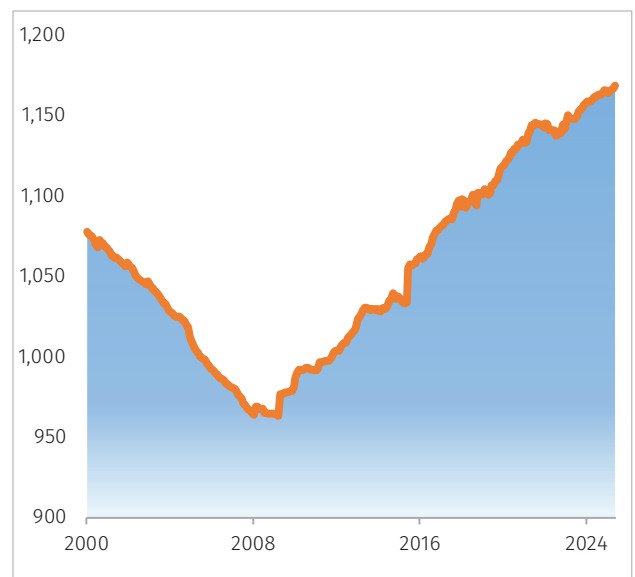
(Safe Haven) აქტივის მიმართ, რომელიც იზრდება მაშინ, როდესაც მსოფლიო ეკონომიკა განიცდის კრიზისს და ალტერნატიულ ფინანსურ აქტივებზე შემოსავლიანობა მცირდება და მეორე - წამყვანი სარეზერვო ვალუტების ემიტენტი ქვეყნების მიერ მრავალმხრივი სანქციების ამოქმედება სხვა ქვეყნების მიმართ (Arslanalp, Eichengreen and Simpson-Bell, 2023).

სხვა თანაბარ პირობებში, როგორც განვითარებადი, ისე განვითარებული ქვეყნების ცენტრალური ბანკებისთვის, ოქროს შესყიდვას შეიძლება საერთო მოტივაცია ჰქონდეს. თუმცა, აღნიშნული ავტორები რამდენადმე განსხვავებულ მიზეზებს ასახელებენ: განვითარებული ქვეყნების შემთხვევაში მონეტარული ოქროს შეძენაზე დადებითად მოქმედებს გეოეკონომიკური გაურკვევლობის ზრდა, ხოლო განვითარებადი ქვეყნებისათვის ამას გეოპოლიტიკური რისკიც ემატება. ნაშრომში ხაზგასმულია, რომ განვითარებადი ქვეყნების შემთხვევაში რეზერვების ოქროში დაბანდება ერთგვარი პასუხია მოსალოდნელი სანქციების რისკზე. ოქრო გვევლინება არამხოლოდ როგორც ფინანსური აქტივი, არამედ გეოპოლიტიკური რისკის ჰეჯირების ინსტრუმენტი.

დიაგრამა 2. ცენტრალური ბანკების მოთხოვნა ოქროზე



დიაგრამა 3. ოქროს მოცულობა ოფიციალურ სარეზერვო აქტივებში (მლნ უნცია)

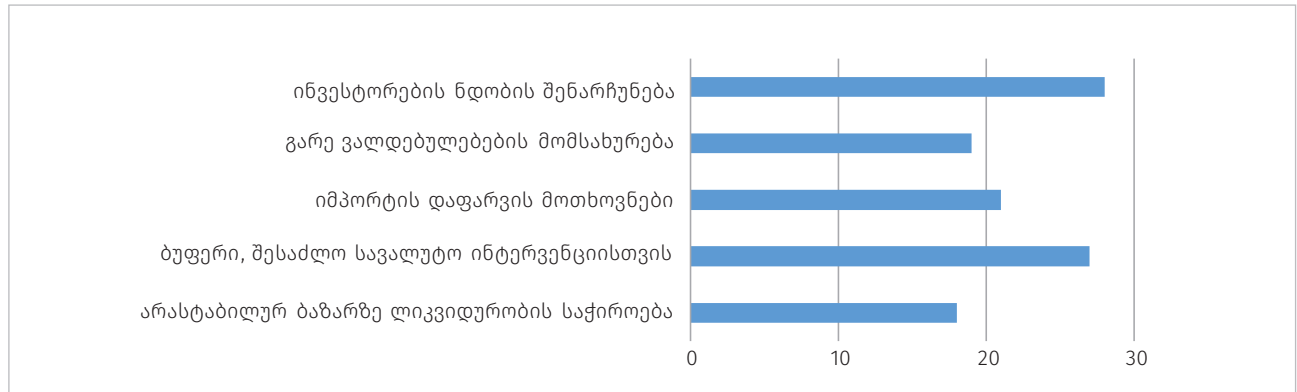


წყარო: სებ-ი, სტატისტიკა და ავტორების გამოთვლები.

სხვა კვლევის მიხედვით, გლობალური ეკონომიკის ზრდის შენელების ფონზე, გამოკითხული ცენტრალური ბანკების ნახევარზე მეტი ვარაუდობს, რომ სამომავლოდ საერთაშორისო რეზერვების, მათ შორის ოქროს, მოცულობას გაზრდიან, რათა ეფექტიანად განახორციელონ მონეტარული პოლიტიკა, უზრუნველყონ ფი-

ნანსური სტაბილურობა და საჭიროების შემთხვევაში შეძლონ შესაბამისი ლიკვიდობის მობილიზება. ცენტრალური ბანკები, რომლებიც რეზერვებში ოქროს ოდენობის ზრდას ვარაუდობენ, პრიორიტეტად ქვეყნის მიმართ ინვესტიორების ნდობის შენარჩუნებას ასახელებენ (იხ. დიაგრამა 4) (HSBC, 2025).

დიაგრამა 4. ოფიციალური რეზერვების, მათ შორის ოქროს მოცულობის, ზრდის მიზეზები

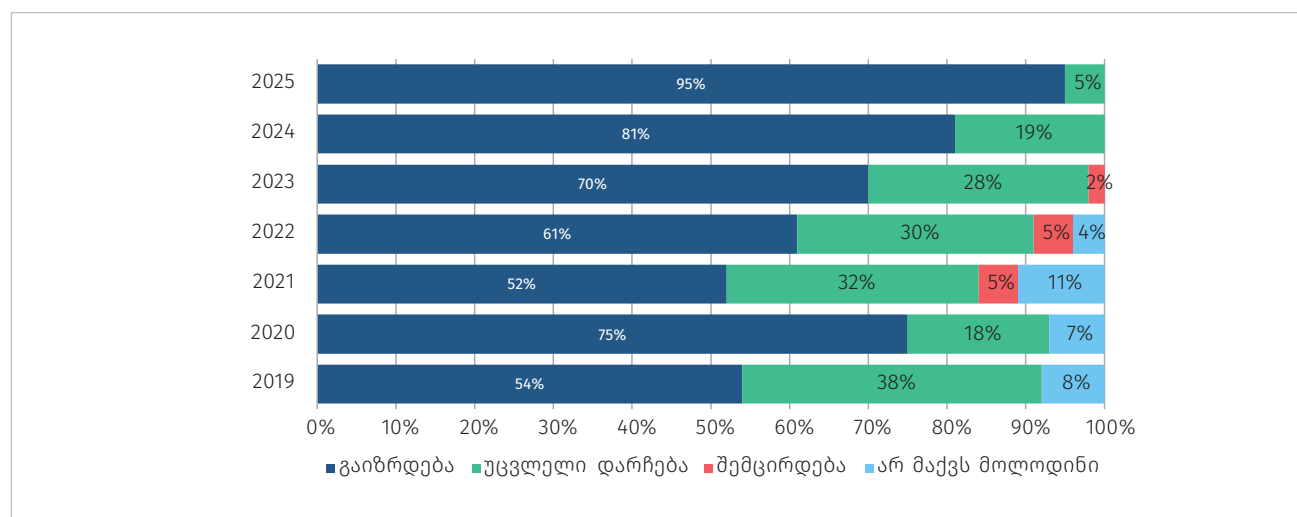


წყარო: IMF.

მსგავსი შედეგი აჩვენა კიდევ ერთმა კვლევამ, რომლის მიხედვითაც გამოკითხული ცენტრალური ბანკების 95% ვარაუდობს, რომ საერთაშორისო რეზერვებში ოქროს კომპონენტი გაიზრდება, მაშინ, როდესაც 2022 წელს ეს

მაჩვენებელი 61%-ს შეადგენდა. საგულისხმოა, რომ გამოკითხულთაგან არც ერთი არ ელოდება ოქროს რეზერვის შემცირებას (იხ. დიაგრამა 5) (World Gold Council, 2025).

დიაგრამა 5. ცენტრალური ბანკების მოლოდინები ოქროს რეზერვების ცვლილებასთან დაკავშირებით მომდევნო 12 თვის განმავლობაში



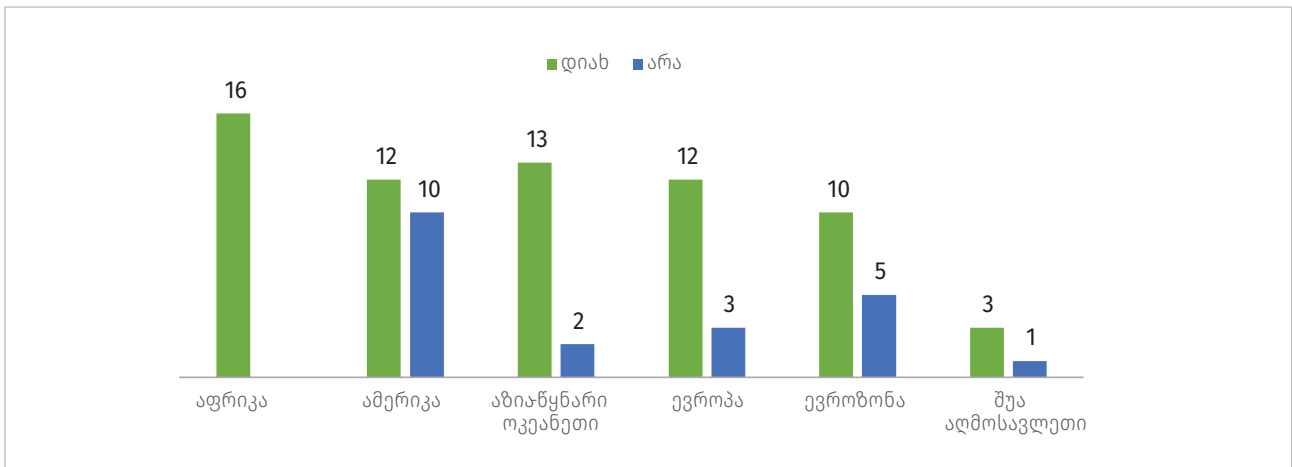
წყარო: World Gold Council.

გეოპოლიტიკური რისკების გავლენა საერთაშორისო რეზერვების მართვაზე

კვლევა, რომელიც ცენტრალური ბანკების მიერ სავალუტო რეზერვების მართვის პრაქტიკას ეხება, აჩვენა, რომ გეოპოლიტიკური რისკების გათვალისწინება სულ უფრო მეტ მნიშვნელობას

იძენს (HSBC, 2025). გასულ წელთან შედარებით, არსებითად შეიცვალა იმ ცენტრალური ბანკების რაოდენობა, რომლებიც რეზერვების მართვისა და განაწილების პროცესში მხედველობაში იღებენ აღნიშნულ რისკებს და მათგან მომდინარე საფრთხეებს (იხ. დიაგრამა 6).

დიაგრამა 6. გეოპოლიტიკური რისკების გათვალისწინება ცენტრალური ბანკების მიერ რეზერვების მართვის და სარეზერვო აქტივების განაწილების შესახებ გადაწყვეტილების მიღების დროს



წყარო: HSBC.

იგივე კვლევის მიხედვით, 87 გამოკითხული ცენტრალური ბანკის 75.9%-მა (66) დაადასტურა, რომ საერთაშორისო რეზერვების მართვის პროცესში ითვალისწინებს გეოპოლიტიკურ რისკებს, მაშინ როცა გასულ წელს ეს მაჩვენებელი 67%-ს (59) შეადგენდა. ცენტრალური ბანკები ინტენსიურად აკვირდებიან გლობალური ეკონომიკის ფრაგმენტაციის ისეთ მოვლენებს, როგორიცაა ჩინეთისა და ამერიკის შეერთებული შტატებს შორის დაპირისპირება, სანქციები მთელი რიგი ქვეყნების მიმართ, სავაჭრო ომები და მიწოდების ჯაჭვების წყვეტა.

აღსანიშნავია, რომ გამოკითხული ცენტრალური ბანკების 65%-მა, რომელიც გეოპოლიტიკურ რისკებს ითვალისწინებს, რეზერვების მართვასთან დაკავშირებული ცვლილებების განხორციელება ბოლო 12 თვის განმავლობაში დაიწყო. ამასთან, ოფიციალური რეზერვების გეოპოლიტიკურ ბერკეტად ("weaponization")

გამოყენებას, რუსეთის ცენტრალური ბანკის რეზერვების გაყინვის გათვალისწინებით, მეტად ყურადსაღებად მიიჩნევს გამოკითხულთა 21%, ხოლო ნაწილობრივ ყურადსაღებად – 63% (HSBC, 2025).

უახლეს ისტორიაში ცენტრალური ბანკების აქტივების გაყინვა იშვიათად ხდებოდა; მაგალითად, ირანის აქტივების გაყინვა (2012) და სანქციები ლიბიის მიმართ (2011). ეს იყო ერთეული შემთხვევები, რომლებიც ძირითადად კონკრეტულ მოვლენებზე რეაგირებასთან იყო დაკავშირებული და არ ჰქონდა სისტემური გავლენა. მიიჩნეოდა, რომ ტრადიციული სარეზერვო ვალუტების ემიტენტი ქვეყნების აქტივებში განთავსებული რეზერვები ერთგვარი სუვერენული იმუნიტეტით სარგებლობდა. შესაბამისად, აქტივების სტრატეგიული განაწილების ჩარჩოს ფარგლებში, იურისდიქციული ან გეოპოლიტიკური რისკი არამატერიალურად ითვლებოდა.

ეს პარადიგმა მას შემდეგ შეიცვალა, რაც 2022 წლის თებერვალში დიდი შვიდეულის (G7) ქვეყნებმა კოორდინირებულად, საერთო შეთანხმების საფუძველზე, რუსეთის ცენტრალური ბანკის ოფიციალური რეზერვების თითქმის ნახევარი – 300 მლრდ აშშ დოლარის ექვივალენტური აქტივები გაყინა. ეს არის მსგავსი მასშტაბის პირველი შემთხვევა, როდესაც სხვადასხვა იურისდიქციაში ერთდროულად შეიზღუდა სარეზერვო აქტივებით ფინანსური ოპერაციების განხორციელება. მიღებული გადაწყვეტილება იყო რეაქცია რუსეთის ფედერაციის უკრაინაში შეჭრის წინააღმდეგ. რუსეთმა 2008 წელს მოახდინა საქართველოს ტერიტორიის ნაწილის ოკუპაცია, ხოლო 2014 წელს – უკრაინის ყირიმის ოკუპაცია და ანექსია, რასაც დასავლეთის მხრიდან სანქციების პაკეტის ამოქმედება მოჰყვა, თუმცა რუსეთის ცენტრალური ბანკის რეზერვები ხელშეუხებლობით სარგებლობდა.

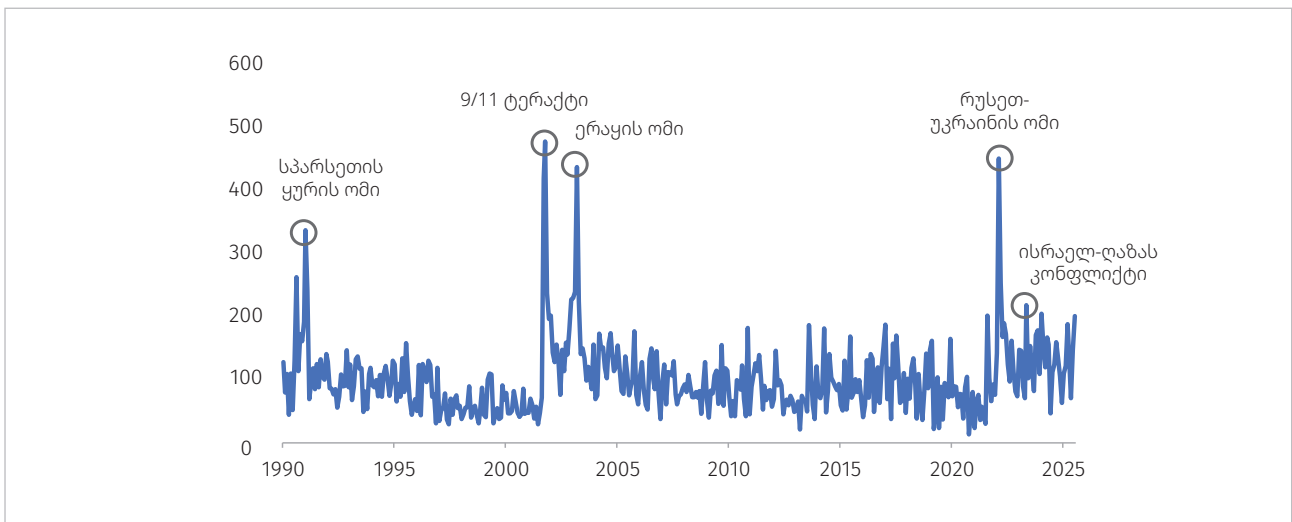
ცალკე განხილვის თემაა დავა ვენესუელას და ინგლისის ცენტრალურ ბანკებს შორის ოქროს რეპატრიაციასთან დაკავშირებით, რომელსაც ვენესუელას ცენტრალური ბანკი ინახავდა ინგლისის ბანკში. 2018 წელს ვენესუელას ცენტრალურმა ბანკმა მოითხოვა ოქროს მარაგის ქვეყანაში დაბრუნება, რაზეც ინგლისის ბანკმა უარი განაცხადა. მიზეზად დასახელდა გაერთიანებული სამეფოს ოფიციალური პოზიცია ვენესუელას მთავრობის ლეგიტიმაციის არ ცნობის შესახებ. სამართლებრივი დავა ბრიტანულ სასამართლო უწყებებში გაგრძელდა, სადაც ვენესუელას ცენტრალური ბანკის მოთხოვნა ოქროს აქტივების დაბრუნებაზე არ დაკმაყოფილდა. შედეგად, ვენესუელას ცენტრალური ბანკის აქტივებზე ოფიციალურად სანქციების არ არსებობის მიუხედავად, მათ მაინც შეეზღუდათ წვდომა საკუთარი ოქროს

მარაგზე, სხვა ქვეყნის იურისდიქციაში (Maduro Board v Guaidó Board, 2020).

აღნიშნულმა მოვლენებმა შეარყია აქამდე მიღებული პრაქტიკა, რომ საერთაშორისო რეზერვები სარგებლობს სუვერენული იმუნიტეტით და პოლიტიკური რისკებისგან დაცულია. რეალობამ დაგვანახა, რომ ცენტრალური ბანკების აქტივების წვდომა შესაძლოა გახდეს საერთაშორისო ურთიერთობებში მოლაპარაკებების ინსტრუმენტი. პრეცედენტის დაშვებას მოჰყვა ნეგატიური მოლოდინების ჩამოყალიბება ცენტრალური ბანკების მმართველ სტრუქტურებში.

გეოპოლიტიკური რისკების რაოდენობრივ შეფასებაზე, დარიო კალდარამ და მატეო იაკოვიელომ შეიმუშავეს გეოპოლიტიკური რისკების ყოველთვიური ინდექსი და განსაზღვრეს თუ როგორ გავლენას ახდენს ინდექსის მერყეობა ფინანსური აქტივების ფასებსა და ამონაგებზე (იხ. დიაგრამა 7). ინდექსის მკვეთრი ზრდა ნეგატიურად აისახება ეკონომიკურ ზრდაზე, იწვევს აქციების შემოსავლიანობის კლებას და ზრდის მოთხოვნას სანდო აქტივებზე (მაგალითად, ამერიკულ სახაზინო ობლიგაციებზე და ოქროზე). ნაშრომში გაანალიზებულია მოსალოდნელი და უკვე მომხდარი მოვლენების ინდივიდუალური ეფექტი. მოსალოდნელი საფრთხეები ფინანსური ბაზრებისთვის თანმდევ გარემოებად გვევლინება, რაც გრძელვადიან შოკურ ეფექტს ქმნის, ზრდის ვოლატილობას და რთულად პროგნოზირებადს ხდის საინვესტიციო ჰორიზონტს. უკვე მომხდარი მოვლენები კი ილუსტრაციად გვევლინება, როგორც ფაქტები, რომლებსაც მყისიერი, თუმცა მოკლევადიანი შოკური ეფექტი ახასიათებს (Caldara and Iacoviello, 2022).

დიაგრამა 7. გეოპოლიტიკური რისკის ინდექსი, 1990-2025



წყარო: Bloomberg.

გლობალური სტაბილურობის ანგარიშში (IMF, 2025b) აღწერილია აქციების ფასების ქცევა გეოპოლიტიკური მოვლენების საპასუხოდ. აღნიშნული მოვლენების გავლენა დაყოფილია ორ მთავარ კომპონენტად: საბაზროდ და ეკონომიკურად. საბაზრო კომპონენტი გულისხმობს ბუნდოვან მოლოდინებს, რაც აზიანებს ბაზრის მონაწილეთა ნდობას და ცვლის მათ რისკ ტოლერანტობას. ეკონომიკური კომპონენტი კი მოიცავს სავაჭრო და ფინანსურ შეზღუდვებს, ასევე სამოქალაქო ეკონომიკური ინფრასტრუქტურის ზიანს. ამ მოვლენებს პირდაპირი გავლენა აქვს მიწოდების ჯაჭვების შეფერხებასა და სახელმწიფო ვალის ზრდაზე, რაც ზრდის ინფლაციას ეკონომიკაში.

ფინანსური აქტივების მოგება – ბარალის ცვლილება, სუვერენული რისკისა და ვალის ზრდა, იმპორტ – ექსპორტის სტრუქტურის გადაფასება და კაპიტალის გადინება – ეს ის ფაქტორებია რომელსაც ცენტრალური ბანკები აქტივების სტრატეგიული განაწილების პროცესში ითვალისწინებენ.

ცვლილებები SAA-ის ტრადიციულ ჩარჩოში

ოფიციალური რეზერვების მართვის ყველაზე მნიშვნელოვანი რგოლი აქტივების სტრა-

ტეგიული განაწილება (SAA), რომლის მიზანია წინასწარ განსაზღვროს ფინანსური სახსრების ოპტიმალური განაწილება სარეზერვო აქტივების სხვადასხვა კლასის, ვადიანობის და ვალუტის მიხედვით მოცემულ საინვესტიციო პერიოდებზე, რისკ ტოლერანტობის და ბანკის პოლიტიკის გათვალისწინებით (IMF, 2004).

ოფიციალური რეზერვების მართვა ეფუძნება სამ მთავარ პრინციპს: ლიკვიდურობას, უსაფრთხოებასა და შემოსავლიანობას. სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციები ემსახურება ლიკვიდურობასა და უსაფრთხოებას, ჭარბი საინვესტიციო კაპიტალის მართვა კი ორიენტირებულია შემოსავლიანობაზე. ცენტრალური ბანკის მიზნების პრიორიტეტულობა მიმდინარე საჭიროებებიდან გამომდინარე იცვლება. მაგალითად, თუ პრიორიტეტია უსაფრთხოება, მოსალოდნელია, რომ რეზერვების აქტიური მართვიდან შემოსავლიანობა შედარებით დაბალი იქნება, რადგან უსაფრთხოების პრიორიტეტიდან გამომდინარე, პორტფელის მენეჯერი შეზღუდულია, რომ ინვესტიცია შედარებით მაღალი რისკის და მომგებიანობის მქონე ფინანსურ აქტივებში გააკეთოს. პრაქტიკაში, ძირითადად ორი მიდგომა არსებობს: პირველი, რომლის თანახმადაც ცენტრალური ბანკებისათვის უსაფრთხოება და

შემოსავლიანობა თანაბრად მნიშვნელოვანია დამეორე, რომელშიც უსაფრთხოებას უფრო მეტი პრიორიტეტი ენიჭება, ვიდრე შემოსავლიანობას. რაც შეეხება ლიკვიდურობას, ის ორივე შემთხვევაში ყველაზე მაღალ პრიორიტეტულია. სარეზერვო აქტივების განაწილების პროცესში ერთგვარ შეზღუდვად შეიძლება მოგვევლინოს არა მხოლოდ წინასწარ განსაზღვრული მიზნების პრიორიტეტულობა, არამედ საგარეო ვალის კომპოზიცია, საინვესტიციო ჰორიზონტი, ინსტიტუციის რისკ ტოლერანტობა, მინიმალური საინვესტიციო საკრედიტო რეიტინგი, ვაჭრობისთვის დაშვებული აქტივების კლასები, მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკა. ამ შეზღუდვების გათვალისწინებით იცვლება რეზერვების სავალუტო და აქტივების კომპოზიცია, ასევე ტრანშების მოცულობის ზომა.

საქართველოს ეროვნულ ბანკში პრიორიტეტულობა ოფიციალური რეზერვების უსაფრთხო და ლიკვიდურ აქტივებში განთავსებას ენიჭება. რეზერვები დაყოფილია განსხვავებული მოცულობის ტრანშებად: საოპერაციო, ლიკვიდურობის და საინვესტიციო. საოპერაციო და ლიკვიდურობის ტრანშების მიზანია მოკლე და საშუალოვადიან ვალდებულებებს მოემსახუროს, როგორც სასესხო, ისე ლიკვიდობის მართვის ნაწილში. ამავდროულად საინვესტიციო ტრანში აქტიურად იმართება ბენჩმარკის მიმართ და ორიენტირებულია შემოსავლიანობაზე. თავისთავად ეს ტრანშები შედგება ქვე პორტფელებისგან სხვადასხვა ვალუტებში. ეკონომიკური ციკლიდან გამომდინარე საინვესტიციო ჰორიზონტად მიჩნეულია 1 წელი, რეზერვების მართვიდან 2024 წელს მიღებულმა შემოსავალმა 413.1 მლნ ლარი შეადგინა (National Bank of Georgia, 2024).

ტრანშების მოცულობისა და კომპოზიციის განსაზღვრისას გამოიყენება სცენარებისა და სტრეს-სცენარების ანალიზი. ძირითადი სცენარები დაფუძნებულია ისეთ მოლოდინებზე, რომელთა მოხდენის ალბათობაც მატერიალურია ან ისტორიულად უკვე მოხდა.

მიმდინარე გეოპოლიტიკური რისკის ზრდა საფუძველს იძლევა, რომ დივერსიფიკაციის მიზნით სტრეს-ტესტებში აღნიშნული პროცესები გათვალისწინებული იყოს. საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა რეზერვების დივერსიფიკაციის მიზნით პირველად შეიძინა მონეტარული ოქრო. ოქროს შესყიდვა განხორციელდა მაღალი შემოდილების, გლობალური და რეგიონალური გეოპოლიტიკური რისკების და გამძაფრებული ინფლაციური მოლოდინის პირობებში (National Bank of Georgia, 2024). აღნიშნული ნაბიჯი თანხვედრაშია აღმოსავლეთ ევროპის ცენტრალური ბანკების მიდგომებთან, რომლებიც აქტიურად ზრდიან რეზერვებში ოქროს მარაგებს.

მომავლის სტრეს-სცენარებით სიმულირება საშუალებას იძლევა შეფასდეს მოსალოდნელი გავლენა საერთაშორისო რეზერვების მდგომარეობაზე, ლიკვიდობის ერთჯერადი შოკის პირობებში. მიღებული შედეგის გათვალისწინებით შესაძლებელია განვიხილოთ დამატებითი მდგრადი (resilient) ტრანშის ფორმირებაც, სადაც შემავალი ფინანსური აქტივების მიმართ საბაზრო რისკიანობის კრიტერიუმი მეორეხარისხოვანია, თუმცა პრიორიტეტი ენიჭება მდგრადობის კომპონენტს. მსგავსი ინსტრუმენტებით შექმნილი ტრანში მეტწილად შედგება გეოპოლიტიკური და საერთაშორისო ურთიერთობებიდან მომდინარე რისკის მიმართ.

ამ ტრანშის პორტფელების სავალუტო კომპოზიცია თეორიულად მიბმული შეიძლება იყოს სავაჭრო პარტნიორების, განსაკუთრებით იმპორტიორი ქვეყნების ვალუტებზე, თუნდაც ეს ვალუტები არატრადიციული სარეზერვო ვალუტების კლასს განეკუთვნებოდნენ. მსგავსი ტიპის პორტფელისთვის რისკის ტოლერანტობა და მართვის სტილიც განსხვავებულია. შესაბამისად, იცვლება აქტივების სტრატეგიული განაწილების ჩარჩოც, სადაც უსაფრთხოებას, ლიკვიდურობასა და შემოსავლიანობას ემატება მეოთხე მდგრადობის პრინციპი.

დასკვნა

გლობალური ფინანსური გარემოს ფრაგმენტაცია და მზარდი გეოპოლიტიკური რისკები, ოფიციალური საერთაშორისო რეზერვების მართვის ჩარჩოს სრულყოფას საჭიროებს. დამკვიდრებული აზრი, რომ საერთაშორისო რეზერვებზე სუვერენული იმუნიტეტი ვრცელდება, თანამედროვე რეალობაში კრიტიკას ვერ უძლებს. საინვესტიციო პორტფელების დივერსიფიკაციის ტემპის ზრდა უკვე აისახა, როგორც სავალუტო, ისე აქტივების კლასების კომპოზიციაზე და მოსალოდნელია, რომ ეს ტენდენცია მომავალში უფრო დაჩქარდება და ფართო განხილვის საგანი გახდება.

ცენტრალური ბანკების სურვილი, გაითვალისწინონ რეზერვების მდგრადობა, როგორც ახალი განზომილება მათი მართვის პროცესში, ადასტურებს მზაობას ცვლილებებისთვის. მდგრადი ტრანშის შემოღებას სავალუტო რეზერვების არქიტექტურაში, მნიშვნელოვანი რაოდენობრივი და ხარისხობრივი გავლენა შეიძლება ჰქონდეს გადანაცვებების მიღებისა და მოლოდინების ჩამოყალიბების პროცესში, რაც შესაძლოა გახდეს სამომავლო კვლევის საგანი.

გამოყენებული ლიტერატურა

Arslanalp, S., Eichengreen, B. J. and Simpson-Bell, C. (2022). *The stealth erosion of dollar dominance: Active diversifiers and the rise of nontraditional reserve currencies*. IMF Working Paper No. 2022/058. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Arslanalp, S., Eichengreen, B. J. and Simpson-Bell, C. (2023). *Gold as international reserves: A barbarous relic no more?* IMF Working Paper No. 2023/014. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

Baur, D. G. and Smales, L. A. (2020). Hedging geopolitical risk with precious metals, *Journal of Banking & Finance*, 117(C).

Caldara, D. and Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk, *American Economic Review*, 112(4), pp.1194–1225.

Carstens, A. (2024). Balancing reserve management objectives in the current economic and financial environment. *BIS Speech*. Basel: Bank for International Settlements.

HSBC. (2025). *Reserve Management Trends 2025*. R. Pringle and J.E. Popowicz (eds.). Available at: <https://www.centralbanking.com/central-banks/reserves/7972705/hsbc-reserve-management-trends-2025> [accessed 20 August 2025].

International Monetary Fund. (2004). *Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management*. Washington, DC: International Monetary Fund.

International Monetary Fund. (2014). *Revised guidelines for foreign exchange reserve management*. Washington, D.C.: International Monetary Fund

International Monetary Fund. (2025a). *COFER*. Available at: [https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:COFER\(7.0.0\)](https://data.imf.org/en/Data-Explorer?datasetUrn=IMF.STA:COFER(7.0.0)) [accessed 20 August 2025].

International Monetary Fund. (2025b). *Global Financial Stability Report: Enhancing Resilience Amid Uncertainty*. Washington, D.C.: International Monetary Fund, April.

Maduro Board v Guaidó Board. (2020). EWCA Civ 1249. <https://www.bailii.org/ew/cases/EWHC/Comm/2020/1721.html>.

National Bank of Georgia. (2024). *Gold Reserves. Annual Report*. Tbilisi: National Bank of Georgia.

SWIFT. (2025). *RMB Tracker*. Available at: https://www.swift.com/sites/default/files/files/rmb-tracker_february-2025.pdf [accessed 20 January 2025].

UNCTAD (2024). *International trade, UNCTAD Data Hub*. Available at: <https://unctadstat.unctad.org/insights/theme/94> [Accessed: 20 August 2025].

Weiss, C. (2022). Geopolitics and the U.S. dollar's future as a reserve currency, *International Finance Discussion Papers*, 1359. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. Available at: <https://doi.org/10.17016/IFDP.2022.1359> [accessed 20 August 2025].

World Gold Council. (2025). *Central bank gold reserves survey 2025: Perspectives on gold reserves*. Available at: <https://www.gold.org/goldhub/research/central-bank-gold-reserves-survey-2025/perspectives-on-gold-reserves> [accessed 20 August 2025].

საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის ლიკვიდურობა და საცალო ინვესტორების ჩართულობა

შოთა გახუაშვილი, ლაშა კოდუა, დავით აბესაძე

ანოტაცია

წინამდებარე ნაშრომი აფასებს საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის ლიკვიდურობას და მის კავშირს საცალო ინვესტორების მონაწილეობასთან. 2014-2024 წლებში საჯაროდ განთავსებული კორპორაციული ობლიგაციების მონაცემებზე დაყრდნობით, ნაშრომი ლიკვიდურობას განიხილავს როგორც ინდივიდუალური ობლიგაციებისთვის, ისე ბაზრის სეგმენტებისთვის. ლიკვიდურობა ფასდება რაოდენობრივი პროქსი-მაჩვენებლებით – ვაჭრობის სიხშირითა და ბრუნვის კოეფიციენტით, რისი მიზეზიცაა მზარდი ეკონომიკების ბაზრებზე ფასისმიერი მაჩვენებლების შეზღუდული ხელმისაწვდომობა. კვლევა მიუთითებს, რომ მიუხედავად ნაკლებად ლიკვიდური მეორადი ბაზრისა, ობლიგაციების გარკვეულ ნაწილს – უმეტესად მათ, რომლებსაც შედარებით მეტი რაოდენობის პირველადი შემსყიდველები ჰყავთ, ვაჭრობის მნიშვნელოვნად მაღალი სიხშირე და ბრუნვის კოეფიციენტი უფიქსირდებათ. ბაზრის სეგმენტების დონეზე, უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ობლიგაციები, რომელთაც ინვესტორთა შედარებით ფართო წრე ფლობს, მნიშვნელოვნად უფრო მაღალ ლიკვიდურობას ამჟღავნებს ლარში დენომინირებულ ობლიგაციებთან შედარებით, რომლებიც უმეტესად რამდენიმე ინსტიტუციური ინვესტორის მფლობელობაშია. იმისათვის, რომ გაიზარდოს ლიკვიდურობა საცალო

ინვესტორების მეტი ჩართულობის ხარჯზე, წინამდებარე ნაშრომი ხაზს უსვამს ისეთ მნიშვნელოვან ფაქტორებს, როგორებიცაა: ბაზრის გამჭვირვალობის ზრდა, ელექტრონული ვაჭრობის ხელმისაწვდომობა, ტრანზაქციული დანახარჯების შემცირება და საბროკერო კომპანიების მიერ პროდუქტის შესახებ ცოდნის პროაქტიული გავრცელება. მიუხედავად იმისა, რომ ნაშრომი მიუთითებს ინვესტორების მრავალფეროვნებასა და ლიკვიდურობას შორის არსებულ პოზიტიურ კავშირს, დაკვირვებების ინტერპრეტაცია, მონაცემების სიმწირის გამო, სიფრთხილეს მოითხოვს.

საკვანძო სიტყვები: კორპორაციული ობლიგაციები, ლიკვიდურობა, მფლობელთა მრავალფეროვნება, საცალო ინვესტორები, ბრუნვის კოეფიციენტი, ვაჭრობის სიხშირე, პირველადი შემსყიდველები, ელექტრონული წვდომა, ბაზრის გამჭვირვალობა, ტრანზაქციის ხარჯები.

შესავალი

კორპორაციული ობლიგაციები კომპანიების დაფინანსების ერთ-ერთი პირდაპირი წყაროა და ტრადიციული, საბანკო სესხების ალტერნატივას წარმოადგენს. დაფინანსების ალტერნატიული არხების არსებობა ხელს უწყობს დაფინანსების ხარჯების შემცირებას, რაც დადებითად აისახება ბიზნესის განვითარებასა და ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდაზე. ამასთანავე, ინვესტო-

რებს, კორპორაციული ობლიგაციები, აქციებთან შედარებით მეტ სტაბილურობას, ხოლო სახაზინო ფასიან ქაღალდებსა და საბანკო დეპოზიტებთან შედარებით - მაღალ სარგებელს სთავაზობს. შესაბამისად, ფინანსური სისტემის მდგრადი და გამართული ფუნქციონირებისთვის, დიდი მნიშვნელობა ენიჭება კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებას, განსაკუთრებით კი მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებში, სადაც გარე დაფინანსების ძირითად წყაროს კომერციული ბანკები წარმოადგენენ.

კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისთვის კრიტიკულად მნიშვნელოვანია მეორადი ბაზრის ლიკვიდურობა. ჰოლდენი, იაკობსენი და საბრაჰმანიამი (2014) ბაზრის ლიკვიდურობას განსაზღვრავენ, როგორც შესაძლებლობას, დროის მოკლე მონაკვეთში, დაბალი დანახარჯებით შეიძინო ან გაყიდო ფასიანი ქაღალდების დიდი მოცულობა. ლიკვიდურობის აღნიშნული მრავალგანზომილებიანი ცნება შეიძლება 5 მახასიათებლით განისაზღვროს: (1) სიმჭიდროვე (Tightness) – ტრანზაქციის ხარჯი, რაც ძირითადად იზომება ფინანსური აქტივის ყიდვისა და გაყიდვის ფასებს შორის სხვაობით – ყიდვა-გაყიდვის სპრედი (Bid-Ask spread), (2) დაუყოვნებლივობა (Immediacy) – ტრანზაქციის სწრაფად აღსრულებისთვის გასაწევი დამატებითი ხარჯი ან/და ტრანზაქციის აღსრულებისათვის საჭირო დრო. (3) სიღრმე (Depth) – ტრანზაქციის მოცულობა, რომელიც შესაძლებელია განხორციელდეს მიმდინარე ფასად (4) სიფართოვე (Breadth) – ვაჭრობის ჯამური მოცულობა, არსებულ ფასების დიაპაზონში (5) მდგრადობა (Resilience) – დროის მონაკვეთი (სიჩქარე) რომლის განმავლობაშიც, გაზრდილი აქტივობის (შოკის) შემდგომ, ფასები უბრუნდება წონასწორობას (Sarr and Lybek, 2002).

კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის არალიკვიდურობა ინვესტორებისთვის წარმოშობს ე.წ. „ლიკვიდურობის რისკს“, რაც მოიაზრებს იმ რისკს, რომ ის ვერ შეძლებს პოზიციის სწრაფად ან/და სამართლიანი ფასით დახურვას. ამასთან, დაბალი ლიკვიდურობა აფერხებს საბაზრო ფასის

დადგენის პროცესს, რაც თავის მხრივ ასუსტებს ბაზრის უნარს, რომ ასახოს ფუნდამენტურად მნიშვნელოვანი ინფორმაცია. მსგავსი სახის სირთულეები განაპირობებს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე ინვესტორთა სიმცირეს, ხოლო ისინი ვინც ახორციელებენ ინვესტიციებს, დამატებით ითხოვენ ლიკვიდურობის რისკის პრემიას, რაც, თავის მხრივ აისახება ყიდვა-გაყიდვის გაზრდილ სპრედებსა და შესაბამისად, დაფინანსების ხარჯის ზრდაში.

არაერთი ემპირიული კვლევა და აკადემიური ნაშრომი აღნიშნავს ბაზრის ლიკვიდურობის ზრდის ისეთ დადებით ეფექტებს, როგორებიცაა: ობლიგაციების ფასების სწორად განსაზღვრის შესაძლებლობა; ემიტენტისათვის დაფინანსების ხარჯების, ხოლო ინვესტორებისათვის – ტრანზაქციების (ყიდვა-გაყიდვის) ხარჯების შემცირება; ინვესტორთა ბაზის გაფართოება, მათ შორის უცხოური კაპიტალის შემოძინების ხარჯზე; უფრო მსხვილი ემისიების წახალისება. გარდა ამისა, დიდი და ლიკვიდური ბაზარი ხელს უწყობს არა მარტო უცხოური კაპიტალის მოზიდვას, არამედ ახალისებს და ხელს უწყობს ადგილობრივი დანაზოგების ადგილობრივ ინვესტიციებში ეფექტიანად გადაძინების პროცესს. ყოველივე ზემოაღნიშნული, ერთობლიობაში ქმნის კაპიტალის მდგრად ადგილობრივ ბაზარს, რომელიც ეკონომიკური ზრდის დამატებით წყაროს წარმოადგენს (Laugwitz, et al., 2025).

კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის ლიკვიდურობაზე სხვადასხვა ფაქტორები ახდენენ გავლენას, მათ შორის, ემიტენტისა და ობლიგაციის მახასიათებლები (ობლიგაციის მოცულობა, ვადიანობა და საკრედიტო რისკი), ბაზრის მონაწილეების სტრუქტურა (ინსტიტუციური ინვესტორები, უცხოელი და საცალო ინვესტორები და მარკეტმეიკერები), კაპიტალის ბაზრის სტრუქტურა, ფუნქციონირება და მაკრო-ფინანსური გარემო (Carvajal and Bebczuk, 2024). აღნიშნული ფაქტორები ერთობლიობაში განსაზღვრავს მეორად ბაზარზე აქტივობის დონეს. ამათგან, თანამედროვე აკადემიური

ლიტერატურა მზარდ ყურადღებას უთმობს საცალო ინვესტორების როლს ლიკვიდური კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის ფორმირების პროცესში.

მიუხედავად იმისა, რომ ინსტიტუციურ ინვესტორებთან შედარებით საცალო ინვესტორების მიერ განხორციელებული ტრანზაქციების მოცულობა მცირე ზომისაა, საცალო ინვესტორები მაინც მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ ბაზრის ლიკვიდურობის შექმნაში. ხშირი და პატარა ტრანზაქციების განხორციელება ხელს უწყობს ბაზარზე დაუყოვნებლივობასა და სიფართოვეს, რაც ნაწილობრივ აბალანსებს ინსტიტუციური ინვესტორების ინერტულობას, რომლებიც ობლიგაციებს უმეტესად ყიდულობენ და ინახავენ მათ ვადის ბოლომდე (buy and hold).

მეორადი ბაზრის ლიკვიდურობა პირდაპირ დაკვირვებას არ ექვემდებარება, თუმცა შესაძლებელია მისი შეფასება ემპირიული ანალიზის საშუალებით, რაც მოიაზრებს რაოდენობრივი (ვაჭრობის ინტენსივობიდან გამომდინარე) და ფასისმიერი (სავაჭრო ფასის გავლენიდან გამომდინარე) მაჩვენებლების შეფასებას. ვინაიდან საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე ყიდვა-გაყიდვის კოტირებები, ძირითადად, არ არის ხელმისაწვდომი, ეს ნაშრომი ეყრდნობა რაოდენობრივ მაჩვენებლებს, რომლებიც მზარდი ბაზრებისათვის, ისეთი როგორიც საქართველოა, უფრო ეფექტიანად ასახავს ბაზრის ლიკვიდურობას (Hameed, et al., 2019). შესაბამისად, ნაშრომში გამოყენებულია 2 ასეთი მაჩვენებელი – ბრუნვის კოეფიციენტი (ვაჭრობის მოცულობა შეფარდებული გამოშვებული ობლიგაციების საშუალო ნაშთზე) და ვაჭრობის სიხშირე (განხორციელებული ტრანზაქციების რაოდენობა პერიოდში).

მიუხედავად იმისა, რომ ბოლო ათწლეულის განმავლობაში საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი მნიშვნელოვანი ტემპებით იზრდებოდა და ნაშთმა, 2024 წლის მონაცემებით, ავტორების შეფასებით, მთლია-

ნი შიდა პროდუქტის მიმართ 2.3% შეადგინა (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2025), მეორადი ბაზრის აქტივობა კვლავ დაბალია. შესაბამისად, ობლიგაციების ბაზრის მდგრადი განვითარებისთვის მისი ლიკვიდურობის ზრდის ეფექტიანი სტრატეგიების გამოკვლევა განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს.

წინამდებარე ნაშრომი მიზნად ისახავს, გაანალიზოს ქართული კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის ლიკვიდურობის რაოდენობრივი მაჩვენებლები ბრუნვის კოეფიციენტისა და ვაჭრობის სიხშირის გამოყენებით და ბაზრის ძირითადი მონაწილეების გამოკვეთით. გარდა ამისა, ნაშრომი სიღრმისეულად განიხილავს საცალო ინვესტორების როლს მეორადი ბაზრის აქტივობაში და წარმოაჩენს იმ ფაქტორებს, რომლებმაც შესაძლოა ხელი შეუწყონ ბაზარზე მათი მონაწილეობის ზრდას.

ლიტერატურის მიმოხილვა

ეკონომიკურ ლიტერატურაში განსაკუთრებული ყურადღება ექცევა კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის ორ მთავარ ფუნქციას ფინანსურ სისტემაში: იგი კომპანიებს სთავაზობს გრძელვადიანი დაფინანსების ალტერნატიულ წყაროს, ხოლო ინვესტორებს – ინვესტიციების დივერსიფიკაციის მნიშვნელოვან შესაძლებლობას. თუმცა, კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის მიერ აღნიშნული ფუნქციების ეფექტიანად შესრულება მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული მეორადი ბაზრის ლიკვიდურობაზე. დაფინანსების ხარჯებსა და ფინანსური სისტემის მდგრადობაზე მნიშვნელოვანი ზეგავლენის გამო, ბაზრის მონაწილეები ობლიგაციების ბაზარს მიიჩნევენ როგორც მაკრო-კრიტიკულ ცვლადს. შესაბამისად, არაერთი ემპირიული კვლევა ცდილობს ციფრებში ასახოს, თუ როგორ ზემოქმედებს არალიკვიდურობა ობლიგაციების ფასებზე, შემოსავლიანობისა და ყიდვა-გაყიდვის სპრედებზე და როგორ იცვლება ისინი ლიკვიდურობის ზრდის პარალელურად.

ჩენი, ლესმონდი და ვეი (2007), თავიანთ ნაშრომში – „კორპორაციული შემოსავლიანობის

სპრედები და ობლიგაციების ლიკვიდურობა“ – იკვლევენ ლიკვიდურობასა და შემოსავლიანობის სპრედებს შორის ურთიერთკავშირს, 1995-2003 წლებში ამერიკის ბაზარზე არსებული დაახლოებით 4000 კორპორაციული ობლიგაციის მონაცემების ანალიზის საფუძველზე. მათი დასკვნით, არალიკვიდურობა დაკავშირებულია უფრო მაღალ სპრედებთან, ხოლო ლიკვიდურობის ზრდა იწვევს ამ სპრედების შემცირებას. ეს ადასტურებს ლიკვიდურობის ცენტრალურ როლს ობლიგაციების ღირებულების ფორმირებაში: ლიკვიდურობა მნიშვნელოვნად განსაზღვრავს როგორც შემოსავლიანობის სპრედის დონეს, ისე მისი მერყეობის დიაპაზონს.

ბაო, პანი და ვონგი (2011) აღნიშნავენ, რომ ობლიგაციების ფასწარმოქმნაში არალიკვიდურობის ფართოდ აღიარებული როლის მიუხედავად, მანამდე არსებული მტკიცებულებები ძირითადად ხარისხობრივი და არაპირდაპირი ხასიათის იყო. მათი ანალიზი აჩვენებს მნიშვნელოვან ემპირიულ კავშირს ლიკვიდურობასა და ფასწარმოქმნას შორის, როგორც მთლიანად ბაზრის დონეზე, ისე ცალკეული ობლიგაციების ტრილში. მათი დასკვნით, ბაზრის არალიკვიდურობის დონის ცვლილებებით აიხსნება მაღალი რეიტინგის მქონე (AAA-დან A-მდე) კორპორაციული ობლიგაციების შემოსავლიანობის სპრედების დროითი ვარიაციის დიდი ნაწილი. 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის პერიოდში ლიკვიდურობის აღნიშნული კომპონენტი შემოსავლიანობის სპრედზე იმდენად მნიშვნელოვან გავლენას ახდენდა, რომ საკრედიტო რისკის კომპონენტიც კი დაჩრდილა. მსგავს შედეგამდე მივიდნენ ავტორები ინდივიდუალური ობლიგაციების ლიკვიდურობის ანალიზისასაც: კონკრეტული ობლიგაციის შემოსავლიანობის სპრედი დიდწილად განპირობებულია მისი არალიკვიდურობის დონით, რაც ფართო ეკონომიკურ მნიშვნელობას ატარებს.

100-ზე მეტი აკადემიური ნაშრომის შესწავლის შემდეგ, კარვახალი და ბებუკი (2024) მეორადი

ბაზრის ლიკვიდურობის განმსაზღვრელ ფაქტორებს აერთიანებენ ხუთ ანალიტიკურად განცალკევებულ ჯგუფად: (i) აქტივების კლასი, (ii) ემიტენტის და ინსტრუმენტის მახასიათებლები, (iii) ბაზრის მონაწილეთა შემადგენლობა, (iv) კაპიტალის ბაზრის სტრუქტურა და ფუნქციონირებისთვის საჭირო სხვა ასპექტები და (v) მაკროინსტიტუციური წინაპირობები. მიუხედავად იმისა, რომ თითოეული ეს ფაქტორი მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ლიკვიდურობის ფორმირების პროცესში, გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ პერიოდში შექმნილი ნაშრომები სულ უფრო მეტად უსვამენ ხაზს მფლობელობის სტრუქტურას – კერძოდ, იმას, თუ ვინ ფლობს და ვაჭრობს კორპორაციული ობლიგაციებით.

ადრეული კვლევები ძირითადად კონცენტრირებული იყო ინსტიტუციურ ინვესტორებზე, ვინაიდან სწორედ ისინი წარმოადგენენ კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის ყველაზე მსხვილ ინვესტორებს. მზარდი ეკონომიკის მქონე ბევრი ქვეყნის კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე დომინირებენ ის ინსტიტუციური ინვესტორები, რომლებიც აქტივებს ყიდულობენ პირველად ბაზარზე და ფლობენ ვადის ამოწურვამდე, რაც ბაზრის ლიკვიდურობაზე უარყოფითად აისახება (IMF, 2005). აღნიშნულ პრობლემას დამატებით ამწვავებს ორი ფაქტორი: პირველი – ასეთი ქვეყნები არ გამოირჩევიან ინსტიტუციური ინვესტორების მრავალფეროვნებით; მეორე – სამართავი აქტივების მოცულობა იზრდება სწრაფად, ხოლო ვაჭრობადი ფასიანი ქაღალდების მიწოდება შედარებით ლიმიტირებულია, რაც წარმოშობს მათ შორის შეუსაბამობას. გარდა ამისა, ობლიგაციების მფლობელობის მაღალი კონცენტრაციის პირობებში, მონაწილეთა აქტივობა ძირითადად ცალმხრივია, (ან ყველა ყიდულობს ან ყველა ყიდის), რაც კიდევ უფრო აღრმავებს ლიკვიდურობის პრობლემას. ზოგადად, მრავალფეროვანი ინსტიტუციური ინვესტორების არსებობა ბაზარზე დადებითად მოქმედებს ლიკვიდურობაზე, ხოლო მათი სიმცირე და ობლიგაციების მფლობელო-

ბის მაღალი კონცენტრაცია ამ პრობლემას კიდევ უფრო ამწვავებს – მსგავსი ტენდენცია განსაკუთრებით დამახასიათებელია მზარდი ბაზრებისთვის. აქედან გამომდინარე, ბაზრის ლიკვიდურობის გასაუმჯობესებლად საჭიროა ინვესტორების ბაზის დივერსიფიკაცია. გრძელვადიან ინვესტორებთან ერთად უნდა არსებობდნენ მოკლევადიანი საინვესტიციო ჰორიზონტის მქონე ინვესტორები, რომელთაც განსხვავებული ინტერესები, სტრატეგიები და მოთხოვნები ექნებათ (Doornik, et al., 2024). ასეთი ინვესტორები ბუნებრივად დააბალანსებენ გრძელვადიანი საინვესტიციო ჰორიზონტის მქონე ინსტიტუციების ცალმხრივი პოზიციების ეფექტს და გაზრდიან აქტივობას მეორად ბაზარზე.

დორნიკი, ფროსტი, გერა, ტომბინი და აპერი (2024) ყურადღებას ამახვილებენ უცხოელი ინვესტორების როლზე ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის სიღრმისა და ლიკვიდურობის გაუმჯობესებაში. უცხოელი ინვესტორები ბაზარს მატებენ დამატებით კაპიტალს და განსხვავებულ სავაჭრო სტრატეგიებს. თუმცა, უცხოური კაპიტალის მაღალმა კონცენტრაციამ ობლიგაციების ბაზარზე უკანასკნელის შოკებისადმი მოწყვლადობის ზრდა შეიძლება გამოიწვიოს. კრიზისების დროს უცხოელი ინვესტორების რისკზე მგრძნობელობა იზრდება, რამაც შეიძლება გამოიწვიოს ასეთი ინვესტორების მიერ მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებში ინვესტიციების შემცირება ან ამ ქვეყნების დატოვება. თუ ადგილობრივი ინვესტორების ბაზა, ვისაც შეუძლია უცხოელი ინვესტორების მიერ გაყიდული აქტივების შეძენა, ნაკლებადაა განვითარებული, უცხოური ინვესტორების ბაზრიდან გასვლას შესაძლოა მოჰყვეს ფასების დიდი მერყეობა და უარყოფითი გავლენა ბაზრის ლიკვიდურობასა და მდგრადობაზე. შესაბამისად, უცხოური კაპიტალი, სტაბილურ პირობებში ხელს უწყობს ლიკვიდურობის გაუმჯობესებას, ხოლო კრიზისულ სიტუაციებში კიდევ უფრო აღრმავებს ლიკვიდურობის შოკს. ავტორების შეფასებები და დასკვნები ძირითადად სახაზინო ობლიგაციების ბაზარს ეხე-

ბა, თუმცა მათი მიგნებები, კონტექსტიდან გამომდინარე, შესაძლებელია კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზეც გავრცელდეს.

აკადემიური ლიტერატურა ნაკლებად თანხმდება საცალო ინვესტორის გავლენაზე ობლიგაციების და ზოგადად ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ლიკვიდურობაზე. თუმცა მზარდი ემპირიული მტკიცებულება მიუთითებს ბაზარზე მათი მონაწილეობის დადებით ეფექტებზე. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ლიკვიდურობაზე საცალო ინვესტორების გავლენის შესწავლისას ლიტერატურა უფრო მეტად კონცენტრირებულია აქციების ბაზარზე, თუმცა არსებული არგუმენტების გავრცელება შესაძლებელია ობლიგაციების ბაზარზეც. ადრეული ლიტერატურა საცალო ინვესტორებს განიხილავდა როგორც „ქაოტურ ინვესტორებს“, რომლებიც ემოციურ დონეზე იღებენ გადაწყვეტილებებს, იწვევენ ფასების მაღალ მერყეობას და ყიდვა-გაყიდვის გაზრდილ სპრედებს (De Long, et al., 1990). ამის საპირისპიროდ, ბოლოდროინდელი კვლევები მსგავს შეხედულებას ეჭვქვეშ აყენებენ. აბუდიმ და ვოლმა (2018) ინსტრუმენტული ცვლადის მიდგომის (Instrument Variable Approach) გამოყენებითა და თელ-ავივის ბირჟაზე (Tel Aviv Stock Exchange, შემდეგში TASE) ვაჭრობადი კორპორაციული ობლიგაციების მონაცემებზე დაყრდნობით, დაადგინეს მიზეზ-შედეგობრივი კავშირი საცალო ინვესტორების აქტივობასა და ყიდვა-გაყიდვის სპრედების შემცირებას შორის. მათი დაკვირვებით, საცალო ინვესტორების წილი განხორციელებული ტრანზაქციების მოცულობაში 9%-ს შეადგენს, ხოლო მათი წილის ზრდამ მნიშვნელოვნად გააუმჯობესა ყიდვა-გაყიდვის სპრედები და ბაზრის ლიკვიდურობა. 2020 წლის ნაშრომში აბუდი კიდევ უფრო სიღრმისეულად იკვლევს საცალო ინვესტორების როლს ბაზრის ლიკვიდურობის დონის ზრდაში. ლიკვიდურობის შესაფასებლად იგი იყენებს 2 მაჩვენებელს – ყიდვა-გაყიდვის სპრედს, რომელიც ასახავს ორმხრივი ვაჭრობის (Round-trip trade) ხარჯს და Amihud ILLIQ (2002) მაჩვენებელს, რომელიც ასახავს ტრანზაქციის

განხორციელებისას ფასის ცვლილების ეფექტს. კვლევა ადასტურებს, რომ ორივე მაჩვენებლის შემთხვევაში, რაც უფრო იზრდება საცალო ინვესტორის მონაწილეობა კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე, მით მეტია ბაზრის ლიკვიდურობა. ამასთან, საცალო ინვესტორის ბაზარზე არ შემოაქვს დამატებითი ქაოტურობა და ხელს არ უშლის ეფექტიან ფასწარმოქმნას.

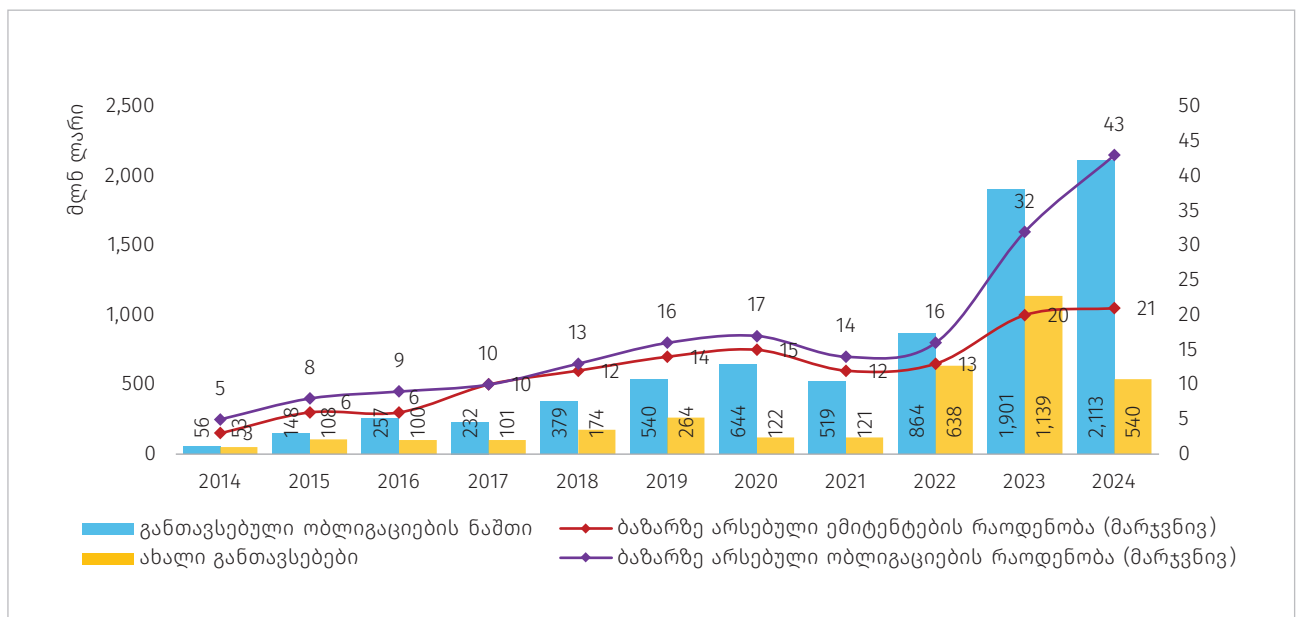
აკადემიური ლიტერატურის განხილვისას გამოიკვეთა სამი ძირითადი მიგნება: (i) კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე ინსტიტუციური ინვესტორების მრავალფეროვნება ხელს უწყობს ლიკვიდურობას, ხოლო მათი ერთგვაროვნება და მაღალი კონცენტრაცია საზიანოა ლიკვიდურობისთვის; (ii) უცხოელი ინვესტორების მონაწილეობა ზრდის ლიკვიდურობის საშუალო დონეს, თუმცა მათი მაღალი კონცენტრაცია, ადგილობრივი ინვესტორების ბაზის სიმწირის პირობებში, ზრდის სპრედების მერყეობას; (iii) საცალო ინვესტორები ადრე ქაოტურ ინვესტორებად მიიჩნეოდნენ, თუმცა

ბოლოდროინდელი კვლევები მიუთითებს მათ მნიშვნელოვან წვლილზე ლიკვიდურობის გაზრდაში. სწორედ ეს შეხედულებები წარმოადგენს წინამდებარე ნაშრომის თეორიულ საფუძვლებს.

საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის მიმოხილვა

ბოლო ათწლეულის განმავლობაში (2014-2024) საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი მნიშვნელოვნად განვითარდა. საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ნაშთი ამ პერიოდში 56 მლნ ლარიდან 2.11 მლრდ ლარამდე გაიზარდა, რაც დაახლოებით 44%-იან საშუალო წლიურ ზრდას ასახავს. დიაგრამა 1 აჯამებს ბაზრის ძირითად მაჩვენებლებს. 2024 წლის ბოლოს ბაზარზე 21 ემიტენტის მიერ განთავსებული იყო 43 ობლიგაცია, რაც ბევრად აღემატება 2014 წლის 3 ემიტენტსა და 5 ობლიგაციას. აღნიშნული ზრდა მიუთითებს, რომ ემიტენტების წრე უკვე გასცდა იმ პიონერებს, ვინც პირველად განათავსეს ობლიგაციები საქართველოში.

დიაგრამა 1. ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი საქართველოში

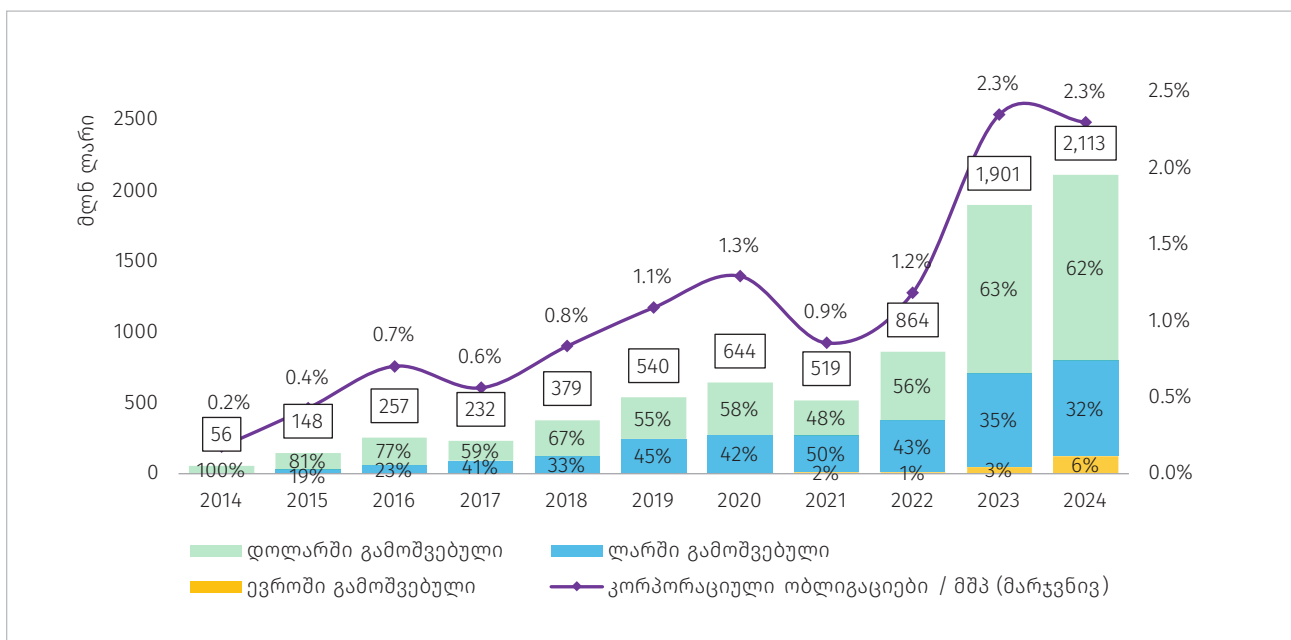


წყარო: სები და ავტორთა გამოთვლები.

2014 წლიდან 2021 წლამდე, კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი შედარებით დაბალი ტემპით იზრდებოდა: წლიური ჯამური განთავსებები იშვიათად აღემატებოდა 200 მილიონ ლარს, ხოლო ობლიგაციების ნაშთი მშპ-ის 1%-ს არ აღემატებოდა. 2022-2023 წლებში მდგომარეობა შეიცვალა. ამ პერიოდში კაპიტალის ბაზრის მხარდაჭერის პროგრამის (CMS¹) ფარგლებში განხორციელდა 7 საჯარო ემისია, ჯამური 450 მლნ ლარის ღირებულებით.

CMS ტრანზაქციებთან ერთად, რამდენიმე კომპანიამ ისარგებლა ხელსაყრელი საბაზრო პირობებით, რათა გადაეგორებინათ (Rollover) ან პირველად გამოეშვათ ობლიგაციები. ჯამური განთავსებები 2021 წლის 121 მლნ ლარიდან 2022 წელს 638 მლნ-დე, ხოლო 2023 წელს 1.14 მლრდ ლარამდე გაიზარდა, რამაც კორპორაციული ობლიგაციების ნაშთი მშპ-ის 2,3%-მდე გაზარდა (დიაგრამა 2).

დიაგრამა 2. ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ნაშთები ვალუტის მიხედვით



წყარო: სებ-ი და ავტორთა გამოთვლები.

საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების მნიშვნელოვანი ასპექტია მისი დაყოფა ლარსა და უცხოურ ვალუტაში (უმეტესად აშშ დოლარში, იშვიათად ევროში) დენომინირებული ობლიგაციების სეგმენტებად. ისტორიულად, ბაზარზე ყოველთვის დო-

მინირებდა ემისიები უცხოური ვალუტაში, თუმცა ბაზრის მოცულობის ზრდასთან ერთად არსებითად გაიზარდა ემისიები ეროვნულ ვალუტაში (იხ. დიაგრამა 2). ეს საკითხი ქვემოთ უფრო ღრმად არის განხილული.

1. CMS პროგრამა ინიცირებული იყო საქართველოს ეროვნული ბანკის თანამონაწილეობით და განხორციელდა EBRD-ის მიერ, ევროკავშირის დაფინანსებით. CMS-მა დააფინანსა განთავსებისა და საკრედიტო რეიტინგის და მწვანე/სოციალური/მდგრადობის სერტიფიცირების ხარჯები. გარდა ამისა, ემიტენტებისთვის ჩაატარა რვა საგანმანათლებლო ტრენინგი.

ემპირიული ჩარჩო და ანალიზი

მონაცემების აღწერა და კვლევის მასშტაბი

ინდივიდუალური ობლიგაციების მახასიათებლები – გამოშვების ვალუტა, ზომა და სხვა დეტალები – აღებულია საქართველოს ეროვნული ბანკის (სებ) ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინტერაქტიული სტატისტიკის პორტალიდან. აღნიშნული წყარო წინამდებარე სტატიაზე მუშაობის მომენტისათვის მოიცავდა ყველა საჯარო კორპორაციულ ობლიგაციას, რომლის შეთავაზებაც მოხდა 2014-2024 წლებში². მონაცემთა ბაზა არ მოიცავს საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ გამოშვებულ ინსტრუმენტებს, საზღვარგარეთ გამოშვებულ ევროობლიგაციებს და კერძო განთავსებებს; შესაბამისად აღნიშნული ფასიანი ქაღალდები ამ ნაშრომის ფოკუსს სცდება.

მეორად ბაზარზე განხორციელებული ტრანზაქციების მონაცემები აღებულია საქართველოს საფონდო ბირჟის (GSE) ვებგვერდიდან, სადაც ყოველი, ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული კორპორაციული ობლიგაციისთვის ქვეყნდება ბირჟაზე თუ ბირჟის გარეთ (OTC) დადებული გარიგებები. ინფორმაცია თითოეული ტრანზაქციის ფარგლებში მოიცავს: თარიღს, ფასს და ტრანზაქციის ჯამურ ღირებულებას. აღნიშნული მონაცემები, ვაჭრობის რაოდენობებისა და ბრუნვის კოეფიციენტების დათვლის საშუალებას იძლევა.

მფლობელობის სტრუქტურის ჯამური მონაცემები დაანგარიშებულია სებ-ის ზედამხედველობას დაქვემდებარებული სუბიექტების (საბროკერო კომპანიები და კომერციული ბანკები) მიერ სებ-ისათვის წარდგენილი საზედამხედველო ანგარიშგებებიდან. ნაშრომში მონაცემები აგრეგირებულია ინვესტორების ტიპების მიხედვით (რეზიდენტი ფიზიკური

პირები, რეზიდენტი კომერციული ბანკები, რეზიდენტი საპენსიო ფონდი, სხვა რეზიდენტი ინსტიტუციები, არარეზიდენტი ფიზიკური პირები და არარეზიდენტი ინსტიტუციები).

გამორჩეული, თუმცა არასრულყოფილი ცვლადია ინდივიდუალური ობლიგაციის მიხედვით პირველადი შემსყიდველების რაოდენობა. სებ-ის მიერ მიღებული განთავსების ანგარიშები იძლევა ობლიგაციის განთავსებისას პირველადი მყიდველების რაოდენობაზე დაკვირვების საშუალებას³. იქიდან გამომდინარე, რომ საქართველოში ობლიგაციების მყიდველი მსხვილი ინსტიტუცია სულ რამდენიმეა (ძირითადად კომერციული ბანკები და 2022 წლიდან საპენსიო ფონდი⁴), ალოკაცია, რომელიც, მაგალითისთვის 15 ინვესტორს შორის ნაწილდება, თითქმის ყოველთვის მოიცავს ფიზიკურ პირებს ან მცირე კომპანიებს. შესაბამისად, ეს კვლევა, პირველადი შემსყიდველების რაოდენობას იყენებს ინვესტორთა ბაზის სიფართოვის (Breadth) და შესაბამისად საცალო ინვესტორების შესაძლო მონაწილეობის პროქსი-ინდიკატორად.

ემპირიული ანალიზი და მიგნებები

ნაშრომის ამ ნაწილის ძირითადი კითხვაა, უკავშირდება თუ არა კორპორაციული ობლიგაციების გაზრდილი ლიკვიდურობა საქართველოში ინვესტორთა წრის გაფართოებას, კერძოდ საცალო ინვესტორების ჩართულობას. აქ გამოკვლეულია როგორც ინდივიდუალური ობლიგაციების, ისე მთლიანად ბაზრის ლიკვიდურობის მაჩვენებლები.

საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ახალგაზრდა ბაზარზე ლიკვიდურობა შესაძლებელია, შეფასდეს ორი მარტივი მაჩვენებლით, რომლებზე დაკვირვებაც GSE-ზე სავაჭროდ დაშვებულ ყოველ ინდივიდუალურ ობლიგაციაზეა შესაძლებელი. ესენია: ვაჭ-

2. 87 ინდივიდუალური ობლიგაცია.

3. წინამდებარე სტატიის მიზნებისათვის, 68 ინდივიდუალური ობლიგაციისათვის ხელმისაწვდომი მონაცემები იქნა გაანალიზებული.

4. საპენსიო ფონდი დაარსდა 2019 წელს, თუმცა ლარში დენომინირებული კორპორაციული ობლიგაცია პირველად შეისყიდა 2022 წელს.

რობის სიხშირე და ბრუნვის კოეფიციენტი. ვაჭრობის სიხშირე ზომავს ობლიგაციის გამოშვებიდან დაფარვამდე შესრულებული გარიგებების რაოდენობას, ხოლო ბრუნვის კოეფიციენტი გამოითვლება განსაზღვრულ პერიოდში (ობლიგაციის გამოშვებიდან დაფარვამდე პერიოდში ან წლის განმავლობაში) განხორციელებული გარიგებების ჯამური ღირებულების შეფარდებით ობლიგაციის ნაშთთან (მთლიანად ბაზრისთვის ან ბაზრის სეგმენტისთვის გამოიყენება საშუალო წლიური ნაშთი). ეს მაჩვენებლები ზომავენ ლიკვიდურობის ორ მხარეს – რამდენად ხშირია (უწყვეტია) გარიგებები მეორად ბაზარზე

და რამდენად დიდია ვაჭრობის მთლიანი ღირებულება ობლიგაციების ღირებულებასთან შედარებით.

ამ მაჩვენებლების მიხედვით ლიკვიდურობა საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე საკმაოდ დაბალია. მედიანური ობლიგაცია მისი გამოშვებიდან დაფარვამდე პერიოდში მხოლოდ ერთხელ ივაჭრება, რის შედაგადაც მედიანური ბრუნვის კოეფიციენტი თითქმის ნულის ტოლია (ცხრილი 1). უფრო მეტიც, ბევრი საჯარო კორპორაციული ობლიგაცია პირველადი განთავსების შემდეგ აღარ ივაჭრება.

ცხრილი 1. ლიკვიდურობის საზომი ცვლადების შემაჯამებელი სტატისტიკა 2014-2024 წლებში გამოშვებული შერჩეული საჯარო კორპორაციული ობლიგაციებისთვის (68 ობლიგაცია)

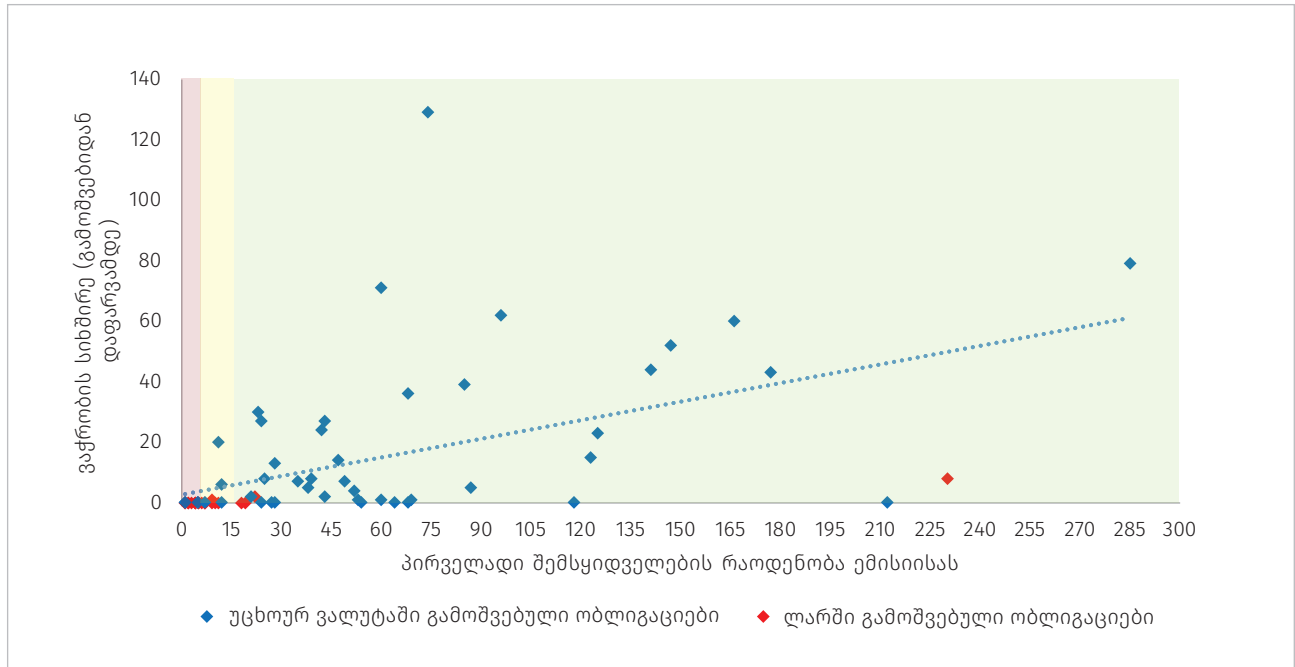
ქვეყანა	მინიმუმი	მაქსიმუმი	საშუალო	მედიანა
ვაჭრობის სიხშირე (გამოშვებიდან დაფარვამდე)	0	129	13	1
ბრუნვის კოეფიციენტი (გამოშვებიდან დაფარვამდე)	0.00%	110.30%	11.21%	0.05%

წყარო: სებ-ი და ავტორთა გამოთვლები.

აღსანიშნავია, რომ სხვადასხვა ემისიის ლიკვიდურობის მაჩვენებლებს შორის საკმაოდ მნიშვნელოვანი სხვაობაა. 6 ობლიგაციის შემთხვევაში, გამოშვებიდან დაფარვამდე პერიოდში 50-ზე მეტი გარიგება დაიდო, საიდანაც 4-ს 20%-ზე მაღალი ბრუნვის კოეფიციენტი ჰქონდა (იხ. დიაგრამა 3). ამ გამონაკლისების არსებობა ადასტურებს, რომ ხელსაყრელ პირობებში სა-

ქართველოს მეორად ბაზარზე შესაძლებელია აქტიური ვაჭრობა. ლიკვიდურობის მაქსიმალურ და მედიანურ მაჩვენებლებს შორის არსებული დიდი დიაპაზონი მიუთითებს, რომ ემისიის გარკვეული მახასიათებლები, განსაკუთრებით ინვესტორთა ბაზის შემადგენლობა, შესაძლოა განსხვავებების გამომწვევი ფაქტორი იყოს.

დიაგრამა 3. ვაჭრობის სიხშირე და პირველადი შემსყიდველების რაოდენობა 2014-2024 წლებში გამოშვებული 68 საჯარო კორპორაციული ობლიგაციისთვის⁵



წყარო: სებ-ი და ავტორთა გამოთვლები.

ობლიგაციების ვაჭრობის სიხშირისა და პირველადი შემსყიდველების რაოდენობის დიაგრამაზე ერთდროულად დატანით იკვეთება აღმავალი ტენდენცია (იხ. დიაგრამა 3): მეტ პირველად ინვესტორზე განთავსებული ობლიგაციები უფრო ხშირად ივაჭრება. აღნიშნული ტენდენციის უკეთესად დასანახად, ობლიგაციები, პირველადი შემსყიდველების რაოდენობის მიხედვით, კლასიფიცირებულია სამ ჯგუფად (ასახულია სხვადასხვა ფერით დიაგრამა 3-ზე): კონცენტრირებულად განთავსებული – 1-დან 5-მდე პირველადი შემსყიდველით – უმეტესად ინსტიტუციური ინვესტორების მიერ არის ათვისებული; შუალედურად განთავსებული – 6-დან 15-მდე პირველადი შემსყიდველით – უმეტესად ინსტიტუციური ინვესტორების და რამდენიმე კერძო ინვესტორის კომბინაციაა; ფართოდ განთავსებული – 15 ან მეტი პირველადი შემსყიდველით – დიდი ალბათობით ასახავს

აქტიურ მონაწილეობას საცალო ინვესტორების მხრიდან.

ასეთი კატეგორიზაცია ახლოს დგას საქართველოში არსებული ბაზრის სტრუქტურასთან. კერძოდ, ისტორიულად, ადგილობრივ საჯარო კორპორაციულ ობლიგაციებს რამდენიმე ადგილობრივი ინსტიტუციური ინვესტორი ითვისებდა – ძირითადად, ქართული კომერციული ბანკები და ბოლო პერიოდში – საქართველოს საპენსიო ფონდი. ამ სამ ჯგუფზე დაკვირვება მკაფიო შედეგებს გვაძლევს. კერძოდ, ვაჭრობის საშუალო სიხშირე (ობლიგაციის გამოშვებიდან დაფარვამდე პერიოდში) კონცენტრირებული კატეგორიისთვის 0-ის ტოლია, შუალედურისთვის – იზრდება 2-მდე, ფართოდ განთავსებულისთვის კი – 20-მდე. საშუალო ბრუნვის კოეფიციენტიც (გამოშვებიდან დაფარვამდე) იმავე ტენდენციას მიჰყვება: 0%-6%-16% (იხ. ცხრილი 2).

5. დიაგრამა 3 აჩვენებს სამ დარღვიულ ზონას, რომლებიც შეესაბამება კორპორაციული ობლიგაციების განთავსების ჯგუფებს: წითელი – კონცენტრირებულად განთავსებული; ყვითელი – შუალედურად განთავსებული; მწვანე – ფართოდ განთავსებული.

ცხრილი 2. პირველადი შემსყიდველების რაოდენობის მიხედვით კლასიფიცირებული ობლიგაციების ჯგუფების ლიკვიდურობის მაჩვენებლები, 2014-2024 წლებში გამოშვებული 68 საჯარო კორპორაციული ობლიგაციის მიხედვით

	კონცენტრირებული	შუალედური	ფართო
ობლიგაციების რაოდენობა	14	12	42
განთავსებული ობლიგაციების ჯამური ღირებულება (მლნ ლარი)	206.80	816.53	1,519.39
საშუალო ვაჭრობის სიხშირე	0	2	20
მედიანური ვაჭრობის სიხშირე	0	0	8
საშუალო ბრუნვის კოეფიციენტი	0%	6%	16%
მედიანური ბრუნვის კოეფიციენტი	0%	0%	6%

წყარო: სებ-ი, GSE და ავტორთა გამოთვლები.

გამოშვების ვალუტის მიხედვით დაჯგუფება დამატებითი დასკვნების გამოტანის საშუალებას იძლევა. ისტორიულად, ლარში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციების ათვისება ძირითადად რამდენიმე კომერციული ბანკის მიერ ხდებოდა, რის გამოც ისინი უმეტესად კონცენტრირებულად განთავსებულ ჯგუფში არიან წარმოდგენილნი (წითელი მარკერები, დიაგრამა 3). უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული ობლიგაციები შედარებით მეტად იზიდავს

დივერსიფიცირებულ ინვესტორებს, მათ შორის საერთაშორისო და ადგილობრივ საცალო ინვესტორებს. შესაბამისად, უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციები დომინანტურად წარმოადგენენ ფართო კატეგორიას და ბევრად მაღალი საშუალო და მედიანური ლიკვიდურობის მაჩვენებლები უფიქსირდებათ, მათ შორის ვაჭრობის სიხშირე და ბრუნვის კოეფიციენტი (ცხრილი 3).

ცხრილი 3. გამოშვების ვალუტის მიხედვით კლასიფიცირებული ობლიგაციების ჯგუფების ლიკვიდურობის მაჩვენებლები, 2014-2024 წლებში გამოშვებული 68 საჯარო კორპორაციული ობლიგაციის მიხედვით

	საშუალო პირველადი მყიდველების რაოდენობა	საშუალო ვაჭრობის სიხშირე	საშუალო ბრუნვის კოეფიციენტი
ლარში გამოშვებული	18	1	1%
უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული	65	19	16%

	მედიანური პირველადი მყიდველების რაოდენობა	მედიანური ვაჭრობის სიხშირე	მედიანური ბრუნვის კოეფიციენტი
ლარში გამოშვებული	7	0	0
უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული	48	7	6%

წყარო: სებ-ი, GSE და ავტორთა გამოთვლები.

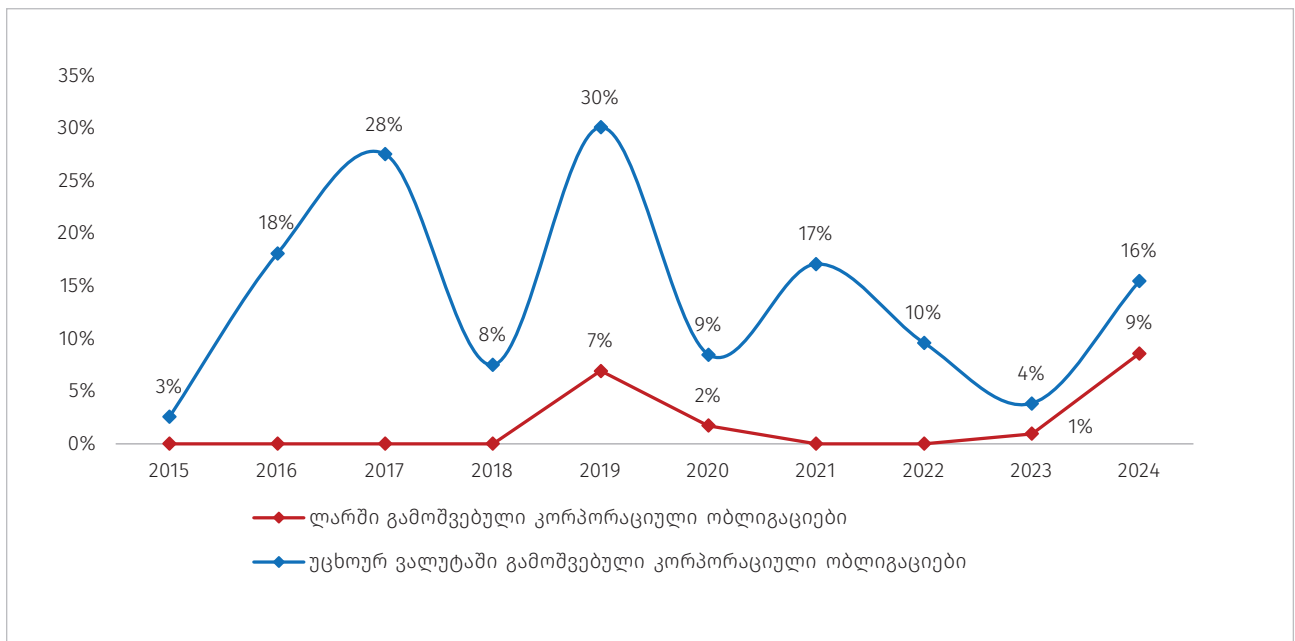
აღსანიშნავია, რომ ინდივიდუალურ ობლიგაციებზე დაყრდნობით გამოტანილი დასკვნები შეიძლება არ იყოს სრულყოფილი, რადგან მოცემული კვლევა პირველადი შემსყიდველების რაოდენობას იყენებს საცალო ინვესტორებზე წვდომის პროქსი-ცვლადად.

სურათის უკეთესად დასანახად, წინამდებარე ნაშრომი დამატებით ანალიზებს საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების მთლიანი ბაზრის აგრეგირებულ მონაცემებს. ამ კონტექსტში, პროქსი-ცვლადების გამოყენება აღარაა აუცილებელი, რადგან მფლობელობის სტრუქტურა სრულად აღიქმება ბაზრის შემდეგი ორი სეგმენტის მიხედვით: ლარში გამოშვებული

ბული და უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული ობლიგაციებისთვის. ჯამური ანალიზის ფარგლებში გამოყენებულ იქნა საშუალო წლიური ბრუნვის კოეფიციენტები, განსხვავებით ინდივიდუალური ობლიგაციების ანალიზისგან, სადაც ლიკვიდურობის ინდიკატორები ითვლებოდა ობლიგაციის გამოშვებიდან დაფარვამდე.

თითოეული წლისთვის ბრუნვის კოეფიციენტი ცალკე ითვლება ლარში და უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული ობლიგაციების სეგმენტებისთვის, შემდეგი ფორმულით: სეგმენტში წლიური ვაჭრობის ღირებულება იყოფა ამავე სეგმენტის საშუალო წლიურ ნაშთზე (დიაგრამა 4).

დიაგრამა 4. 2014-2024 წლებში გამოშვებული 87 კორპორაციული ობლიგაციის საშუალო წლიური ბრუნვის კოეფიციენტი



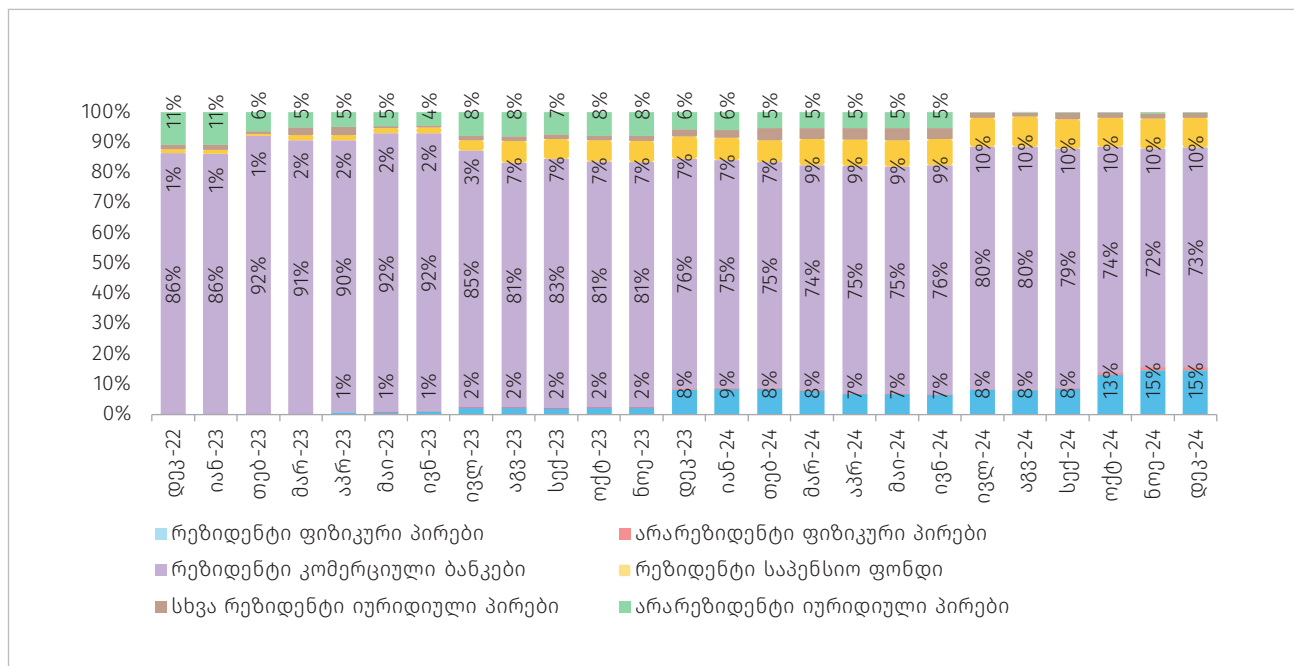
წყარო: სებ-ი და ავტორთა გამოთვლები.

ისტორიული მონაცემები აჩვენებს სეგმენტებს შორის განგრძობად არსებულ სხვაობას. ბრუნვის კოეფიციენტი უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული ობლიგაციებისთვის სხვადასხვა წლებში 4%-30% ფარგლებში მერყეობდა, რაც შესაძლოა საერთაშორისო მაჩვენებლებთან შედარებით მცირე იყოს, თუმცა მზარდი ბაზრების კონტექსტში მაინც მიაღწევს აქტიურ მეორად ბაზარზე. ამის საპირისპიროდ, ლარში გამოშვებული ობლიგაციების სეგმენტზე წლიური ბრუნვის კოეფიციენტი იშვიათად სცდებოდა 0%-ს და ზოგიერთი წლების განმავლობაში, ამ სეგმენტზე ვაჭრობა საერთოდ არ დაფიქსირებულა⁶.

ისმის შეკითხვა – რატომ ნარჩუნდება ვალუტების სეგმენტებს შორის ასეთი სხვაობა? ამ კითხვას პასუხი შესაძლოა გაეცეს ფასიანი ქაღალდების მფლობელობის სტრუქტურაზე დაკვირვებით. ინვესტორთა კლასების მიხედ-

ვით აგრეგირებული, ყოველთვიური საზედამხედველო ანგარიშგებები აჩვენებს, რომ კომერციული ბანკები და 2022 წლიდან, საქართველოს საპენსიო ფონდი რეგულარულად ფლობენ ლარში განთავსებული კორპორაციული ობლიგაციების ნაშთის 80%-90%-ს (დიაგრამა 5); მაშინ, როცა უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურაში კომერციული ბანკების წილი ბევრად მცირეა და ნაშთი უმეტესად განაწილებულია რეზიდენტ და არარეზიდენტ ფიზიკურ პირებსა და არარეზიდენტ ინსტიტუციებს შორის (დიაგრამა 6). ინვესტორთა მრავალფეროვნება დადებით კორელაციაშია ლიკვიდურობის ინდიკატორებთან: გრძელვადიანი საინვესტიციო პორიზონტის მქონე ინვესტორების მაღალი კონცენტრაცია იწვევს ფასიანი ქაღალდების ნაკლებ ბრუნვას, ხოლო უფრო განზავებული მფლობელობა ხელს უწყობს ინტენსიური ვაჭრობას.

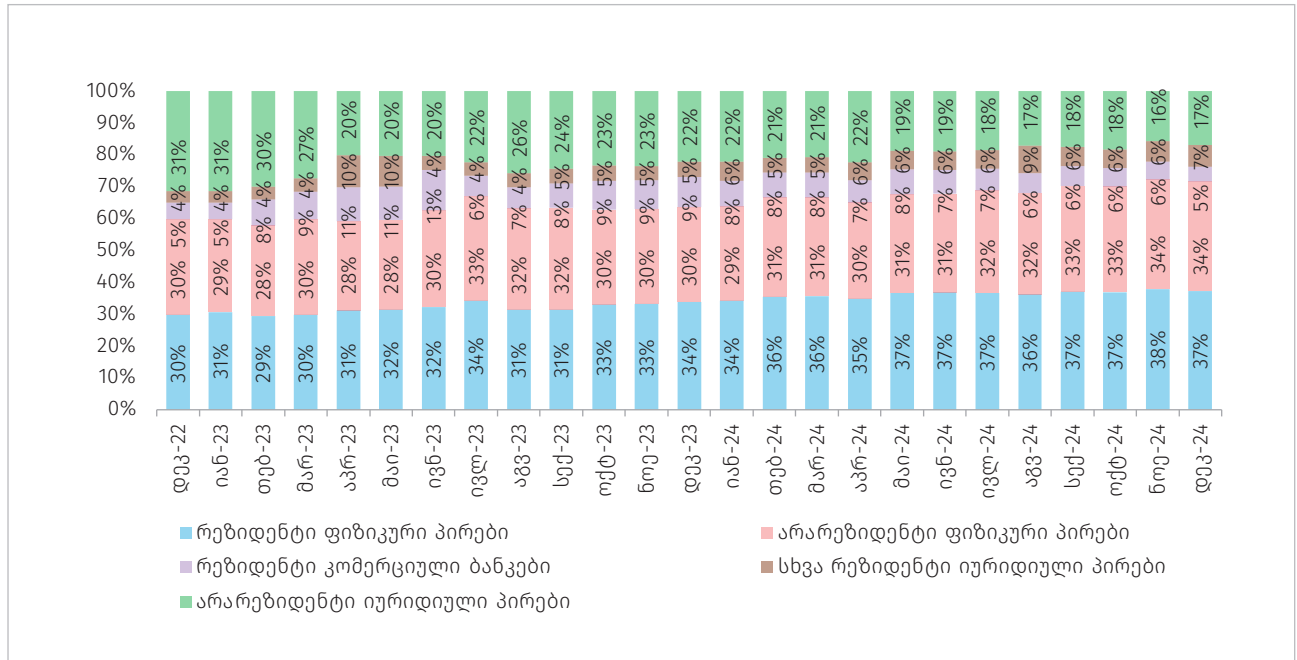
დიაგრამა 5: ლარში გამოშვებული საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა



წყარო: სებ-ი და ავტორთა გამოთვლები.

6. ლარში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციების სეგმენტზე 2023-2024 წლებში ბრუნვის კოეფიციენტის ზრდა დაფიქსირდა (დიაგრამა 4), თუმცა აღნიშნული ზრდა გამოწვეულია ერთჯერადი ტრანზაქციებით (ემიტენტის მიერ საკუთარი ობლიგაციების მეორად ბაზარზე გამოსყიდვა) და არ მიუთითებს ამ სეგმენტზე ლიკვიდურობის ზრდაზე.

დიაგრამა 6: უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა



წყარო: სებ-ი და ავტორთა გამოთვლები.

წარმოდგენილი ფაქტები მიუთითებს ბაზრის მნიშვნელოვან სეგმენტაციაზე. ლარში გამოშვებული ობლიგაციების ბაზარზე დომინირებს რამდენიმე ადგილობრივი ინსტიტუცია, უპირატესად, ისეთი პორტფელით, რომელიც ფასიანი ქაღალდების დაფარვის ვადამდე შენახვას მოიაზრებს. გასაკვირი არაა, რომ ეს ობლიგაციები იშვიათად ივაჭრება. უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული ობლიგაციები კი საპირისპიროდ, იზიდავს ფართო (მეტად დაბალანსებულ) ინვესტორთა წრეს შინამეურნეობებისა და საერთაშორისო ინვესტორების ჩათვლით, რომლებიც უფრო მეტად რეაგირებენ სიახლეებზე, ფარდობითი ღირებულების ცვლილებებსა და ლიკვიდობის პირად საჭიროებებზე. ბაზარზე მათი მონაწილეობა ხელს უწყობს ვაჭრობის სიხშირისა და ბრუნვის კოეფიციენტის ზრდას, რაც თავის მხრივ აუმჯობესებს ფასწარმოქმნის პროცესს.

დამატებით, უნდა აღინიშნოს, რომ კორელაცია აუცილებლად არ მიუთითებს მიზეზ-შედე-

გობრივი კავშირის მიმართულებაზე. საქართველოს კორპორაციული ობლიგაციების მონაცემთა ბაზა მცირე პერიოდით და შედარებით მცირე მასშტაბით დაკვირვების შესაძლებლობას იძლევა, რაც ფორმალური ეკონომეტრიკული ანალიზის ჩატარებას ართულებს. ამასთანავე აღსანიშნავია, რომ ლიკვიდურობა მხოლოდ მფლობელობის სტრუქტურაზე არ არის დამოკიდებული. საქართველოში კორპორაციული ობლიგაციებით ვაჭრობა უმეტესად ბირჟის გარეთ ხორციელდება, არ არსებობს გამჭვირვალობის მექანიზმები ვაჭრობის დაწყებამდე, ხოლო ვაჭრობის შემდგომი ანგარიშგება გარკვეული დაყოვნებით ხორციელდება. ინვესტორებს არ აქვთ ელექტრონული წვდომა ობლიგაციების ბაზარზე (არ ათავსებენ სავაჭრო ორდერებს ელექტრონულად) და არ არსებობს მარკეტმეიკინგის ვალდებულებები. ეს ფაქტორები დამატებით გავლენას ახდენს კორპორაციული ობლიგაციების მეორად ბაზარზე ინვესტორთა მონაწილეობაზე.

საერთაშორისო მიდგომები კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე საცალო ინვესტორების მონაწილეობის წასახალისებლად

ბევრ ქვეყანაში დღემდე გამოწვევად რჩება კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე საცალო ინვესტორების მონაწილეობის ზრდა. თუმცა, არსებობს რამდენიმე წარმატებული ქვეყნის მაგალითი, სადაც ბარიერების სისტემატურად შემცირების ხარჯზე, ობლიგაციები აღარ წარმოადგენს მხოლოდ კვალიფიციური ინვესტორებისთვის განკუთვნილ აქტივს. საერთაშორისო გამოცდილება გვთავაზობს ორ აუცილებელ და ურთიერთდაკავშირებულ ფაქტორს – ელექტრონულ წვდომას და გამჭვირვალობას, რომელთა გაუმჯობესებითაც შესაძლებელია საცალო ინვესტორების დაინტერესება და მათი აქტივობის ზრდა. აღნიშნული ფაქტორების ერთდროულად გაუმჯობესებას კი ხშირად დამატებითი სარგებელიც მოაქვს, ტრანზაქციის შემცირებული ხარჯების სახით. ელექტრონული სავაჭრო პლატფორმების დანერგვა ხშირად აუმჯობესებს ვაჭრობამდე და ვაჭრობის შემდგომ გამჭვირვალობას (pre and post-trade transparency), რაც თავის მხრივ, ხელს უწყობს ყიდვა-გაყიდვის სპრედებისა და საკომისიოების შემცირებას. შედეგად, მცირდება ბაზარზე შესვლის ბარიერები. კვლევები ასევე მიუთითებს ამ პროცესში ისეთი შუამავლების მზარდ როლზე, როგორებიცაა, საბროკერო კომპანიები და სავაჭრო პლატფორმები. სწორედ ბროკერები ქმნიან მომხმარებლის გამოცდილებას, რომელიც საბოლოოდ განსაზღვრავს, აღიქვამენ თუ არა საცალო ინვესტორები ობლიგაციებს ხელმისაწვდომ და ვაჭრობად ინსტრუმენტებად.

ობლიგაციების ბაზრის ელექტრონული წვდომის მიმართულებით ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი გაკვეთილი არის ის, რომ ობლიგაციების შეძენა, რამდენადაც შესაძლებელია, იმდენად უნდა იყოს გამარტივებული, რამდენადაც ეს აქციების შემთხვევაშია. 2000-იანი წლების დასაწყისში, ამერიკის შეერთებულ შტატებში (აშშ), ბროკერებმა და სავაჭრო პლატფორმებმა

დანერგეს ელექტრონული RFQ (request-for-quote) სისტემები. თუ მანამდე ობლიგაციის შეძენა სატელეფონო კომუნიკაციით იყო შესაძლებელი – როდესაც კლიენტი ურეკავდა რამდენიმე ბროკერს, არკვევდა ფასებს და არჩევდა საუკეთესო შემოთავაზებას, აღნიშნულმა ტექნოლოგიურმა პროგრესმა შესაძლებელი გახადა ფასების ელექტრონულად გამოთხოვა და ტრანზაქციების ასევე ელექტრონულად განხორციელება. ამან საბოლოოდ ტრანზაქციების ხარჯების შემცირებას შეუწყო ხელი. ჰენდერსტოტისა და მადჰავანის (2015) კვლევის შედეგები ცხადყოფს, რომ აშშ-ში, კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე ელექტრონულად განხორციელებული ტრანზაქციების ხარჯები მნიშვნელოვნად ნაკლებია, იმავე პერიოდში, ბილატერალურ –სატელეფონო ზარებით განხორციელებულ ტრანზაქციებთან შედარებით. კორპორაციული ობლიგაციების ელექტრონულად ყიდვა-გაყიდვის შესაძლებლობამ ხელი შეუწყო ბაზარზე ახალი მონაწილეების, როგორც ლიკვიდურობის მაძიებლების, ისე მიმწოდებლების გამოჩენას, რასაც ვაჭრობის ჯამურ მოცულობაში ტრადიციული შუამავლების – ბანკებისა და ბროკერ-დილერების წილის საგრძნობი კლება მოჰყვა (Bech, et al., 2016).

ისრაელში, TASE კიდევ უფრო შორს წავიდა და კორპორაციული ობლიგაციებით ვაჭრობა, აქციების მსგავსად, შესაძლებელი გახადა „ცენტრალური ლიმიტის დავალებათა წიგნის“ (Central Limit Order Book, შემდგომში LOB) სისტემის საშუალებით. აბუდი და ვოლი (2018) თავიანთ ნაშრომში აჩვენებენ, რომ TASE-ს LOB-ზე გამარტივებულმა ელექტრონულმა წვდომამ ხელი შეუწყო ფასებზე კონკურენციის ზრდასა და მიმდინარე ფასების განაცხადების გასაჯაროებას ყველა მონაწილისათვის. აღნიშნული ცვლილებების შედეგად შემცირდა ყიდვა-გაყიდვის სპრედები და ფასების გაფანტულობა, რაც საბოლოოდ აისახა საცალო ინვესტორების გაზრდილ ჩართულობაში – მათმან იღეს შეკვეთები განთავსებული კორპორაციული ობლიგაციებით ვაჭრობაში თითქმის 9%-ს მიაღწია.

როდესაც ელექტრონულ წვდომაზე, ხელმისაწვდომობასა და სიმარტივეზე საუბარი, მხოლოდ აღნიშნულის გაუმჯობესება არ არის საკმარისი თუ მას თან არ სდევს გამჭვირვალობა, რაც საუკეთესო ფასის იდენტიფიცირების შესაძლებლობას იძლევა და ამცირებს დაფარული ხარჯების ალბათობას. შესაბამისად, მეორე ბარიერს, რომელიც დაბრკოლებას უქმნის საცალო ინვესტორების შესვლას კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე, წარმოადგენს ვაჭრობამდე და ვაჭრობის შემდგომი გამჭვირვალობა. ამ კუთხით მნიშვნელოვანია FINRA-ს სავაჭრო ანგარიშებისა და შესაბამისობის მექანიზმის (Trade Reporting and Compliance Engine, შემდგომში TRACE) მაგალითი, რომელიც ბაზრის მონაწილეებს ავალდებულებს ტრანზაქციის განხორციელებიდან 15 წუთის განმავლობაში წარადგინონ ინფორმაცია ტრანზაქციის შესახებ, რაც ინფორმაციის ვაჭრობის შემდგომ საჯაროდ ხელმისაწვდომობას უზრუნველყოფს. თავდაპირველად, 2002 წელს, როდესაც TRACE დაინერგა, სავალდებულო წარდგენის დრო იყო 75 წუთი, 2003 წელს შემცირდა 45 წუთამდე, ხოლო 2005 წლიდან – 15 წუთამდე).

ინფორმაციის წარდგენის ვალდებულების შემოღებამ და შემდგომ, წარდგენის დროის 15 წუთამდე შემცირებამ გამოიწვია ინვესტორთა და დილერს შორის ინფორმაციული ვაკუუმის შემცირება. ბესემბინდერი, მაქსველი და ვენკატარამანი (2005) შეეცადნენ გამოეკვლიათ თუ რა გავლენა ჰქონდა TRACE-ს დანერგვას ინსტიტუციური ინვესტორების ტრანზაქციების ფასებზე. მათ აღმოაჩინეს, რომ იმ კორპორაციულ ობლიგაციებზე, რომლებიც ექვემდებარებოდნენ TRACE ანგარიშგებას, ტრანზაქციების ხარჯები (საკომისიოები) საშუალოდ 50%-ით შემცირდა, ხოლო იმ ობლიგაციებზე, რომლებიც არ ექვემდებარებოდნენ ანგარიშგებას, ტრანზაქციის ფასები, შედარებით ნაკლებად, 20%-ით შემცირდა. მოგვიანებით, გოლდშტეინის, ჰოჩკისის და სირის (2007) კვლევამაც აღწერა ვაჭრობის შემდგომი გამჭვირვალობის დადებითი ეფექტები. მათი ანალიზი ხაზს უსვამს, რომ

ვაჭრობის შემდგომი გამჭვირვალობა, იმის მიხედვით თუ რა მოცულობის ტრანზაქცია ხორციელდება, დადებითად ან ნეიტრალურად აისახა ბაზრის ლიკვიდურობასა და ყიდვა-გაყიდვის სპრედებზე. განსხვავებული ინსტრუმენტების და გამოყენებული მეთოდოლოგიის მიუხედავად, ორივე კვლევა ადასტურებს, რომ TRACE-ის გამოყენებით, ვაჭრობის შემდგომი გამჭვირვალობის შემოღებით ობლიგაციების ყიდვა-გაყიდვის სპრედები უმჯობესდება, მომსახურების ხარჯები (საკომისიოები) მცირდება, ხოლო ბაზრის ლიკვიდურობა უმჯობესდება. ვაჭრობის შემდგომ გამჭვირვალობას, ისრაელში ვაჭრობამდელი გამჭვირვალობის მექანიზმები ემატება, სადაც საცალო ინვესტორი, RFQ-ს ნაცვლად, პირდაპირ რეჟიმში აკვირდება განაცხადების მთლიან სპექტრს LOB სისტემის საშუალებით.

საცალო ინვესტორების მონაწილეობაზე გავლენის მქონე დამატებითი ფაქტორია ტრანზაქციის ხარჯები, რომელიც თავის მხრივ დამოკიდებულია ელექტრონული წვდომისა და ბაზრის გამჭვირვალობის ხარისხზე. შედარებით მცირე საკომისიოებმაც კი შეიძლება შეაფერხოს საცალო ინვესტორი, რომელსაც სურს პორტფელის რებალანსირება.

ედვარდსმა, ჰარისმა და პივოვარმა (2004), აშშ-ში 2003 წელს განხორციელებული ტრანზაქციების ანალიზის შემდეგ აღმოაჩინეს, რომ კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე ტრანზაქციის ხარჯები მნიშვნელოვნად განსხვავდება ტრანზაქციის ზომის მიხედვით, რის გამოც საცალო ინვესტორები მნიშვნელოვნად უფრო მაღალ ხარჯებს აწყდებიან, ვიდრე ინსტიტუციური ინვესტორები. ამ პერიოდში, საცალო ინვესტორს, 20,000 აშშ დოლარის ღირებულების ორმხრივი ტრანზაქცია საშუალოდ ფასის 1.38% უჯდებოდა, მაშინ როცა 200,000 აშშ დოლარის ღირებულების ორმხრივი ტრანზაქცია ინსტიტუციურ ინვესტორს ბევრად ნაკლები – საშუალოდ ფასის 0.54% უჯდებოდა. ეს საპირისპიროა იმისა, რაც შეინიშნება აქციების ბაზრებზე, სადაც ტრანზაქციის ხარჯები, როგორც

ნესი, იზრდება ტრანზაქციის ზომასთან ერთად. უფრო მეტიც, აქციების ბაზრებზე ეფექტური სპრედები საცალო ზომის ტრანზაქციებისთვის საშუალოდ 0.4%-ზე ნაკლებია. ავტორებმა ივარაუდეს, რომ თუ ტრანზაქციის მაღალი ხარჯები ხელს უშლის საცალო ინვესტორის ვაჭრობაში მონაწილეობას, მაშინ ბაზრის გამჭვირვალობის გაზრდასთან დაკავშირებული ხარჯების შემცირებამ შესაძლოა ხელი შეუწყოს საცალო ინვესტორების ბაზარზე მონაწილეობის ზრდას.

მსოფლიო საფონდო ბირჟების ფედერაციის (WFE) კვლევითი ნაშრომი „ობლიგაციების ვაჭრობის ცენტრალიზება“ (Benos, et al., 2022) ტრანზაქციების მოცულობის ზრდასა და ხარჯის შემცირებას შორის უარყოფით კორელაციას დილერების საბაზრო ძალაუფლებას მიაწერს. უკანასკნელს ხელს უწყობს ობლიგაციების არასაბირჟო ვაჭრობა, რაც შუამავლებს საშუალებას აძლევს გაზარდონ ყიდვა-გაყიდვის სპრედები – განსაკუთრებით მცირე ზომის ტრანზაქციებისთვის. შედეგად, კორპორაციული ობლიგაციები არაპროპორციულად ძვირდება საცალო ინვესტორებისთვის, რაც ხელს უშლის მათ მონაწილეობას აქციების ბაზართან შედარებით. ნაშრომის ავტორები გამოსავალს გამჭვირვალობისა და ელექტრონიზაციის დონის კიდევ უფრო ზრდაში ხედავენ, რაც შეამცირებდა ტრანზაქციულ ხარჯებს და საცალო ინვესტორებს ჩააყენებდა თანაბარ მდგომარეობაში.

ხელმისაწვდომობისა და გამჭვირვალობის გაუმჯობესება აუცილებელია, თუმცა არასაკმარისი პირობაა, თუ ინვესტორები არ არიან ინფორმირებულნი ან სკეპტიკურად არიან განწყობილნი კორპორაციული ობლიგაციების მიმართ. ამ მხრივ ბროკერებს მნიშვნელოვანი როლი აკისრიათ ინვესტორებში ცნობიერების ამაღლებასა და ნდობის განმტკიცებაში. თავიანთ ნაშრომში, გვალანი და ბჰარტი (2015) აღნიშნავენ, რომ სხვადასხვა მარეგულირებელი ცვლილებების, ინფრასტრუქტურის გაუმჯობესებისა და ახალი სახელმძღვანელო პრინციპების დანერგვის მიუხედავად, ინდოეთის

კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე საცალო ვაჭრობა პროგნოზირებულდონეზე დაბალია. ისინი იკვლევენ ინვესტორების ცნობიერების როლს, როგორც ინდოეთში კორპორაციული ობლიგაციების მეორად ვაჭრობაში საცალო ინვესტორების მონაწილეობის მთავარ განმსაზღვრავ ფაქტორს. კვლევამ აჩვენა, რომ გამოკითხული ინვესტორების მხოლოდ 36%-ს ჰქონდა გარკვეული ინფორმაცია კორპორაციული ობლიგაციების, როგორც საინვესტიციო ინსტრუმენტის შესახებ და მხოლოდ 10%-ს ჰქონდა მათში ინვესტიცია განხორციელებული. აღსანიშნავია, რომ კორპორაციული ობლიგაციების შესახებ ინფორმირებულთა 48%-მა ინფორმაცია მიიღო ბროკერებისგან. აღნიშნული დაკვირვება მიუთითებს ბროკერების ცენტრალურ როლზე საცალო ინვესტორების მონაწილეობის ზრდაში.

საბროკერო კომპანიები შეგვიძლია განვიხილოთ როგორც გზაჯვარედინი, სადაც ოთხივე დასახელებული ფაქტორი იყრის თავს. სწორედ მათი მეშვეობით მიეწოდება საცალო ინვესტორებს ელექტრონული სავაჭრო პლატფორმები, საკომისიოები, ფასები და საგანმანათლებლო ინფორმაცია. ობლიგაციების ბაზრებზე - სადაც წარმატებით განვითარდა საცალო ინვესტორების ბაზა, როგორც ნესი, არსებობენ ბროკერები, რომლებიც სიმეტრიულ ფუნქციონალს სთავაზობენ კლიენტებს: თუ აქციების შეძენა სამი დანაკაპუნებითაა შესაძლებელი, ასევე სამი დანაკაპუნებითაა შესაძლებელი ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების შეძენა.

ქართული საბროკერო კომპანიები საკუთარ მომხმარებლებს სთავაზობენ გამართულ და მოსახერხებელ წვდომას უცხოურ ფასიან ქაღალდებზე მობილურ აპლიკაციებზე ინტეგრირებული პლატფორმებით, სადაც რამდენიმე ღილაკზე თითის დაჭერით შესაძლებელია ამერიკის საფონდო ბირჟებზე აქციებით ვაჭრობა, თუმცა ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების შესაძენად ინვესტორებს უწევთ საბროკერო კომპანიასთან დარეკვა ან/და

ელექტრონული მეილის გაგზავნა, ხოლო ბირჟის გარეთ (OTC) დადებული ტრანზაქციები შეიძლება გარკვეული დაყოვნებით გასაჯაროვდეს.

ზემოაღნიშნული მაგალითები და საერთაშორისო გამოცდილება მხარს უჭერს შემდეგ ოთხ მოსაზრებას: (i) გამარტივებული ელექტრონული წვდომა ამცირებს ძიებისა და მოლაპარაკებების ხარჯებს, რომლებიც ხშირად არაპროპორციულად მაღალია საცალო ინვესტორებისთვის; (ii) რეალურ დროში ან რეალურ დროსთან ახლოს მყოფი გამჭვირვალობა - როგორც ვაჭრობამდელი, ისე ვაჭრობის შემდგომი ზრდის კონკურენციას და ამცირებს ტრანზაქციის ხარჯებს (მათ შორის საკომისიოებს), ისე რომ ხელს არ უშლის დილერების სურვილს მიანოდონ ლიკვიდობა ბაზარს; (iii) საკომისიოები საცალო ინვესტორებისთვის მარგინალურად უფრო მნიშვნელოვანია, ვიდრე ინსტიტუციური ინვესტორებისთვის, შესაბამისად ობლიგაციებით ვაჭრობის საკომისიოების მიმართ აქციების ბაზარზე არსებული ნორმების გამოყენება ნაახალისებს ახალი ინვესტორების ჩართულობას; (iv) აღნიშნული ბერკეტების გაუმჯობესება ვერ მიაღწევს წარმატებას, პროდუქტის შესახებ ცოდნის პროაქტიული გავრცელების გარეშე, რისი ძალაც ყველაზე მეტად ბროკერებს შესწევთ.

დასკვნა

წინამდებარე ანალიზით გამოიკვეთა შემდეგი მიგნებები:

პირველი, ლიკვიდურობა კორპორაციული ობლიგაციების მეორად ბაზარზე არაერთგვაროვანია. მედიანური ობლიგაცია იშვიათად ივაჭრება, თუმცა, ის ობლიგაციები, რომლებიც გამოშვებისას პირველად ბაზარზე მრავალმა ინვესტორმა შეიძინა, შემდგომ პერიოდში გაცილებით მაღალი ტრანზაქციების რაოდენობითა და ბრუნვის კოეფიციენტით გამოირჩევა. შესაბამისად, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ პირველად ბაზარზე არსებული მფლობელების სიჭარბე შესაძლოა აღნიშნული ობლიგაციის შემდგომ, მეორად ბაზარზე შედარებით მა-

ღალი ლიკვიდურობის ინდიკატორი იყოს. მფლობელობის სტრუქტურის კვლევა დამატებით სიცხადეს სძენს პირველად ბაზარზე შემსყიდველების რაოდენობაზე დაკვირვებით გაკეთებულ მიგნებებს ობლიგაციების ლიკვიდურობასთან დაკავშირებით.

მეორე, ინვესტორთა განაწილება განსხვავებულია ვალუტების სეგმენტების მიხედვით. კერძოდ, ლარში გამოშვებული ობლიგაციები ისტორიულად განთავსდებოდა რამდენიმე მსხვილ ადგილობრივ ინსტიტუციურ ინვესტორთან, რომლებიც, როგორც წესი, აღნიშნულ ობლიგაციებს ვადის ბოლომდე ინარჩუნებენ. ამის საპირისპიროდ, უცხოურ ვალუტაში განთავსებული კორპორაციული ობლიგაციები იზიდავენ ინვესტორების შედარებით ფართო წრეს, მათ შორის საცალო ინვესტორებს. აღნიშნული სხვაობა მფლობელობის სტრუქტურაში, პირდაპირ ვლინდება უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული ობლიგაციების ლიკვიდურობის გაუმჯობესებულ ინდიკატორებში - ვაჭრობის სიხშირესა და ბრუნვის კოეფიციენტში.

მესამე, მიუხედავად განსხვავებული მასშტაბებისა, საერთაშორისო გამოცდილება რელევანტურია საქართველოსთვისაც. აშშ-ში TRACE-ის და ისრაელში LOB მოდელის შესახებ კვლევები აჩვენებს, რომ შეუფერხებელი ელექტრონული წვდომა, გამჭვირვალე ფასწარმოქმნა, გონივრული ტრანზაქციული ხარჯები და ბაზრის შუამავლების მიზანმიმართული ჩართულობა ერთობლივად ახალისებს საცალო ინვესტორის მონაწილეობას და აუმჯობესებს ლიკვიდურობის მაჩვენებლებს.

ქართული მონაცემები მცირეა და მიზეზ-შედეგობრივი კავშირი შეიძლება ორივე მიმართულებით არსებობდეს: ლიკვიდური ობლიგაცია შესაძლოა უფრო მარტივად იზიდავდეს მრავალფეროვან ინვესტორებს და არა პირიქით. მიუხედავად ამისა, მფლობელობის სტრუქტურასა და მეორადი ბაზრის აქტივობას შორის კორელაციის იგნორირება რთულია. სულ მცირე,

არსებული მტკიცებულებები მიუთითებს, რომ საცალო ინვესტორთა მონაწილეობის ზრდა ერთობ მნიშვნელოვანი შეიძლება იყოს ბაზრის შემდგომი განვითარებისთვის. სხვა ბაზრების გამოცდილება აჩვენებს, რომ შეუფერხებელი წვდომისა და დაბალი ტრანზაქციული ხარჯების მქონე სავაჭრო ინფრასტრუქტურის დამკვიდრება ეფექტიანია, და შესაძლოა სასარგებლო ორიენტირი იყოს ქართული ობლიგაციების ბაზრის განვითარების ახალ ეტაპზე.

გამოყენებული ლიტერატურა

- Abudy, M. (2020). Retail Investors' Trading and Stock Market Liquidity, *The North American Journal of Economics and Finance*, 54 (101281).
- Abudy, M. Wohl, A. (2018). Corporate Bond Trading on a Limit Order Book Exchange, *Review of Finance*, 22(4), pp. 1413-1440.
- Amihud, Y. (2002). Illiquidity and stock returns: cross-section and time-series effects, *Journal of Financial Markets*, 5(1), pp. 31-56.
- Bao, J., Pan, J. Wang, J. (2011). The illiquidity of corporate bonds, *The Journal of Finance*, 66(3), pp. 911-946.
- Bech, M., Illes, A., Lewrick, U. Schrimpf, A. (2016). Hanging up the phone – electronic trading in fixed income markets and its implications, *BIS Quarterly Review*, March. Basel: Bank for International Settlements.
- Benos, E., Gurrola-Pérez, P. Alderighi, S. (2022). Centralising bond trading, *WFE research*, 20 December. London: World Federation of Exchanges.
- Bessembinder, H., Maxwell, W. Venkataraman, K. (2005). Market transparency and institutional trading costs, *Journal of Financial Economics*, 75(1), pp. 35-69.
- Carvajal, A. F. Bebczuk, R. (2024). *Liquidity In corporate markets: a literature review*. Washington, D.C.: The World Bank Group.
- Chen, L., Lesmond, D. A. Wei, J. (2007). Corporate yield spreads and bond liquidity, *The Journal of Finance*, 62(1), pp. 119-149.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H. Waldmann, R. J. (1990). Noise trader risk in financial markets, *Journal of Political Economy*, 98(4), pp. 703-738.
- Doornik, B. F. N. V., Frost, J., Guerra, R. Tombini, A. and Upper, C. (2024). Towards liquid and resilient government debt markets in EMEs, *BIS Quarterly Review*, March, pp. 59-72.
- Edwards, A. K., Harris, L. and Piwowar, M. S. (2004). Corporate bond market transparency and transaction costs, in *Fifteenth Annual Utah Winter Finance Conference*, September. Park City, Utah, USA.
- Georgian Stock Exchange. (2025). *Secondary Market Trades – OTC Trades*. [Online]. Available at: <https://gse.ge/en/otc-trades> [accessed August 2025].
- Georgian Stock Exchange. (2025). *Secondary Market Trades – Trading Sessions*. [Online]. Available at: <https://gse.ge/en/trades> [accessed August 2025].
- Goldstein, M. A., Hotchkiss, E. S. Sirri, E. R. (2007). Transparency and liquidity: a controlled experiment on corporate bonds, *The Review of Financial Studies*, 20(2), pp. 235-273.
- Gwalani, H. Bharati, D. (2015). An analytical study of the awareness level of corporate bond market in India among retail investors, *IBMRD's Journal of Management & Research*, 4(1), pp. 75-87.
- Hameed, A., Helwege, J., Li, R. Packer, F. (2019). Measuring corporate bond liquidity in emerging market economies: price- vs quantity-based measures. *BIS Paper*, 102, pp. 45-62.
- Hendershott, T. and Madhavan, A. (2015). Click or call? Auction versus search in the over-the-counter market, *The Journal of Finance*, 70(1), pp. 419-447.
- Holden, C. W., Jacobsen, S. Subrahmanyam, A. (2014). The empirical analysis of liquidity, *Foundations and Trends in Finance*, 8(4), pp. 263-265.
- International Monetary Fund (IMF). (2005). *Global Financial Stability Report: Market Development and Issues (September)*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Laugwitz, J., Rahimi, K. Baker, R. (2025). Liquidity in the UK corporate bond market. *FCA Occasional Papers in Financial Regulation*, Issue 67.
- National Bank of Georgia. (2025). *Public Corporate Bond Market - Interactive Statistics* [Online]. Available at: <https://reports.nbg.gov.ge/f1a77cc6-e0e0-4ce1-b184-238b773e44f2/91a293f2-9970-476f-9753-862d2fe1d59b> [accessed August 2025].
- Sarr, A. and Lybek, T. (2002). *Measuring liquidity in financial markets*. IMF Working Paper, 02(232). Washington, D.C.: International Monetary Fund.

ინფორმაცია ავტორებისთვის

სტატიების სტრუქტურირების და წყაროების მითითების წესები

სტატიის სტრუქტურა

1. შესავალი
2. ლიტერატურის მიმოხილვა
3. თეორიული ნაწილი – ეკონომიკური მოდელი/თეორია, რომელსაც ეფუძნება სტატია
4. მონაცემების ანალიზი
5. შედეგები და შედეგების განხილვა
6. დასკვნა

სტატიის მოცულობა უნდა შეადგენდეს 2500-5000 სიტყვას.

წყაროების მითითების წესი (ჰარვარდის სტილი)

1. წყაროების მითითება ნაშრომის ტექსტში

როდესაც ნაშრომის ტექსტში გამოიყენება სხვა ავტორის/ავტორების/ორგანიზაციის ინფორმაცია, აუცილებლად უნდა მიუთითოთ ავტორების სახელები და გამოყენებული ნაშრომის პუბლიკაციის წელი. ეს ეხება როგორც პარაფრაზს (სხვისი აზრის/შედეგების საკუთარი სიტყვებით გადმოცემას), ისე ციტირებას (სხვისი ტექსტის უცვლელად გადმოტანას). აღნიშნული დეტალები უნდა განთავსდეს წინადადების ბოლოს,

მაგალითად: თუ ერთი ავტორია – (McCurley, 2012), თუ ორი ავტორია – (Brown and Taylor, 2021), ხოლო, თუ სამი ან მეტი – მიეთითება მხოლოდ პირველი ავტორი (Brown et al., 2021)

2. გამოყენებული ლიტერატურის სია

გამოყენებული ლიტერატურის სია არის ყველა იმ წყაროს ჩამონათვალი, რომელიც გამოყენებულია ნაშრომში.

a. წიგნების მითითება

წიგნების მითითებისას ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს, ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:

- ავტორ(ებ)ი – პიროვნებები ან ორგანიზაცია, ჯერ გვარები, შემდეგ სახელები;
- პუბლიკაციის წელი;
- სათაური (ქვესათაურის ჩათვლით, ასეთის არსებობის შემთხვევაში), იტალიკით;
- პუბლიკაციის ადგილი;
- გამომცემელი.

მაგალითად: Smith, J. (2020). *Global Economics*. London: Routledge.

b. პარაგრაფი წიგნში

- წიგნში პარაგრაფის მითითებისას ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს, ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:

- ავტორი - პიროვნებები ჯერ გვარი, შემდეგ სახელი;
- პუბლიკაციის წელი;
- პარაგრაფის სათაური;
- რედაქტორი - პიროვნება/პიროვნებები, ჯერ სახელი, შემდეგ გვარი;
- წიგნის სათაური, იტალიკით;
- პუბლიკაციის ადგილი;
- გამომცემელი;
- გვერდები.

მაგალითად: Green, T. (2018). Innovation in education. In: K. Black, ed., *Modern Learning Theories*, 2nd ed. Oxford: Oxford University Press, pp.55–70.

c. სტატიები გაზეთებისა და ჟურნალებიდან

ამ შემთხვევაში ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნ და მოიცავდეს შემდეგს, ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:

- ავტორ(ებ)ი;
- პუბლიკაციის წელი;
- სათაური;
- გაზეთის/ჟურნალის დასახელება იტალიკით;
- ტომის/გამოცემის ნომერი;
- თვე და რიცხვი (გაზეთისთვის) ან თვე/კვარტალი (ჟურნალისთვის), თუ არ არის ტომის/გამოცემის ნომერი;
- გვერდი.

მაგალითად: Taylor, A. and Brown, M. (2019). Climate change and agriculture. *Journal of Environmental Studies*, 45(3), pp.215–230.

d. ინფორმაცია ინტერნეტიდან

ამ შემთხვევაში ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს:

- ავტორ(ებ)ი ან ორგანიზაცია, პასუხისმგებელი ვებ-გვერდზე;
- წელი, თუ თარიღი არ არის, ჩასვით (no date);
- ვებ-გვერდის/დოკუმენტის სათაური იტალიკით ;
- [ონლაინ] ხელმისაწვდომია, ბმული (ლინკი);
- თარიღი, როდესაც პირველად ეწვით ამ გვერდს - დღე/თვე/წელი.

მაგალითად: World Health Organization. (2022). *Mental health and COVID-19*. [online] Available at: <https://www.who.int/mental-health-covid> [Accessed 30 Apr. 2025].

National Statistics Office of Georgia. (2023). *Demographic data of the population*. [online] Available at: <https://www.geostat.ge/> [Accessed 30 April 2025].



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

საქართველო, თბილისი 0114
ზვიად გამსახურდიას სანაპირო #1
monetaryeconomics@nbg.gov.ge
www.nbg.gov.ge