



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული ეკონომიკა

სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი

ტომი 2, N1, 2026

დავით თუთბერიძე, გიორგი ცუცქერიძე
ფულის შექმნა, ლიკვიდობის მართვა და
მონეტარული პოლიტიკის კოორდინაცია:
საქართველოს მაგალითი

ნინო მიქელაძე
ფისკალური პოლიტიკის გავლენა
ეკონომიკურ ზრდაზე: ემპირიული შეფასება
საქართველოსთვის

ანა ნიჟარაძე, მარიამ თანიაშვილი,
აკაკი მოსახლიშვილი, საბა მეტრეველი
აშშ-ის სატარიფო, მონეტარული და
ფისკალური პოლიტიკის გოლოდროინდელი
ცვლილებების კოტანციური გადმოცემა
საქართველოს ეკონომიკაზე

ლევან სურგულაძე
საკრედიტო დარივატივები და
საქმირობის რისკი: ერთსახელიანი
საკრედიტო ინსტრუმენტები

ირმა ჯალაღონია, როლანდ სპანდერაშვილი
საქართველოს დემოკრატიული
რესპუბლიკის საემისიო ბანკის
ინსტიტუციური მოდელის შექმნა (1918–1921)

ბონისათვის: პა. რესპუბლიკა:
სუნის-გვებადია: მთადი: თავი:
საქართველოს: სი. ქონები:



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული ეკონომიკა

სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი

ტომი 2, N1, 2026

**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.

შინაარსი

დავით თუთბერიძე, გიორგი ცუცქერიძე

**ფულის შექმნა, ლიკვიდობის მართვა და მონეტარული
პოლიტიკის კომუნიკაცია: საქართველოს მაგალითი** 6

ნინო მიქელაძე

**ფისკალური პოლიტიკის გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე:
ემპირიული შეფასება საქართველოსთვის** 21

ანა ნიჟარაძე, მარიამ თანიაშვილი, აკაკი მოსახლიშვილი,
საბა მეტრეველი

**აშშ-ის სატარიფო, მონეტარული და ფისკალური
პოლიტიკის ბოლოდროინდელი ცვლილებების
კოტენციური გადმოცემა საქართველოს ეკონომიკაზე** 38

ლევან სურგულაძე

**საკრედიტო დერივატივები და სექტორული რისკი:
ერთსახელიანი საკრედიტო ინსტრუმენტები** 55

ირმა ჯალაღონია, როლანდ სპანდერაშვილი

**საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის საემისიო
ბანკის ინსტიტუციური მოდელის შექმნა (1918-1921)** 76

ფულის შექმნა, ლიკვიდობის მართვა და მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაცია: საქართველოს მაგალითი

დავით თუთხარიძე, გიორგი ცუცქერიძე

ანოტაცია

ნაშრომი განიხილავს ფულის შექმნისა და ლიკვიდობის მართვის მექანიზმს მონეტარული სისტემის თანამედროვე ინსტიტუციური ხედვის საფუძველზე და ანალიზებს მას საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო ჩარჩოსა და კომუნიკაციის კონტექსტში.

სტატიაში ხაზგასმულია, რომ ფულის მულტიპლიკატორის კონცეფციაზე დაფუძნებული ტრადიციული წარმოდგენა ადეკვატურად ვერ აღწერს თანამედროვე მონეტარული სისტემის ფუნქციონირებას. ნაშრომი ეყრდნობა მიდგომას, რომლის მიხედვითაც კომერციული ბანკები ფულს ქმნიან სესხის გაცემის პროცესში, ხოლო ცენტრალური ბანკი საბანკო სისტემაში წარმოქმნილ ლიკვიდობის მოთხოვნას აკმაყოფილებს მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მართვის მიზნიდან გამომდინარე.

საქართველოს საბანკო სისტემისა და ეროვნული ბანკის მონაცემების გამოყენებით ნაჩვენებია, რომ სესხების, დეპოზიტებისა და სარეზერვო ფულის დინამიკა მექანიკურად არ შეესაბამება ფულის მულტიპლიკატორის მოქმედების ლოგიკას. ბანკთაშორისი ბაზრის განაკვეთის პოლიტიკის განაკვეთთან სიახლოვე კი მიუთითებს, რომ მონეტარული პოლიტიკის ოპერაციული ჩარჩო პრაქტიკაში საპროცენტო განაკვეთების მართვაზეა დაფუძნებული. ამას-

თან, ფულის მასის ზრდასა და ინფლაციას შორის სტაბილური დადებითი კავშირის არარსებობა აჩვენებს, რომ საქართველოში მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ძირითადი არხი მოქმედებს ფინანსურ პირობებზე, კერძოდ, საპროცენტო განაკვეთებზე გავლენის გზით.

ნაშრომში კეთდება დასკვნა იმის შესახებ, რომ ფულის შექმნის პროცესის ინსტიტუციურად სწორი ინტერპრეტაცია მნიშვნელოვანია არა მხოლოდ თეორიული სიზუსტისთვის, არამედ მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანი კომუნიკაციისთვისაც. საქართველოს კონტექსტში ეს განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია იმ პირობებში, როდესაც ეროვნული ბანკის ლიკვიდობის მიწოდების ოპერაციები ხშირად მცდარად აღიქმება, როგორც ინფლაციის უშუალო წყარო. შესაბამისად, სტატია მიუთითებს, რომ მონეტარული პოლიტიკის სწორი აღქმისა და სანდოობის გასაძლიერებლად აუცილებელია მკაფიოდ გაიმიჯნოს ერთმანეთისგან რეზერვები, ფართო ფული და ინფლაციის ფორმირების პროცესი.

საკვანძო სიტყვები: ფულის შექმნა, ფულის მასა, ლიკვიდობა, მონეტარული პოლიტიკა, გადაცემის მექანიზმი, კომუნიკაცია.

შესავალი

მონეტარული პოლიტიკის ფუნქციონირების სათანადოდ ასახსნელად აუცილებელია ფულის

შექმნის მექანიზმის სწორად გაგება. მიუხედავად ამისა, საჯარო დისკუსიებსა და ზოგიერთ სახელმძღვანელოში დღემდე გვხვდება ფულის შექმნის გამარტივებული წარმოდგენები, განსაკუთრებით ფულის მულტიპლიკატორის ტრადიციული კონცეფციის ფარგლებში, რომლის მიხედვითაც ცენტრალური ბანკი განსაზღვრავს საბანკო სისტემაში რეზერვების რაოდენობას, ხოლო კომერციული ბანკები ამ რეზერვების მრავალჯერადი გამრავლების საფუძველზე ზრდიან სესხებსა და დეპოზიტებს. ბოლო ათწლეულებში განვითარებულმა აკადემიურმა დისკურსმა აჩვენა, რომ ეს ხედვა ზუსტად არ ასახავს თანამედროვე მონეტარული სისტემების ფუნქციონირებას (McLeay et al., 2014; Disyatat, 2008). კერძოდ, ასეთი სისტემის ინსტიტუციური ლოგიკა გულისხმობს, რომ კომერციული ბანკი ყოველი სესხის გაცემისას შესაბამისი მოცულობის ახალ დეპოზიტს ქმნის, რაც მყისიერად ზრდის ფულის მასას. აღნიშნული დეპოზიტი, მისი სრული ან ნაწილობრივი განაღდება, სხვა კომერციულ ბანკში გადარიცხვისა და მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების დაკმაყოფილების საჭიროების გამო, ლიკვიდურ სახსრებზე (რეზერვებზე) მოთხოვნას წარმოშობს. ნორმალურ პირობებში საბანკო სისტემა ამ მოთხოვნას უმეტესწილად თავად აკმაყოფილებს ბანკთაშორისი ბაზრის გამოყენებით, ხოლო ცენტრალური ბანკი მონეტარული პოლიტიკის სხვადასხვა ინსტრუმენტის მეშვეობით ძირითადად მხოლოდ ნარჩენ მოთხოვნას აკმაყოფილებს. შესაბამისად, ცენტრალური ბანკი ფულის შექმნის პროცესის არა დასაწყისში, არამედ ბოლოში დგას, როგორც ლიკვიდობის საბოლოო მიმწოდებელი (McLeay et al., 2014; Jakab and Kumhof, 2015; Stellinga et al., 2021).

ეს განსხვავება მნიშვნელოვანია არა მხოლოდ თეორიული სიცხადისთვის, არამედ იმის გასაგებადაც, თუ როგორ მოქმედებს მონეტარული პოლიტიკა პრაქტიკაში. თუ რეზერვები

გაგებულია, როგორც დაკრედიტებაზე პირდაპირი რაოდენობრივი შეზღუდვა, ცენტრალური ბანკის მიერ ლიკვიდობის მიწოდების ოპერაციები შეიძლება შეცდომით აღიქმებოდეს, როგორც ფულის პირდაპირი შექმნა და ინფლაციის ფაქტორი. საქართველოში, ეროვნული ბანკის ლიკვიდობის მიწოდების ოპერაციებთან დაკავშირებულ საჯარო კომენტარებში¹ ხშირად გვხვდება მოსაზრება, რომ რეფინანსირების სესხების გაცემით კომერციული ბანკებისთვის მიწოდებული რეზერვები მიმოქცევაში ფართო ფულად გადაიქცევა და გარდაუვლად იწვევს ინფლაციურ წნეხს. მსგავსი მსჯელობის მაგალითები გვხვდება უნივერსიტეტებში ეკონომიკური თეორიის სწავლების პროცესშიც, როდესაც ფულის მულტიპლიკატორის ჩარჩო კვლავ წარმოდგენილია, როგორც მონეტარული სისტემის ფუნქციონირების ზუსტი აღწერა, ისეთ პოპულარულ სახელმძღვანელოებზე დაყრდნობით, როგორიცაა, მაგალითად, Mankiw (2007) და Blanchard (2008).

ამგვარ არასწორ ინტერპრეტაციებს მნიშვნელოვანი შედეგები აქვს: თუ ბაზრის მონაწილეები და საზოგადოება რეზერვების მიწოდებას ფართო ფულის შექმნასთან აიგივებენ, ეროვნული ბანკის ლიკვიდობის სტანდარტულმა ოპერაციებმა შეიძლება გაუმართლებელი ინფლაციური მოლოდინები წარმოშვას, გაართულოს მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაცია და პოტენციურად გავლენა მოახდინოს ინფლაციის თარგეთირების ჩარჩოს სანდობაზე. ეს პრობლემა შეგვიძლია მოვიაზროთ მონეტარული პოლიტიკის შესახებ აკადემიურ ლიტერატურაში კარგად ცნობილი „კომუნიკაციის სირთულეების“ დისკურსის ნაწილად (Woodford, 2003; Blinder et al., 2008; Coibion and Gorodnichenko, 2015), რომლის ფარგლებშიც ცენტრალური ბანკის აქტიურ და გამჭვირვალე კომუნიკაციას გადამწყვეტი მნიშვნელობა ენიჭება. ამრიგად, მონეტარული სისტემის ინსტიტუციური კონტექსტის მკაფიო ანალიზი მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანი

1. ამგვარი მსჯელობა არცთუ იშვიათად გვხვდება ქართულ საჯარო დისკურსში. იხილეთ, მაგალითად, <https://gnomonwise.org/ge/publications/review/167> და <https://www.radiotavisupleba.ge/a/33210324.html>.

კომუნიკაციის და განხორციელების საკვანძო ფაქტორს წარმოადგენს.

თანამედროვე მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო ჩარჩოში ლიკვიდობის მართვის მიზანი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების რეგულირებაა - ცენტრალური ბანკი რეზერვების მიწოდებას უსაბამებს საბანკო სისტემის ლიკვიდობის მოთხოვნას, რათა უზრუნველყოს შეუფერხებელი ანგარიშსწორება და საბაზრო განაკვეთების პოლიტიკის განაკვეთთან დაახლოება. შესაბამისად, ფინანსურ პირობებზე გავლენა ძირითადად ლიკვიდობის ფასის - ანუ საპროცენტო განაკვეთის - მეშვეობით ხორციელდება და არა ფულის აგრეგატებზე პირდაპირი რაოდენობრივი კონტროლის გზით (Disyatat, 2008; Bindseil, 2014). სწორედ ამ არხის მეშვეობით ასრულებს ცენტრალური ბანკი თავის ძირითად მანდატს - ფასების სტაბილურობას: ფინანსურ პირობებზე მიზანმიმართული ზემოქმედებით იგი გავლენას ახდენს დაკრედიტებაზე, ერთობლივ მოთხოვნასა და, საბოლოოდ, ინფლაციაზე.

წინამდებარე სტატიის მიზანია სამი ურთიერთდაკავშირებული საკითხის განხილვა. პირველ რიგში, ნაშრომი აღწერს ფულის შექმნისა და ლიკვიდობის მართვის ინსტიტუციურ მექანიზმს, როგორც იგი წარმოდგენილია მონეტარული ეკონომიკის თანამედროვე ლიტერატურაში. მეორე, საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის ოპერაციული ჩარჩოს მაგალითზე აჩვენებს, თუ როგორ ფუნქციონირებს ეს მექანიზმი პრაქტიკაში და რამდენად შეესაბამება ფულის შექმნის თანამედროვე ხედვას. ბოლოს, ნაშრომი განიხილავს ფულის შექმნის პროცესის ინტერპრეტაციის მნიშვნელობას მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციისთვის და აჩვენებს, როგორ შეიძლება ფულის მასის, რეზერვებისა და ინფლაციის შესახებ გავრცელებული წარმოდგენები განსხვავდებოდეს მონეტარული სისტემის რეალური საოპერაციო მექანიზმისგან.

ლიტერატურის მიმოხილვა

ფულის შექმნის შესახებ არსებული ლიტერატურა რამდენიმე განსხვავებულ თეორიულ ხედვას მოიცავს, რომელთაც Gross and Siebenbrunner (2019) სამი ძირითადი მიდგომის ირგვლივ აჯამებენ: „შუამავლობის ხედვა“ (the intermediation view), „ნაწილობრივი რეზერვების ხედვა“ (the fractional reserve view) და „ფულის შექმნის ხედვა“ (the money creation view).

„შუამავლობის ხედვის“ მიხედვით კომერციული ბანკები განიხილება როგორც ფინანსური რესურსების უბრალო შუამავლები. ამ მიდგომის ფარგლებში ბანკები სესხად გასცემენ მხოლოდ იმ სახსრებს, რომლებიც დეპოზიტორებისგან აქვთ მოზიდული, რის გამოც ისინი ფულის მასის შექმნაში აქტიურად არ მონაწილეობენ. ამ შემთხვევაში ბანკის ფუნქცია ძირითადად შემოიფარგლება დანაზოგების გადანაწილებით, ხოლო მისი მოგება წარმოიშობა სესხებზე მიღებულ საპროცენტო შემოსავლებსა და დეპოზიტების მოზიდვაზე განეულ საპროცენტო ხარჯებს შორის სხვაობიდან.

„ნაწილობრივი რეზერვების ხედვა“ უკვე აღიარებს საბანკო სისტემის როლს ფულის მასის ზრდაში. ამ მიდგომის მიხედვით, საბანკო სისტემა მოზიდული დეპოზიტების მრავალჯერადი გასესხების გზით ზრდის ფულის მასას ეკონომიკაში. აღნიშნულ პროცესში ცენტრალური ბანკი ფულის შექმნას სარეზერვო მოთხოვნების დაწესებით აკონტროლებს. სწორედ ამ ჩარჩოში ჩნდება ე.წ. „ფულის მულტიპლიკატორის“ კონცეფცია, რომელიც, როგორც არაერთ სახელმძღვანელოშია აღწერილი (მაგ., Mankiw, 2008; Mishkin, 2021), სარეზერვო მოთხოვნების შებრუნებულ სიდიდეს წარმოადგენს და დაკრედიტების მაქსიმალურ თეორიულ ზღვარს განსაზღვრავს. აღნიშნულ მიდგომას ხშირად ფულის „ეგზოგენურ“ თეორიადაც მოიხსენიებენ (Sieron, 2019).

აღნიშნული ხედვებისგან განსხვავებით, „ფულის შექმნის ხედვა“ ეფუძნება იდეას, რომ კომერციული ბანკები დეპოზიტებს ქმნიან უშუალოდ

სესხის გაცემის პროცესში. ამ შემთხვევაში დეპოზიტი წარმოიშობა სესხის გაცემის შედეგად და არა პირიქით. შესაბამისად, ცენტრალური ბანკი ფულის შექმნის პროცესის დასაწყისში კი არ დგას, არამედ მასზე რეაგირებს, როდესაც საბანკო სისტემაში წარმოქმნილ რეზერვებზე მოთხოვნას აკმაყოფილებს. სწორედ ამიტომ აღნიშნული მიდგომა ხშირად მოიხსენიება როგორც ფულის „ენდოგენური“ თეორია (Fontana and Venturino 2003). ბოლო წლებში ამგვარი აღწერა სულ უფრო მეტად გვხვდება როგორც აკადემიურ ლიტერატურაში, ისე ცენტრალური ბანკების ოფიციალურ პუბლიკაციებში, რაც მის ფართო მხარდაჭერაზე მიუთითებს.

ფულის შექმნის ტრადიციული, ე.წ. „ნაწილობრივი რეზერვების“ ხედვა ჯერ კიდევ Tobin (1963)-მა გააკრიტიკა. იგი აღნიშნავდა, რომ ფულის მულტიპლიკატორზე დაფუძნებული ახსნა ზედმეტად გამარტივებულია და საბანკო სისტემის რეალურ ფუნქციონირებას სრულად ვერ აღწერს. ის მიუთითებდა, რომ ბანკებს მართლაც შეუძლიათ დეპოზიტების შექმნა, თუმცა მათი დაკრედიტების შესაძლებლობა შეუზღუდავი არ არის და მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ფინანსურ პირობებზე, განსაკუთრებით საპროცენტო განაკვეთებზე და კრედიტზე მოთხოვნაზე. ამ თვალსაზრისით მისი პოზიცია მნიშვნელოვანწილად ფულის ენდოგენური თეორიისკენ იხრება.

შემდგომში Kaldor (1982)-მა კიდევ უფრო მკაფიოდ აღწერა ბანკების მიერ ფულის შექმნის პროცესი და მიუთითა მიზეზ-შედეგობრივ კავშირზე, რომლის მიხედვითაც სწორედ სესხის გაცემის შედეგად იქმნება დეპოზიტი და არა პირიქით. Moore (1986)-მა ფულის ენდოგენური თეორია უფრო სისტემურად ჩამოაყალიბა და ალტერნატიული ჩარჩო დაუპირისპირა იმჟამად დომინანტურ მონეტარისტულ ხედვას. მიუხედავად ამისა, მრავალი წლის განმავლობაში ტრადიციულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში კვლავ დომინირებდა ფულის ეგზოგენური ინტერპრეტაცია, რომელიც საბანკო დაკრედიტებას წინასწარ არსებული ფულადი რესურსების გადანაწილებად განიხილავდა.

2008–2009 წლების გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა აღნიშნულ დებატებს ახალი მნიშვნელობა შესძინა. კრიზისის შემდეგ განვითარებულმა მონეტარულმა პოლიტიკამ, განსაკუთრებით „რაოდენობრივი შეზღუდვების“ პროგრამებმა, პრაქტიკაში აჩვენა, რომ ცენტრალური ბანკების მიერ საბალანსო უწყისების მნიშვნელოვანი ზრდა ავტომატურად არ იწვევს საბანკო დაკრედიტებისა და დეპოზიტების შესაბამის ზრდას. ეს ემპირიული დაკვირვება რთულად თავსებადია ფულის ეგზოგენური თეორიის იმ იმპლიკაციასთან, რომლის მიხედვითაც ფულის მასა საბოლოოდ ცენტრალური ბანკის მიერ შექმნილი სარეზერვო ფულით განისაზღვრება. ფულის შექმნის თანამედროვე ხედვის თეორიულმა საფუძვლებმა ბოლო წლებში მნიშვნელოვანი განვითარება განიცადა. Jakab and Kumhof (2015) აჩვენებენ, რომ მოდელები, რომლებშიც ბანკები სესხის გაცემის გზით ქმნიან მსყიდველობით უნარს, მაკროეკონომიკური დინამიკის აღწერაში უფრო ზუსტ შედეგებს იძლევა ტრადიციულ მოდელებთან შედარებით. Faure and Gersbach (2021) ფულის შექმნის ორდონიანი პროცესის ზოგადი წონასწორობის მოდელს გვთავაზობენ, სადაც კომერციული და ცენტრალური ბანკების ურთიერთქმედება ერთიან ჩარჩოშია წარმოდგენილი. Gross and Siebenbrunner (2019) აგენტებზე დაფუძნებული მოდელების გამოყენებით იმ დასკვნამდე მიდიან, რომ ფულის ენდოგენური თეორია და საბანკო სისტემაში რეზერვების მართვის პრაქტიკა ერთმანეთთან სრულად თავსებადია. აღნიშნული კვლევები მიუთითებენ, რომ თანამედროვე მონეტარული სისტემის ფუნქციონირება უფრო ბუნებრივად აიხსნება იმ მოდელებით, რომლებიც ბანკებს ფულის აქტიურ შემქმნელებად განიხილავენ.

აღნიშნული მოვლენების ფონზე განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს ცენტრალური ბანკების მიერ ფულის შექმნის პროცესის შესახებ გაკეთებული განმარტებები. ინგლისის ბანკი პირდაპირ მიუთითებს, რომ ფულის შექმნა იწყება კომერციული ბანკის მიერ სესხის გაცემით, ხოლო ცენტრალური ბანკი

ამის შედეგად წარმოქმნილ ლიკვიდობის მოთხოვნაზე რეაგირებს (McLeay et al., 2014). მსგავსი განმარტებები მოგვიანებით გააკეთა გერმანიის ბუნდესბანკმაც (Deutsche Bundesbank, 2017). შვეიცარიის ეროვნული ბანკის პრეზიდენტმა კი საჯაროდ განაცხადა ფულის შექმნის შესახებ გავრცელებული მცდარი წარმოდგენების და მონეტარული თარგეთირების შეზღუდვების შესახებ (Jordan, 2018). ანალოგიური ინსტიტუციური ხედვაა ხაზგასმული საერთაშორისო ანგარიშსწორების ბანკის (BIS) კვლევებშიც, რომლებშიც აღნიშნულია, რომ ბანკები სესხის გაცემის პროცესში ქმნიან დეპოზიტებს, ხოლო ცენტრალური ბანკები მონეტარულ პოლიტიკას მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მართვის გზით ახორციელებენ (Borio, 2019).

ფულის შექმნის მექანიზმის შესახებ ეს დებატები მჭიდროდ არის დაკავშირებული მონეტარული პოლიტიკის განხორციელების პრაქტიკასთან. განსხვავებული წარმოდგენები იმის შესახებ, თუ როგორ იქმნება ფული საბანკო სისტემაში, იწვევს განსხვავებულ ინტერპრეტაციებს იმის შესახებაც, თუ რეალურად როგორ მუშაობს მონეტარული პოლიტიკა. თანამედროვე მონეტარულ სისტემებში ცენტრალური ბანკები, როგორც წესი, არ ცდილობენ ფულის მასის პირდაპირ რაოდენობრივ კონტროლს. ამის ნაცვლად, ისინი მართავენ მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს და ლიკვიდობის მიწოდებას უსაბამებენ საბანკო სისტემის მოთხოვნას. Disyatat (2008) აღნიშნავს, რომ მონეტარული პოლიტიკის შესახებ გავრცელებული მცდარი წარმოდგენების მნიშვნელოვანი ნაწილი სწორედ იმ არასწორი დაშვებიდან გამომდინარეობს, თითქოს ცენტრალური ბანკი ფულის მასას რეზერვების რაოდენობის განსაზღვრით აკონტროლებდეს. Bindseil (2014) დეტალურად აღწერს იმ ოპერაციულ ჩარჩოს, რომლის ფარგლებშიც ბაზრის ოპერაციებისა და მუდმივმოქმედი ინსტრუმენტების გამოყენებით ცენტრალურ

ბანკს შეუძლია უზრუნველყოს მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების პოლიტიკის მიზნობრივ დონესთან დაახლოება.

ამ საკითხებს ასევე არსებითი მნიშვნელობა აქვს მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის კონტექსტშიც. ეკონომიკურ ლიტერატურაში ფართოდ არის აღიარებული, რომ მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობა ეკონომიკური აგენტების მოლოდინებზეა დამოკიდებული. მაგალითად, Woodford (2003) აღნიშნავს, რომ თანამედროვე მონეტარული პოლიტიკა დიდწილად „მოლოდინების მართვის“ პროცესად შეიძლება განვიხილოთ. Blinder et al. (2008) მიუთითებენ, რომ ცენტრალური ბანკის კომუნიკაცია მონეტარული პოლიტიკის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ინსტრუმენტად ჩამოყალიბდა, ხოლო Coibion და Gorodnichenko (2015) აჩვენებენ, რომ ეკონომიკური აგენტების ინფორმირებულობის ხარისხი მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობაზე. ამ კონტექსტში ფულის შექმნის შესახებ მცდარი წარმოდგენების არსებობა არა მხოლოდ თეორიული, არამედ პრაქტიკული პრობლემაც ხდება, რადგან ის შეიძლება გავლენას ახდენდეს მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციასა და პოლიტიკის ეფექტიანობაზე. მიუხედავად ამისა, შედარებით ნაკლები ყურადღება ეთმობა იმას, თუ რა მნიშვნელობა აქვს ფულის შექმნის ინსტიტუციურ ინტერპრეტაციას მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციისთვის და როგორ აისახება იგი კონკრეტული ქვეყნების მონეტარული პოლიტიკის პრაქტიკაში.

წინამდებარე ნაშრომი სწორედ ამ, ლიტერატურაში ნაკლებად განხილულ, საკითხს ეხება. იგი ფულის შექმნის თანამედროვე ხედვას მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო ჩარჩოსთან აკავშირებს და საქართველოს ეროვნული ბანკის მაგალითზე აჩვენებს, თუ რა მნიშვნელობა აქვს ამ ხედვას მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციისთვის.

ფულის შექმნისა და ლიკვიდობის მართვის ანალიტიკური ჩარჩო

ფულის შექმნის შესახებ თანამედროვე ლიტერატურაში ჩამოყალიბებული ხედვა შეიძლება წარმოვიდგინოთ როგორც საბანკო სისტემასა და ცენტრალურ ბანკს შორის ოპერაციული ურთიერთქმედების მექანიზმი, რომლის ფარგლებშიც კომერციული ბანკები ფულის შექმნის პროცესში მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ, ხოლო ცენტრალური ბანკი უზრუნველყოფს ლიკვიდობის იმ პირობებს, რომლებიც აუცილებელია ფინანსური სისტემის გამართული ფუნქციონირებისა და მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანი განხორციელებისთვის. კომერციული ბანკის მიერ სესხის გაცემისას საბალანსო უწყისში ერთდროულად ჩნდება ახალი აქტივი და ახალი ვალდებულება: აქტივის მხარეს – მსესხებლის მიმართ მოთხოვნა, ხოლო ვალდებულებების მხარეს – შესაბამისი დეპოზიტი. შედეგად, სესხის გაცემის პროცესი პირდაპირ იწვევს დეპოზიტის შექმნას და ამ გზით ზრდის ეკონომიკაში არსებულ ფართო ფულს. შესაბამისად, რამდენადაც დეპოზიტი წარმოიშობა სესხის გაცემის შედეგად და არა პირიქით, თანამედროვე მონეტარულ სისტემებში საბანკო დაკრედიტება არ შეიძლება განვიხილოთ მხოლოდ უკვე არსებული დანაზოგების გადანაწილებად.

აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ დეპოზიტების შექმნა თანამედროვე ეკონომიკაში მხოლოდ საბანკო დაკრედიტების გზით არ ხდება. დეპოზიტების დინამიკა შეიძლება უკავშირდებოდეს სხვა არხებსაც, მათ შორის უცხოური ვალუტით მოზიდული დეპოზიტების კონვერსიას ადგილობრივ ვალუტაში, მთავრობის ხარჯვასა და სხვა საბალანსო ოპერაციებს². მიუხედავად ამისა, საბანკო დაკრედიტება წარმოადგენს დეპოზიტების შექმნის ერთ-ერთ ძირითად მექანიზმს და სწორედ ამ არხზე ამახვილებს ყურადღებას წინამდებარე ანალიზი.

სესხის გაცემის შედეგად შექმნილი დეპოზიტები, თავის მხრივ, წარმოშობს ბანკების მო-

თხოვნას ლიკვიდურ სახსრებზე. როდესაც დეპოზიტები გადაადგილდება ბანკებს შორის გადარიცხვების გზით, ან როდესაც დეპოზიტორები თანხის ნაწილს ნაღდი ფულის სახით იღებენ, კონკრეტულ ბანკებს შეიძლება გაუჩნდეთ დამატებითი მოთხოვნა რეზერვებზე. მსგავსი მოთხოვნა ასევე შეიძლება წარმოიშვას სარეზერვო მოთხოვნების დაკმაყოფილების საჭიროების შედეგად. ნორმალურ პირობებში აღნიშნული მოთხოვნის მნიშვნელოვან ნაწილს საბანკო სისტემა ბანკთაშორისი ბაზრის მეშვეობით თავად იკმაყოფილებს. თუმცა სექტორის მასშტაბით რეზერვების მთლიანი მოცულობა საბოლოოდ დამოკიდებულია ცენტრალური ბანკის ოპერაციებზე. ამიტომ, როდესაც ლიკვიდობის მოთხოვნა აღემატება სხვა წყაროებით მიწოდებულ მოცულობას, ცენტრალური ბანკი უზრუნველყოფს დამატებითი რეზერვების მიწოდებას.

თანამედროვე მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო ჩარჩოში ლიკვიდობის მიწოდების ასეთი ოპერაციების მთავარი მიზანი არ არის ფულის მასის პირდაპირი რაოდენობრივი კონტროლი. ცენტრალური ბანკები, როგორც წესი, ცდილობენ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მართვას, რადგან სწორედ ამ არხით ხდება ფინანსურ პირობებზე გავლენის მოხდენა ეკონომიკაში. ამისათვის ცენტრალური ბანკი რეზერვების მიწოდებას უსაბამებს საბანკო სისტემის ლიკვიდობის მოთხოვნას ისე, რომ მოკლევადიანი საბაზრო განაკვეთები პოლიტიკის მიზნობრივ განაკვეთთან ახლოს შენარჩუნდეს.

ამგვარად, ფულის შექმნისა და მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო მექანიზმი შეიძლება წარმოვიდგინოთ როგორც ურთიერთდაკავშირებული ეტაპების ციკლი. კომერციული ბანკები სესხების გაცემის გზით ქმნიან დეპოზიტებს და ამით ზრდიან ფულის მასას ეკონომიკაში. დეპოზიტების გადაადგილება და გამოყენება წარმოშობს მოთხოვნას ლიკვიდურ

2. მეტი დეტალებისთვის, მაგალითად, იხილეთ ევროპის ცენტრალური ბანკის მონეტარული ანალიზის განხილვა (Picón et al., 2020).

სახსრებზე. ცენტრალური ბანკი, თავის მხრივ, უზრუნველყოფს საჭირო რეზერვების მიწოდებას ისე, რომ მოკლევადიანი საბაზრო საპროცენტო განაკვეთები პოლიტიკის მიზნობრივ დონესთან ახლოს შენარჩუნდეს. ამ გზით მონეტარული პოლიტიკა გავლენას ახდენს საბანკო დაკრედიტების პირობებზე, ეკონომიკურ აქტივობასა და საბოლოოდ ინფლაციის დინამიკაზე.

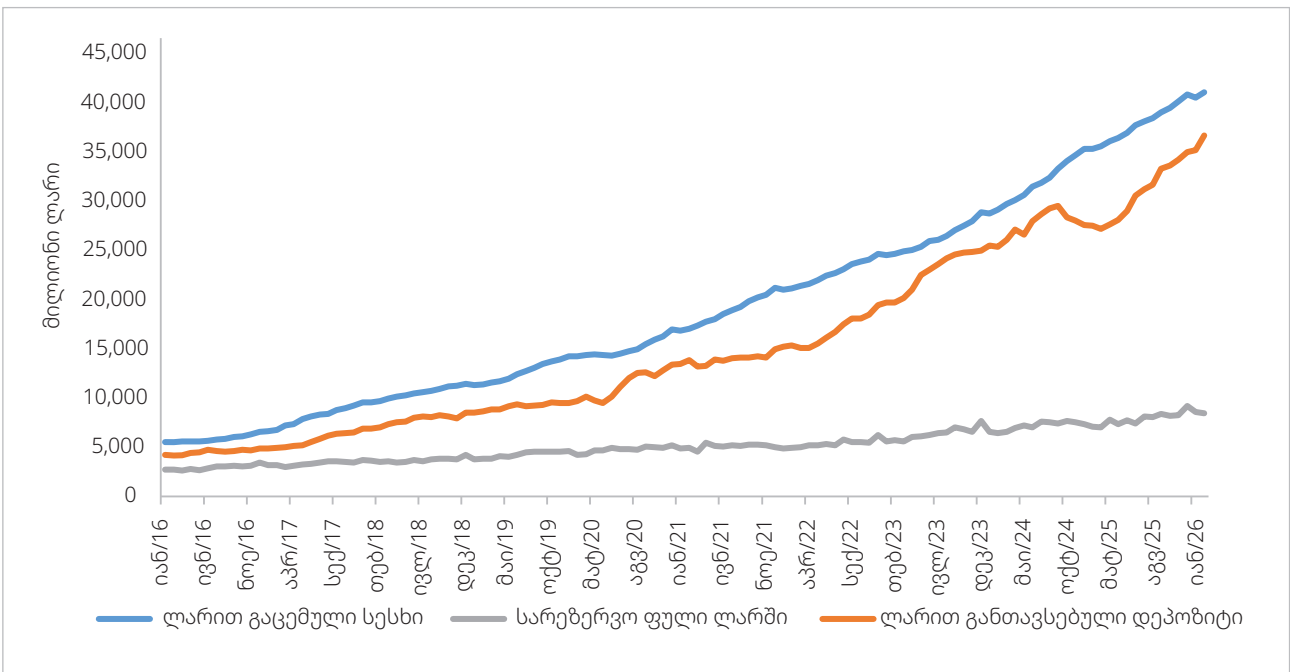
სწორედ ამ კონტექსტში ხდება მნიშვნელოვანი ფულის შექმნის პროცესის სწორი ინტერპრეტაცია მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო პრაქტიკისა და პოლიტიკის კომუნიკაციის გასაგებად. აღწერილი ანალიტიკური ჩარჩო ქმნის საფუძველს იმისათვის, რომ აღნიშნული მექა-

ნიზმის მოქმედება მონაცემების გამოყენებით განვიხილოთ.

ფულის შექმნისა და ლიკვიდობის მართვის მექანიზმის ილუსტრაცია

ამ სექციაში საქართველოს საბანკო სისტემის მონაცემების გამოყენებით წარმოვადგენთ რამდენიმე ემპირიულ დაკვირვებას, რომელიც ასახავს აღწერილი მექანიზმის სხვადასხვა ეტაპს. ქვემოთ მოტანილი დიაგრამები მიზნად ისახავენ არა განხილული ურთიერთკავშირების მიზეზ-შედეგობრივი შეფასებას, არამედ მონეტარული სისტემის ფუნქციონირების იმ პრაქტიკული ასპექტების ილუსტრაციას, რომლებიც ანალიტიკურ ჩარჩოში იყო მოცემული.

დიაგრამა 1. სესხები, დეპოზიტები და სარეზერვო ფული



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

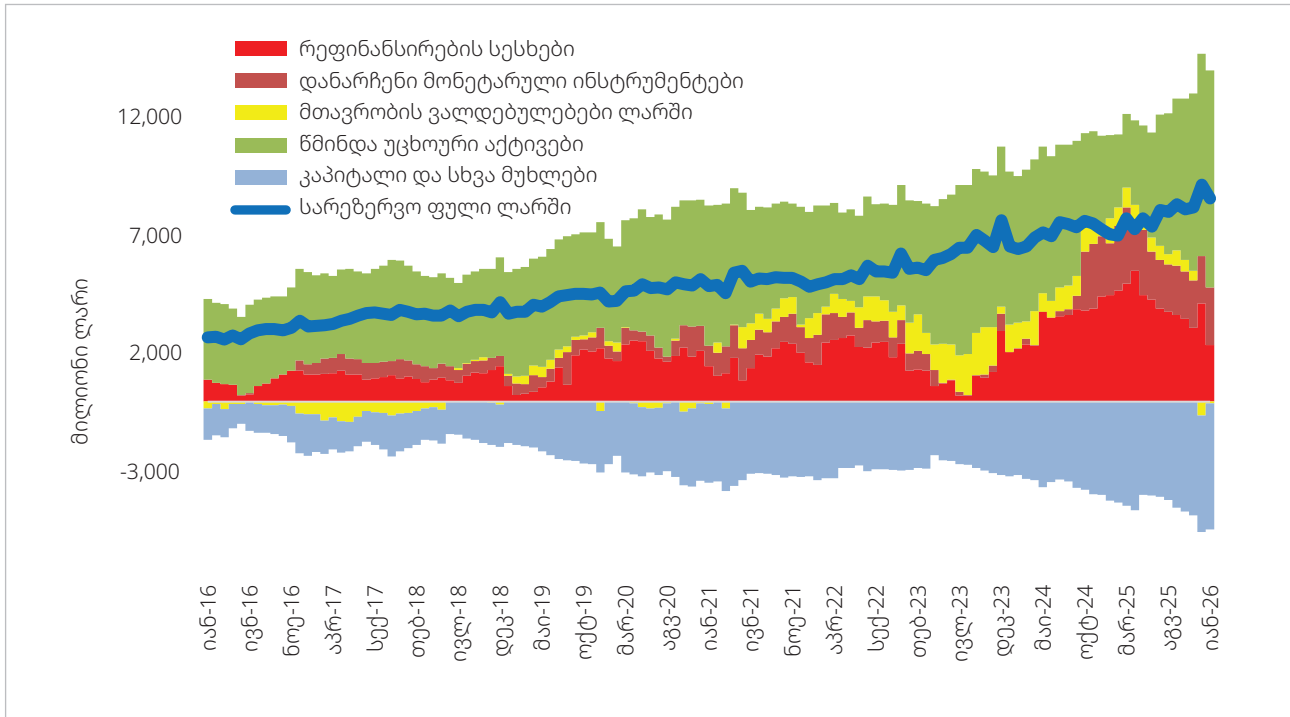
დიაგრამა 1 ასახავს ლარით გაცემული სესხების, განთავსებული დეპოზიტებისა და სარეზერვო ფულის დინამიკას საქართველოში, საიდანაც ჩანს, რომ სესხების პორტფელი ბოლო 10 წლის განმავლობაში 7.4-ჯერ გაიზარდა. დეპოზიტების პორტფელი ამავე პერიოდში 8.7-ჯერ გაიზარდა, თუმცა სესხებისგან გან-

სხვავებით მისი დინამიკა პერიოდულად უფრო შესამჩნევ მერყეობას ავლენს. ეს სურათი შეესაბამება ინტერპრეტაციას, რომლის მიხედვითაც დაკრედიტების გაფართოებასთან ახლავს ახალი დეპოზიტების შექმნა, თუმცა დეპოზიტების არსებული მოცულობა თავისთავად არ წარმოადგენს სესხის გაცემის

წინასწარ განსაზღვრულ შეზღუდვას. ეს გარემოება განსაკუთრებით მკაფიოდ ჩანს სარეზერვო ფულის დინამიკასთან შედარებისას: იგი მნიშვნელოვნად განსხვავებული ტრაექტორიით მოძრაობს და ბოლო 10 წლის განმავლობაში მხოლოდ სამჯერ გაიზარდა.

ზემოთქმულიდან გამომდინარე, მნიშვნელოვანია გავანალიზოთ, როგორ ფორმირდება საბანკო სისტემაში საჭირო სარეზერვო ფული, რაც დიაგრამა 2-ში არის წარმოდგენილი.

დიაგრამა 2. სარეზერვო ფული და მისი ძირითადი წყაროები



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

დიაგრამა 2 აჩვენებს ლარის სარეზერვო ფულის დინამიკას და მის ძირითად საბალანსო კომპონენტებს. სარეზერვო ფულის მოცულობა ამ ფაქტორების ერთობლივი გავლენით ყალიბდება, მათ შორის, წმინდა უცხოური აქტივებით, მთავრობის ლარში დენომინირებული ვალდებულებებით, ეროვნული ბანკის კაპიტალითა და სხვა საბალანსო პოზიციებით, მათ შორის მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებით – რეფინანსირების სესხებითა და სხვა ოპერაციებით.

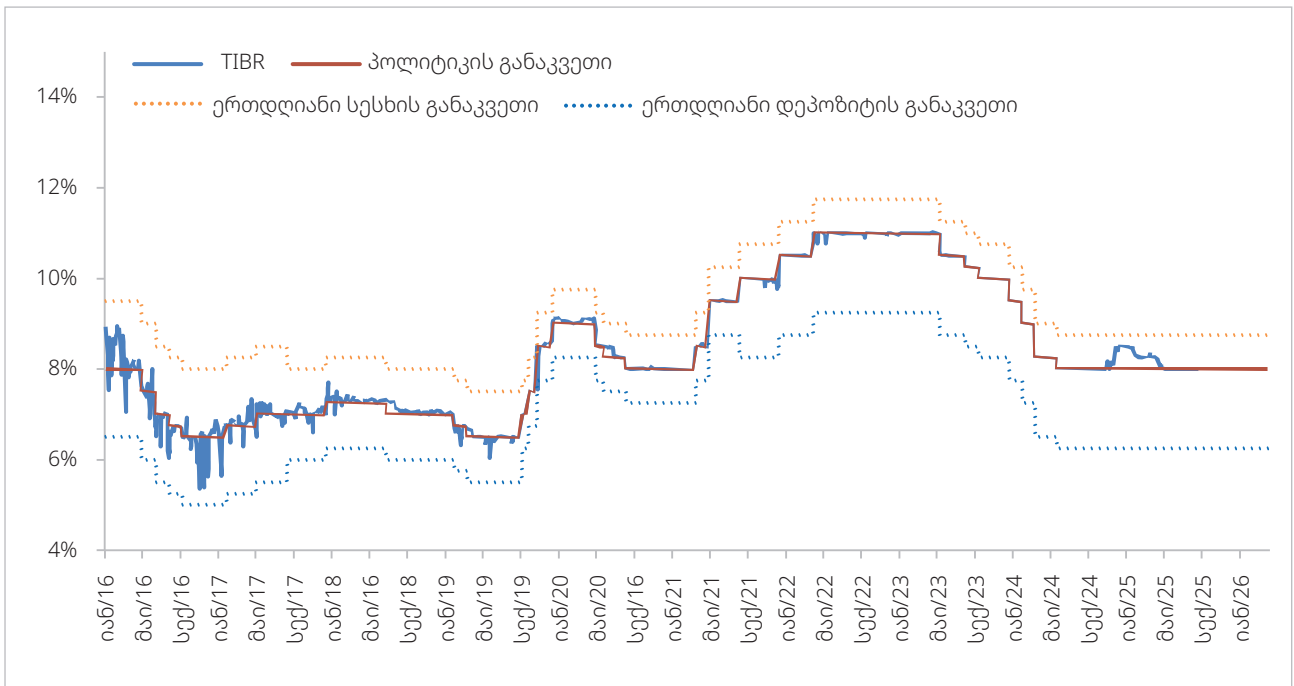
დიაგრამიდან ჩანს, რომ სარეზერვო ფულის ცალკეული კომპონენტები დროთა განმავლო-

ბაში მნიშვნელოვნად მერყეობს, მაშინ როცა სარეზერვო ფულის საერთო ტრაექტორია შედარებით უფრო გლუვია, რაც იმაზე მიუთითებს, რომ ცალკეული კომპონენტების ცვლილება ხშირად სხვა კომპონენტებით კომპენსირდება. ეს შეესაბამება მონეტარული პოლიტიკის ოპერაციულ ჩარჩოს, რომლის ფარგლებში ცენტრალური ბანკი საბანკო სისტემის ლიკვიდობას ღია ბაზრის ოპერაციების (მათ შორის, რეფინანსირების ოპერაციების) გამოყენებით მართავს. ლიკვიდობის მართვის სწორედ ასეთ პირობებში ხდება მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ფორმირება ბანკთაშორის ბაზარზე, რასაც შემდეგ დიაგრამაში განვიხილავთ.

დიაგრამა 3 ასახავს ეროვნული ბანკის პოლიტიკის განაკვეთის, ბანკთაშორისი ბაზრის განაკვეთის (TIBR) და მონეტარული პოლიტიკის დერეფნის დინამიკას საქართველოში, საიდანაც ჩანს, რომ ბანკთაშორისი ბაზრის განაკვეთი, როგორც წესი, ახლოს მოძრაობს პოლიტიკის განაკვეთთან და მონეტარული პოლიტიკის დერეფნის ფარგლებში რჩება. ეს იმაზე მიუთითებს, რომ საბანკო სისტემაში ლიკვიდობის მართვის ოპერაციები ეფექტიანად

უზრუნველყოფს მოკლევადიანი საბაზრო საპროცენტო განაკვეთების პოლიტიკის მიზნობრივ დონესთან დაახლოებას. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ეროვნული ბანკის ოპერაციული ინსტრუმენტები – მათ შორის რეფინანსირების ოპერაციები და ღია ბაზრის სხვა ოპერაციები – ქმნიან ისეთ ლიკვიდურ გარემოს, რომელშიც ბანკთაშორისი ბაზრის საპროცენტო განაკვეთი პოლიტიკის განაკვეთის ირგვლივ ყალიბდება.

დიაგრამა 3. პოლიტიკის განაკვეთი და ბანკთაშორისი ბაზრის განაკვეთი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

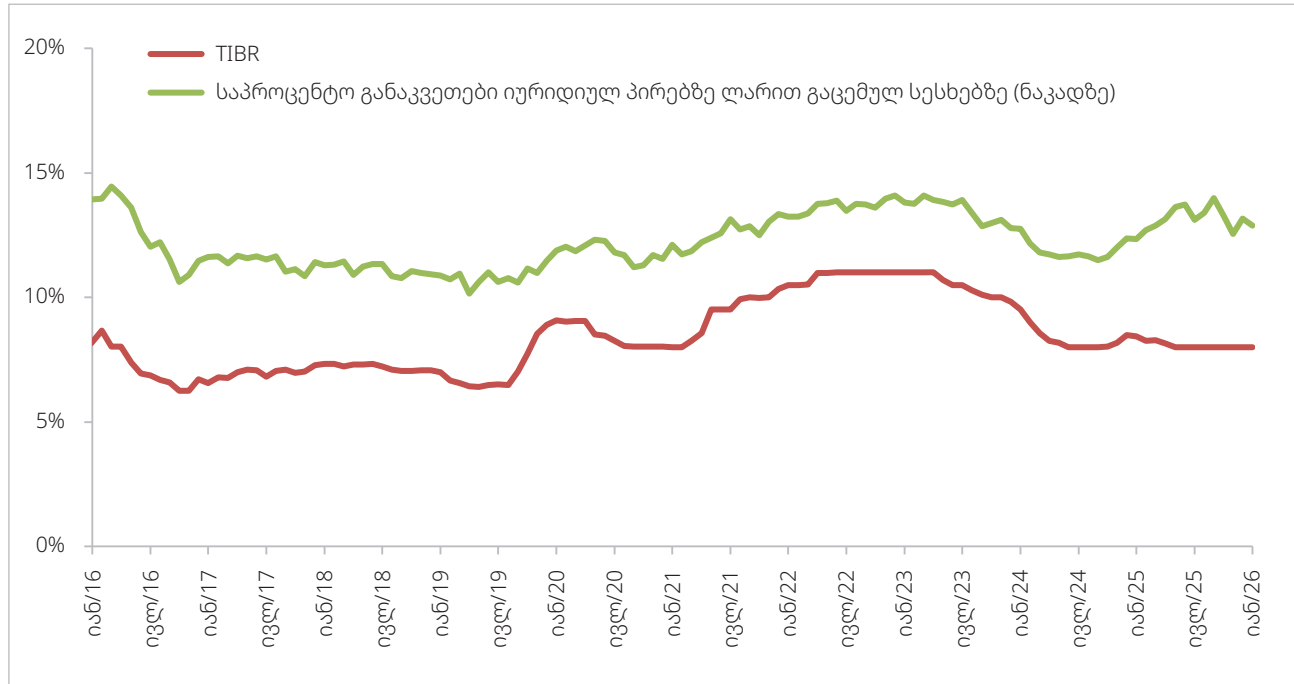
ამგვარად, წარმოდგენილი მონაცემები ასახავს მონეტარული პოლიტიკის ოპერაციული ჩარჩოს ერთ-ერთ მთავარ მახასიათებელს: ცენტრალური ბანკი გავლენას ახდენს ფინანსურ პირობებზე პირველ რიგში მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მეშვეობით. ეს განაკვეთები წარმოადგენს საბანკო დაკრედიტების პირობებზე მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის საწყის წერტილს, რის ილუსტრირებასაც მოვახდენთ ქვემოთ, დიაგრამა 4-ზე.

დიაგრამა აჩვენებს ბანკთაშორისი ბაზრის განაკვეთებისა და იურიდიულ პირებზე გაცემული ლარის სესხების საშუალო საპროცენტო განაკვეთებს შორის ურთიერთკავშირს, რომელთა შორის აშკარად იკვეთება თანმიმდევრული დამოკიდებულება: ბანკთაშორისი ბაზრის განაკვეთის ცვლილებებს, როგორც წესი, თან ახლავს სესხების საპროცენტო განაკვეთების შესაბამისი მიმართულებით მოძრაობა. ეს ურთიერთკავშირი ასახავს მონე-

ტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმს, რომლის მიხედვითაც მოკლევადიანი საბაზრო განაკვეთები გავლენას ახდენს საბანკო დაკრედიტების ფასზე. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებები ეკონომიკაში გადადის სესხების საპროცენტო განაკვეთის მეშვეობით და გავლენას ახდენს დაკრედიტების პირობებზე.

რული პოლიტიკის ცვლილებები ეკონომიკაში გადადის სესხების საპროცენტო განაკვეთის მეშვეობით და გავლენას ახდენს დაკრედიტების პირობებზე.

დიაგრამა 4. TIBR და სესხების საპროცენტო განაკვეთი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

ზოგჯერ გამოითქმება მოსაზრება, რომ მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის აღწერილი მექანიზმისგან განსხვავებით, ინფლაციის დინამიკა შეიძლება უფრო პირდაპირ იყოს დაკავშირებული ფულის მასის ზრდასთან (იხ., მაგალითად, ხორგუაშვილი, 2024). ამ არგუმენტის მიხედვით, ფულის მასის ზრდა ინფლაციაზე შეიძლება არა მყისიერად, არამედ გარკვეული დროითი დაგვიანებით აისახოს.

აღნიშნული მოსაზრების შესაფასებლად წარმოგიდგინთ სტატისტიკურ კორელაციას ფულის მასის (M2) წლიურ ზრდასა და წლიურ ინფლაციას შორის 2001 წლიდან 2026 წლის თებერვლის ჩათვლით, სხვადასხვა პერიოდსა და დროით ლაგზე.

ცხრილი 1. კორელაციები ფულის მასის წლიური ზრდის ტემპსა და წლიურ ინფლაციას შორის

2001-2026	2001-2010	2011-2016	2017-2026	2017-2026 (1 თვის ლაგით)	2017-2026 (3 თვის ლაგით)	2017-2026 (6 თვის ლაგით)	2017-2026 (9 თვის ლაგით)	2017-2026 (12 თვის ლაგით)
34.8%	68.7%	-8.3%	-30.9%	-33.8%	-35.4%	-35.2%	-32.3%	-30.2%

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, ავტორთა გამოთვლები.

მთლიან პერიოდზე (2001-2026) გამოთვლილი კორელაცია ნაკლებად ინფორმაციულია, რადგან იგი მოიცავს მონეტარული პოლიტიკის განსხვავებულ რეჟიმებს. ამიტომ, მთლიანი პერიოდი პირობითად იყოფა ორ ეტაპად: 2001-2010 წლები, როდესაც მონეტარული პოლიტიკა უპირატესად ფულად აგრეგატებზე იყო ორიენტირებული, და 2010-2026 წლები, როდესაც საქართველოს ეროვნული ბანკი სრულად გადავიდა ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე.

როგორც ცხრილიდან ჩანს, მთლიან პერიოდზე ფულის მასის ზრდასა და ინფლაციას შორის შედარებით მაღალი კორელაცია მნიშვნელოვანწილად სწორედ 2001-2010 წლების ძლიერი დადებითი ურთიერთკავშირით არის განპირობებული. 2010 წლიდან, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადასვლის შემდეგ, ფულის მასის ზრდასა და ინფლაციას შორის პოზიტიური კავშირი პრაქტიკულად აღარ იკვეთება. ეს შეესაბამება მონეტარული პოლიტიკის მოქმედ ჩარჩოს, რომლის ფარგლებში ეროვნული ბანკის ოპერაციული ინსტრუმენტი არის არა ფულის რომელიმე აგრეგატის ზრდის მიზნობრივი მართვა, არამედ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი.

უფრო გვიან პერიოდში, განსაკუთრებით 2016 წლის შემდეგ, ფულის მასის ზრდის ტემპსა და ინფლაციას შორის კორელაცია მკვეთრად უარყოფითიც კი ხდება. ეს ნაწილობრივ შეიძლება უკავშირდებოდეს ლარიზაციის ხელშემწყობ ღონისძიებებს, რომელთა პარალელურად გაიზარდა ლარის, როგორც დანაზოგის ინსტრუმენტის, მიმართ მოთხოვნა. შედეგად, ლარის ფულის მასის ზრდის ტემპი გაიზარდა, თუმცა იმავე პერიოდში ინფლაციის შესაბამისი ზრდა არ დაფიქსირებულა.

ცხრილში წარმოდგენილი დროითი ლაგების ანალიზი მსგავს შედეგს იძლევა. თუ ფულის მასის ზრდას მართლაც ჰქონდა სისტემატური დაგვიანებული გავლენა ინფლაციაზე, მოსალოდნელი იქნებოდა, რომ კორელაცია

დროითი ლაგის ზრდასთან ერთად გაძლიერდებოდა. თუმცა წარმოდგენილი შედეგები საპირისპირო ტენდენციას აჩვენებს: დროითი ლაგის ზრდასთან ერთად კორელაცია არა მხოლოდ არ იზრდება, არამედ თანდათანობით მცირდება.

წარმოდგენილი დიაგრამები და ცხრილი ერთობლიობაში ფაქტობრივად ასახავს მონეტარული სისტემის ფუნქციონირების იმ მექანიზმს, რომელიც ანალიტიკურ ნაწილში იყო აღწერილი. საბანკო დაკრედიტების გაფართოებას თან ახლავს დეპოზიტების ზრდა, რაც საბანკო სისტემაში წარმოშობს მოთხოვნას ლიკვიდურ სახსრებზე. ცენტრალური ბანკი, თავის მხრივ, საკუთარი ოპერაციული ინსტრუმენტების გამოყენებით უზრუნველყოფს ამ მოთხოვნის დაკმაყოფილებას და ქმნის პირობებს, რომ მოკლევადიანი საბაზრო საპროცენტო განაკვეთები პოლიტიკის მიზნობრივ დონესთან ახლოს ჩამოყალიბდეს. ამის შედეგად მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებები გავლენას ახდენს საბანკო დაკრედიტების პირობებზე და, საბოლოოდ, ეკონომიკურ აქტივობაზე. ამასთან, ფულის მასის ზრდასა და ინფლაციას შორის მარტივი და სტაბილური კავშირი მონაცემებში არ იკვეთება, რაც კიდევ ერთხელ მიუთითებს იმაზე, რომ მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ძირითადი არხი საპროცენტო განაკვეთების მეშვეობით მოქმედებს.

მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის მნიშვნელობა საქართველოს კონტექსტში

წარმოდგენილმა თეორიულმა და ემპირიულმა ანალიზმა აჩვენა, რომ ფულის შექმნის პროცესის სწორი ინტერპრეტაცია არსებითია თანამედროვე მონეტარული პოლიტიკის ადეკვატურად გასაგებად, რომლის ეფექტიანი კომუნიკაციისთვის გადამწყვეტ მნიშვნელობა აქვს, იმას თუ რამდენად სწორად ესმით ეკონომიკურ აგენტებს აღწერილი მექანიზმის შინაარსი.

საქართველოში მიმდინარე საჯარო დისკუსიებში პერიოდულად ვლინდება ინტერპრეტაცია, რომლის თანახმადაც ეროვნული ბანკის მიერ რეფინანსირების სესხების გაცემა უშუალოდ წარმოადგენს „ფულის ბეჭდვას“ და შესაბამისად, გარდაუვლად წარმოშობს ინფლაციურ ზეწოლას. ამგვარი მოსაზრება ეფუძნება ფულის შექმნის ტრადიციულ, მულტიპლიკატორულ ხედვას, რომლის მიხედვითაც საბანკო სისტემაში მიწოდებული რეზერვები მექანიკურად გარდაიქმნება ფართო ფულად. თუმცა, როგორც ზემოთ ვნახეთ, თანამედროვე მონეტარული პოლიტიკის ოპერაციულ ჩარჩოში ცენტრალური ბანკის მიერ ლიკვიდობის მიწოდება, პირველ რიგში, ემსახურება მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მართვას და არა ფართო ფულის მოცულობის პირდაპირ რაოდენობრივ ზრდას.

ამ განსხვავების არასათანადო გააზრებას მნიშვნელოვანი პრაქტიკული შედეგები შეიძლება მოჰყვეს. პირველ რიგში, ეროვნული ბანკის ლიკვიდობის სტანდარტული ოპერაციების ინფლაციური ბუნების შესახებ მცდარმა აღქმამ შესაძლოა დაუსაბუთებლად გააძლიეროს ინფლაციური მოლოდინები. მეორე, აღნიშნულმა წარმოდგენებმა შეიძლება გაართულოს მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებების სწორი ინტერპრეტაცია, განსაკუთრებით იმ შემთხვევებში, როდესაც ლიკვიდობის მიწოდების ზრდა განპირობებულია საოპერაციო მიზნებით და არა მონეტარული სტიმულის დამატებითი გაძლიერების სურვილით. მესამე, თუ საზოგადოებრივ აღქმაში რეზერვების დინამიკა სისტემატურად გაიგივდება ინფლაციის განმსაზღვრელ ფაქტორთან, ეს შეიძლება უარყოფითად აისახოს ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმისადმი ნდობასა და მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის ეფექტიანობაზე.

ამგვარ პირობებში საქართველოს ეროვნული ბანკის კომუნიკაციისათვის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია რამდენიმე პრინციპული გარემოების თანმიმდევრული და მკაფიო გან-

მარტება. კერძოდ, აუცილებელია ხაზგასმა, რომ სარეზერვო ფული და ფართო ფული კონცეპტუალურად განსხვავებული კატეგორიებია და მათ შორის კავშირი არც მექანიკურია და არც სტაბილური. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ რეფინანსირების ოპერაციები წარმოდგენილი იქნას როგორც საბანკო სისტემის ლიკვიდობის მართვის ინსტრუმენტი, რომლის ძირითადი დანიშნულებაა მოკლევადიანი საბაზრო საპროცენტო განაკვეთების პოლიტიკის განაკვეთთან დაახლოება. ამასთან, მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის განმარტებისას საჭიროა განსაკუთრებული ყურადღება მიექცეს იმ გარემოებას, რომ პოლიტიკის გავლენა ეკონომიკურ აქტივობაზე და ინფლაციაზე ძირითადად საპროცენტო განაკვეთის, დაკრედიტების პირობებისა და მოლოდინების არხებით ვრცელდება და არა ფულის რომელიმე აგრეგატის ავტომატური კონტროლის გზით.

წინამდებარე ნაშრომში წარმოდგენილი მონაცემებიც სწორედ ამ ინტერპრეტაციას ემსახურება. ერთი მხრივ, სესხების, დეპოზიტებისა და სარეზერვო ფულის დინამიკის შედარება აჩვენებს, რომ აღნიშნული ცვლადები განსხვავებული ტრაექტორიებით მოძრაობს, რაც არ შეესაბამება მულტიპლიკატორული ხედვის მარტივ ლოგიკას. მეორე მხრივ, ბანკთაშორისი ბაზრის განაკვეთის პოლიტიკის განაკვეთთან მდგრადი სიახლოვე მიუთითებს, რომ ეროვნული ბანკის საოპერაციო ჩარჩო პრაქტიკაში მართლაც მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მართვაზეა ორიენტირებული. გარდა ამისა, ფულის მასის ზრდასა და ინფლაციას შორის სტაბილური დადებითი კავშირის არარსებობა, განსაკუთრებით ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის პირობებში, ასუსტებს იმ არგუმენტს, რომლის მიხედვითაც სარეზერვო ფულის ან ფართო ფულის ზრდა ავტომატურად უნდა გარდაიქმნებოდეს ინფლაციურ პროცესად.

აქედან გამომდინარე, მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაცია საქართველოს პირობებში არ უნდა შემოიფარგლებოდეს მხოლოდ გადაწყვე-

ტილებებისა და პროგნოზების საჯარო განცხადებით. იგი უნდა მოიცავდეს იმ ინსტიტუციური მექანიზმის უფრო ფართო და სისტემატურ ახსნასაც, რომლის ფარგლებშიც ფუნქციონირებს თანამედროვე მონეტარული სისტემა. კერძოდ, სასურველია, რომ კომუნიკაციაში უფრო მკაფიოდ გაიმიჯნოს ერთმანეთისგან ლიკვიდობის მართვა, ფულის მასის დინამიკა და ინფლაციის ფორმირების პროცესი. მსგავსი მიდგომა ხელს შეუწყობს ფულის შექმნის შესახებ გამარტივებული და მცდარი წარმოდგენების შემცირებას, გააუმჯობესებს მონეტარული პოლიტიკის სიგნალების აღქმას და შეამცირებს ეროვნული ბანკის საოპერაციო ქმედებების არასწორი ინტერპრეტაციის ალბათობას.

უფრო ფართო კონტექსტში, ფულის შექმნის თანამედროვე ინსტიტუციური ხედვის ეფექტიანი კომუნიკაცია შეიძლება განვიხილოთ, როგორც ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის მხარდამჭერი მნიშვნელოვანი კომპონენტი. როდესაც ეკონომიკურ აგენტებს უფრო მკაფიო წარმოდგენა ექნებათ იმის შესახებ, რომ ცენტრალური ბანკის საოპერაციო მოქმედებები მიმართულია საპროცენტო განაკვეთების მართვისაკენ და არა ფულის რაოდენობის უშუალო კონტროლისკენ, უფრო გასაგები გახდება მონეტარული პოლიტიკის რეაქციის ფუნქციაც. ეს კი, თავის მხრივ, ხელს შეუწყობს მონეტარული პოლიტიკის პროგნოზირებადობის, სანდოობისა და ეფექტიანობის ზრდას.

დასკვნა

წინამდებარე სტატიაში განხილული იყო ფულის შექმნისა და ლიკვიდობის მართვის მექანიზმი თანამედროვე მონეტარული ხედვის საფუძველზე და აღნიშნული ჩარჩო განალიზდა საქართველოს ეროვნული ბანკის საოპერაციო პრაქტიკის მაგალითზე. ნაშრომის მთავარი არგუმენტი მდგომარეობს იმაში, რომ თანამედროვე მონეტარულ სივრცეში კომერციული ბანკები ფულს ქმნიან სესხის გაცემის პროცესში, ხოლო ცენტრალური ბანკი ამ პროცესის შედეგად წარმოქმნილ ლიკვიდობის მოთხოვნაზე რეაგირებს იმგვარად,

რომ მოკლევადიანი საბაზრო საპროცენტო განაკვეთები პოლიტიკის განაკვეთის მიზნობრივ დონესთან ახლოს შეინარჩუნოს. ამდენად, ცენტრალური ბანკის როლი ფულის შექმნის პროცესში უნდა განიმარტოს როგორც ლიკვიდობის საბოლოო მიმწოდებლის ფუნქცია და არა როგორც ფართო ფულის მოცულობის წინასწარ განსაზღვრული რაოდენობრივი კონტროლი.

ლიტერატურის მიმოხილვამ აჩვენა, რომ ფულის მულტიპლიკატორზე დაფუძნებული ტრადიციული ხედვა თანდათანობით ჩანაცვლდა იმ გაგებით, რომელიც კომერციულ ბანკებს ფულის აქტიურ შემქმნელებად განიხილავს. აღნიშნული მიდგომა სულ უფრო მკაფიოდ აისახება როგორც თანამედროვე აკადემიურ ლიტერატურაში, ისე ცენტრალური ბანკების ოფიციალურ განმარტებებში. საქართველოს ეროვნული ბანკის საოპერაციო ჩარჩოს ანალიზმაც დაადასტურა, რომ ფულის შექმნის ენდოგენური ინტერპრეტაცია უფრო ადეკვატურად ასახავს მონეტარული პოლიტიკის პრაქტიკულ მექანიზმს, ვიდრე ტრადიციული მულტიპლიკატორული წარმოდგენა.

ნაშრომში მოცემულმა ემპირიულმა ილუსტრაციებმა ასევე აჩვენა, რომ სესხების, დეპოზიტებისა და სარეზერვო ფულის დინამიკა საქართველოში არ შეესაბამება იმ დაშვებას, რომლის მიხედვითაც ფართო ფულის ზრდა ცენტრალური ბანკის მიერ მიწოდებული რეზერვების მექანიკური გამრავლების შედეგია. ამასთანავე, ბანკთაშორისი ბაზრის განაკვეთის პოლიტიკის განაკვეთთან სიახლოვე მიუთითებს, რომ ეროვნული ბანკის საოპერაციო ჩარჩოს ძირითადი ფუნქცია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მართვაა. ამავე დროს, ფულის მასის ზრდასა და ინფლაციას შორის სტაბილური დადებითი კავშირის არარსებობა, განსაკუთრებით ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის პირობებში, აჩვენებს, რომ საქართველოში მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ძირითადი არხი საპროცენტო განაკვეთების მეშვეობით მოქმედებს და არა

ფულის აგრეგატების ავტომატური დინამიკის საფუძველზე.

ნაშრომის ერთ-ერთი ძირითადი დასკვნა ისიც არის, რომ ფულის შექმნის პროცესის ინსტიტუციურად სწორი ინტერპრეტაცია მნიშვნელოვანია არა მხოლოდ თეორიული სიზუსტისათვის, არამედ მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის ეფექტიანობისათვისაც. იმ შემთხვევაში, თუ ეროვნული ბანკის ლიკვიდობის მიზნების ოპერაციები საზოგადოებრივ აღქმაში განიხილება როგორც ინფლაციის უშუალო და ავტომატური წყარო, ეს შეიძლება აფერხებდეს მონეტარული პოლიტიკის სიგნალების სწორად აღქმას, აძლიერებდეს მცდარ მოლოდინებს და ასუსტებდეს პოლიტიკის სანდოობას. შესაბამისად, თანამედროვე მონეტარული პოლიტიკის პირობებში განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება იმგვარ კომუნიკაციას, რომელიც მკაფიოდ განასხვავებს ერთმანეთისგან რეზერვებს, ფართო ფულსა და ინფლაციის ფორმირების პროცესს.

საბოლოოდ, საქართველოს მაგალითი ცხადყოფს, რომ თანამედროვე მონეტარული სისტემის ფუნქციონირების ადეკვატური აღწერა მოითხოვს ყურადღების გადატანას ფულის რაოდენობრივი კონტროლის ტრადიციული წარმოდგენებიდან საპროცენტო განაკვეთების მართვის, ლიკვიდობის საოპერაციო უზრუნველყოფისა და მოლოდინების ფორმირების მექანიზმებზე. სწორედ ამ ჩარჩოში ხდება შესაძლებელი როგორც მონეტარული პოლიტიკის პრაქტიკული მოქმედების უკეთ გააზრება, ისე მისი კომუნიკაციის გაუმჯობესება ფასების სტაბილურობის მიზნის მხარდასაჭერად.

გამოყენებული ლიტერატურა

ხორგუაშვილი, ზ. (2024) *საქართველოს ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის რეფორმის მიმართულება*. თბილისი: Gnomon Wise. ხელმისაწვდომია: <https://gnomonwise.org/storage/publications/April2024/a59Cf7AkTLKO46o4nzuY.pdf> (წვდომა: 14 აპრილი 2026).

Bindseil, U. (2014) *Monetary policy operations and the financial system*. Oxford: Oxford University Press.

Blanchard, O. (2008) *Macroeconomics*. 4th edn. Upper Saddle River, NJ: Pearson Prentice Hall.

Blinder, A. S., Ehrmann, M., Fratzscher, M., De Haan, J. and Jansen, D. J. (2008) Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, 46(4), pp. 910–945.

Borio, C. (2019) On money, debt, trust and central banking. *BIS Working Papers*, No. 763. Basel: Bank for International Settlements.

Coibion, O. and Gorodnichenko, Y. (2015) Information rigidity and the expectations formation process: A simple framework and new facts. *American Economic Review*, 105(8), pp. 2644–2678.

Deutsche Bundesbank (2017) The role of banks, non-banks and the central bank in the money creation process. *Monthly Report*, April, pp. 13–31.

Disyatat, P. (2008) Monetary policy implementation: Misconceptions and their consequences. *BIS Working Paper*, No. 269. Basel: Bank for International Settlements.

Faure, S. and Gersbach, H. (2021) On the money creation approach to banking. *Annals of Finance*, 17(3), pp. 265–318.

Fontana, G. and Venturino, E. (2003) Endogenous money: An analytical approach. *Scottish Journal of Political Economy*, 50(4), pp. 398–416.

Gross, M. and Siebenbrunner, C. (2019) Money creation in fiat and digital currency systems. *IMF Working Paper*, No. 19/285. Washington, DC: International Monetary Fund.

Jakab, Z. and Kumhof, M. (2015) Banks are not intermediaries of loanable funds – and why this matters. *Bank of England Working Paper*, No. 529. London: Bank of England.

Kaldor, N. (1982) *The scourge of monetarism*. Oxford: Oxford University Press.

Mankiw, N. G. (2007) *Principles of economics*. 4th edn. Mason, OH: Thomson South-Western.

McLeay, M., Radia, A. and Thomas, R. (2014) Money creation in the modern economy. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 54(1), pp. 14–27.

Mishkin, F. S. (2021) *The economics of money, banking, and financial markets*. 13th edn. Harlow: Pearson.

Moore, B. J. (1986) How credit drives the money supply: The significance of institutional developments. *Journal of Economic Issues*, 20(2), pp. 443–452.

Picón Aguilar, C., Oliveira Soares, R. and Adalid, R. (2020) Revisiting the monetary presentation of the euro area balance of payments. *ECB Occasional Paper*,

No. 238. Frankfurt am Main: European Central Bank.

Sieroní, A. (2019) Endogenous versus exogenous money: Does the debate really matter? *Research in Economics*, 73(4), pp. 329–338.

Jordan, T. (2018) How money is created by the central bank and the banking system. Speech, Swiss National Bank, 16 January.

Tobin, J. (1963) Commercial banks as creators of “money”. In: Carson, D. (ed.) *Banking and monetary studies*. Homewood, IL: Richard D. Irwin, pp. 408–419.

Woodford, M. (2003) *Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

ფისკალური პოლიტიკის გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე: ემპირიული შეფასება საქართველოსთვის

ნინო მიქელაძე

ანოტაცია

კოვიდ-19-ის პანდემიასთან დაკავშირებულმა ეკონომიკურმა მოვლენებმა კიდევ ერთხელ დაადასტურა ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირებისკენ მიმართული ფისკალური პოლიტიკის გატარების აუცილებლობა. ფისკალური კონსოლიდაციის განხორციელებისას აქტუალურია კითხვა იმის შესახებ, თუ რა გავლენა ექნება მას ეკონომიკურ განვითარებასა და მდგრადობაზე, ასევე, ფისკალური პოლიტიკის რომელი ინსტრუმენტით განხორციელებული ფისკალური კონსოლიდაცია განაპირობებს ეკონომიკური ვითარების მეტად გაუმჯობესებას სხვადასხვა მაკროეკონომიკურ მაჩვენებელზე ნაკლები ზეწოლის მოხდენით.

წინამდებარე სტატიის ფარგლებში ჩატარებული ანალიზი მოიცავს ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირების მიზნით გამოყენებული სხვადასხვა ინსტრუმენტის შეფასებას საქართველოში და ასახავს მათ პოტენციურ გავლენას როგორც საქართველოს მაკროეკონომიკურ ინდიკატორებზე, ისე ინკლუზიურ ეკონომიკურ ზრდაზე.

კვლევის შედეგად გამოიკვეთა, რომ მთავრობის მოხმარების, ანუ შრომის ანაზღაურებისა და საქონლისა და მომსახურების შესყიდვის შემცირება საბოლოოდ იწვევს მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ-ის) გაზრდას ქვეყანაში. რაც შეეხება გადასახადებს, დამატებული ღირებულების გადასახადის ზრდა საქართველოს მშპ-ზე მცირე, მაგრამ დადებით გავლენას ახდენს.

ბიუჯეტის დეფიციტის კლების პარალელურად საქართველოსთვის ინკლუზიური ეკონომიკური ზრდის მისაღწევად ყველაზე ეფექტიან საშუალებად სტატიაში მთავრობის მოხმარების შემცირება და არაპირდაპირი გადასახადების ზრდა გამოვლინდა.

საკვანძო სიტყვები: ბიუჯეტის დეფიციტი, ფისკალური კონსოლიდაცია, ინკლუზიური ზრდა, მთავრობის მოხმარება, მთლიანი შიდა პროდუქტი.

შესავალი

ფისკალური პოლიტიკის გატარებისას საგადასახადო და ხარჯვითი ინსტრუმენტების შერჩევის დროს მნიშვნელოვანია მათი გამოყენების მოსალოდნელი შედეგების წინასწარი ანალიზი. ბოლო პერიოდის გლობალურმა შოკებმა წინ წამოწია რაოდენობრივი და თვისებრივი შედეგების შესახებ მსჯელობა ფისკალურ პოლიტიკაში არსებულ ცვლილებებთან და მათ შედეგებთან დაკავშირებით.

ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ საქართველოს ორგანული კანონით¹, ბიუჯეტის დეფიციტის შეფარდება მშპ-თან არ უნდა აღემატებოდეს 3 პროცენტს, ხოლო მთავრობის ვალის შეფარდება - 60 პროცენტს. კრიზისებისა და ეკონომიკური შოკების გამო აღნიშნული ზღვრული მაჩვენებლების გადაჭარბების შემთხვევაში აუცილებელი ხდება მათი დასაშვებ ფარგლებში დაბრუნება, რაც ხორციელდება

1. <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/1405264?publication=3>.

ფისკალური კონსოლიდაციის მეშვეობით. ამ კონტექსტში, მნიშვნელოვანია ფისკალური კონსოლიდაციის სხვადასხვა გზის შესახებ მსჯელობა. ბოლო პერიოდში განსაკუთრებით აქტუალური გახდა საკითხი ფისკალური პოლიტიკის ეკონომიკაზე შესაძლო გავლენის შესახებ (Bedianashvili et al., 2025; Bedianashvili et al., 2024).

ცვალებად ეკონომიკურ გარემოში საჭიროა წინასწარ განისაზღვროს განსახორციელებელი ფისკალური ღონისძიებების მოსალოდნელი ეფექტები. მიუხედავად აქტუალურობისა, ფისკალური კონსოლიდაციის შესაძლო მაკროეკონომიკური შედეგები ჯეროვნად არ არის შესწავლილი და აჩენს სიღრმისეული კვლევის ჩატარების საჭიროებას, რის საფუძველზეც შესაძლებელია ფისკალური პოლიტიკის ქვეყნის ეკონომიკაზე მორგებული ინსტრუმენტების შერჩევა.

იმის გათვალისწინებით, რომ ფისკალური პოლიტიკის გავლენა სხვადასხვა მაკროეკონომიკურ მაჩვენებელზე, მონეტარული პოლიტიკისგან განსხვავებით, ხშირად არ არის მყისიერი და ხასიათდება დროითი ლაგებით, ანალიზი ფოკუსირებულია არა მხოლოდ მოკლევადიან, არამედ საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში გამოვლენილ შედეგებზე. ამასთან, ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირებამ არ უნდა გამოიწვიოს მოსახლეობის ცხოვრების დონის პირდაპირი გაუარესება და ეკონომიკური აქტივობის მნიშვნელოვანი კლება. ეს ინკლუზიური ზრდის დინამიკაზე დაკვირვებასაც გულისხმობს, ვინაიდან ფისკალური პოლიტიკის მიზანს ეკონომიკური ციკლების დარეგულირებასთან ერთად სწორედ მაკროეკონომიკური სტაბილურობა და შემოსავლების გადანაწილება წარმოადგენს. აღსანიშნავია, რომ კვლევებით დასტურდება ფისკალური პოლიტიკის საშუალებით ზემოთ აღნიშნული ორივე მიზნის მიღწევის შესაძლებლობა (Calderon and Serven, 2004; Yeboua, 2021).

მიმდინარე ანალიზის ფარგლებში, ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირების პროცესში ფისკალური

პოლიტიკის განხორციელებისას გამოყენებული ინსტრუმენტები წარმოდგენილია როგორც ხარჯვითი, ისე შემოსავლითი კომპონენტების მიხედვით. კერძოდ, ხარჯვითი მიმართულებით განიხილება მიმდინარე და კაპიტალური ხარჯები, ხოლო შემოსავლითი მიმართულებით – პირდაპირი და არაპირდაპირი გადასახადები. ამასთან, ლიტერატურაში გავრცელებული კლასიფიკაციის გათვალისწინებით, მიმდინარე ხარჯები დამატებით დიფერენცირებულია რამდენიმე ქვეკატეგორიად, რომელთაგან განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია მთავრობის მიმდინარე მოხმარება, რომელიც მოიცავს შრომის ანაზღაურებასა და საქონლისა და მომსახურების შეძენაზე გაწეულ ხარჯებს. ეკონომიკაზე გავლენის შეფასების მიზნით გაანალიზებულია ფისკალური ინსტრუმენტების ეფექტები შემდეგ მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე: მთლიანი შიდა პროდუქტი, კერძო ინვესტიციები, კერძო მოხმარება, ექსპორტი, იმპორტი, ინფლაცია და რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი.

ამრიგად, წინამდებარე ნაშრომში შესწავლილია ფისკალური კონსოლიდაციის პროცესში ხარჯვითი და საგადასახადო ინსტრუმენტების გამოყენების დროს ძირითად მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე შესაძლო გავლენები. ანალიზი მოიცავს 2010–2024 წლების კვარტალურ მონაცემებს, რომლებიც შეფასებულია ვექტორული ავტორეგრესიული (VAR) მოდელის (ე.წ. ოპტიმალური მოდელი) გამოყენებით. ეს ინსტრუმენტი განსაკუთრებით მოსახერხებელია შედარებით მოკლე დროითი მწკრივებისთვის. ასევე, ანალიზი ითვალისწინებს ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირების მიზნით გამოყენებული ინსტრუმენტების მოსალოდნელი ეფექტების შეფასებას ეკონომიკური ზრდისა და მოსახლეობის შემოსავლებს შორის უთანასწორობაზე, რასაც ინკლუზიური ზრდის კონცეფციით ვხსნით. ამისთვის გამოყენებულია 2000–2024 წლების წლიური მონაცემები.

ლიტერატურის მიმოხილვა

ფისკალური პოლიტიკის მნიშვნელობა ბოლო პერიოდში კიდევ უფრო გაიზარდა, რამაც მეტი

სტიმული მისცა მკვლევარებს გაენალიზებინათ მისი გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე და გამოეფინათ, მისი რომელი ინსტრუმენტი არის უფრო მეტად ეფექტიანი ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირების დროს ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობის პროცესში.

დეფიციტის შემცირებისას, ეკონომიკურ დინამიკაზე დადებითი გავლენის თვალსაზრისით, უფრო მიზანშეწონილია ხარჯვითი თუ საგადასახადო ინსტრუმენტის გამოყენება, სხვადასხვა ფაქტორზე დამოკიდებული. ამ ფაქტორებს მიეკუთვნება ქვეყნის ფისკალური პოზიცია, ეკონომიკის სპეციფიკაციები და განვითარების დონე, ფისკალური კონსოლიდაციის განხორციელების დროის ჰორიზონტი, გამოყენებული ფისკალური ინსტრუმენტის ზომა, დროის პერიოდი და ფისკალური მულტიპლიკატორების ზომა.

ფისკალური მულტიპლიკატორი შეიძლება განვითარებული ქვეყნისთვის დადებითი იყოს, ხოლო განვითარებადი ქვეყნისთვის შეფასებამ უარყოფითი მულტიპლიკატორი გამოავლინოს. ამასთან, გასათვალისწინებელია, რომ ფისკალური მულტიპლიკატორები განსხვავდება ეკონომიკური აქტივობის სხვადასხვა პერიოდში და ასევე დამოკიდებულია კაპიტალის მობილობაზე, გაცვლითი კურსის რეჟიმზე, სავაჭრო ღიაობასა და პოლიტიკის სანდოობაზე (Batini et al., 2014; Ilzetzki et al., 2011).

განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნების მაგალითებზე მიღებული შედეგების მიხედვით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ მიმდინარე ხარჯების გამოყენებით ფისკალური კონსოლიდაცია ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას საშუალოვადიან პერიოდში (3 წელი), კაპიტალური ხარჯების შემცირება კი უარყოფითად მოქმედებს ეკონომიკურ ზრდაზე (Ardanaz, 2021). ამასთან, უმჯობესია მიზეზ-შედეგობრივი კავშირი საშუალოდ 3 წლის პერიოდზე განვიხილოთ, რადგან ფისკალური პოლიტიკის რაოდენობრივი შედეგები ეკონომიკაზე მყისიერად არ ჩანს და საჭიროა ანალიზი საშუალოვადიან პერსპექტივაში.

ბეტსისა და სხვების (Beetsma et al., 2021) ნაშრომში შემოსავლების ცვლილებით მიღებული შედეგები ეკონომიკაზე უფრო საზიანოდ არის შეფასებული, ვიდრე ხარჯების ცვლილებით განხორციელებული კონსოლიდაცია. ამავსე ადასტურებს არდაგნა (Ardagna, 2004) თავის ნაშრომში, სადაც OECD ქვეყნების პანელური მონაცემების ანალიზი განხორციელდა. ალესინა და არდაგნა (Alesina and Ardagna, 1998) ასევე განსაზღვრავენ, რომ ფისკალური პოლიტიკის ცვლილებისას, საგადასახადო პოლიტიკის ღონისძიებების გამოყენება ძირითადად არაექსპანსიურია, ხოლო ხარჯების ცვლილება მეტად ექსპანსიურად მოიაზრება.

როგორც მაებაიში (Maebayashi, 2023), სხვადასხვა ქვეყნის მონაცემების ანალიზის შედეგად აღნიშნავს, დაბალი პროდუქტიულობის მქონე ქვეყნებში უმჯობესია ხარჯვითი კომპონენტების ცვლილებით განხორციელდეს ფისკალური კონსოლიდაცია ბიუჯეტის დეფიციტის შესამცირებლად, რადგან გადასახადის ზრდას მაღალი უარყოფითი ეფექტი აქვს შემოსავლებზე და გართულებს ფისკალურ მდგრადობას.

კიდევ ერთი ანალიზით (Yeboua, 2021) მიღებულმა შედეგებმა აჩვენა, რომ საგადასახადო პოლიტიკასთან ერთად ხარჯვითი პოლიტიკის გამოყენებაც ეფექტიანი აღმოჩნდა, რაც გამოიხატებოდა პირდაპირი გადასახადებით შემცირებული ეკონომიკური აქტივობის დასაბალანსებლად მიღებული შემოსავლებით ინვესტიციების დაფინანსების გაზრდაში.

ფისკალური ინსტრუმენტების ცვლილებით განხორციელებული ფისკალური კონსოლიდაციის ეფექტებს შორის განსხვავება წარმოდგენილია ბლანშარისა და პეროტის ნაშრომში (Blanchard and Perotti, 1999). თუმცა, საჭიროა ერთმანეთს შევადაროთ არა მხოლოდ ხარჯვითი და საგადასახადო პოლიტიკის განხორციელების შესაძლო ეფექტები, არამედ უშუალოდ ხარჯვითი ღონისძიებების დროს ხარჯების დეკომპოზიციის ცვლილებაც. მაგალითად, განსხვავება მიმდინარე და კაპიტალური ხარჯების

გამოყენების შემთხვევაში. ამის გარდა, შესაძლოა განვასხვავოთ პირდაპირი და არაპირდაპირი გადასახადების ცვლილებაც და მათი შესაძლო ეფექტები ეკონომიკაზე, ვინაიდან აღნიშნული ტიპის გადასახადები შემოღებულია სხვადასხვა მიზნით და გადამხდელი მოსახლეობის სხვადასხვა ჯგუფია.

არდანაზისა და სხვების (Ardanaz et al., 2021) ნაშრომში აღნიშნულია, რომ კონსოლიდაციისას გამოყენებულ ინსტრუმენტს მნიშვნელობა ენიჭება ეკონომიკაზე გავლენის თვალსაზრისით. მაგალითად, თუ ხარჯების მშპ-ის წილის 1 პროცენტით შემცირება რეალურ ეკონომიკას 0.4 პროცენტული პუნქტით ამცირებს, ეს რიცხვი განსხვავებულია კაპიტალური და მიმდინარე ხარჯების გამოყენების შემთხვევაში. კაპიტალური ხარჯების მშპ-ის წილის 1 პროცენტით შემცირება გამოშვებას შეამცირებს საშუალოდ 0.7 პროცენტული პუნქტით 3 წლის განმავლობაში, ხოლო კაპიტალურთან ერთად მიმდინარე ხარჯების შემცირებამ შესაძლოა გაანეიტრალოს შემცირების აღნიშნული ეფექტები და საშუალოვადიან პერიოდში გამოშვების ზრდასაც კი შეუწყოს ხელი.

ამასთან, ავტორები აღნიშნავენ, რომ კაპიტალური ხარჯების შემცირების შედეგად რეალური ეკონომიკის შემცირებას ადგილი აქვს როგორც მიმდინარე, ისე საშუალოვადიან პერიოდში. მაგალითად, კლუიევმა და სნუდენმა (Klyuev and Snudden, 2011) გააანალიზეს ევროკავშირის ქვეყნები და როგორც მათი შედეგებიდან ჩანს, დეფიციტის შემცირების მიზნით განხორციელებული ფისკალური კონსოლიდაციისას ყველაზე დიდი უარყოფითი ეფექტი აქვს სახელმწიფო ინვესტიციების შემცირებას.

როგორც კეინზი განმარტავს (Keynes, 1936), ფისკალური პოლიტიკა, უფრო კონკრეტულად კი სახელმწიფო ხარჯების ცვლილება, მნიშვნელოვანი ფაქტორია ერთობლივი მოთხოვნის სტიმულირების პროცესში, განსაკუთრებით კი დროის მოკლევადიან პერიოდში. ამ დროს

შემცირებულია კერძო სექტორის მოთხოვნა და სახელმწიფოს ჩარევა აღნიშნული ეფექტის გასანეიტრალებლად ყველაზე ეფექტიანი ინსტრუმენტად არის მიჩნეული. ამასთან, მოკლევადიან პერიოდში ეკონომიკის მასტიმულირებელი ფისკალური პოლიტიკის განხორციელება ამცირებს გრძელვადიან პერიოდში მიმდინარე ეკონომიკური ვარდნის გავლენას და ეკონომიკურ ზიანს.

ამასთან, სხვადასხვა ავტორის მიერ მიღებული შედეგები ზოგიერთ შემთხვევაში ურთიერთსაწინააღმდეგოა, რაც ეკონომიკური თავისებურებებითა და სხვადასხვა მეთოდოლოგიით შეიძლება აიხსნას. მაგალითად, კაპიტალური ხარჯების შემცირებას უარყოფითი გავლენა ჰქონდა ეკონომიკურ ზრდაზე ინვესტიციებისა და მოხმარების შემცირების გავლენით კვიპროსში (Pashourtidou et al., 2014). ავტორები მიუთითებენ საგადასახადო და ხარჯვითი პოლიტიკების ერთობლივად გამოყენების საჭიროებაზე, რაც გაზრდის ეკონომიკაზე დადებით ეფექტებს. ამასთან, კალდერონის (Calderon, 2004) ნაშრომში აღწერილია კაპიტალური ხარჯების შემცირების გავლენა 121 ქვეყნის ეკონომიკაზე. შედეგები აჩვენებს, რომ აღნიშნულ პოლიტიკას, რაც ფისკალურ კონსოლიდაციად შეგვიძლია დავახასიათოთ, დადებითი გავლენა ჰქონდა ქვეყნის ეკონომიკაზე.

საქართველოსთან მიმართებაში, პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისის კვლევაში აღნიშნულია, რომ გამკაცრებული ფისკალური პოლიტიკა წარმატებულია ძირითადად მაშინ, როდესაც გამკაცრება ხდება მიმდინარე ხარჯების შემცირებით (პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი, 2015).

აღსანიშნავია, რომ ფისკალური კონსოლიდაცია ყოველთვის ეკონომიკის შემცირებას არ მიუთითებს და შესაძლოა ადგილი ჰქონდეს ექსპანსიურ ფისკალურ კონსოლიდაციას (Afonso and Martins, 2014), ანუ კონსოლიდაციის შედეგად ეკონომიკის ზრდას. კეინზიანური თეორიის მიხედვით, ფისკალურმა კონსოლიდაციამ შეიძლება გამოიწვიოს კერძო მოხმარების გაზრდა,

თუკი მონეტარული პოლიტიკის შერბილება ახლავს თან. აღნიშნული ფაქტი აიხსნება იმით, რომ მონეტარული პოლიტიკის შერბილება გარკვეულწილად აკომპენსირებს ფისკალური კონსოლიდაციის შედეგად მიღებულ უარყოფით ეფექტებს კერძო მოხმარებასა და შემოსავლებზე.

ფისკალური პოლიტიკის ერთ-ერთი ძირითად მიზანს ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობა წარმოადგენს. თუმცა, თანამედროვე მსოფლიოში ეს მიზანი სცილდება ეკონომიკური აქტივობის გაზრდას და ასევე ფოკუსირებულია ზრდის ინკლუზიურობაზე, რაც გულისხმობს დაბალშემოსავლიანი მოსახლეობის მიერ სარგებლის მიღებას.

კვლევებით დასტურდება ფისკალური პოლიტიკის საშუალებით ორივე მიზნის მიღწევის შესაძლებლობა. მაგალითად, სტიგლიცი თავის ნაშრომში (Stiglitz, 2012) ხაზს უსვამს ფისკალური პოლიტიკის მნიშვნელოვან როლს უთანაბრობის შემცირების მიმართულებით და შემოსავლების გადანაწილების პოლიტიკის ეკონომიკურ ზრდაზე მნიშვნელოვან გავლენას. ამასთან, ოსენი და სხვები (Oseni et al., 2023) ასევე იკვლევენ ფისკალური პოლიტიკისა და შემოსავლების უთანაბრობას შორის კავშირს, რის შედეგადაც დადასტურებულია, რომ პირდაპირი გადასახადებისა და მიმდინარე ხარჯების გამოყენება ყველაზე მეტად ახდენს უთანაბრობაზე გავლენას.

ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირებისას ინკლუზიურ ზრდაზე გავლენის თვალსაზრისით სხვადასხვა ქვეყნისთვის ჩატარებული ანალიზის შედეგები არაერთგვაროვანია, თუმცა აღსანიშნავია, რომ ზოგიერთი ავტორი, მაგალითად ბასტაგლი და სხვები (Bastagli et al., 2012) განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნების მაჩვენებლების გაანალიზებისას აღნიშნავენ, რომ ინკლუზიური ზრდის მისაღწევად საჭიროა საგადასახადო და ხარჯვითი ინსტრუმენტების ერთად გამოყენება.

საქართველოსთან დაკავშირებით ჩატარებული

ანალიზის შედეგებიდან გამომდინარე აღსანიშნავია, რომ კაპიტალური ხარჯების არათუ შემცირება, არამედ ზრდა არის ინკლუზიური ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობი, განსაკუთრებით კი მისი განხორციელებიდან დაახლოებით 3 წლის შემდეგ (Mikeladze and Bedianashvili, 2024).

გამოყენებული მეთოდოლოგია

რომელი ინსტრუმენტი იქნება გამოყენებული ფისკალური პოლიტიკის განხორციელების დროს, სხვადასხვა ფაქტორზეა დამოკიდებული. მაგალითად, უნდა გავითვალისწინოთ ეკონომიკის არსებული მდგომარეობა, ასევე უნდა განვსაზღვროთ ფისკალური სივრცე, თუ რამდენად მარტივად იქნება შესაძლებელი თითოეული ინსტრუმენტის გამოყენება და გადასახადის ან ხარჯების გაზრდა თუ შემცირება. მნიშვნელოვანია იმის გააზრებაც, თუ როგორი იქნება ეკონომიკის რეაქცია თითოეული ფისკალური ინსტრუმენტის ცვლილების შედეგად, რასაც ფისკალური მულტიპლიკატორი გვიჩვენებს.

იმის გასარკვევად, თუ რა გავლენას მოახდენს ფისკალური კონსოლიდაციის სხვადასხვა ინსტრუმენტი საქართველოს ძირითად მაკროეკონომიკურ ცვლადებზე, ლიტერატურის მიმოხილვის მიხედვით, შედარებით მცირე დროითი მწკრივების არსებობის გათვალისწინებით, შეირჩა ყველაზე მოსახერხებელი ე.წ. ოპტიმალური მოდელი.

თავდაპირველად განვსაზღვრეთ, რა მონაცემებს გამოვიყენებთ ანალიზის პროცესში და დროის რა პერიოდისთვის. გამომდინარე იქიდან, რომ საქართველოს მონაცემები ხელმისაწვდომია 1996 წლიდან (თუმცა ცვლადების დიდი ნაწილი უფრო გვიან, 2003 ან 2010 წლიდან არის ხელმისაწვდომი), შედარებით დიდი დროითი მწკრივისთვის მიზანშეწონილად მივიჩნიეთ კვარტალური მონაცემების გამოყენება. ამ შემთხვევაში, წლიური მონაცემებისგან განსხვავებით, დამატებით საჭიროა სეზონურობის შემოწმება და მისი გათვალისწინება. ვინაიდან მიმდინარე

ანალიზში შოკად განიხილება ფისკალური მაჩვენებლების (გადასახადები ან ხარჯები) ცვლილება, რომელთა კვარტალური მონაცემები ძირითადად 2010 წლიდან არის ხელმისაწვდომი, კვლევა მოიცავს 2010 წლის პირველი კვარტლიდან 2024 წლის მეოთხე კვარტლის ჩათვლით პერიოდს (2010Q1–2024Q4).

მშპ-ის, კერძო ინვესტიციების და კერძო მოხმარების, ექსპორტის, იმპორტის და ინფლაციის მონაცემები აღებულია სტატისტიკის ეროვნული სამსახურიდან (საქსტატი), ხოლო რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი ინდექსი - ეროვნული ბანკის მონაცემებიდან, 1995 წლის საშუალოს მიხედვით (1995 დეკემბერი = 100). ფისკალური ცვლადების მნიშვნელობები კი ფინანსთა სამინისტროს ნაერთი ბიუჯეტის მონაცემებიდანაა აღებული. პირდაპირ გადასახადებს მიეკუთვნება საშემოსავლო, მოგებისა და ქონების გადასახადები, ხოლო არაპირდაპირ გადასახადებს - დღგ, აქციზი, იმპორტის და სხვა გადასახადები.

გადასახადის ცვლილების გავლენის დასადგენად ნაერთი ბიუჯეტის მონაცემები ჩაშლილია არა მხოლოდ პირდაპირ და არაპირდაპირ გადასახადებად, არამედ საშემოსავლო, მოგებისა და დღგ-ს გადასახადებიდან მიღებულ შემოსავლებადაც (სადაც საშემოსავლო და მოგების გადასახადები პირდაპირი გადასახადების ძირითად კონტრიბუტორებს წარმოადგენენ, ხოლო დღგ - არაპირდაპირი გადასახადების).

რაც შეეხება დანახარჯებს, აქაც შესაძლებელია უფრო დეტალური ჩაშლა. კაპიტალური ხარჯებისთვის გამოვიყენებთ ნაერთი ბიუჯეტის არაფინანსური აქტივების წმინდა ზრდას, ხოლო მიმდინარე ხარჯებს ჩავშლით, როგორც:

- მიმდინარე(მთავრობის)მოხმარება,როგორც დაქირავებულთა შრომის ანაზღაურებისა და საქონლისა და მომსახურების შეძენაზე განეული ხარჯების ჯამი;
- მთავრობის ტრანსფერები, როგორც სუბსიდიებისა და სოციალურ უზრუნველყოფაზე

განეული ხარჯების ჯამი;

- გრანტები;
- პროცენტი;
- სხვა ხარჯები.

მიმდინარე ხარჯების აღნიშნული დაყოფა თანხვედრაშია სხვადასხვა წყაროში მოცემული ანალიზის, მათ შორის საქართველოსთან დაკავშირებით ჩატარებულ კვლევაშიც (ტაბალა, 2023). საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (International Monetary Fund, 2013) მთავრობის მოხმარებაში დაქირავებულთა შრომის ანაზღაურებისა და საქონლისა და მომსახურების შეძენაზე განეული ხარჯების ჯამს გულისხმობს, ხოლო პეროტი (Perotti, 2004) დაქირავებულთა შრომის ანაზღაურებას ცალკე განიხილავს და მთავრობის მოხმარებას ყოფს სახელფასო და არასახელფასო კომპონენტებად.

იმისთვის, რომ ჩატარებული ანალიზის შედეგებით შესაძლებელი იყოს ეკონომიკური შინაარსის მიღება, ყველა მონაცემი გადაყვანილია რეალურ მაჩვენებლებში, რისთვისაც მშპ-ისთვის გამოყენებულია დეფლატორი, ხოლო დანარჩენი ცვლადებისთვის - სამომხმარებლო ფასების ინდექსი. სამომხმარებლო ფასების ინდექსი მოცემულია 2010 წლის საშუალო მაჩვენებელზე დაყრდნობით (2010 საშუალო = 100) და გადაყვანილია 2019 წლის საშუალო მაჩვენებლის მიხედვით. შესაბამისად, როგორც რეალური მშპ-ი, ისე დანარჩენი ცვლადები 2019 წლის ფასებშია გადაყვანილი.

კვარტალურ მონაცემებს ახასიათებთ სეზონურობა, ამიტომ ცვლადები სეზონურად შესწორებულია. ყოველი ცვლადი შემოწმებულია სტაციონალურობაზე ADF და PP ტესტებით, რის შედეგადაც მონაცემები არასტაციონალური აღმოჩნდა, ამიტომ აღებულია მათი ლოგარითმები, ხოლო ლოგარითმების შემოწმების შემდეგ, მათი სტაციონალურობის აღმოჩენისას, გამოყენებულია პირველი რიგის სხვაობები.

ვინაიდან კვლევის მიზანია ფისკალური შოკების გავლენის შეფასება სხვადასხვა დამო-

კიდებულ ცვლადზე, მიზანშეწონილად მივიჩნით ვექტორული ავტორეგრესიული (VAR) მოდელის გამოყენება, რომელიც ფართოდ გამოიყენება ეკონომიკური ხასიათის დროითი მწკრივების ანალიზში. აღნიშნული მოდელი საშუალებას იძლევა შეფასდეს, თუ როგორ მოქმედებს დამოკიდებულ ცვლადზე როგორც სხვა ენდოგენური ცვლადები, ისე მისი საკუთარი დროითი ლაგები.

როგორც ბლანშარის და პეროტისა (Blanchard and Perotti, 2002) და პეროტის (Perotti, 2004) ნაშრომებშია წარმოდგენილი, VAR მოდელი გამართივებული სახით ჩაიწერება, როგორც:

$$X_t = A(L)X_{t-1} + U_t \quad (1)$$

სადაც X_t ენდოგენური ცვლადების ვექტორია, $A(L)$ გვიჩვენებს ლაგური კოეფიციენტების მატრიცას, ხოლო U ამ ცვლადების შეცდომების ვექტორს ასახავს. განტოლება ასევე მოიცავს თავისუფალ წევრს, ფიქტიურ ცვლადსა და დროის წრფივ ტრენდს.

დაახლოებით მსგავსი ჩანაწერი გვხვდება კარაგოზისა და კესკინის (Karagöz and Keskin, 2016) ნაშრომში, სადაც განტოლება უფრო გაშლილად არის წარმოდგენილი. შესაბამისად, სტანდარტული VAR მოდელი, რომელიც p ლაგის მქონე n ცვლადისგან შედგება, შეგვიძლია ჩავწეროთ, როგორც:

$$y_t = c + \sum_{i=1}^p y_{t-p} b_i + D z_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

სადაც y_t მოიცავს n ენდოგენურ ცვლადს და წარმოდგენილია $n \times 1$ ვექტორით t პერიოდში, D არის $n \times d$ პარამეტრების მატრიცა, ხოლო z_t ეგზოგენური ცვლადების $d \times 1$ ვექტორს წარმოადგენს. c არის მუდმივი წევრის $n \times 1$ ვექტორი, ხოლო b_i კოეფიციენტების $n \times n$ მატრიცას წარმოადგენს, თითოეული ლაგისთვის. ამასთან, ε_t შეცდომების ე.წ. „თეთრი ხმაურის“ $n \times 1$ ვექტორს წარმოადგენს.

უნდა გავითვალისწინოთ, რომ ვინაიდან მონაცემების რაოდენობა მოდელში არც ისე დიდია (კვარტალური მონაცემები 15 წლისთვის, დაკვირვების 60 წერტილი თითოეული ცვლადისთვის - 2010Q1:2024Q4), ზოგჯერ VAR მოდელი შესაძლოა სრულად ვერ ასახავდეს შესაბამის ეკონომიკურ შინაარსსა და მიზეზ-შედეგობრივ კავშირებს.

ანალიზის დროს VAR მოდელში ბევრი ცვლადი რომ არ ჩავრთოთ, ფისკალური შოკები დაყოფილია, როგორც ცალკე გადასახადების (საშემოსავლო, მოგებისა და დღგ-ის ცვლილებით განხორციელებული), ისე ცალკე ხარჯების მიმართულებით განხორციელებულ ცვლილებებად. რაც შეეხება ენდოგენურ ცვლადებს, ყველა ცვლადზე VAR მოდელი ცალკეა აგებული, რათა თითოეულ მათგანზე ფისკალური შოკების გავლენა დავინახოთ. შესაბამისად, დამოკიდებული ცვლადისთვის 2 მოდელია წარმოდგენილი.

$$X_t \equiv \begin{cases} \text{მშპ-ი} \\ \text{კერძო მოხმარება} \\ \text{კერძო ინვესტიციები} \\ \text{ექსპორტი} \\ \text{იმპორტი} \\ \text{ინფლაცია} \\ \text{რეალური ეფექტური} \\ \text{გაცვლითი კურსი} \end{cases}$$

რეალური მონაცემები სეზონურად შევასწორეთ და შემდეგ დროითი მწკრივების სტაციონარობა შევამოწმეთ, რათა შეგვესწავლა შერჩეული ცვლადების ქცევა.

ამის შემდეგ ავაგებთ VAR მოდელს, რის მიხედვითაც ვნახავთ, თუ როგორ ურთიერთქმედებს როგორც მიმდინარე ხარჯების კომპონენტებისა (მთავრობის მოხმარება, ტრასფერები, გრანტები, საპროცენტო ხარჯები, სხვა ხარჯები) და კაპიტალური ხარჯების შემცირება, ისე პირდაპირი (საშემოსავლო და მოგების) და არაპირდაპირი (დღგ) გადასახადების კომპონენტების ზრდა სხვადასხვა მაკროეკონომიკურ მაჩვენებელზე (მშპ-ი, კერძო მოხმარება და

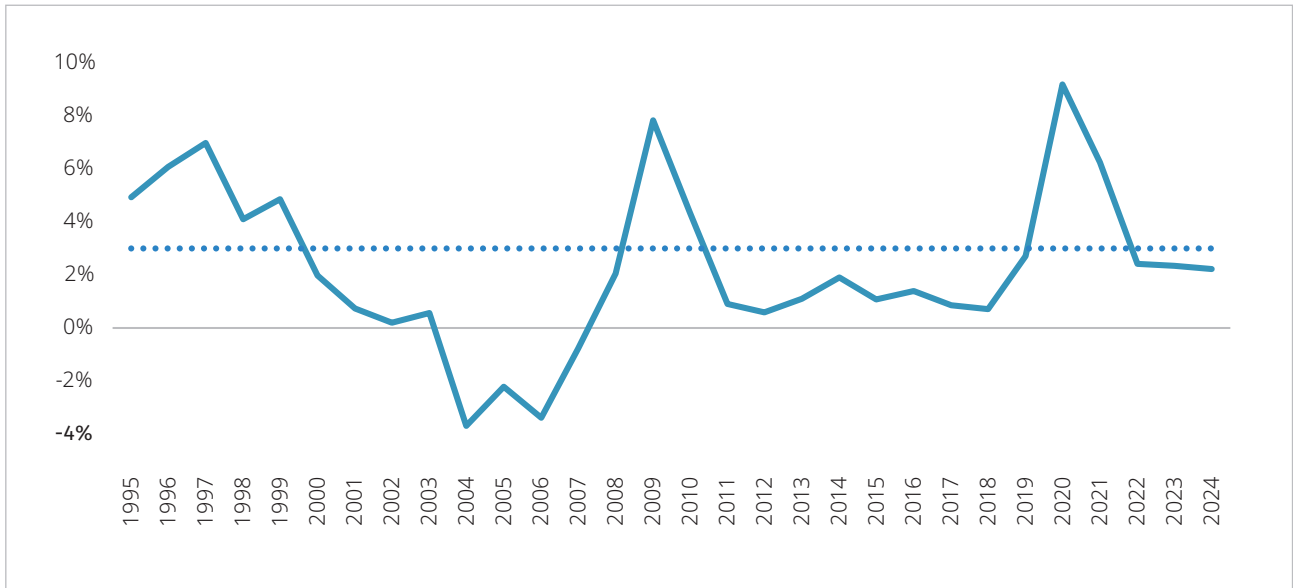
კერძო ინვესტიცია, ექსპორტი და იმპორტი, ინფლაცია, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი).

მონაცემთა ანალიზი

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, მოცემული სტატისტიკის მიზანს წარმოადგენს საქართველოში ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირების მიზნით განხორციელებული ფისკალური პოლიტიკის

როლისა და შესაბამისი ინსტრუმენტების ეკონომიკაზე გავლენის განსაზღვრა. ქვემოთ მოცემულ დიაგრამაზე ჩანს, რომ კრიზისულ წლებში ქვეყნის ბიუჯეტის დეფიციტი 3 პროცენტიან ზღვარს აღემატებოდა და მისი შემცირებისა და ფისკალური სივრცის შესაქმნელად საჭირო ხდებოდა ფისკალური პოლიტიკის გამკაცრება ფისკალური კონსოლიდაციის გზით.

დიაგრამა 1. ბიუჯეტის დეფიციტი მშპ-ის მიმართ (%)

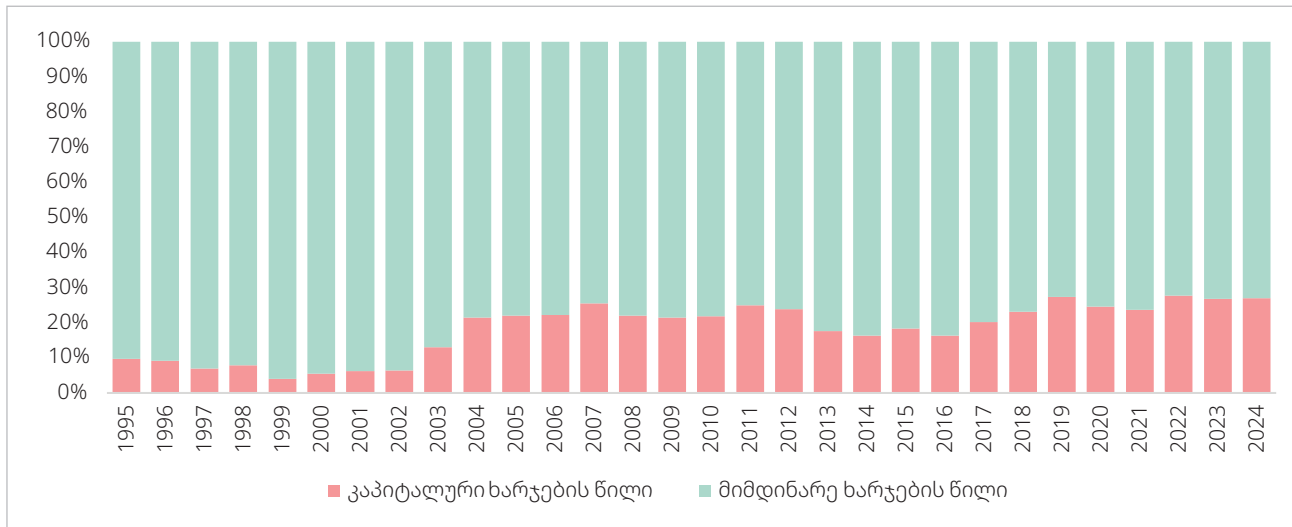


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო.

დეფიციტის შემცირებისათვის გამოყენებულ ინსტრუმენტებთან დაკავშირებით მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ საქართველოს ორგანული კანონი ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ ზღუდავს გადასახადების ზრდას; კერძოდ, საერთო-სახელმწიფოებრივი გადასახადის შემოღება ან განაკვეთის ზრდა, აქციზის გარდა, მხოლოდ რეფერენდუმის საფუძველზე არის შესაძლებელი. შესაბამისად, ფისკალური კონსოლიდაცია ძირითადად ხარჯების შემცირების გზით ხდებოდა. მთლიან ხარჯებში მიმდინარე და კაპიტალური ხარჯების წილების თანაფარდობა სახელმწიფო ბიუჯეტში (დიაგრამა 2) ხშირ შემთხვევაში მიმდინარე ხარჯების შემცირებას აჩვენებს.

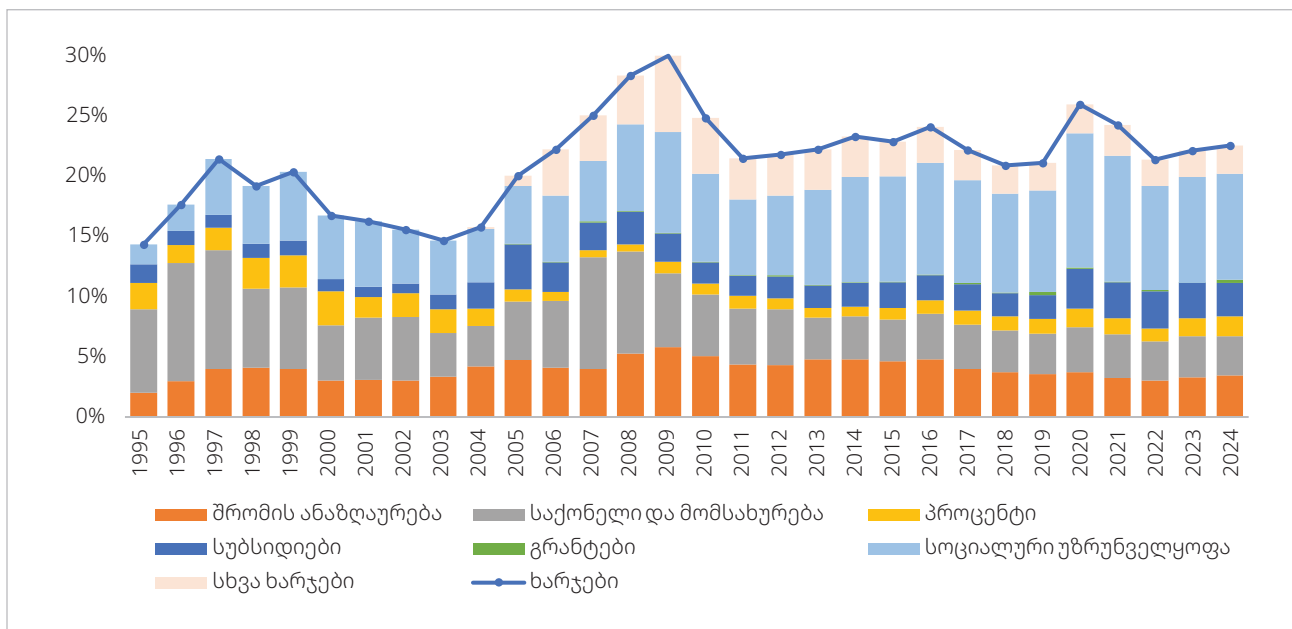
ანალიზისთვის მიმდინარე ხარჯები რამდენიმე კომპონენტად დაყავით. დიაგრამა 3 ასახავს წლების განმავლობაში ნაერთი ბიუჯეტის ხარჯების თითოეული კომპონენტის წილს მშპ-ში. როგორც ვხედავთ, მთავრობის მოხმარება (რაც შრომის ანაზღაურებისა და საქონლისა და მომსახურების შესყიდვების ჯამს წარმოადგენს) და მთავრობის ტრანსფერები (სოციალური უზრუნველყოფისა და სუბსიდიების ჯამი) მშპ-ის მთავარ კონტრიბუტორებს წარმოადგენენ. შესაბამისად, მათი ცვლილებაც უფრო მნიშვნელოვანი იქნება ეკონომიკაზე გავლენის თვალსაზრისით.

დიაგრამა 2. მიმდინარე და კაპიტალური ხარჯების წილი მთლიან ხარჯებში



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, ავტორის გამოთვლები.

დიაგრამა 3. ნაერთი ბიუჯეტის ხარჯების წილი მშპ-ში

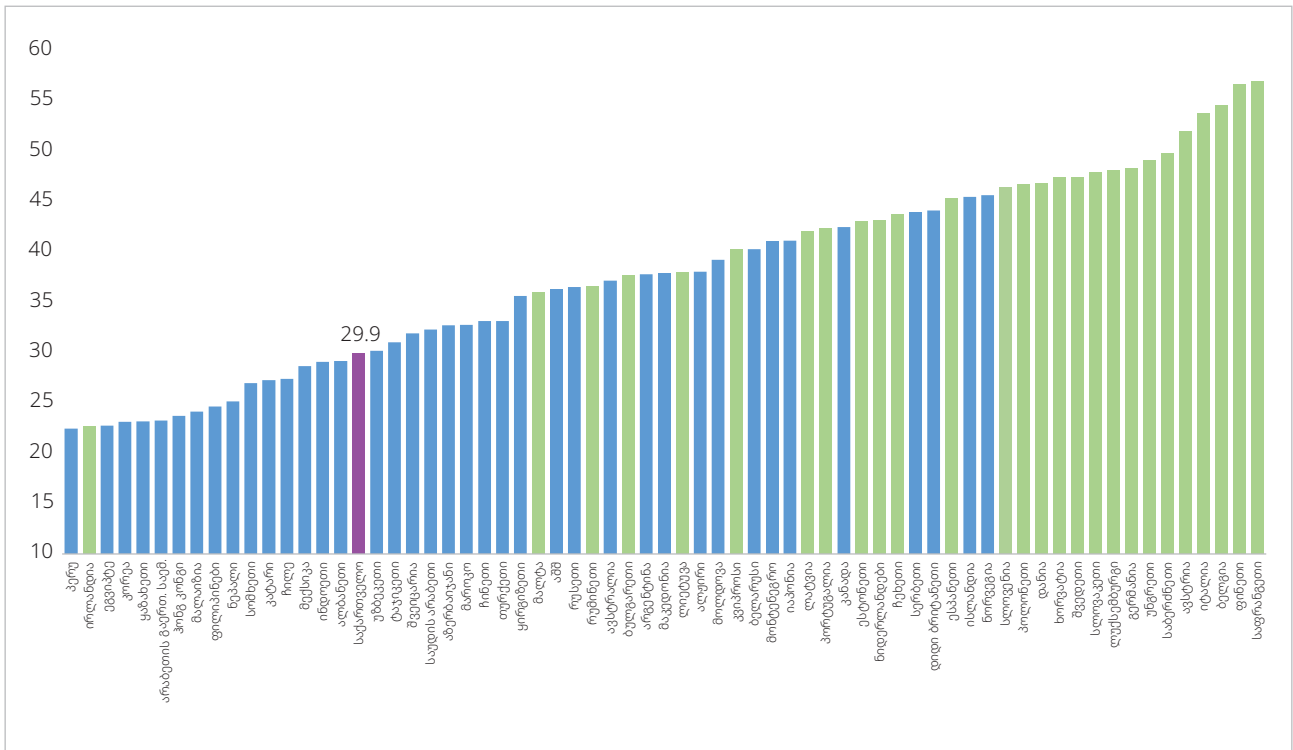


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, ავტორის გამოთვლები.

მთავრობის ხარჯების მოცულობა ხშირად დაკავშირებულია ქვეყნის განვითარების დონესთან: უფრო განვითარებულ ქვეყნებს, როგორც წესი, მეტი რესურსი აქვთ და სახელმწიფო ხარჯების განვითარების უფრო მაღალი შესაძლებლობა გააჩნიათ. საქართველოს, როგორც მცირე ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყანას, მცირე ზომის

მთავრობა აქვს (სახელმწიფო ხარჯების წილი მშპ-სთან). ქვემოთ მოტანილი დიაგრამიდან (დიაგრამა 4) კარგად ჩანს, რომ ევროკავშირის წამყვანი ქვეყნების მთავრობის ზომა (მონიშნულია მწვანედ) ბევრად აღემატება საქართველოს შესაბამის მაჩვენებელს.

დიაგრამა 4. მთავრობის ზომა საქართველოსა და მსოფლიოს სხვა ქვეყნებისთვის

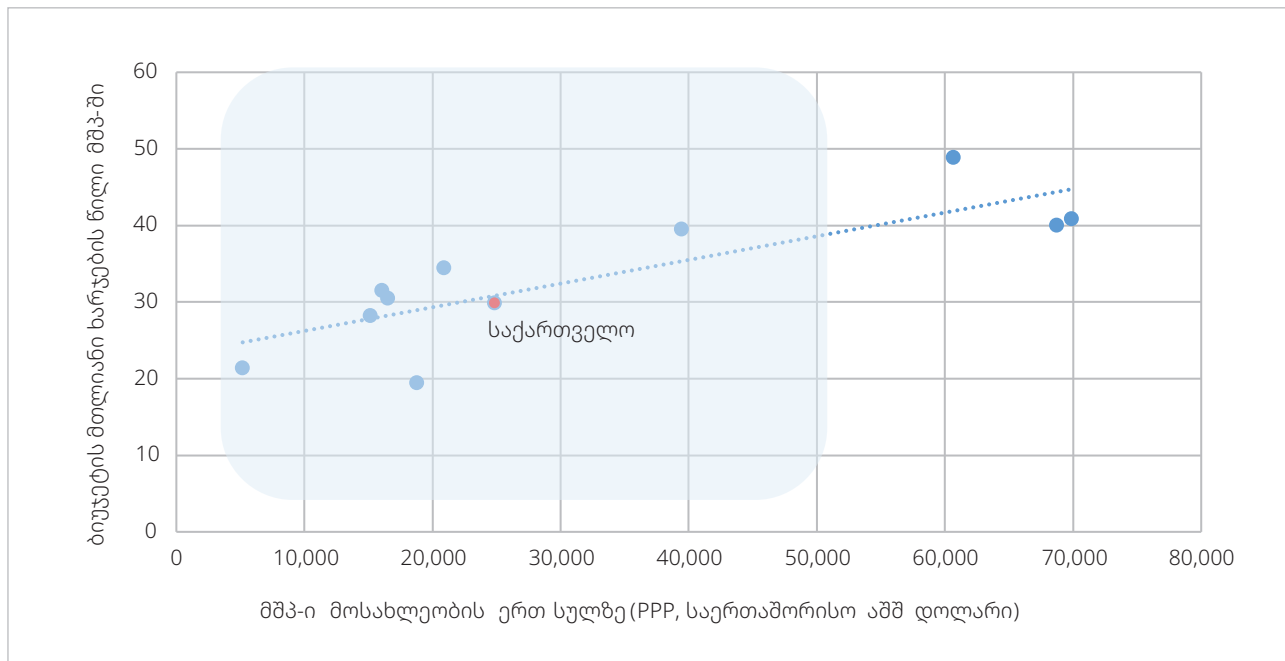


წყარო: IMF.

ასევე შეგვიძლია ვნახოთ, რამდენად არის კორელაციაში მოსახლეობის ერთ სულზე მშპ-ის მაჩვენებელი ბიუჯეტის მთლიან ხარჯებთან. შედარებისთვის ავიღეთ როგორც მოსახლეობის ერთ სულზე მშპ-ის მიხედვით საქართველოსთან შედარებით ახლოს მდგომი ქვეყნების ჯგუფები, მათ შორის ევროპის გარდამავალი ეკონომიკები, ისე ბევრად უფრო მაღალი საშუალო შემოსავლების მქონე სახელმწიფოების ჯგუფები, მათ შორის დიდი შვიდეულის და ევროკავშირის წამყვანი ქვეყნები. შედეგები აჩვენებს, რომ მაღალ-

განვითარებული ქვეყნების ჯგუფებში, სადაც მოსახლეობის ერთ სულზე მშპ-ი უფრო მაღალია, ბიუჯეტის ხარჯებიც მეტია განვითარებადი ქვეყნების მაჩვენებლებთან შედარებით. საქართველო დაახლოებით ტრენდის ხაზთანაა (იხ. დიაგრამა 5), რაც გვაძლევს ვარაუდის საფუძველს, რომ ეკონომიკური განვითარების კვალობაზე გაიზრდება ბიუჯეტის ხარჯებიც, ანუ ქვეყანას ხარჯების განწევს კუთხით მეტი რესურსი ექნება.

დიაგრამა 5. ბიუჯეტის ხარჯები და მშპ-ი მოსახლეობის ერთ სულზე საქართველოსა და სხვა ქვეყნებში



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, IMF.

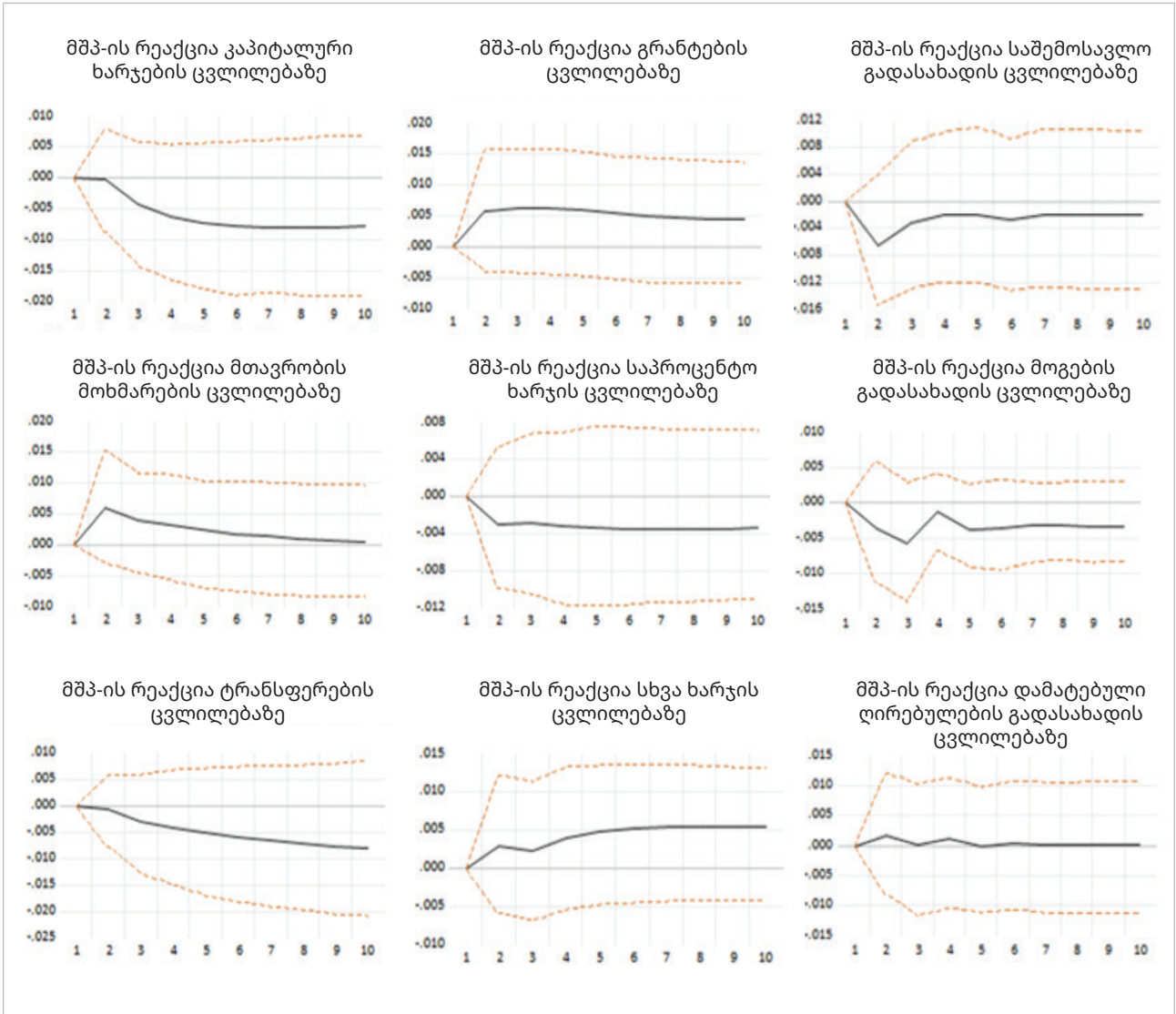
შედეგების აღწერა

ყველაზე მნიშვნელოვანი ცვლადი, რომელზეც ფისკალური პოლიტიკის ცვლილებების ზემოქმედება გვინტერესებს, არის მშპ-ი. ქვემოთ მოტანილ დიაგრამაზე (დიაგრამა 6) სწორედ მშპ-ის მოცულობაზე ფისკალური კონსოლიდაციის გავლენაა ასახული. ანალიზის პროცესში განხორციელდა სტაციონარურობისა და კოინტეგრაციის ტესტები, მონაცემთა რეალურ მაჩვენებლებში გადაყვანა და სეზონურობის შესწორება. შემომხდა მოდელები (ლაგების შერჩევა, ავტოკორელაციის შემოწმება, ნარჩენობითი წევრების ნორმალურობის ტესტი, ჰეტეროსკედასტურობის ტესტი). ყოველივე ამის საფუძველზეც მიღებულ იქნა შედეგები როგორც ხარჯების შემცირებით, ისე გადასახადების ზრდით განხორციელებული ფისკალური კონსოლიდაციის დროს. აღნიშნული შედეგები მიღებულია impulse-response ფუნქციის მეშვეობით.

როგორც ვხედავთ, კაპიტალური ხარჯების შემცირება მესამე კვარტლიდან მშპ-ის კლებას იწვევს, მანამდე კი მნიშვნელოვანი გავლენა არ აქვს. მშპ-ის შემცირება ჩანს ასევე ხარჯვითი ნაწილის ტრანსფერების კლებიდანაც. მთავრობის მოხმარების შემცირების შემთხვევაში კი მშპ-ი იზრდება. ზრდა იკვეთება ასევე ხარჯვითი ნაწილის გრანტებისა და სხვა ხარჯების კლების დროსაც.

რაც შეეხება გადასახადების ზრდის გავლენას, როგორც დიაგრამაზე ჩანს, დღგ-ს (არაპირდაპირი გადასახადი) გაზრდა გამოიწვევს მშპ-ის მცირედით ზრდას, ხოლო საშემოსავლო და მოგების გადასახადის (პირდაპირი გადასახადები) ზრდა - მშპ-ის კლებას.

დიაგრამა 6. ხარჯების შემცირებისა და გადასახადების ზრდის გავლენის VAR მოდელით წარმოდგენილი ფისკალური შოკების გავლენა მშპ-ის მოცულობაზე



წყარო: ავტორის გამოთვლები.

ანალოგიური ანალიზი ჩატარდა დანარჩენ ცვლადებზეც.

კერძო მოხმარებასა და კერძო ინვესტიციებზე ხარჯების შემცირებისა და გადასახადების ზრდის გავლენის ანალიზმა აჩვენა, რომ კაპიტალური ხარჯების შემცირება თავდაპირველად ზრდის კერძო მოხმარებას, თუმცა შემდეგ ამცირებს.

რაც შეეხება მთავრობის მოხმარებას, მისი შემცირება უმნიშვნელოდ (ძირითადად დადებითად) მოქმედებს კერძო მოხმარებაზე. გადასახადების ზრდა თავდაპირველად მოხმარებას ამცირებს, თუმცა შემდეგ მცირედით ზრდის პირდაპირი გადასახადების შემთხვევაში. დღგ-ს ზრდა კი კერძო მოხმარებაზე მუდმივად უარყოფითად მოქმედებს.

ექსპორტსა და იმპორტზე ფისკალური შოკების გავლენის ანალიზისას ექსპორტის VAR მოდელში ეგზოგენურ ცვლადად აღებულია საგარეო მოთხოვნა, ხოლო იმპორტის ანალოგიურ მოდელში - იმპორტირებული ინფლაცია. საგარეო მოთხოვნის ინდექსის გამოსაანგარიშებლად ვიყენებთ ინფორმაციას შერჩეული ქვეყნების მშპ-სა და საქართველოს ექსპორტში მათი წილების შესახებ.

საგარეო მოთხოვნის ინდექსისთვის შემდეგ მიდგომას ვიყენებთ:

$$\text{საგარეო მოთხოვნის ინდექსი}_t = \sum_{i=1}^{15} w_i * GDP_i \quad (1)$$

სადაც t დროის პერიოდს ასახავს, i ქვეყანას, w_i ექსპორტში წილს აჩვენებს თითოეული ქვეყნისთვის, ხოლო GDP_i რეალურ მშპ-ს.

რაც შეეხება იმპორტირებული ინფლაციის გაანგარიშებას, გამოყენებული გვაქვს საქსტატის მიერ სამომხმარებლო კალათაში შემავალი პროდუქტების დაყოფა ადგილობრივ, იმპორტირებულ და შერეულ პროდუქციებად. აქედან გამოყენებული გვაქვს მხოლოდ იმპორტირებული პროდუქციის ფასების ცვლილება და სამომხმარებლო კალათაში მათი წონები. თითოეული იმპორტირებული პროდუქტის ფასების პროცენტული ცვლილებისა და სამომხმარებლო კალათაში მათი წონების ნამრავლის ჯამი კი გვაძლევს შედეგს, რაც მხოლოდ იმპორტირებული პროდუქტების ინფლაციას ასახავს.

შედეგად მივიღეთ, რომ კაპიტალური ხარჯების შემცირება ექსპორტს უმნიშვნელოდ ზრდის, განსაკუთრებით პირველი 4 კვარტლის განმავლობაში. მთავრობის მოხმარების შემცირებისას პირველი 3 კვარტლის განმავლობაში ფიქსირდება ექსპორტის უფრო მაღალი ზრდა, რაც იმით შეიძლება აიხსნას, რომ სახელმწიფო ხარჯების კლებისას კერძო სექტორს მეტი სივრცე რჩება ხარჯების განსახორციელებლად, რაც წარმოებაზე და შესაბამისად, ექსპორტზეც აისახება. რაც შეეხება გადასახადებს, მოგების გადასახადის გაზრდა თავდაპირველად ზრდის,

ხოლო შემდეგ ამცირებს ექსპორტს, რაც შესაძლოა წარმოების გაძვირებასთან იყოს დაკავშირებული იმის გათვალისწინებით, რომ მოგების გადასახადის ზრდა ამცირებს გადასახადის გადახდის შემდეგ კაპიტალზე ამონაგებს, რაც წარმოების ზღვრული ხარჯის ზრდასა და ზოგადად, ფასების ზრდას გამოიწვევს.

იმპორტის შემთხვევაში, კაპიტალური ხარჯების შემცირება უფრო მეტად ზრდის იმპორტს და შესაბამისად, აუარესებს მშპ-ს, ვიდრე მთავრობის მოხმარების კლება. ტრანსფერების შემცირებას კი იმპორტზე არაერთგვაროვანი გავლენა აქვს. გადასახადების ინსტრუმენტის გამოყენების კუთხით კი იმპორტს ყველაზე მეტად ამცირებს დღგ-ს ზრდა, ვინაიდან აღნიშნული გადასახადი პირდაპირ მოხმარებაზე ახდენს გავლენას. საშემოსავლო გადასახადის გაზრდა კი თავდაპირველად ზრდის იმპორტს, ხოლო შემდეგ ამცირებს.

VAR მოდელები ასევე აიგო ინფლაციისა და გაცვლითი კურსისთვის. ინფლაციის შემთხვევაში, როდესაც რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი (REER) ეგზოგენური ცვლადია მივიღეთ, რომ ინფლაციის ზრდაზე მნიშვნელოვან გავლენას მოგების გადასახადის ზრდა ახდენს, ვინაიდან აღნიშნული წარმოების ხარჯების გაზრდას იწვევს.

REER-ის VAR მოდელში ეგზოგენურ ცვლადად ავიღეთ იმპორტირებული ინფლაცია. დღგ-ს ზრდა, რაც პროდუქტის ფასშიც აისახება, კურსის გამყარებას იწვევს.

ფისკალური პოლიტიკის ინკლუზიურ ზრდაზე გავლენის დასადგენად საგადასახადო პოლიტიკა წარმოდგენილია როგორც პირდაპირი და არაპირდაპირი გადასახადების ცვლილება, ხოლო ხარჯით პოლიტიკა - მიმდინარე და კაპიტალური ხარჯების ცვლილება.

2000 წლიდან 2024 წლამდე არსებული წლიური მონაცემების გაანალიზების შედეგად მივიღეთ, რომ კაპიტალური ხარჯების შემცირება ინ-

ვევს ეკონომიკის შემცირებას, ხოლო ჯინის ინდექსი იზრდება. მიმდინარე ხარჯების შემცირებით განხორციელებული ფისკალური კონსოლიდაცია კი ზრდის ეკონომიკას 2 წლის განმავლობაში, თუმცა ასევე იზრდება უთანაბრობა. ამასთან, მიმდინარე ხარჯებიდან მხოლოდ შრომის ანაზღაურებისა და საქონლისა და მომსახურების შესყიდვების გამოყენების შემთხვევაში (რასაც მთავრობის ხარჯებს ვუწოდებთ), 2 წლის განმავლობაში ეკონომიკა იზრდება და მცირდება შემოსავლებს შორის უთანაბრობა, რაც ინკლუზიურ ეკონომიკურ ზრდას გულისხმობს.

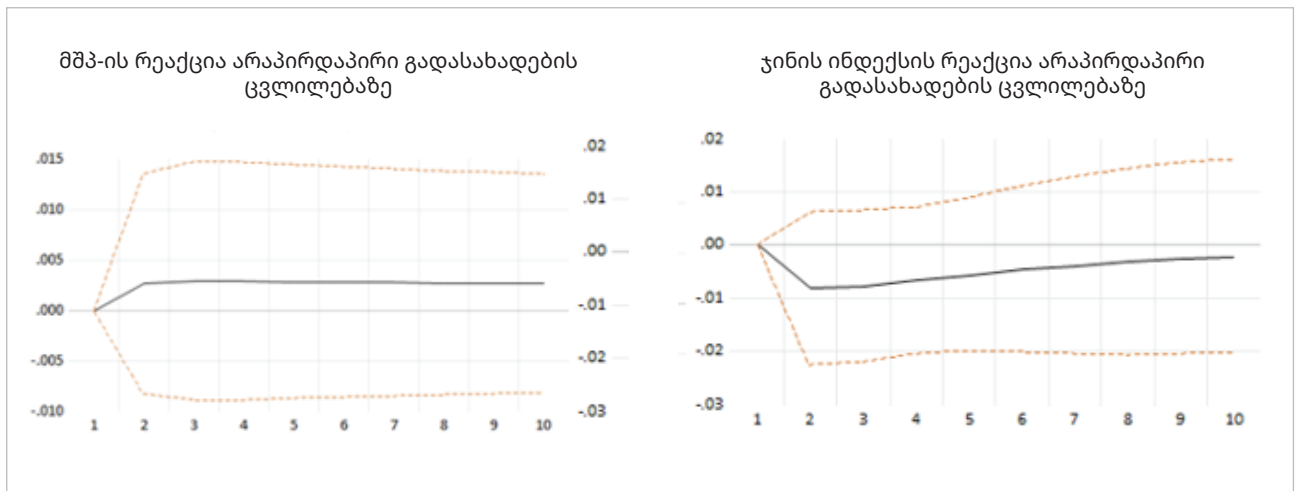
პირდაპირი და არაპირდაპირი გადასახადების ზრდის შემთხვევაში კი არაპირდაპირი გადასახადები იწვევს ინკლუზიურ ეკონომიკურ ზრდას, რაც ეკონომიკის ზრდასა და ჯინის ინდექსის შემცირებაში აისახება.

მთავრობის მოხმარების შემცირებას და ასევე არაპირდაპირი გადასახადების ზრდას ინკლუზიურ ზრდაზე დადებითი გავლენა აქვს. აღსანიშნავია, რომ კაპიტალური ხარჯების არათუ შემცირება, არამედ ზრდა არის ინ-

კლუზიური ეკონომიკური ზრდის ხელშემწყობი, განსაკუთრებით კი მისი განხორციელების 3 წლის შემდეგ (Mikeladze and Bedianashvili, 2024).

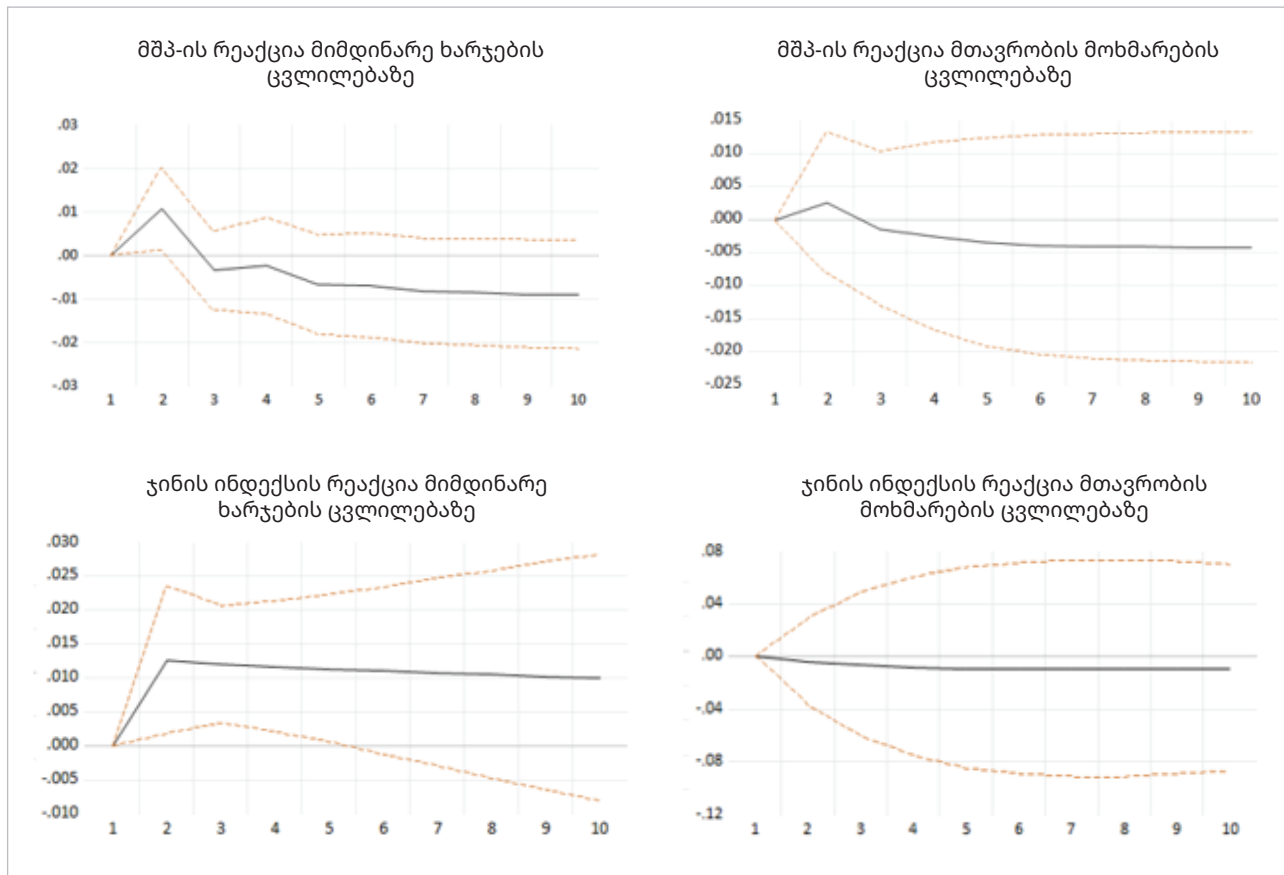
ამრიგად, შედეგები აჩვენებს, რომ ინკლუზიური ზრდისთვის ყველაზე ეფექტიანი ღონისძიებაა არაპირდაპირი გადასახადების ზრდა, ხოლო მოკლევადიანი ეფექტისთვის შესაძლოა მთავრობის მოხმარების შემცირება იყოს გამოყენებული, რასაც 2 წლამდე აქვს ეფექტი ინკლუზიურ ზრდაზე. ეს შედეგი გარკვეულწილად ლოგიკურია, ვინაიდან მიმდინარე ხარჯების სხვა ნაწილები ძირითადად სუბსიდიებსა და სოციალურ უზრუნველყოფაზე განეულ ხარჯებს გულისხმობს, რისი შემცირებაც, მოსალოდნელია, რომ შეამცირებს კერძო მოხმარებას და გააუარესებს შემოსავლების უთანაბრობას. ამასთან, თუ ჩვენი მიზანი გრძელვადიანი დადებითი ეფექტის მიღწევაა ეკონომიკური მდგომარეობის გაუმჯობესების თვალსაზრისით, უმჯობესია ფისკალური კონსოლიდაცია არაპირდაპირი გადასახადების ზრდის გამოყენებით განხორციელდეს.

დიაგრამა 7. არაპირდაპირი გადასახადების ზრდით განხორციელებული ფისკალური კონსოლიდაციის გავლენა ინკლუზიურ ეკონომიკურ ზრდაზე



წყარო: ავტორის გამოთვლები.

დიაგრამა 8. მიმდინარე ხარჯების შემცირებით განხორციელებული ფისკალური კონსოლიდაციის გავლენა ინკლუზიურ ეკონომიკურ ზრდაზე



წყარო: ავტორის გამოთვლები.

დასკვნა

გამომდინარე იქიდან, რომ ფისკალურ პოლიტიკას, მონეტარული პოლიტიკისგან განსხვავებით, მყისიერი გავლენა არ აქვს სხვადასხვა მაკროეკონომიკურ მაჩვენებელზე, აღნიშნული გავლენა შევაფასეთ როგორც მოკლევადიანი, ისე საშუალოვადიანი პერიოდისთვისაც. ამასთან, მნიშვნელოვანია შეფასდეს ფისკალური კონსოლიდაციის გავლენა მოსახლეობის ყველა ფენაზე, ვინაიდან ფისკალური პოლიტიკის მიზანს ეკონომიკური ციკლების დარეგულირებასთან ერთად სწორედ შემოსავლების გადანაწილება წარმოადგენს. სხვადასხვა ფისკალური ინსტრუმენტის გამოყენებას ფისკალური კონსოლიდაციის პროცესში ეკონომიკაზე შეიძლება განსხვავებული გავლენა ჰქონდეს.

არსებული მონაცემების ანალიზი აჩვენებს, რომ ინკლუზიური ეკონომიკური ზრდისთვის

ყველაზე შედეგიანი მთავრობის მოხმარების შემცირებაა, რაც ეფექტიანია ორ წლამდე პერიოდში, მომდევნო წლებში კი უარყოფითად მოქმედებს. ინკლუზიურ ზრდაზე გრძელვადიანი ეფექტის მოსახდენად უმჯობესია არაპირდაპირი გადასახადებიდან მიღებული შემოსავლების გაზრდა.

ფისკალური პოლიტიკის სხვადასხვა მაკროეკონომიკურ მაჩვენებელზე გავლენის თვალსაზრისით გამოვლინდა, რომ დადებითი ეკონომიკური შედეგების მისაღებად უმჯობესია ფისკალური კონსოლიდაცია მთავრობის მოხმარების შემცირებით ან დღგ-ს გაზრდით განხორციელდეს, ვინაიდან აღნიშნული ინსტრუმენტების გამოყენება ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირების პარალელურად დადებით გავლენას ახდენს ზოგიერთ ეკონომიკურ ცვლადზე.

გამოყენებული ლიტერატურა

- საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი (2015) *ფისკალური პოლიტიკის გავლენის ძირითადი ასპექტები*. თბილისი.
- საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე (n.d.) *საქართველოს ორგანული კანონი ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ*. ხელმისაწვდომია: <http://www.matsne.gov.ge/ka/document/view/1405264?publication=4> (წვდომა: 25 ნოემბერი, 2025).
- საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (n.d.) *საქართველოს საბიუჯეტო კოდექსი*. ხელმისაწვდომია: https://www.mof.ge/ka/fl/sabiujeta_kanonmdebloba?page=1 (წვდომა: 25 ნოემბერი, 2025).
- ტაბაღა, ს. (2023) *ფისკალური სტიმულები: შეფასება და ანალიზი*. თბილისი: უნივერსალი.
- Afonso, A. and Martins, L. (2014) 'Monetary developments and expansionary fiscal consolidations: Evidence from the EMU', *Working Papers Department of Economics*, 2014/12. Lisbon: ISEG – Lisbon School of Economics and Management, Universidade de Lisboa.
- Alesina, A. and Ardagna, S. (1998) 'Tales of fiscal adjustment', *Economic Policy*, 27, pp. 487–545.
- Ardagna, S. (2004) 'Fiscal stabilizations: When do they work and why?', *European Economic Review*, 48(5), pp. 1047–1074.
- Ardanaz, M., Cavallo, E., Izquierdo, A. and Puig, J. (2021) *The output effects of fiscal consolidations: Does spending composition matter?* Washington, DC: Inter-American Development Bank.
- Bastagli, F., Coady, D. and Gupta, S. (2012) *Income inequality and fiscal policy*. IMF Staff Discussion Note, SDN/12/08. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Batini, N., Eyraud, L., Forni, L. and Weber, A. (2014) *Fiscal multipliers: Size, determinants, and use in macroeconomic projections*. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Bedianashvili, G., Kokhreidze, G. and Mikeladze, N. (2024) 'Economic uncertainty and forecasting government spending using neural networks in context of economic development', paper presented at the *19th International Academic Conference Social Sciences for Regional Development 2024*, Daugavpils University, Latvia.
- Bedianashvili, G., Kokhreidze, G. and Mikeladze, N. (2025) 'Forecasting government spending in context of economic development under economic uncertainty', in *Conference materials: The 19th International Academic Conference Social Sciences for Regional Development 2024*. Daugavpils University, Latvia.
- Beetsma, R., Furtuna, O., Giuliadori, M. and Mumtaz, H. (2021) 'Revenue versus spending-based fiscal consolidation announcements: Multipliers and follow-up', *Journal of International Economics*. Available at: <http://www.doi.org/10.1016/j.jinteco.2021.103455> (Accessed: 20 November 2025).
- Blanchard, O. and Perotti, R. (1999) 'An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending and taxes on output', *NBER Working Paper*, 7269.
- Blanchard, O. and Perotti, R. (2002) 'An empirical characterization of the dynamic effects of changes in government spending, taxes and output', *Quarterly Journal of Economics*, 117(4), pp. 1329–1368.
- Calderón, C. and Servén, L. (2004) 'The effect of infrastructure development on growth and income distribution', *Central Bank of Chile Working Papers*, 19.
- Ilzetzki, E., Mendoza, E.G. and Végh, C.A. (2011) *How big (small?) are fiscal multipliers?* IMF Working Paper WP/11/52. Washington, DC: International Monetary Fund. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp1152.pdf> (Accessed: 20 November 2025).
- International Monetary Fund (2013) *The composition of fiscal consolidation matters: Policy simulations for Hungary*. IMF Country Report No. 13/220. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Karagöz, K. and Keskin, R. (2016) 'Impact of fiscal policy on the macroeconomic aggregates in Turkey: Evidence from BVAR model', *Economics and Finance*, 38, pp. 408–420.
- Keynes, J.M. (1936) *The general theory of employment, interest, and money*. London: Macmillan.
- Klyuev, V. and Snudden, S. (2011) *Effects of fiscal consolidation in the Czech Republic*. IMF Working Paper WP/11/65. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Maebayashi, N. (2023) 'The pace of fiscal consolidations, fiscal sustainability, and welfare: An overlapping generations approach', *Journal of Macroeconomics*,

75, p. 103479.

Mikeladze, N. and Bedianashvili, G. (2024) 'Assessing the effectiveness of the fiscal policy tools in facilitating inclusive economic growth', *Economics Ecology Soci-um*, 8(4), pp. 1–13.

Oseni, I.O., Adegbenro, M.A., Odusanya, I.A. and Akpa, E.O. (2023) 'The impact of fiscal policy on income inequality and health outcomes in Sub-Saharan Africa countries', *Economic Insights – Trends and Challenges*, 12(4), pp. 1–15.

Pashourtidou, N., Savva, C.S. and Syrichas, N. (2014) 'The effects of fiscal consolidation on macroeconomic

indicators in Cyprus', *Cyprus Economic Policy Review*, 8(1), pp. 93–119.

Perotti, R. (2004) 'Estimating the effects of fiscal policy in OECD countries', *IGIER Working Paper*, 276. Milan: Bocconi University.

Stiglitz, J.E. (2012) *The price of inequality: How today's divided society endangers our future*. New York: W.W. Norton.

Yeboua, K. (2021) 'Fiscal policy and growth-inequality tradeoffs: Bayesian evidence from Cote d'Ivoire', *Theoretical and Applied Economics*, XXVIII (1(626)), pp. 297–310.

აშშ-ის სატარიფო, მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის ბოლოდროინდელი ცვლილებების კოტენციური გადმოცემა საქართველოს ეკონომიკაზე

ანა ნიჟარაძე, მარიამ თანიაშვილი, აკაკი მოსახლიშვილი, საბა მეტრეველი

ანოტაცია

წინამდებარე ნაშრომში განხილულია აშშ-ის სატარიფო, მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის უახლესი ცვლილებების გავლენა საქართველოს მცირე, ღია და ნაწილობრივ დოლარიზებულ განვითარებად ეკონომიკაზე. ანალიზი აჩვენებს, რომ მიუხედავად ორმხრივი ვაჭრობის მცირე მოცულობისა, აშშ-ის მიმდინარე პოლიტიკის პოტენციური გავლენა საქართველოზე საყურადღებოა, ძირითადად გადმოცემის ფინანსური არხის მნიშვნელობის გამო. აშშ-ის მაღალმა ფისკალურმა დეფიციტმა, განგრძობადმა ინფლაციურმა პროცესებმა და გრძელვადიან სახაზინო ობლიგაციებზე გაზრდილმა განაკვეთებმა გლობალური ფინანსური პირობების გამკაცრება და კაპიტალის ნაკადების მერყეობის ზრდა გამოიწვია. ამის გათვალისწინებით, ნაშრომში ხაზგასმულია საპროცენტო განაკვეთების, კაპიტალის ნაკადებისა და გაცვლითი კურსის არხების მთავარი როლი აშშ-ის შოკების საქართველოზე გადმოცემაში. კერძოდ, აშშ-ის მაღალი საპროცენტო განაკვეთები ზრდის გლობალური წყაროებიდან დაკრედიტების ხარჯებს, სესხის გადახდისა და რეფინანსირების რისკებს და ზღუდავს ადგილობრივ დაკრედიტების პირობებს. რაც შეეხება გაცვლითი კურსის ცვლილებებს, მათი გავლენა საყურადღებოა საბალანსო უწყისისა და ინფლაციური ეფექტების თვალსაზრისით, განსაკუთრებით სა-

ქართველოში ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის პირობებში. გადმოცემის სხვა არხები, როგორცაა ფულადი გზავნილები, სასაქონლო პროდუქციის ფასები და გლობალური ვაჭრობის სტრუქტურული ცვლილებები, დამატებით გავლენას ახდენენ მაკროეკონომიკურ პერსპექტივაზე. სტატიის ავტორები მიიჩნევენ, რომ საქართველოს მაკროეკონომიკური მდგრადობა მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული პრაგმატულ, მომავალზე ორიენტირებულ პოლიტიკის ჩარჩოზე, რომელიც ითვალისწინებს გაზრდილ გლობალურ გაურკვევლობას, მისი ფინანსური შედეგების მონიტორინგსა და შიდა ბუფერების გაძლიერებას სულ უფრო ფრაგმენტირებულ საერთაშორისო გარემოში წარმოქმნილ შოკებთან გასამკლავებლად.

საკვანძო სიტყვები: დოლარიზაცია, ეკონომიკური პოლიტიკა, ეკონომიკური ფრაგმენტაცია, ვაჭრობის პოლიტიკა, მონეტარული პოლიტიკა, ფინანსური არხები, გლობალური ფინანსური პირობები, განვითარებადი ბაზრები

შესავალი

აშშ-ის ეკონომიკური პოლიტიკის ცვლილებებმა, მათ შორის ბოლო წლებში მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებამ, ფისკალური ხარჯების ზრდამ, სატარიფო და მიგრაციის პოლიტიკის ცვლილებებმა, გაამწვავა გლობალური მაკრო-ფინანსური გაურკვევლობა და შეცვალა

შოკების გადაცემის მექანიზმი. აღნიშნულს შესაძლოა საყურადღებო შედეგები ჰქონდეს მცირე, ღია ეკონომიკებისთვის, მათ შორის საქართველოსთვის. ამავდროულად, აშშ-ის ეკონომიკა ინარჩუნებს მდგრადობას, რაც განპირობებულია ძლიერი შრომის ბაზრით, მაღალი სამომხმარებლო დანახარჯებით, ტექნოლოგიების სწრაფი დანერგვითა და მწარმოებლურობის ზრდით. თუმცა, განგრძობადმა ინფლაციამ და მაღალმა ფისკალურმა დეფიციტმა გრძელვადიანი სახაზინო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთების ზრდა გამოიწვია და გააძლიერა ფინანსურ ბაზრებზე მერყეობა. ამ ფონზე გამკაცრდა გლობალური მაკრო-ფინანსური პირობები, კაპიტალის ნაკადები და რისკის პრემიები კი სულ უფრო მგრძობიარე გახდა აშშ-ის პოლიტიკის სიგნალების მიმართ (IMF, 2025a). როგორც საერთაშორისო ფინანსური სისტემის საყრდენს, აშშ-ს მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს კაპიტალის ბაზრებზე თავისი დომინანტური მდგომარეობით, სახელმწიფო ობლიგაციების გარანტიის როლითა და აშშ დოლარის ფართო გამოყენებით საერთაშორისო ვაჭრობასა და ფინანსებში (Boz et al., 2025). შედეგად, მისი პოლიტიკის ცვლილებები აისახება როგორც განვითარებულ, ისე განვითარებად ეკონომიკებზე, მათ ფინანსურ პირობებსა და გაცვლითი კურსის დინამიკაზე.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (სსფ) 2025 წლის გლობალური ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშის (IMF, 2025a) მიხედვით, მიუხედავად ზედაპირული სიმშვიდისა, გლობალური ბაზრები სულ უფრო მონყვლადი ხდება მოულოდნელი ცვლილებების მიმართ. ამასთან, აშშ-ის აქტივების გადაჭარბებული შეფასებები და განვითარებული ეკონომიკების მზარდი ფისკალური რისკები ზეწოლას ახდენს გრძელვადიანი სახაზინო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებსა და ვადიანობის პრემიებზე, რაც ასახავს გაურკვევლობას როგორც გრძელვადიანი ფისკალური მდგრადობის, ისე ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთების მიმართ. გარდა ამისა, პროტექციონისტული ზომების, მონეტარული პოლიტიკის მოლოდინების ცვლილებისა და

გლობალური ფრაგმენტაციის ფონზე, პოლიტიკის გაურკვევლობამ გაზარდა ფინანსური ბაზრებისა და კაპიტალის ნაკადების მერყეობა მაშინ, როდესაც 2025 წლის დასაწყისში აშშ დოლარის მცირედმა შესუსტებამ მხოლოდ ნაწილობრივ შეამსუბუქა განვითარებადი ეკონომიკებისთვის მკაცრი გლობალური ფინანსური პირობები.

აშშ-ის პოლიტიკის ბოლოდროინდელი ცვლილებები საქართველოს შესაძლოა რამდენიმე, ერთმანეთთან დაკავშირებული არხით გადმოეცეს. პირდაპირი სავაჭრო დამოკიდებულება აშშ-ზე მცირეა, რაც ზღუდავს ტარიფების უშუალო გავლენას ექსპორტსა და იმპორტზე. ირიბი ეფექტები კი საქართველოს გლობალური ეკონომიკის შენელების, ძირითადი სავაჭრო პარტნიორების (ევროკავშირი, თურქეთი, ჩინეთი) მხრიდან შემცირებული მოთხოვნის, მიწოდების გლობალური ჯაჭვების შეფერხებებისა და რეალოკაციის გავლით გადმოეცემა. გაზრდილი გლობალური გაურკვევლობა ასევე აისახება ბიზნესისა და მომხმარებელთა განწყობებზე, საინვესტიციო გადაწყვეტილებებსა და სასაქონლო პროდუქციის ფასებზე, რომლებიც საქართველოს მაკროეკონომიკური პერსპექტივისა და ინფლაციის მნიშვნელოვანი ფაქტორებია. როგორც მცირე, ღია და ნაწილობრივ დოლარიზებული ეკონომიკა, საქართველო შესაძლოა განსაკუთრებით მონყვლადი აღმოჩნდეს გლობალური საპროცენტო განაკვეთების, კაპიტალის ნაკადების, გაცვლითი კურსის დინამიკისა და ადგილობრივი საბალანსო უწყისების ურთიერთქმედების მიმართ. კერძოდ, სხვა თანაბარ პირობებში, აშშ-ში განაკვეთების მატება ზრდის აშშ დოლარში დენომინირებული ვალის მომსახურების ხარჯებს როგორც სახელმწიფოსთვის, ისე ბანკებისა და კომპანიებისთვის, ურისკო საპროცენტო განაკვეთისა და ვადიანობის პრემიის გავლით. მათ შორის, დოლარიზებული ვალდებულებების მქონე ან უცხოური ვალუტით დაფინანსებაზე დამოკიდებული ბანკები აწყდებიან უფრო მაღალ ხარჯებს, რის გამოც მათ შესაძლოა ადგილობრივი ფინანსური პირობების გამკაცრება და დაკრედიტების შენელება მოუხდეთ.

აშშ-ში მაღალი საპროცენტო განაკვეთები ინვესტორთათვის განვითარებადი ბაზრების მიმზიდველობას ამცირებს და ხშირად მათი პორტფელის აშშ დოლარის აქტივების სასარგებლოდ გადანაწილებას იწვევს. აღნიშნულმა შესაძლოა შეასუსტოს კაპიტალის შემოდინება საქართველოში, გამოიწვიოს კაპიტალის ეკიზოდური გადინება, გაზარდოს საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობები და გაცვლითი კურსის მერყეობა. მაღალი ფინანსური დოლარიზაციისა (Metreveli et al., 2025) და გასაწვდილი ანგარიშების აშშ დოლარში წარმოდგენის (ინვოისინგი) პირობებში, გაცვლითი კურსის ცვლილებებს ადგილობრივ ფასებზე ძლიერი გადაცემის ეფექტი აქვს, რაც აძლიერებს იმპორტირებული ინფლაციიდან მომდინარე წნეხს.

ბოლოდროინდელი სტრუქტურული ცვლილებების ფონზე აშშ-ის ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთი სავარაუდოდ გაიზარდა (მაგალითად, Feroli et al., 2025), რაც საყურადღებოს ხდის მის გადმოცემას საქართველოს ნეიტრალურ განაკვეთზე. კერძოდ, აღნიშნულმა გარემოებამ შესაძლოა დღის წესრიგში დააყენოს საქართველოს ეროვნული ბანკის (სებ-ი) მხრიდან პოლიტიკის კორექტირების საჭიროება კაპიტალის გადინების შესაკავებლად და ფინანსური სტაბილურობის დასაცავად. ამ კონტექსტში საგულისხმოა, რომ სებ-ი გადავიდა მომავალზე ორიენტირებულ, სცენარებზე დაფუძნებულ პოლიტიკის ჩარჩოზე, რომელიც ხელს უწყობს მაკროეკონომიკური სტაბილურობის შენარჩუნებას მზარდი გლობალური ეკონომიკური ფრაგმენტაციისა და გაურკვევლობის ფონზე.

ლიტერატურის მიმოხილვა

სსფ-ის გლობალური ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშში (GFSR) აღნიშნულია (IMF, 2025a), რომ, ერთი შეხედვით გლობალური ფინანსური ბაზრები სტაბილურად გამოიყურება: აქტივების ფასები აღდგა ადრინდელი სტრესული ეკიზოდების შემდეგ, შემცირებულია მერყეობა, ხოლო ფინანსური პირობები ბევრ განვითარებულ და

განვითარებად ეკონომიკაში გარკვეულწილად შემსუბუქდა. თუმცა, ამავე დროს, ფინანსური სტაბილურობის რისკები კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება, ხოლო არსებული “სიმშვიდე” შესაძლოა ფარავდეს სტრუქტურულ მონყვლადობებს, რომელთაც უარყოფითი შოკის შემთხვევაში ფასების მკვეთრი კორექციის ან ფინანსური კრიზისის პროვოცირება შეუძლია. ანგარიში გამოყოფს გლობალური ფინანსური ბაზრების ფორმირებაზე მოქმედ ძირითად რისკებსა და მონყვლადობებს. მიუხედავად იმისა, რომ GFSR-ში აღწერილი ტენდენციები გლობალურ ჭრილშია წარმოდგენილი, აღნიშნული პუბლიკაცია განსაკუთრებულ ყურადღებას უთმობს შეერთებულ შტატებს, მისი ცენტრალური როლისა და 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისისგან მიღებული გამოცდილების გათვალისწინებით. აშშ კვლავ წარმოადგენს გლობალური ფინანსური ბაზრების საყრდენს, რომლის მონეტარული პოლიტიკა, კაპიტალის ნაკადები და აქტივების ფასების დინამიკა მნიშვნელოვან გავლენას იქონიებს (spillovers) ახდენს როგორც განვითარებულ, ისე განვითარებად ეკონომიკებზე.

GFSR-ის მიხედვით, წამყვან ეკონომიკებში, მათ შორის აშშ-ში, აქტივების შეფასებები კვლავ გადაჭარბებულია: 2025 წლის დასაწყისში დაფიქსირებული მოკლევადიანი კორექციის მიუხედავად, რისკიანი აქტივების ფასები არსებითად აღემატება ფუნდამენტურ მარეწვებს. სსფ მიუთითებს, რომ აქტივების მაღალი შეფასებები გლობალური ფინანსური სტაბილურობისთვის მზარდ საფრთხეს წარმოადგენს და აღნიშნავს, რომ არაორგანიზებულმა კორექციამ (ეკონომიკური ზრდის გაუარესებელი მოლოდინებით იქნება იგი გამოწვეული, თუ გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების ზრდით) შესაძლოა ფინანსური პირობების მკვეთრი გამკაცრება გამოიწვიოს. ამასთან, ანგარიშში ხაზგასმულია, რომ საბაზრო კაპიტალიზაციის მაღალი კონცენტრაცია მსხვილი ტექნოლოგიური და ხელოვნურ ინტელექტთან დაკავშირებული კომპანიების ვიწრო ჯგუფში ზრდის მოულოდნელი კორექციების

რისკს. იმ პირობებში, როდესაც აშშ-ის შინამეურნეობების სიმდიდრის მნიშვნელოვანი ნაწილი აქციების დინამიკაზეა დამოკიდებული, არაორგანიზებულმა კორექციამ შესაძლოა ნეგატიური სიმდიდრის ეფექტების გზით შეამციროს მოხმარება და ეკონომიკური ზრდა. აღნიშნული პროცესები, მიუხედავად იმისა, რომ ძირითადად განვითარებულ ეკონომიკებშია კონცენტრირებული, უფრო ფართო გავლენას ახდენს გლობალურ ფინანსურ პირობებსა და კაპიტალის ნაკადებზე განვითარებადი ბაზრების მიმართულებით.

განვითარებულ ეკონომიკებში, განსაკუთრებით კი აშშ-ში, მთავრობის ფისკალური დეფიციტის გაღრმავების საჭიროებამ გაზარდა სახელმწიფო ობლიგაციების გამოშვება. 2025 წელს აშშ-ის ფისკალურმა დეფიციტმა დაახლოებით მშპ-ის 6% შეადგინა, რის შედეგადაც ფედერალური ვალის მშპ-სთან ფარდობამ 120%-ს გადააჭარბა (CBO, 2025). აღნიშნულმა ფისკალურმა ზეწოლამ უკვე მოახდინა გავლენა აშშ-ის ფინანსურ ბაზრებზე რამდენიმე მნიშვნელოვანი მიმართულებით. პირველ რიგში, სუვერენული ობლიგაციების მიწოდების ზრდა, განსაკუთრებით გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების გამოშვების გზით, ზეწოლას ახდენს ვადიანობის რისკის პრემიასა და გრძელვადიან სარგებელზე, რაც თავის მხრივ ზრდის საორიენტაციო სესხის ხარჯებს როგორც კორპორაციებისთვის, ისე შინამეურნეობებისთვის. სახაზინო ობლიგაციების ბაზრის კვლევები (მაგალითად, Liang, 2025) მიუთითებს ლიკვიდობის სტრესის ეპიზოდურ მოვლენებზე მაშინ, როდესაც ბაზარი ვარაუდობს, რომ ემისიის ზრდა გრძელვადიან პერიოდში და მასთან დაკავშირებული შემოსავლიანობის მატება ასახავს როგორც მიწოდების მხრიდან ზეწოლას, ისე ინვესტორთა შემფოთების გაძლიერებას. მეორე მხრივ, უფრო მაღალი შემოსავლიანობის გარემო ცვლის რისკიანი აქტივების მიმზიდველობას: აქციებს, ამ შემთხვევაში, უწევთ კონკურენცია უფრო მაღალ „ურისკო“ განაკვეთებთან, რაც ზრდის დადმავალ ზეწოლას აქტივების ფასებზე (Damodaran, 2024). აშშ-ის სახაზინო ობლიგაციების

ბაზრის მდგრადობა და ლიკვიდურობა გლობალური ფინანსური ბაზრების ერთ-ერთ მთავარ საყრდენად რჩება, თუმცა როდესაც ჩნდება დაძაბულობის ნიშნები, როგორცაა შემოსავლიანობის მოულოდნელი ნახტომები ან ლიკვიდურობის დროებითი გაუარესება, გადამდები ეფექტები შეიძლება მნიშვნელოვანი იყოს. ეს გარემოება კიდევ ერთხელ ადასტურებს, რომ აშშ-ის ფისკალური პოლიტიკა მხოლოდ შიდა საკითხს არ წარმოადგენს და მას გლობალურ ფინანსურ ბაზრებზე საორიენტაციო (benchmark) შემოსავლიანობებზე მნიშვნელოვანი გავლენის მოხდენა შეუძლია.

საერთო ჯამში, GFSR ხაზს უსვამს, რომ ფინანსური ბაზრები ამჟამად სტაბილურობას ავლენენ, თუმცა ამ სტაბილურობის საფუძვლები სულ უფრო მყიფე ხდება. მაღალი სახელმწიფო ვალი, ინფლაციური წნეხის მდგრადობა და გამკაცრებული მონეტარული პირობები ამცირებს პოლიტიკის სივრცეს, რაც ზღუდავს მომავალ შოკებზე ეფექტიანი რეაგირების შესაძლებლობას. შედეგად, განვითარებულ ეკონომიკებში, მათ შორის აშშ-ში, უარყოფითი შოკები ზრდის გამოშვების უფრო მაღალი და ხანგრძლივი დანაკარგების მიღებისა და ფინანსური ბაზრების მერყეობის გაძლიერების რისკს.

საერთაშორისო ანგარიშსწორების ბანკის (BIS) 2025 წლის კვლევა (Juselius et al., 2025) აღნიშნავს, რომ ვაჭრობის არხის თვალსაზრისით, აშშ დოლარის გაუფასურებამ შესაძლოა უარყოფითად იმოქმედოს რიგი განვითარებადი ეკონომიკების ექსპორტის დინამიკაზე, როგორც აშშ-ში იმპორტზე მოთხოვნის შემცირების, ისე კონკურენტუნარიანობის გაუარესების გზით. თუმცა მრავალი განვითარებადი ეკონომიკა (მათ შორის საქართველო), რომელთა დამოკიდებულება აშშ-ის საქონლის ექსპორტზე შეზღუდულია, მაგრამ გააჩნიათ მნიშვნელოვანი მოკლევადიანი ვალდებულებები აშშ დოლარში, ამ პროცესიდან უფრო მეტად სარგებლობენ, ვინაიდან ფინანსური არხის გავლენა აჭარბებს სავაჭრო არხის ეფექტს.

კერძოდ, აღნიშნული კვლევა ხაზს უსვამს აშშ დოლარის გაუფასურების მრავალმხრივ ეფექტებს განვითარებად ეკონომიკებზე, განსაკუთრებით 2025 წელს შეერთებულ შტატებში მონეტარული შერბილების ფონზე. 2025 წლის დასაწყისში, მრავალწლიანი პიკის მიღწევის შემდეგ, აშშ დოლარი განვითარებადი ეკონომიკების ვალუტების კალათის მიმართ დაახლოებით 5 პროცენტით გაუფასურდა და შემდგომ დასტაბილურდა, რამაც ხელი შეუწყო განვითარებადი ბაზრების ფინანსურ აქტივებზე მოთხოვნას. ამასთან, გლობალური ფინანსური პირობების შემსუბუქება შესაძლოა ნაწილობრივ განაპირობებდეს განვითარებადი ეკონომიკების მდგრადობას, მიუხედავად გაზრდილი ტარიფებისა და გლობალური სავაჭრო გაურკვევლობისა (Amaral et al., 2025; Maechler, 2025). შემდგომში იდენტიფიცირებულია გადაცემის რამდენიმე არხი, რომელთა მეშვეობითაც აშშ დოლარის გაუფასურება საბალანსო უწყისების გზით განვითარებად ეკონომიკებზე როგორც დადებით, ისე ზოგჯერ უარყოფით გავლენას ახდენს.

გაცვლითი კურსის ფინანსური არხი ცენტრალურ როლს ასრულებს გლობალური ლიკვიდობის პროციკლურობის ახსნაში, გაცვლითი კურსის ცვლილებებზე რეაგირების კონტექსტში (Bruno and Shin, 2015). აშშ დოლარის გაუფასურება აუმჯობესებს განვითარებადი ეკონომიკების მსესხებლების საბალანსო პოზიციას, რომელთაც არაპეჯირებული ვალდებულებები აშშ დოლარში აქვთ, ხოლო აქტივები ეროვნულ ვალუტაში. მათი საკრედიტო პროფილის გაუმჯობესება, თავის მხრივ, ხელს უწყობს კრედიტზე მოთხოვნას. ამავდროულად, გლობალური ბანკებისთვის, რომელთაც გააჩნიათ დივერსიფიცირებული სასესხო პორტფელი, მსესხებლების გადახდისუნარიანობის გაუმჯობესება ამცირებს არასტანდარტულ საკრედიტო რისკებს („tail risks“). ეს ბანკებს აძლევს შესაძლებლობას გაზარდონ აშშ დოლარში დენომინირებული კრედიტის მიწოდება და, შესაბამისად, შეამსუბუქონ ფინანსური პირობები. იმ პირობებში, როდესაც აშშ დოლარში გაცემული კრედიტი მიწოდე-

ბის ჯაჭვებისთვის კაპიტალის დაფინანსების მნიშვნელოვან წყაროს წარმოადგენს, აშშ დოლარის დასუსტება ხელს უწყობს განვითარებადი ეკონომიკების დაკრედიტების პირობების შემსუბუქებას და სავაჭრო აქტივობის შენარჩუნებას. უახლესი მტკიცებულებები მიუთითებს, რომ 2025 წელს გლობალურ ღირებულებათა ჯაჭვებში (GVCs) ინტეგრირებული შუალედური და საინვესტიციო საქონლით ვაჭრობა განსაკუთრებული მდგრადობით ხასიათდებოდა და, გეოპოლიტიკური გაურკვევლობების გამწვავების მიუხედავად, აღემატებოდა ვაჭრობის სხვა კატეგორიებს. აღნიშნული სრულად შეესაბამება Bruno და Shin (2023) მიგნებებს.

როდესაც განვითარებადი ეკონომიკების ვალუტები მყარდება, უცხოელი ინვესტორების ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული არაპეჯირებული აქტივების ღირებულება აშშ დოლარში იზრდება. ეს კი აუმჯობესებს ინვესტორების საბალანსო უწყისებს და პოტენციურად კაპიტალის ახალ შემოდინებებს უწყობს ხელს. აღნიშნული დინამიკა შეიძლება შებრუნდეს დოლარის გამყარების შემთხვევაში (Bruno et al., 2022; Carstens and Shin, 2019; Hofmann et al., 2022). 2025 წელს, გლობალური ე.წ. „risk-on“ პერიოდის განმავლობაში, განვითარებად ეკონომიკებში პორტფელური კაპიტალის შემოდინებები გაიზარდა, რამაც შეამსუბუქა შიდა ფინანსური პირობები და თანხვედრაში იყო სუვერენული შემოსავლიანობის სპრედების შემცირებასთან. მიუხედავად იმისა, რომ მსგავსი შემოდინებები შეიძლება ზრდიდეს განვითარებადი ეკონომიკების მონყვლადობას გარე შოკების მიმართ, მიმდინარე კაპიტალური ნაკადები ზომიერ დონეზე ნარჩუნდება, ხოლო უცხოელი ინვესტორების წილი ეროვნული ვალუტით დენომინირებულ ობლიგაციებში კვლავ ჩამორჩება 2010-იანი წლების მაქსიმუმს.

მზარდ და განვითარებად ეკონომიკებში, ადგილობრივი ინვესტორების არაპეჯირებული უცხოური აქტივები იზრდება: მაგალითად, კომერციული ბანკები და სხვა ფინანსური

ინსტიტუტები სულ უფრო მეტად აბანდებენ კაპიტალს უცხოური ვალუტით დენომინირებულ აქტივებში, როგორცაა ობლიგაციები და აქციები, ხოლო ექსპორტიორები შემოსავალს აშშ დოლარში ინარჩუნებენ, მისი ადგილობრივ ვალუტაში კონვერსიის ნაცვლად. შესაბამისად, ეფექტები უცხოელი ინვესტორების ბალანსებთან შედარებით საპირისპიროა: როდესაც აშშ დოლარი უფასურდება, ადგილობრივ ინვესტორთა პორტფელების არაჰეჯირებული ნაწილი კარგავს ღირებულებას, რაც ხშირად ამცირებს რისკის აღების სურვილს და ამკაცრებს შიდა ფინანსურ პირობებს. მიუხედავად იმისა, რომ სავალუტო ჰეჯირების პრაქტიკა გაიზარდა, ნაკლებად განვითარებული ბაზრები და ვადიანობის შეუსაბამობა ინვესტორებს კვლავ ტოვებს გაცვლითი კურსისა და დაფინანსების რისკების წინაშე.

ამგვარად, აღნიშნული ანალიზის მიხედვით, აშშ დოლარის გაუფასურების წმინდა ეფექტი დამოკიდებულია საგარეო ბალანსების სტრუქტურასა და ჰეჯირების ხარისხზე. ამჟამად, შედარებით სუსტი აშშ დოლარი ბევრი მზარდი და განვითარებადი ბაზრისთვის, მათ შორის საქართველოსთვის, წმინდა პოზიტიურ ეფექტს ქმნის – ეს პროცესი მსესხებლებისთვის ამცირებს ეროვნული ვალუტის ეკვივალენტით გამოსახულ ვალდებულებებს უცხოურ ვალუტაში და, იმავდროულად, სარგებელს უქმნის უცხოელ ინვესტორებს, რომლებიც ფლობენ განვითარებადი ბაზრების აქტივებს და იღებენ მოგებას თავიანთი პორტფელების არაჰეჯირებული ნაწილისგან. თუმცა, რადგან განვითარებადი ბაზრები თანდათან გადადიან წმინდა კრედიტორების პოზიციაზე, პოლიტიკის გამტარებლებმა ასევე უნდა გააკონტროლონ საგარეო აქტივების მხარის მზარდი მნიშვნელობა, რამაც დროთა განმავლობაში შეიძლება შეცვალოს გადაცემის მექანიზმი.

აღნიშნული თემატიკის გარშემო არსებობს ვრცელი საერთაშორისო ლიტერატურა. მათ შორის აღსანიშნავია სსფ-ის მკვლევართა ჯგუფის პუბლიკაცია (Akinci et al., 2018), რომელიც

ცალსახად მიუთითებს, რომ აშშ-ში ფინანსური გაურკვევლობის მკვეთრი ზრდა, რაც აშშ-ის ფინანსურ ბაზრებზე მერყეობის მატებაში და/ან დაკრედიტების პირობების გამკაცრებაში ვლინდება, საერთაშორისო საკრედიტო არხის მეშვეობით გადაეცემა განვითარებად ეკონომიკებს. ამ პირობებში გლობალური რისკის მიმართ მგრძნობელობა მატულობს, რაც ინვესტორების პირობების გამკაცრებას, ქვეყნებს შორის დაკრედიტების შემცირებას და განვითარებადი ეკონომიკებისთვის დაფინანსების ხარჯების ზრდას. როდესაც საერთაშორისო ბანკები ამცირებენ რისკიან პოზიციებს და პორტფელებს უფრო უსაფრთხო - აშშ-ის აქტივებისკენ გადააწვდიან, განვითარებადი ეკონომიკები განიცდიან კაპიტალის გადინებებს, ეროვნული ვალუტების გაუფასურებასა და შიდა კრედიტის მიწოდების შემცირებას. აღნიშნული ეფექტები საბოლოოდ ანელებს ეკონომიკურ აქტივობას, ზრდის სესხის აღების ხარჯებს და აძლიერებს ფინანსურ მოწყვლადობებს განვითარებად ეკონომიკებში.

აშშ-ის ახალი სატარიფო პოლიტიკის საქართველოს ეკონომიკაზე გავლენის პირდაპირი და არაპირდაპირი არხები

აშშ-ის ახალი ადმინისტრაციის 2025 წლის სატარიფო პოლიტიკის ფარგლებში, საქართველო იმ ქვეყნების ჩამონათვალში აღმოჩნდა, რომლებსაც აშშ-ში ექსპორტირებულ სასაქონლო პროდუქციაზე 10%-იანი საბაზისო ტარიფი დაუწესდათ. თავდაპირველი შეფასებით (სებ-ი, 2025), რომელიც 2024 წლის მონაცემებსა და იმ დაშვებას ეყრდნობოდა, რომ ტარიფის ეფექტი სრულად აისახებოდა, აშშ-ის სატარიფო პოლიტიკის პირდაპირი გავლენა საქართველოზე სუსტი უნდა ყოფილიყო. კერძოდ, იმის გათვალისწინებით, რომ 2024 წელს საქართველოს მთლიან ექსპორტში აშშ-ის წილი მხოლოდ 2.2%-ს შეადგენდა, ხოლო საქართველოს ექსპორტის ფასის მიმართ მოთხოვნის ელასტიკურობის მაჩვენებელი - 0.45-ს (World Bank, 2023), აშშ-ში ქართულ ექსპორტზე მოთხოვნა დაახლოებით 4.5%-ით უნდა შემცირებულიყო. შედეგად, აშშ-ის წილი

საქართველოს ექსპორტის მთლიან კალათაში მცირედით მოიკლებდა - 2.2%-დან დაახლოებით 2.1%-მდე. არსებული მონაცემებით, 2025 წელს აშშ-ის წილი მთლიან ექსპორტში 1.6%-მდე შემცირდა.

საწყისი შეფასებით მოსალოდნელი იყო, რომ აშშ-ის მიერ ავტომობილებზე დაწესებული 25%-იანი ტარიფი საქართველოს იმპორტის სტრუქტურაზე უფრო შესამჩნევ, თუმცა შეზღუდულ გავლენას მოახდენდა, განსაკუთრებით მეორადი ავტომობილების ბაზრის არხით. აღნიშნული ტარიფის ეფექტის სრულად ასახვისა და იმპორტზე მოთხოვნის ფასის მიმართ ელასტიკურობის მაჩვენებლის - 0.79-ის გათვალისწინებით (World Bank, 2023), საქართველოში აშშ-დან ავტომობილების იმპორტი დაახლოებით 10.7%-ით უნდა შემცირებულიყო. საგულისხმოა, რომ, 2025 წლის მონაცემებით, აშშ-დან ავტომობილების იმპორტის მოცულობა წლიურად, პირიქით, გაიზარდა. აღნიშნული, სავარაუდოდ, ავტომობილების წინასწარი შესყიდვებით აიხსნება. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შეფასებითაც (IMF, 2025b), 2025 წელს ტარიფების მოკრძალებული გლობალური გავლენა რეალურ ეკონომიკებზე იმპორტის წინასწარ შესყიდვებსა და მიწოდების ჯაჭვების სწრაფ გადაწყობასთან შეიძლება იყოს დაკავშირებული.

საზოგადოდ, ავტომობილების იმპორტის მოცულობის კლების უარყოფითი ეფექტი საქართველოსთვის შეიძლება ორგვარი იყოს: ერთი მხრივ, ამ საქონლის იმპორტის მნიშვნელოვანი ნაწილი რექსპორტზეა ორიენტირებული და საქართველოს ეკონომიკაში დამატებულ ღირებულებას ქმნის; მეორე მხრივ კი, იმპორტირებული ავტომობილები მნიშვნელოვან წილს შეადგენს მთლიან საგადასახადო შემოსავლებში, როგორც საბაჟო მოსაკრებლების, ისე დამატებული ღირებულების გადასახადის (დღგ) სახით. გარდა

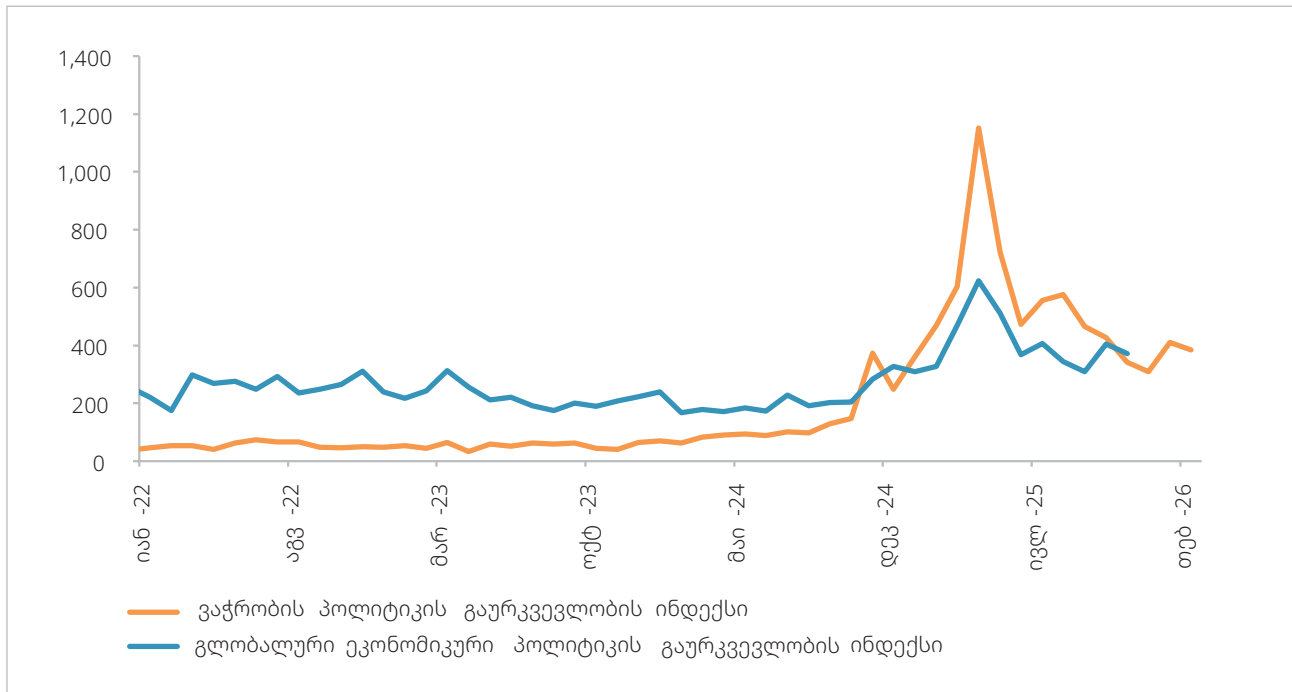
ამისა, ავტომობილების იმპორტში აშშ-ის 54%-იანი წილისა და სამომხმარებლო ფასების ინდექსში ავტომობილების 1.76%-იანი წონის გათვალისწინებით¹, პირველადი შეფასებით, მთლიან ინფლაციაზე პირდაპირ გავლენას, ჩანაცვლების ეფექტების გაუთვალისწინებლად, დაახლოებით 0.24 პროცენტული პუნქტი უნდა შეედგინა. თუმცა, 2025 წელს მეორადი ავტომობილების ფასების ინდექსზე დაკვირვებამ კლების ტენდენცია აჩვენა, რაც, სავარაუდოდ, ზემოაღნიშნულ წინასწარ შესყიდვებთან ერთად, გამოწვეულია მოთხოვნის ნაწილობრივი გადართვით ევროკავშირის და ჩინეთის წარმოების ავტომობილებზე.

საერთო ჯამში, საქართველოზე აშშ-ის სატარიფო პოლიტიკის პირდაპირი გავლენა ჯერჯერობით შეზღუდული აღმოჩნდა და ვაჭრობაზე, ინფლაციაზე და ფისკალურ შემოსავლებზე მისი ეფექტი მხოლოდ უმნიშვნელოა. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ აშშ-ის მხრიდან მოგვიანებით შეზღუდვების მოხსნამ საკვანძო საექსპორტო პროდუქტებზე, როგორცაა ფეროშენადნობები და ალუმინი, შოკის პირდაპირი პოტენციური ეფექტი კიდევ უფრო შეამცირა.

ბოლო პიკურ ნიშნულებთან შედარებით კლების მიუხედავად, ეკონომიკური პოლიტიკის და ვაჭრობის პოლიტიკის გაურკვევლობის გლობალური ინდექსები (იხ. დიაგრამა 1) ისტორიულად კვლავ მაღალ ნიშნულებზე რჩება. აღნიშნული გეოპოლიტიკურ მოლოდინებში არსებულ მერყეობასა და გამწვავებულ სავაჭრო დაძაბულობას ასახავს. მიუხედავად იმისა, რომ აშშ-სა და ჩინეთს შორის დროებითმა სავაჭრო ბავშმა ჩინური იმპორტისთვის ტარიფის საერთო განაკვეთი 57%-დან 47%-მდე შეამცირა, სატარიფო პოლიტიკის საბოლოო ტრაექტორია კვლავ ხშირი გადახედვის საგნად რჩება.

1. აღნიშნული ეყრდნობა 2024 წლის მონაცემებს.

დიაგრამა 1. ეკონომიკური პოლიტიკისა და ვაჭრობის პოლიტიკის გაურკვევლობის ინდექსები



წყარო: FRED, Caldara et al. (2020).

ერთ-ერთი მთავარი არხი, რომლის მეშვეობითაც აშშ-ის სატარიფო პოლიტიკის ცვლილებებით გამოწვეული გაზრდილი გაურკვევლობა ეკონომიკებზე მოქმედებს, ბაზრის მონაწილეთა განწყობაა. გაურკვეველ გარემოში როგორც მომხმარებლები, ისე ბიზნესები, როგორც წესი, წინდახედულ ქცევას ირჩევენ. მაგალითად, შინამეურნეობები ზრდიან დანაზოგებს პოტენციური რისკების დასაზღვევად და ამცირებენ მოხმარებას. პარალელურად, კომპანიები უფრო ფრთხილები ხდებიან, ხშირად გადადებენ დაგეგმილ ინვესტიციებს და გადადიან ე.წ. wait-and-see („დაველოდოთ და ვნახოთ“) მიდგომაზე. ინვესტიციების შემცირება აფერხებს კაპიტალის დაგროვებას, ამცირებს პროდუქტიულობის ზრდას და საბოლოოდ ზეწოლას ახდენს ეკონომიკის პოტენციურ გამოშვებაზე. ამ კონტექსტში, გაზრდილი გაურკვევლობა ერთდროულად წარმოქმნის როგორც მიწოდების, ისე მოთხოვნის მხარის შეზღუდვებს. მაშინ როცა სუსტი მოთხოვნა დისინფლაციურ ეფექტებს იწვევს, მიწოდების მხარეს არსებული შეფერხებები ინფლაციურ რისკებს ქმნის.

როგორც აღინიშნა, გლობალური გაურკვევლობის ზრდა ასუსტებს ეკონომიკურ განწყობებს და ანელებს ეკონომიკურ აქტივობას, რაც მნიშვნელოვან შედეგებს იწვევს მცირე და ღია ეკონომიკებისთვის, მათ შორის საქართველოსთვის. ამ კონტექსტში, ორმხრივ ვაჭრობაზე აშშ-ის ტარიფების პირდაპირი გავლენის მიღმა, შესაძლოა წარმოიშვას არაპირდაპირი ეფექტებიც, გლობალური მოთხოვნის შემცირების გზით, განსაკუთრებით იმ შემთხვევაში, თუ სავაჭრო დაძაბულობის გამწვავების ფონზე საქართველოს ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური აქტივობა შენელებულა. აშშ-ის ახალი სატარიფო პოლიტიკის შედეგად ჩინეთი, ევროკავშირის ქვეყნები, თურქეთი, ყაზახეთი და სხვები, შესაძლოა, მათ პროდუქციაზე საგარეო მოთხოვნისა და ვაჭრობის მოცულობების კლების პრობლემის წინაშე აღმოჩნდნენ. ამ ფონზე, პარტნიორ ეკონომიკებში შესაძლებელია იმპორტის შემცირება, მათ შორის საქართველოდან. ეს პოტენციურად ქმნის მეორე რიგის ეფექტს საქართველოს ექსპორტის დინამიკაზე, თუნდაც ქვეყანა თავად არ იყოს აშშ-ის ტარიფების მთავარი სამიზნე.

თუმცა, ზემოაღნიშნულის პარალელურად, აშშ-ის ვაჭრობის პოლიტიკის ირგვლივ არსებული გაურკვეველობა და ეკონომიკური ფრაგმენტაცია, სავარაუდოდ, დააჩქარებს გლობალური ვაჭრობის დივერსიფიკაციას, რაც მულტინაციონალურ კომპანიებს წარმოების გრძელვადიანი სტრატეგიების გადახედვისა და მიწოდების ჯაჭვების გადაადგილებისკენ უბიძგებს. სატარიფო ბარიერების გავლენის შემცირების მიზნით, განსაკუთრებით ჩინეთზე დამოკიდებულების კლების გზით, წარმოება სულ უფრო მეტად შეიძლება გადავიდეს ალტერნატიულ ბაზრებზე. მიუხედავად იმისა, რომ ამ გადაადგილების უმეტესი ნაწილი დიდ რეგიონულ ეკონომიკებზე მოდის, სტრატეგიულად განლაგებულ მცირე ქვეყნებს, როგორცაა საქართველო, შესაძლებლობა ეძლევათ, გრძელვადიან პერიოდში პოზიციონირდნენ როგორც საიმედო ჰაბი მსუბუქი მრეწველობის, ლოგისტიკისა და მაღალი დამატებული ღირებულების მქონე პროდუქციის ექსპორტისთვის. კერძოდ, მიწოდების ჯაჭვების დივერსიფიკაცია და რეგიონალიზაცია აძლიერებს საქართველოს, როგორც „შუა დერეფნის“ (Middle Corridor) მნიშვნელოვანი კვანძის პოზიციას, რაც ექსპორტის გადამისამართების ახალ შესაძლებლობებს ქმნის. სატრანზიტო და სატრანსპორტო მომსახურებებზე მზარდმა მოთხოვნამ შეიძლება გაზარდოს შესაბამისი შემოსავლები, ხელი შეუწყოს მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუმჯობესებას და ნაწილობრივ მაინც შეარბილოს საგარეო მოთხოვნის შესუსტებით გამოწვეული უარყოფითი ეფექტები.

საბოლოოდ, მიუხედავად იმისა, რომ საქართველო უშუალოდ არ არის ჩართული აშშ-სა და ჩინეთს შორის სავაჭრო კონფლიქტში, მოსალოდნელია, რომ ამ დაძაბულობის მასშტაბი გავლენას მოახდენს საქართველოს ეკონომიკაზე ფასების, წარმოებისა და მოთხოვნის მხრიდან მომდინარე შოკების კომბინაციის გზით. ეს ეფექტები, იქნება ისინი ძირითადად ნეგატიური, თუ შექმნიან ახალ შესაძლებლობებს, დიდწილად დამოკიდებულია საქართველოს ეკონომიკის მოქნილობაზე გლო-

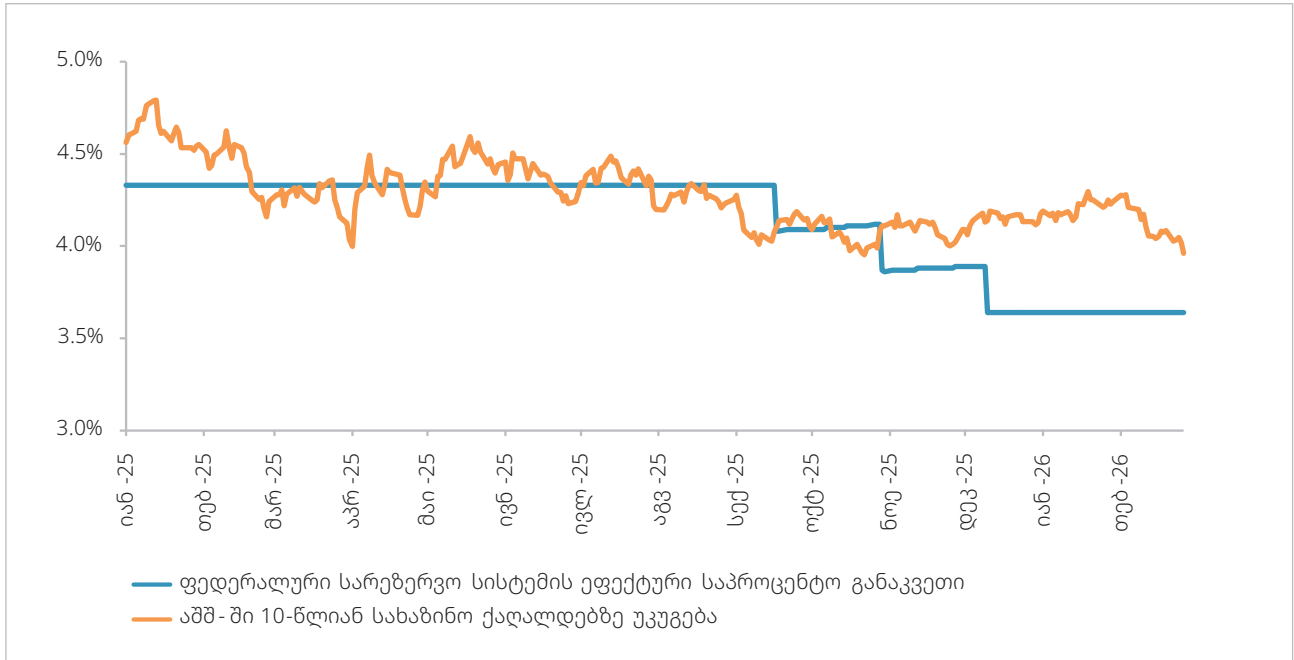
ბალური სავაჭრო გარემოს ცვლილებებთან ადაპტაციის გრძელვადიან პროცესში.

ფინანსური არხებით მიღებული ეფექტები

სატარიფო პოლიტიკის ეფექტების პირდაპირი და არაპირდაპირი არხებით გადმოცემის გარდა, აშშ-ს, როგორც გლობალური ფინანსური სისტემის ცენტრალურ მონაწილეს, დიდი გავლენა აქვს საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრების ტენდენციებსა და გლობალურ ფინანსურ პირობებზე. შესაბამისად მნიშვნელოვანია განვიხილოთ და შევაფასოთ საქართველოს ეკონომიკაზე ამ კუთხით არსებული რისკები.

ბოლო პერიოდში აშშ-ის ეკონომიკა ხასიათდება შედარებით ძლიერი, თუმცა არათანაბარი ზრდით, ჯერ კიდევ მაღალი ინფლაციური ზეწოლით და მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის სამომავლო ტრაექტორიის ირგვლივ არსებული მაღალი გაურკვეველობით. ერთი მხრივ, შრომის ბაზრის სტაბილურობა და პროდუქტიულობის სწრაფი ზრდა, განსაკუთრებით ხელოვნურ ინტელექტთან დაკავშირებული პროგრესის ფონზე, ხელს უწყობს ფასების სტაბილურობას. მეორე მხრივ, თუ ინფლაციური პროცესი მოსალოდნელზე უფრო ხანგრძლივი აღმოჩნდა, ფედერალურ სარეზერვო სისტემას შესაძლოა შედარებით მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის გატარება მოუწიოს. ამჟამად აშშ-ის ფინანსურ ბაზრებზე მერყეობა გაზრდილია, ხოლო გრძელვადიანი სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობა მაღალ დონეზე ნარჩუნდება (იხ. დიაგრამა 2), რაც ნაწილობრივ ასახავს ბაზარზე ტრადიციული „უსაფრთხო თავშესაფრისკენ გადინების“ (flight-to-safety) მიდგომისგან გადახვევას. ეს დინამიკა მიუთითებს გრძელვადიანი ფისკალური რისკების გადაფასებაზე, ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთის მომავალი დონის მიმართ მოლოდინების შეცვლასა და აშშ-ის მაკროეკონომიკური პოლიტიკის ირგვლივ არსებულ ფართო გაურკვეველობაზე. აღნიშნული, საბოლოო ჯამში, ცვლის გლობალური დაკრედიტების პირობებს და ზრდის წონასწორული საპროცენტო განაკვეთის დონეს.

დიაგრამა 2. ფედერალური სარეზერვო სისტემის ეფექტური საპროცენტო განაკვეთი და აშშ-ის 10-წლიანი სახაზინო ქაღალდებზე უკუგება



წყარო: FRED.

ფედერალური სარეზერვო სისტემის ფრთხილი, ზომიერად შემზღვეველი მონეტარული პოლიტიკის ფონზე, საბაზრო მოლოდინებიც გაიზარდა; კერძოდ, ვარაუდობენ, რომ საპროცენტო განაკვეთები უფრო ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში დარჩება მაღალ დონეზე („higher for longer“) (Federal Reserve Bank of Atlanta, 2025). ამავდროულად ფისკალური პოლიტიკა აშშ-ში კვლავ ექსპანსიურია, რაც რისკებს ამწვავებს. მაღალი სახელმწიფო ხარჯებით განპირობებული დიდი საბიუჯეტო დეფიციტი დამატებით ზეწოლას ახდენს შემოსავლიანობაზე და აძლიერებს გრძელვადიანი ვალის მდგრადობასთან დაკავშირებულ რისკებს. ეს ფაქტორი არსებულ მაღალ გაურკვევლობასთან ერთად ზრდის გრძელვადიანი აქტივის ფლობის რისკის პრემიას - ე.წ „ვადიანობის პრემიას“. ამრიგად, ზომიერად მკაცრი მონეტარული პოლიტიკისა და ექსპანსიური ფისკალური პირობების კომბინაცია ზრდის ფინანსური ბაზრების მერყეობას, რაც საბოლოოდ გლობალურად ფინანსურ პირობებს ამკაცრებს.

გლობალურ ფინანსურ სისტემაში აშშ-ის წამყვა-

ნი როლის გათვალისწინებით, მისი მონეტარული და ფისკალური გადაწყვეტილებები მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს განვითარებად ბაზრებზე. მცირე ღია ეკონომიკებისთვის, როგორც საქართველოც, აშშ-ის პოლიტიკის გადმოცემა განსაკუთრებით შესამჩნევად ფინანსური არხების მეშვეობით ვლინდება, რომლებიც განსაზღვრავენ შიდა დაკრედიტების პირობებს, კაპიტალის ნაკადების და სავალუტო კურსის დინამიკას. საქართველოს ეკონომიკის სტრუქტურული მახასიათებლები - მაღალი სავაჭრო გახსნილობა და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი, რაც უცხოეთიდან სახსრების მოზიდვის აუცილებლობას აჩენს, ასევე ჯერ კიდევ მაღალი ფინანსური დოლარიზაცია, აძლიერებს გარე შოკების გადმოცემას ფინანსური არხების მეშვეობით.

გავლენის გადმოცემის ფინანსური არხებიდან განსაკუთრებით აღსანიშნავია საპროცენტო განაკვეთის არხი. აშშ-ის სახაზინო ობლიგაციები გლობალური ურისკო (risk-free) ბენჩმარკის როლს ასრულებს. შესაბამისად, აშშ-ის მონეტარული პოლიტიკის პოზიციის ცვლილებები ან ფისკალური რისკის გადაფასება

სწრაფად აისახება გლობალურ სესხის აღების ხარჯებზე. მუდმივად მაღალი სახაზინო შემოსავლიანობები – მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის, მზარდი ფისკალური წნეხისა და გრძელვადიანი ნეიტრალური განაკვეთის მოლოდინების ცვლილების შედეგად – ზრდის გლობალურ ურისკო განაკვეთებსა და ვადიანობის პრემიებს და, საბოლოო ჯამში, ამკაცრებს განვითარებადი ბაზრებისთვის გარე დაფინანსების პირობებს. საქართველოსთვის ეს პირდაპირ ნიშნავს სახელმწიფო, საბანკო და კორპორაციული სექტორების უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხის აღების გაძვირებას და, აგრეთვე, ზრდის უკვე არსებული ამგვარი ვალდებულებების მომსახურების ტვირთს. ამასთან, სესხის რეფინანსირების ხარჯების ზრდის ფონზე ძლიერდება რეფინანსირების რისკები, ხოლო შიდა გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთები იზრდება გლობალური ბენჩმარკის მოძრაობის შესაბამისად.

გარდა ამისა, პროგრამულ უზრუნველყოფებსა და ინფორმაციის დამუშავების მონეობილობებში ინვესტიციების ბოლოდროინდელი მკვეთრი ზრდა მიუთითებს, რომ აშშ-ში კაპიტალის დაგროვების შესაძლებლობები ფართოვდება. აღნიშნული ტენდენცია მიუთითებს, რომ აშშ-ის წონასწორული საპროცენტო განაკვეთი შესაძლოა ეტაპობრივად გაიზარდოს, ვინაიდან პროდუქტიულობის ზრდა და ინოვაციებით განპირობებული ეკონომიკური გაფართოება კაპიტალზე გრძელვადიანი უკუგების ზრდას უწყობს ხელს. მსგავსი სტრუქტურული ფაქტორები აძლიერებს მოთხოვნას ტექნოლოგიურად ინტენსიურ აქტივებზე, მათ შორის იმ პერიოდებშიც, როდესაც აშშ დოლარი სუსტდება. ამ კონტექსტში, დაუზღვეველი საპროცენტო პარიტეტის (UIP) არხით აშშ-ში სტრუქტურულად უფრო მაღალი ნეიტრალური განაკვეთი ზეწოლას მოახდენს საქართველოს ნეიტრალურ განაკვეთზე ზრდის მიმართულებით. შედეგად, საქართველოს ეროვნულ ბანკს საშუალოვადიან პერიოდში შესაძლოა დასჭირდეს შედარებით მკაცრი მონეტარული პოზიციის შენარჩუნება და უფრო მაღალი შიდა საპროცენტო ტრაექტორიის

კომუნიკაცია, რათა თავიდან აიცილოს ინფლაციის მოლოდინების გაუარესება. ეს კი შიდა დაკრედიტების ზრდის შენელებას გამოიწვევს და, საბოლოოდ, ინვესტიციებსა და ეკონომიკურ აქტივობაზე უარყოფითად აისახება.

ფინანსური არხით გადამდები ეფექტები საქართველოზე, პოტენციურად, შესაძლოა ასევე გამოვლინდეს გლობალური კაპიტალის მობილობისა და რისკის მიმართ მგრძობელობის ცვლილებით. აშშ-ის სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობის ზრდა აძლიერებს აშშ დოლარში დენომინირებული აქტივების შედარებით მიმზიდველობას, რის შედეგადაც საერთაშორისო ინვესტორები კაპიტალს განვითარებადი ბაზრებიდან განვითარებულში გადაანაწილებენ. ეს, როგორც წესი, იწვევს სუვერენული და კორპორაციული სპრედების ზრდას და, ზოგიერთ შემთხვევაში, მოკლევადიანი კაპიტალის გადინებებს ისეთი ქვეყნებიდან, როგორც საქართველოა. აღნიშნული პროცესები კი ზეწოლას ახდენს შიდა ფინანსურ ბაზრებზე და ლიკვიდობის პირობებზე.

აშშ-ის უფრო მაღალი შემოსავლიანობებისა და კაპიტალის სუსტი შემოდილების კომბინაცია, საბოლოოდ, ლარზე გაუფასურების ზეწოლას ქმნის, რაც, თავის მხრივ, ზრდის იმპორტის ხარჯებს და აძლიერებს შიდა ინფლაციურ წნეხს. გაცვლითი კურსის კორექტირებამ შეიძლება ნაწილობრივ დააბალანსოს კაპიტალის გადინების ეფექტი ექსპორტის კონკურენტუნარიანობის გაუმჯობესების გზით, თუმცა წმინდა შედეგი დამოკიდებულია ვაჭრობის სტრუქტურასა და გარე დაფინანსების წყაროებზე. ვინაიდან საქართველოში სავალუტო კურსის გადაცემა ადგილობრივ ფასებზე მაღალია, ასეთი გაუფასურება საბოლოოდ მაინც აძლიერებს ხოლმე იმპორტირებულ ინფლაციას და შესაძლოა განაპირობოს მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება.

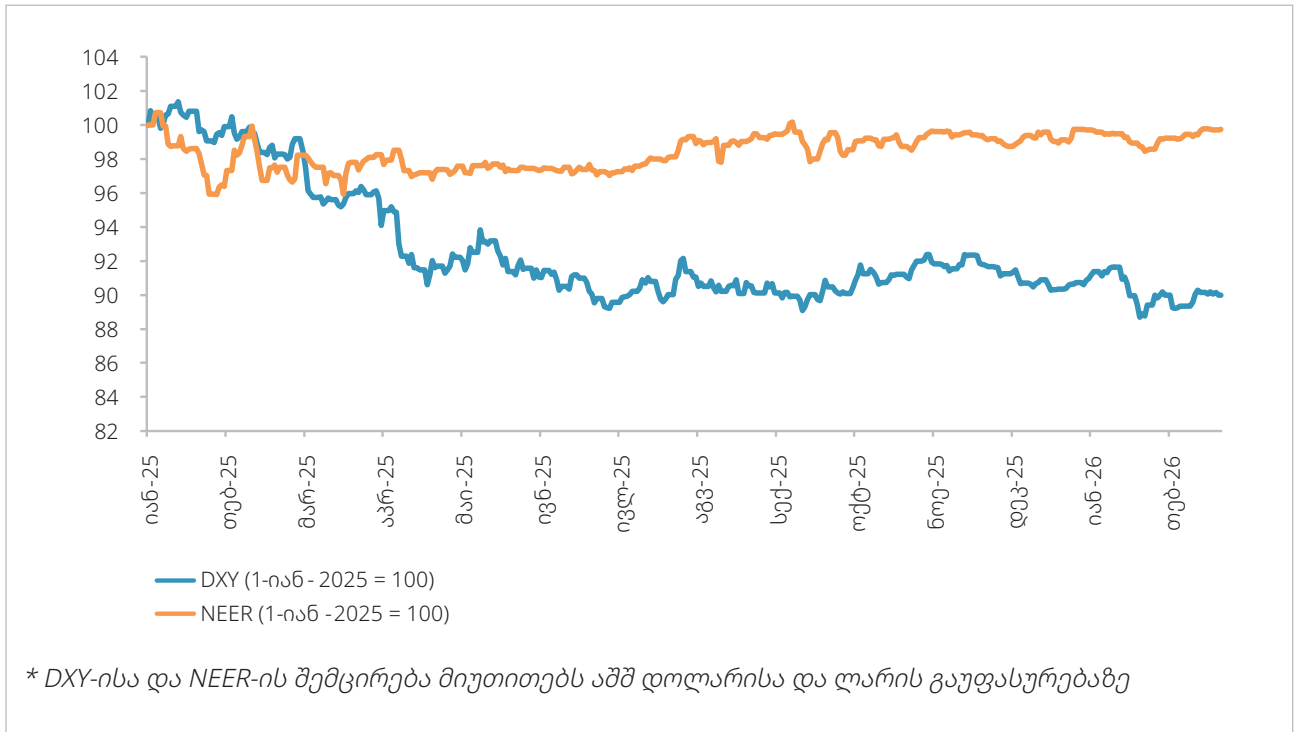
ფინანსური დოლარიზაციის მაღალი დონე და აშშ დოლარის ფართო გამოყენება ინვოისირების

პროცესში ფუნდამენტურად განსაზღვრავს აშშ-ის მონეტარული პოლიტიკის გლობალური გადაცემის მექანიზმს. ჩვეულებრივ, აშშ დოლარის გამყარება ზრდის უცხოურ ვალუტაში არსებული ვალდებულებების ადგილობრივ ვალუტაში გამოხატულ ღირებულებას, ასუსტებს მსესხებლების საბალანსო უწყისებს და აძლიერებს საკრედიტო რისკებს საბანკო სექტორში. ამის საპირისპიროდ, აშშ დოლარის დასუსტებამ 2025 წლის იანვარში მიღწეული პიკის შემდეგ (იხ. დიაგრამა 3) შექმნა მნიშვნელოვანი ხელშემწყობი ფაქტორი. კერძოდ, ისეთ ეკონომიკაში, როგორცაა საქართველო, სადაც კერძო და საბანკო სექტორის ვალდებულებების მნიშვნელოვანი ნაწილი აშშ დოლარშია დენომინირებული, აშშ დოლარის შესუსტება პირდაპირ აუმჯობესებს მსესხებლების ბალანსებს. ამ ვალდებულებების ადგილობრივ ვალუტაში გამოხატული ღირებულების შემცირება აძლიერებს მსესხებლების გადახდისუნარიანობას, რაც ხელს უწყობს კრედიტის მოთხოვნას. ბალანსების ამგვარი გაუმჯობესება ასევე ამსუბუქებს ფინანსურ პირობებს კრედიტის მიწოდების ზრდით: როდესაც ბანკები აწყდებიან დაბალსაკრედიტო რისკებს და უზრუნველყოფის უფრო ჯანსაღ პოზიციებს, ისინი უფრო მეტად არიან მზად დაკრედიტების გაფართოებისთვის, რაც ინვესტიციებსა და შიდა მოთხოვნას ახალისებს. საქართველოს შემთხვევაში, სადაც ეკონომიკური აგენტები კვლავ მნიშვნელოვნად არიან დამოკიდებული აშშ დოლარში დენომინირებულ ვალდებულებებზე, ეს მექა-

ნიზმი გულისხმობს, რომ დოლარის დასუსტებამ შეიძლება შესამჩნევად გააუმჯობესოს ფინანსური პირობები და რეალური ეკონომიკური აქტივობა. საბოლოოდ, კომპანიების ფინანსური ხარჯების შემცირება დისინფლაციაში აისახება და ნიადაგს ქმნის მონეტარული პოლიტიკის შერბილებისთვის.

საქართველოს საგარეო ვაჭრობაში აშშ დოლარში ინვოისირების ფართოდ გამოყენების გათვალისწინებით, აშშ დოლარის გლობალურმა გაუფასურებამ, შესაძლოა იმპორტის ფასებზე იმოქმედოს და მოკლევადიან პერიოდში შეამციროს იმპორტირებულ ინფლაციაზე ზეწოლა. თუმცა, ამ გავლენის მასშტაბი და მიმართულება დიდწილად დამოკიდებულია საქართველოს ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის (NEER) დინამიკაზე. აშშ დოლარის გლობალური დასუსტებისას, თუკი საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორების ვალუტები აშშ დოლარის მიმართ უფრო მეტად გამყარდება, ვიდრე ლარი, ლარის NEER-ის გაუფასურება შეამცირებს უცხოელი ექსპორტიორების შემოსავალს მათ ადგილობრივ ვალუტაში. საპასუხოდ, საშუალოვადიან პერიოდში, მათ შესაძლოა ხელშეკრულებების განახლებისას აშშ დოლარში დენომინირებული ფასები გაზარდონ, რაც იმპორტირებულ ინფლაციაზე ზეწოლას გააძლიერებს. თუმცა, მოკლევადიან პერიოდში, აშშ დოლარში დენომინირებული კონტრაქტების ფასების სიხისტის გამო, აღნიშნული ეფექტი, სავარაუდოდ, შეზღუდულია.

დიაგრამა 3. აშშ დოლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსისა (DXY) და ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის (NEER) ინდექსები



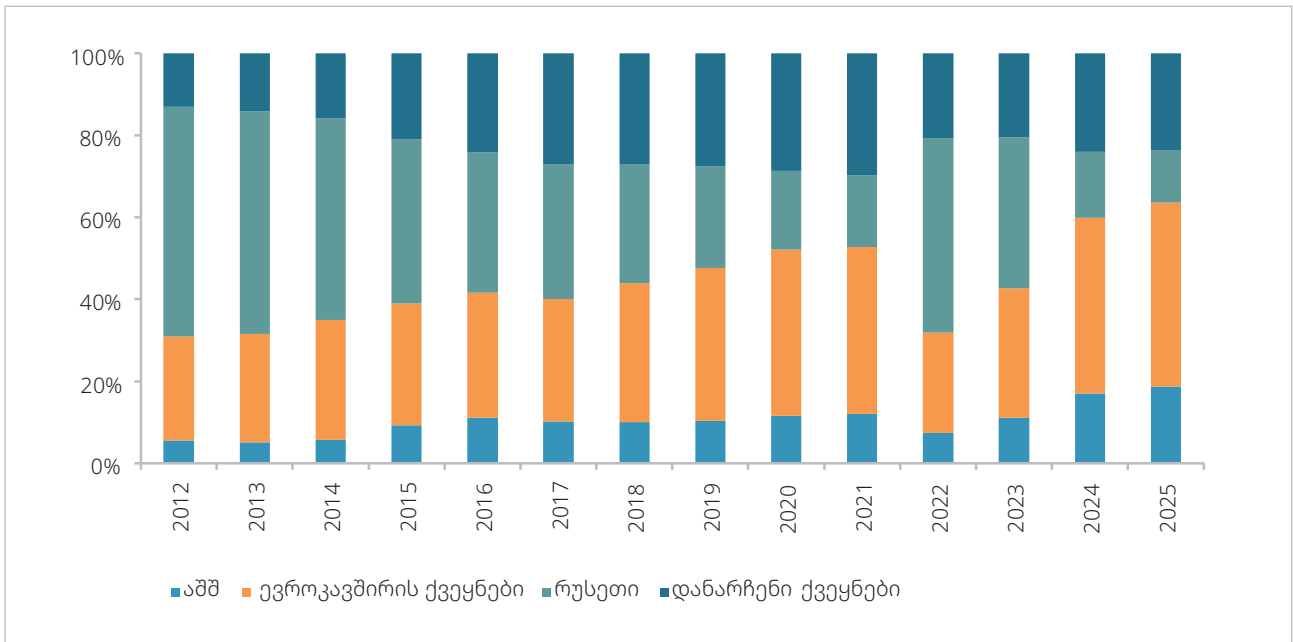
წყარო: Bloomberg, საქართველოს ეროვნული ბანკი.

გადმოცემის სხვა არხები

ფინანსური არხი, გლობალური საბაზრო განაკვეთების, კაპიტალის ნაკადებისა და გაცვლითი კურსის დინამიკის მეშვეობით, წარმოადგენს აშშ-ის ფისკალური და მონეტარული ცვლილებების საქართველოს ეკონომიკაზე გადაცემის მთავარ მექანიზმს, თუმცა არსებობს გადაცემის სხვა მნიშვნელოვანი არხებიც. აშშ-ის პოლიტიკა გავლენას ახდენს გლობალურ პირობებზე, რომლებიც განსაზღვრავს სასაქონლო პროდუქციის ფასებსა და ფულადი გზავნილების დინამიკას. ეს ფაქტორები რეაგირებენ მიგრაციის პოლიტიკის ცვლილებებზე, გლობალურ მოთხოვნასა და რისკის აღქმაზე. აღნიშნული არხები უფრო არაპირდაპირია, თუმცა ისინი მოქმედებენ საქართველოს შიდა მოხმარებაზე, ინფლაციასა და საგარეო ბალანსზე.

აშშ-ის მიგრაციულ პოლიტიკას შეუძლია გავლენა მოახდინოს საქართველოში ფულადი გზავნილების ნაკადებზე. უფრო მკაცრმა მიგრაციულმა ღონისძიებებმა აშშ-ში შესაძლოა შეამციროს დასაქმებული ქართველების რაოდენობა, ხოლო ეკონომიკური ზრდის შენელებამ აშშ-სა და ფულადი გზავნილების სხვა დონორ ქვეყნებში, როგორცაა ევროკავშირის ქვეყნები, შესაძლოა შეასუსტოს მიგრანტების შემოსავალი და, შესაბამისად, გზავნილთა ჯამური მოცულობა. თუმცა, 2025 წლის მდგომარეობით, ეს უკანასკნელი წლიურად 8.6%-ით გაიზარდა, ხოლო აშშ-დან გზავნილების წილმა შეინარჩუნა მზარდი ტენდენცია (იხ. დიაგრამა 4).

დიაგრამა 4. საქართველოში ფულადი გზავნილების წილი წარმოშობის ქვეყნების მიხედვით



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

ფულადი გზავნილები საქართველოში კერძო მოხმარების ერთ-ერთი საყურადღებო წყაროა. საზოგადოდ, მათი კლება ამცირებს შიდა მოთხოვნას და შესაბამისად ანელებს ეკონომიკურ ზრდას, რაც მოთხოვნის არხის გავლით დისინფლაციურ ზეწოლას განაპირობებს. თუმცა, ამავე დროს, ფულადი გზავნილები მნიშვნელოვან როლს ასრულებს უცხოური ვალუტის შემოდინებაში და შემცირების შემთხვევაში მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუარესებას იწვევს. შედეგად, ჩნდება ზეწოლა გაცვლით კურსზე, რაც უცხოური საქონლის გაძვირების გზით იმპორტირებულ ინფლაციას უწყობს ხელს. აქვე აღსანიშნავია, რომ საშუალოვადიან პერიოდში, მიგრაციული პოლიტიკის შედეგად სამუშაო ძალის მიწოდების შემცირების პირობებში, თუ აშშ-ში კომპანიების მოთხოვნა მუშახელზე დიდწილად უცვლელი დარჩება, შესაძლოა გაძლიერდეს ხელფასებზე დაფუძნებული ინფლაციური ზეწოლა – განსაკუთრებით იმ სექტორებში, რომლებიც ისტორიულად მიგრანტ მუშახელზე იყვნენ დამოკიდებული. აღნიშნული დინამიკა კი ინფლაციაზე გადმოცემის საფრთხეს ქმნის: კერძოდ, აშშ-ის ექსპორტის ფასების ზრდამ

შეიძლება ხელი შეუწყოს იმპორტირებულ ინფლაციას საქართველოში.

2025 წელს ნავთობის გლობალური ბაზრები კვლავ მაღალი მერყეობით ხასიათდებოდა, თუმცა ფასების საერთო ტრაექტორია დაღმავალი იყო, რაც დიდწილად გლობალური ეკონომიკური აქტივობის შესუსტებასა და ნავთობის მიწოდების ზრდას ასახავდა. ნავთობის ფასის დინამიკაში ცენტრალური როლი შეასრულა აშშ-ის პოლიტიკამ: სავაჭრო დაძაბულობის გამწვავებამ, ტარიფების ზრდის მოლოდინებმა და აშშ-ის ეკონომიკური პოლიტიკისგან მომდინარე გაურკვევლობამ გლობალური მოთხოვნის პერსპექტივები შეასუსტა და ნავთობის ფასებზე დაღმავალი ზეწოლა გააძლიერა. მიუხედავად იმისა, რომ პერიოდული გეოპოლიტიკური დაძაბულობა ახლო აღმოსავლეთში ფასების დროებით ზრდას იწვევდა, მოთხოვნის ფაქტორი დომინანტურად რჩებოდა.

შესაბამისად, სუსტი გლობალური მოთხოვნისა და გაზრდილი მიწოდების კომბინაციამ 2025 წელს შექმნა დისინფლაციური გარემო

ნავთობის იმპორტიორი ეკონომიკებისთვის, მათ შორის საქართველოსთვის. საერთაშორისო ფასების კლება ლარის შედარებით სტაბილურ გაცვლით კურსთან ერთად ამცირებდა ნავთობპროდუქტების ადგილობრივ ფასებს და ხელს უწყობდა ინფლაციის შენელებას. თუმცა, მიმდინარე მდგომარეობით, გაურკვეველობა კვლავ მაღალი რჩება ნავთობის მწარმოებელ რეგიონებში გეოპოლიტიკური რისკების გამწვავების, აშშ-ის ვაჭრობის და სანქციების პოლიტიკის მოულოდნელი ცვლილებებისა და OPEC+-ის წარმოების სტრატეგიის გადახედვის შესაძლებლობის ფონზე.

დასკვნა

აშშ-ის პოლიტიკის ბოლოდროინდელი ცვლილებებიდან გამომდინარე იკვეთება საქართველოს ეკონომიკაზე შესაძლო გავლენის მრავალმხრივი არხები. მართალია, აშშ-ის ახალი სატარიფო პოლიტიკის საქართველოზე პირდაპირი გავლენა შეზღუდულია, თუმცა საყურადღებოა არაპირდაპირი ეფექტები, რომლებიც გლობალური მოთხოვნის, სასაქონლო ფასების, ფულადი გზავნილების და ინვესტორთა განწყობის არხებით გადმოეცემა.

საქართველოს ეკონომიკაზე აშშ-ის გავლენის თვალსაზრისით დომინანტური როლი ფინანსურ არხებს ენიჭება. აშშ-ის ექსპანსიურმა ფისკალურმა პოლიტიკამ, სახაზინო ფასიანი ქაღალდების დიდი მოცულობით ემისიამ და ინფლაციური ზეწოლის შენარჩუნებამ გლობალური საპროცენტო განაკვეთების ზრდა გამოიწვია, რამაც გაამკაცრა დაფინანსების პირობები განვითარებადი ბაზრებისთვის, მათ შორის საქართველოსთვის. აღნიშნული დინამიკა ზრდის სესხის აღების ხარჯებს როგორც სახელმწიფო, ისე კორპორაციული სექტორისთვის, აძლიერებს რეფინანსირების რისკებს და საპროცენტო განაკვეთისა და კაპიტალის ნაკადების არხების მეშვეობით ზეწოლას ახდენს შიდა საპროცენტო განაკვეთების ზრდაზე.

აშშ-ის პოლიტიკის ცვლილებებით გამოწვეული გაცვლითი კურსის მერყეობა დამატებით ზეწოლას ახდენდა იმპორტირებულ ინფლაციაზე საქართველოში, განსაკუთრებით ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის პირობებში. თუმცა, იმავდროულად, აშშ დოლარის გლობალურად სუსტი პოზიცია ნაწილობრივ აბალანსებდა ამ ზეწოლას, მათ შორის საბალანსო უწყისებისა და დაკრედიტების პირობების გაუმჯობესების გზით. საგულისხმოა, რომ საერთაშორისო ვაჭრობის შეფერხებებიდან და მიწოდების ჯაჭვების რესტრუქტურირებიდან გამომდინარე არაპირდაპირი ეფექტები ქმნის როგორც გამოწვევებს, ისე შესაძლებლობებს, განსაკუთრებით „შუა დერეფანსა“ და საექსპორტო სექტორებში საქართველოს ინტეგრაციის კუთხით.

აქვე აღსანიშნავია, რომ გავლენების ანალიზს ართულებს მაღალი გაურკვეველობა, რომელიც აშშ-ის ვაჭრობის პოლიტიკის ცვლილებებს ახლავს თან. კერძოდ, დაწესებული ტარიფების მოცულობა და მათი გავრცელების არეალი არაერთხელ გადაიხედა უკვე 2025 წელს, ხოლო 2026 წლის თებერვალში მათი მნიშვნელოვანი ნაწილი აშშ-ის უზენაესმა სასამართლომ გააუქმა. ამის შემდეგ ადმინისტრაციამ დროებითი ტარიფები შემოიღო და მათი შემდგომი ზრდაც დააანონსა.

საერთო ჯამში, არსებული გაურკვეველობის ფონზე, საქართველოს მაკროეკონომიკური მდგრალობა დამოკიდებულია ეკონომიკური პოლიტიკის პროაქტიულ მართვაზე, რაც მოიცავს ფინანსური არხით გადმოცემული ეფექტების ფრთხილ მონიტორინგს, შიდა ბუფერების გაძლიერებას შოკების გასაწინააღმდეგოდად და პოლიტიკის მომავალზე ორიენტირებულ, რისკებზე დაფუძნებულ რეაგირებას. ნიშანდობლივია, რომ 2025 წლის დასაწყისიდან სებმა მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის ახალი, სცენარებზე დაფუძნებული მიდგომა დაწერა, რომლის ფარგლებშიც მონეტარული

პოლიტიკის გამტარებლები გადაწყვეტილებას იღებენ სხვადასხვა სცენარების განვითარების გათვალისწინებით. აღნიშნული ნაბიჯით ეროვნული ბანკი აუმჯობესებს რეაქციის ფუნქციის გამჭვირვალობასა და აღქმადობას, რაც აძლიერებს პოლიტიკის გადაცემის არხების ეფექტიანობას და მაღალი გაურკვევლობის პირობებში საზოგადოებრივი კეთილდღეობის დანაკარგის შემცირებას უზრუნველყოფს. აღნიშნული, სულ უფრო ფრაგმენტირებულ და გაურკვეველ გლობალურ გარემოში, ზრდის ქვეყნის უნარს ადაპტირდეს გლობალურ ეკონომიკურ და ვაჭრობის პოლიტიკის ცვლილებებთან, რაც მას საშუალებას აძლევს ეფექტიანად გამოიყენოს ახალი შესაძლებლობები და შემციროს გარე შოკების ზეგავლენა.

გამოყენებული ლიტერატურა

საქართველოს ეროვნული ბანკი (2025) *მეორე კვარტლის მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში*. ხელმისაწვდომია: https://nbg.gov.ge/fm/პუბლიკაციები/ანგარიშები/მონეტარული_პოლიტიკის_ანგარიში/2025/2025q2-geo.pdf (Accessed: 22 December 2025).

Akinci, O., Kalemli-Özcan, Ş., Queralto, A. and Unsal, D.F. (2018) *The impact of U.S. financial uncertainty shocks on emerging market economies: An international credit channel*. IMF Working Paper No. WP/18/288. Washington, DC: International Monetary Fund.

Amaral, E., Guerra, R., Shim, I. and Tombini, A. (2025) *Financial conditions indices in Latin America*. BIS Bulletin, no. 113, September. Basel: Bank for International Settlements.

Arora, V.B. and Cerisola, M. (2000) *How does U.S. monetary policy influence economic conditions in emerging markets?* IMF Working Paper No. WP/00/148. Washington, DC: International Monetary Fund.

Boz, E., Brüggemann, A., Casas, C., Georgiadis, G., Gopinath, G. and Mehl, A. (2025) *Patterns of invoicing currency in global trade in a fragmenting world economy*. IMF Working Paper No. 2025/178. Washington, DC: International Monetary Fund.

Bruno, V. and Shin, H.S. (2015) 'Cross-border banking and global liquidity', *Review of Economic Studies*, 82(2), pp. 535–564.

Bruno, V., Shim, I. and Shin, H.S. (2022) *Dollar beta and stock returns*. BIS Working Papers, no. 1000, February. Basel: Bank for International Settlements.

Bruno, V. and Shin, H.S. (2023) 'Dollar and exports', *Review of Financial Studies*, 36(8), pp. 2963–2996.

Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. and Raffo, A. (2020) 'The economic effects of trade policy uncertainty', *Journal of Monetary Economics*, 109, pp. 38–59.

Carstens, A. and Shin, H.S. (2019) 'Emerging markets aren't out of the woods yet', *Foreign Affairs*, 15 March.

Congressional Budget Office (2025) *The Budget and Economic Outlook: 2025 to 2035*. Washington, DC: Congressional Budget Office. Available at: <https://www.cbo.gov/publication/60870> (Accessed: 22 December 2025).

Damodaran, A. (2024) *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation, and Implications – The 2024 Edition*. SSRN Scholarly Paper, 5 March. Available at: <https://ssrn.com/abstract=4751941> (Accessed: 22 December 2025).

Federal Reserve Bank of Atlanta (2025) *Market Probability Tracker*. Available at: <https://www.atlantafed.org/cenfis/market-probability-tracker> (Accessed: 22 December 2025).

Feroli, M., Laubach, T. and Williams, J.C. (2025) *Underlying Trends in the U.S. Neutral Interest Rate*. FRBSF Economic Letter, Federal Reserve Bank of San Francisco. Available at: <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2025/04/underlying-trends-in-us-neutral-interest-rate> (Accessed: 23 February 2025).

Hofmann, B., Shim, I. and Shin, H.S. (2022) *Risk capacity, portfolio choice and exchange rates*. BIS Working Papers, no. 1031, July. Basel: Bank for International Settlements.

International Monetary Fund (2025a) *Global Financial Stability Report: Enhancing Resilience amid Uncertainty*, April. Washington, DC: International Monetary Fund.

International Monetary Fund (2025b) *World Economic Outlook: Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim*. Washington, DC: International Monetary Fund.

Juselius, M., Wooldridge, P. and Xia, D. (2025) *Financial channel implications of a weaker dollar for emerging market economies*. BIS Bulletin, no. 114, 13 October. Basel: Bank for International Settlements. Available at: <https://www.bis.org/publ/bisbull114.pdf> (Accessed: 22 December 2025).

Liang, N. (2025) *Testimony for the House Committee on Financial Services' Task Force on Monetary Policy, Treasury Market Resilience, and Economic Prosperity*, 8 April. U.S. House of Representatives. Available at: <https://docs.house.gov/meetings/BA/BA00/20250408/118116/HHRG-119-BA00-Wstate-Li->

[angN-20250408.pdf](https://www.bis.org/publ/bisbull114.pdf) (Accessed: 22 December 2025).

Maechler, A.M. (2025) *Tariffs in a world of large global capital flows – implications for central banks*. Speech at Bruegel, Brussels, 23 September. Available at: <https://www.bis.org/speeches/sp250923.htm> (Accessed: 22 December 2025).

Metreveli, et al. (2025) *A Novel Minimum Variance Portfolio Approach to Understanding Dollarization: Case of Georgia*. NBG Working Papers 01/2025. Tbilisi: National Bank of Georgia.

World Bank (2023) *Georgia: Export Elasticities and Trade Structure*. Washington, DC: World Bank. Available at: <https://documents1.worldbank.org/curated/en/099524306202324085/pdf/IDU01ba09ebe0931f-04f070a11c0471fc38ea0e2.pdf> (Accessed: 24 December 2025).

საკრედიტო დერივატივები და სექიურიტიზაცია: ერთსახელიანი საკრედიტო ინსტრუმენტები

ლევან სურგულაძე

ანოტაცია

წინამდებარე პუბლიკაციაში წარმოდგენილია ერთსახელიანი საკრედიტო რისკისა და შესაბამისი დერივატივების რაოდენობრივი საბაზრო შეფასების “დაყვანილი ფორმის” ჩარჩო, რომელიც დამზერადი საკრედიტო დეფოლტის სვოპების (CDS) სპრედებიდან დეფოლტის ალბათობებს განსაზღვრავს. განვიხილავთ ერთსახელიან ინსტრუმენტებს და გამოვყოფთ საკრედიტო ექსპოზიციის ორ განზომილებას: დეფოლტის ხდომილებიდან გამომდინარე დანაკარგის რისკს და ბაზრის მიერ შეფასებული საკრედიტო ხარისხის ცვლილებიდან წარმოქმნილ დანაკარგის რისკს (სპრედის რისკი). ვაჩვენებთ, როგორ გამოყოფს ან აერთიანებს თითოეული ინსტრუმენტი ამ ორ კომპონენტს. დამზერადი CDS სპრედებიდან ვიღებთ დეფოლტის ალბათობების დროით სტრუქტურას და სტანდარტული CDS-ის შეფასების გამოსახულებებს. გამოვყოფთ ამოღების განაკვეთს და საკონტრაქტო პირობებს, რომლებიც არსებითად განაპირობებენ შეფასებას და საბაზისო ობლიგაციის და CDS-ის ურთიერთ ჰეჯირების ეფექტიანობას; განვიხილავთ საქართველოსთვის რეალისტურ მიდგომას – რისკის მართვის მიზნით, მაღალი ხარისხის კოლატერალით უზრუნველყოფილი CDS ტიპის კონტრაქტების გამოყენებას; და ვაჯამებთ იმ მექანიზმებს, რომელთა საშუალებითაც საკრედიტო დეფოლტის სვოპებმა 2007–2009 წლებში ხელი შეუწეეს სისტემური სტრესის წარმოქმნასა და მის გაძლიერებას, განსაკუთრებით მაღალი ფინანსური მხარის და

კონტრაგენტებზე კონცენტრირებული ექსპოზიციების პირობებში.

საკვანძო სიტყვები: საკრედიტო რისკი; რისკის გადაცემა; საკრედიტო დეფოლტის სვოპი (CDS); საბაზრო შეფასება; დეფოლტის ალბათობა; ამოღების განაკვეთი; საკრედიტო სპრედი; პრემია; ჰეჯირება; საქართველო; 2007–2009 წლების ფინანსური კრიზისი.

შესავალი

საკრედიტო რისკი ხშირად განიხილება როგორც „დეფოლტის რისკი“, თუმცა ფინანსურ ბაზრებზე მას ორი განსხვავებული განზომილება აქვს: 1) საკუთრივ დეფოლტის რისკი – დეფოლტის ნახტომისებურად დადგომის შესაძლებლობა, როდესაც ემიტენტი ვერ ასრულებს ვალდებულებებს; და 2) საკრედიტო ხარისხის (სპრედის) რისკი – ბაზარზე ასახული საკრედიტო ხარისხის ცვლილება, რაც ვლინდება საკრედიტო სპრედებისა და რეიტინგების მიგრაციაში. ერთსახელიანი საკრედიტო დერივატივები საკრედიტო ექსპოზიციის (რისკის) ამ ორი განზომილების განცალკევების, ჰეჯირებისა და გადაცემის სპეციალიზირებული ინსტრუმენტებია (Duffie and Singleton, 2003).

საკრედიტო რისკის გადაცემის სპეციალიზირებული ბაზრის ჩამოყალიბება იმან განაპირობა, რომ საბალანსო სტრუქტურებს სჭირდებათ ინსტრუმენტები, რომლებიც საკრედიტო რისკის ჰეჯირებას ან გადანაწილებას საბაზისო სესხებისა და ობლიგაციების გაყიდვის გარეშე

უზრუნველყოფდა. ეს საჭიროება განაპირობა კონცენტრაციის ლიმიტებმა, კაპიტალის მართვის საჭიროებებმა და დაფინანსებისგან საკრედიტო რისკის გამიჯვნის სურვილმა.

მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოში ერთსახელიანი საკრედიტო დერივატივების, განსაკუთრებით ლიკვიდური CDS-ის ბაზრის სწრაფი დამკვიდრება ნაკლებადაა მოსალოდნელი, წინამდებარე ნაშრომის მიზანი მხოლოდ არსებული ბაზრის აღწერა არ არის. მისი მიზანია: (i) საკრედიტო რისკთან დაკავშირებული ტერმინოლოგიისა და ინსტრუმენტების ჩარჩოს განხილვა, რათა ბანკებსა და ინვესტორებს ჰქონდეთ შეფასების, ჰეჯირების და რისკის გაზომვის შედარებადი მეთოდები; (ii) წინაპირობების განსაზღვრა და რისკის გადაცემის უსაფრთხოდ განხორციელების გზის ჩვენება; და (iii) სტრუქტურირებული ფინანსების, განსაკუთრებით სექიურიტიზაციისა და აქტივებით უზრუნველყოფილი პროდუქტების კონცეფციური და მეთოდოლოგიური საფუძვლის გაძლიერება, რომლის სამართლებრივი ჩარჩო საქართველოში უკვე არსებობს (საქართველოს პარლამენტი, 2022; 2023)¹ და ბაზრის ინფრასტრუქტურაც ეტაპობრივად ყალიბდება.

წარმოდგენილი ნაშრომი აგრეთვე განიხილავს, როგორი შეიძლება იყოს ერთსახელიანი საკრედიტო დერივატივების პრაქტიკა საქართველოში და რა მინიმალური ინსტიტუციური წინაპირობებია საჭირო მათი დამკვიდრებისათვის.

ერთსახელიანი საკრედიტო დერივატივების მიმოხილვა

ამ ქვეთავში მიმოვიხილავთ ერთსახელიანი საკრედიტო დერივატივების ძირითად ტიპებს, მათ ეკონომიკურ შინაარსს და პრაქტიკულ გამოყენებას.

ცვლადგანაკვეთიანი ობლიგაცია (FRN-ი) არის სავალო ფასიანი ქაღალდი, რომლის კუპონი პერიოდულად გადაითვლება და მიბმულია ერთდღიან ურისკო სანიშნე განაკვეთზე დამატებულ ფიქსირებულ საკრედიტო სპრედზე (Duffie and Singleton, 2003).

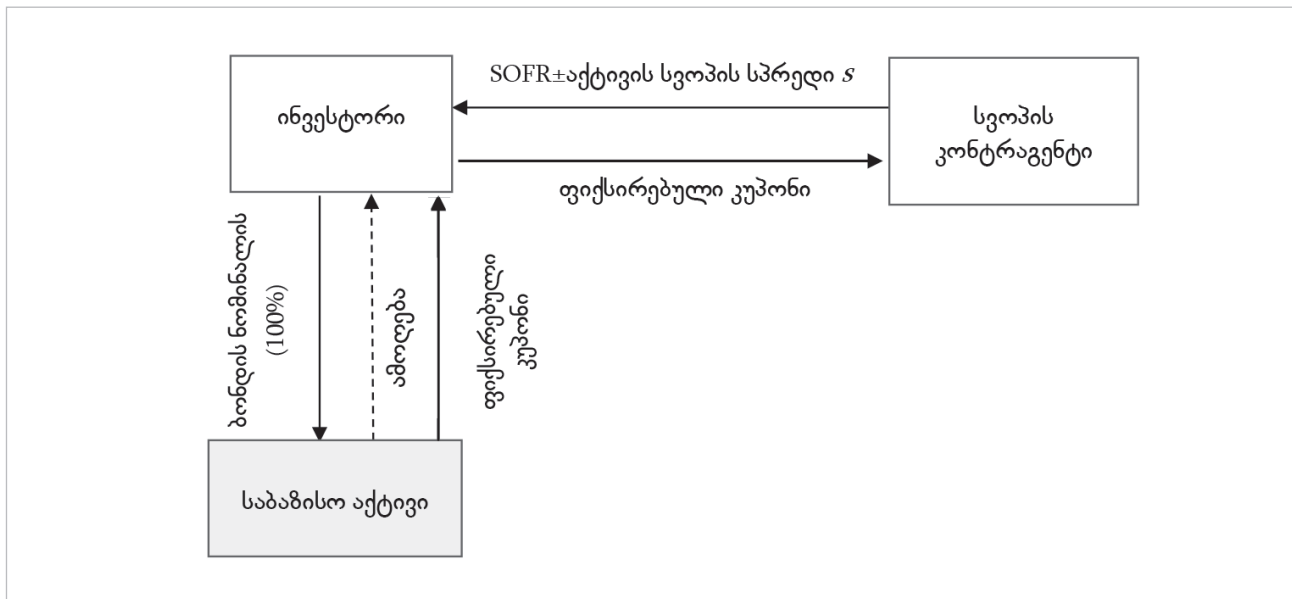
$$C_{FRN} = \text{Reference Rate} + s$$

გადათვლის თარიღებში FRN-ის ფასი, როგორც წესი, ნომინალთან ახლოს ბრუნდება, ხოლო გადათვლებს შორის მცირე საპროცენტო რისკს ატარებს. ემიტენტის საკრედიტო ხარისხის გაუარესებისას მოთხოვნილი სპრედი იზრდება და არსებული FRN დისკონტით ივაჭრება; ხარისხის გაუმჯობესებისას კი – პრემიუმით.

აქტივების სვოპი ნომინალით არის სტრუქტურირებული ტრანზაქცია, რომელიც ინვესტორს საშუალებას აძლევს ფლობდეს საკრედიტო ინსტრუმენტს და, საპროცენტო ან სავალუტო სვოპის საშუალებით მოიშოროს შესაბამისად საპროცენტო განაკვეთის ან სავალუტო რისკი, ისე რომ ძირითადად შეინარჩუნოს საკრედიტო რისკის ექსპოზიცია (Tavakoli, 2001; Duffie and Singleton, 2003) (იხ. დიაგრამა 1).

1. ამოქმედდა 2024 წელს.

დიაგრამა 1. აქტივების სვოპი ნომინალით



წყარო: ავტორის ილუსტრაცია.

აქტივების სვოპის ეკონომიკური და რისკ-ეფექტი ცვლადგანაკვეთიანი ობლიგაციის (FRN) მსგავსია; ამიტომ, იგი ხშირად განიხილება როგორც „სინთეტიკური ცვლადგანაკვეთიანი ინსტრუმენტი“ (synthetic floater), რადგან ფიქსირებული კუპონის მქონე ობლიგაციას ცვლადგანაკვეთიან აქტივად გარდაქმნის. აქტივების სვოპის სპრედის განსაზღვრისას ნიშნულად გამოიყენება საპროცენტო სვოპის განაკვეთების ვადიანი სტრუქტურა - საპროცენტო სვოპის მრუდი, რომელიც ინიცირების მომენტში სვოპის ნულოვან ღირებულებას უზრუნველყოფს.

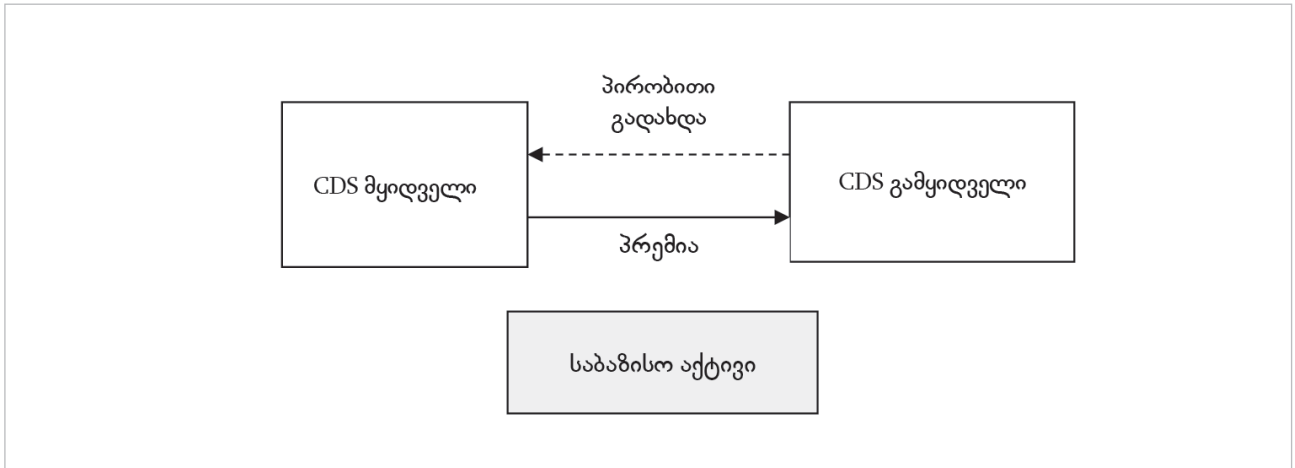
თუ ობლიგაცია ინიცირებისას ნომინალზე მაღლა ან დაბლა ივაჭრება, ნომინალთან სხვაობა ერთჯერადი სანჯისი გადახდით ანაზღაურდება. ამის შემდეგ აქტივების სვოპის სპრედი ისე განისაზღვრება, რომ ობლიგაცია და საპროცენტო სვოპი ერთად ნულოვანი ღირებულების სინთეტიკურ ცვლადგანაკვეთიან პოზიციას ქმნიდეს. სპრედის ნიშანი დამოკიდებულია ობლიგაციის ამონაგებასა და ნიშნულ სვოპის მრუდს შორის სხვაობაზე: თუ ობლიგაციის ამონაგები შესაბამის ნიშნულზე

მაღალია, სპრედი ჩვეულებრივ დადებითია; ხოლო თუ დაბალია - შეიძლება უარყოფითიც იყოს.

აქტივის დეფოლტის შემთხვევაში, საპროცენტო სვოპი ავტომატურად არ წყდება. ამიტომ ინვესტორმა შესაძლოა განიცადოს ზარალი საბაზისო აქტივზე და ამავდროულად დარჩეს საპროცენტო სვოპის ვალდებულებებზე. ამდენად, აქტივების სვოპის ინვესტორი ატარებს როგორც საბაზისო აქტივის საკრედიტო რისკს, ისე სვოპის საბაზრო ღირებულებასთან დაკავშირებულ რისკს, რომელიც დეფოლტის დროს მკვეთრად იჩენს თავს.

საკრედიტო დეფოლტის სვოპი (CDS) არის ფინანსური კონტრაქტი, რომელშიც მყიდველი უხდის გამყიდველს პერიოდულ პრემიას პირობითი ანაზღაურების სანაცვლოდ, თუ საბაზისო აქტივთან დაკავშირებით დადგება საკრედიტო მოვლენა, როგორცაა დეფოლტი, ვალდებულების გადავადება, რესტრუქტურირება ან გაკოტრება (ISDA, 2014; Duffie and Singleton, 2003) (დიაგრამა 2).

დიაგრამა 2. სტანდარტული საკრედიტო დეფოლტის სვოპი



წყარო: ავტორის ილუსტრაცია.

CDS-ი საკრედიტო დერივატივების ბაზრის ერთ-ერთი ყველაზე აქტიურად ვაჭრობადი კონტრაქტია. მას ხშირად აღწერენ, როგორც საბაზისო აქტივის დეფოლტზე „დაზღვევას“, თუმცა ტრადიციული დაზღვევისგან განსხვავებით, CDS-ი საბაზისო აქტივის ფლობას არ მოითხოვს და ინვესტორს საშუალებას აძლევს როგორც იყიდოს, ისე გაყიდოს საკრედიტო რისკი, საბაზისო აქტივის ფლობის გარეშე. CDS კონტრაქტები საკრედიტო რისკით ვაჭრობის შესაძლებლობას იძლევა ნებისმიერი მიმართულებით (ყიდვა/გაყიდვა), რაც აუმჯობესებს ფასწარმოქმნის პროცესსა და ბაზრის ეფექტიანობას. (Duffie and Singleton, 2003; O’Kane and Schögl, 2001; The J. P. Morgan, 1999).

CDS-ი აპეჯირებს როგორც დეფოლტის რისკს, ისე ბაზრის მიერ აღქმული საკრედიტო ხარისხის ცვლილების რისკს (სპრედის რისკი). თუმცა, ვინაიდან CDS-ის კონტრაქტი დგება საბაზისო აქტივის ნომინალურ ღირებულებაზე, იგი სრულად ვერ აპეჯირებს იმ საბაზისო აქტივის სპრედის რისკს, რომლის საბაზრო ფასი მნიშვნელოვნად განსხვავდება ნომინალისგან. ჰეჯირების ეფექტიანობა დამოკიდებულია კონტრაქტის პირობებზე.

სრული ამონაგების სვოპი (TRS-ი) არის გარე-

საბალანსო ტრანზაქცია, რომელიც საბაზისო აქტივის სრულ ეკონომიკურ ექსპოზიციას – საკრედიტო და საპროცენტო განაკვეთის რისკის ჩათვლით – გადასცემს (Tavakoli, 2001; Schönbucher, 2003) (დიაგრამა 3).

სტანდარტულ TRS-ში ინვესტორი იხდის SOFR + სპრედს და იღებს საბაზისო აქტივის სრულ ამონაგებს (კუპონსა და ფასის ცვლილებას), მისი ფლობის გარეშე. ამით იგი იკავებს საბაზისო აქტივზე სინთეტიკურ გრძელ პოზიციას და ატარებს საკრედიტო ხარისხის გაუარესების, დეფოლტისა და საპროცენტო განაკვეთების ზრდის რისკებს და დეფოლტისას ბანკს შესაბამის ზარალს უნაზღაურებს.

TRS-ი ინვესტორს საშუალებას აძლევს აიღოს ან გადასცეს („იყიდოს“ ან „გაყიდოს“) საბაზისო აქტივზე სრული ეკონომიკური ექსპოზიცია პირდაპირი ინვესტიციის ოპერაციული ტვირთის გარეშე და წინასწარ შეათანხმოს დაფინანსების პირობები. ინსტრუმენტი ასევე გამოიყენება ექსპოზიციის ჰეჯირებისთვის, აქტივის ბალანსიდან მოშორების გარეშე. მაღალი რეიტინგის ბანკები კი სარგებელს იღებენ მათთვის დაფინანსების დაბალი ფასიდან, ლებულობენ სპრედის დიფერენციალს და TRS-ში მოკლე პოზიციას იკავებენ.

აღნიშვნები:

- 100% ნომინალი: ინვესტორის მიერ CLN-ში ინვესტირებული თანხა;
- კოლატერალი: მაღალი ხარისხის აქტივები, რომლებიც წარმოქმნის SOFR + s ამონაგებს;
- S_{CDS} : ბანკის მიერ CLN-სთვის გადახდილი წლიური CDS პრემია;
- s : გირაოს მიერ გამოთქმული სპრედი;
- \bar{s} : CLN-ის კუპონში შემავალი სპრედი - s -ს გამოკლებული ემიტენტის/ტრანზაქციის მენეჯერის მარჟა, საკომისიოები და სტრუქტურის ხარჯები (წლიურად);
- ამოღების %: ამოღების განაკვეთი საბაზისო აქტივის დეფოლტის შემდეგ;
- $(100\% - \text{ამოღების \%}) \times \text{ნომინალი}$: CDS-ის ანაზღაურება საბაზისო აქტივის დეფოლტისას.

CLN-ის სტრუქტურა CDS-ს დაფინანსებულ ნოტად გარდაქმნის. დასაწყისში ინვესტორი იხდის ნომინალის 100%-ს, რომელიც მაღალი ხარისხის კოლატერალში ინვესტირდება და წარმოქმნის SOFR + s ამონაგებს. პარალელურად, CLN ბანკს მიჰყიდის CDS-ს საბაზისო აქტივზე და ღებულობს პერიოდულ CDS პრემიას (S_{CDS}). თუ დეფოლტი არ დადგა, ინვესტორი იღებს კუპონს: SOFR + \bar{s} + S_{CDS} . საბაზისო აქტივის დეფოლტის შემთხვევაში, ბანკი იღებს CDS-ის ანაზღაურებას: $(100\% - \text{ამოღების \%}) \times \text{ნომინალი}$, რომელიც ფინანსდება ინვესტორის ძირითადი თანხის შემცივრებით და ინვესტორი იბრუნებს მხოლოდ ამოღების % * ნომინალი.

ეკონომიკურად, ინვესტორის პოზიცია ბანკისთვის CDS მიყიდვისა და მაღალხარისხიანი კოლატერალის ფლობის ექვივალენტურია. ბანკი კი ყიდულობს CDS-ს მაღალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე (კოლატერალიზებული) კონტრაგენტისგან. CLN-ის შეფასება და რისკების მართვა შესაძლებელია მისი საბაზისო კომპონენტებად - CDS-სა და კოლატერალის ფულად ნაკადებად დაშლით და მათი ცალ-ცალკე შეფასებით. (Tavakoli, 2000).

დაყვანილი ფორმის მოდელირების ჩარჩო ერთსახელიანი კრედიტისთვის

დეფოლტის რისკის ინტენსივობა და დეფოლტის ალბათობების ვადიანი სტრუქტურა

ერთსახელიანი კრედიტის ან საკრედიტო კალათის დეფოლტის პროფილის მოდელირების გამოიყენება დაყვანილი ფორმის ჩარჩო, რომელსაც დეფოლტი ეგზოგენურ მოვლენად განიხილება და მოდელირდება დეფოლტის თვლის T პროცესით (პუასონის პროცესი). ამ მიდგომის საფუძვლები ჩამოყალიბებულია შემდეგ პუბლიკაციებში (Jarrow and Turnbull, 1995) და (Jarrow, Lando and Turnbull, 1997), ხოლო მისი პრაქტიკული ინტერპრეტაცია და გამოყენება საკრედიტო დერივატივების შეფასებისთვის განხილულია - (Schönbucher, 1998) და (O’Kane and Schögl, 2001).

განმსაზღვრავი სტოქასტური სიდიდეა დეფოლტამდე დრო T - T პროცესის პირველ „ნახტომამდე“ დარჩენილი დრო (შემთხვევითი სიდიდე). ამ თავში წარმოვადგენთ რაოდენობრივ ჩარჩოს ერთსახელიანი კრედიტის დეფოლტის პროფილის აღსაწერად.

T დროისთვის დაპირებული საკრედიტო გადახდის მიმდინარე ღირებულება არის:

$$PV_{\text{Credit Payoff}} = \text{Notional} \times E[e^{-\int_0^T r_t dt} \times I_{\{\tau > T\}}] \quad (1)$$

სადაც T არის დეფოლტამდე დრო, I - ინდიკატორული ფუნქცია, რომლის მნიშვნელობებია 1 ან 0, შესაბამისად გადარჩენის $T > T$ ან დეფოლტის $T < T$ შემთხვევაში. r_t არის მოკლევადიანი ურისკო საპროცენტო განაკვეთი. ვუშვებთ, რომ დეფოლტის შემთხვევაში ამოღება არ ხდება. განტოლება (1) წარმოადგენს დაყვანილი ფორმის სტანდარტულ ასახვას რისკიანი ფულადი ნაკადების დღევანდელი ღირებულების შესაფასებლად (Duffie and Singleton, 2003; Schönbucher, 2003).

ისტორიულად, საპროცენტო განაკვეთის შოკ-სა და დეფოლტის პროცესზე მის ასახვას შორის რამდენიმე წლიანი დაყოფა არსებობს. ამიტომ ვუშვებთ, რომ ურისკო საპროცენტო განაკვეთები და დეფოლტის პროცესი ერთმანეთისგან დამოუკიდებელია. ამ პირობებში, განტოლება (1) მარტივდება:

$$PV_{\text{Credit Payoff}} = \text{Notional} \times df_T \times [1 - P_T] \quad (2)$$

სადაც df_T არის ურისკო დისკონტის ფაქტორი T ვადისთვის, ხოლო P_T – T მომენტამდე დეფოლტის კუმულატიურ ალბათობა.

დაყვანილი ფორმის მოდელებში დეფოლტის პროცესი ეგზოგენურია, განსხვავებით მერტონის სტრუქტურული მოდელისგან, სადაც დეფოლტი ენდოგენურად წარმოიშობა ფირმის ბალანსიდან (Merton, 1974). კალიბრება, როგორც წესი, ხორციელდება დამზერად საკრედიტო ინსტრუმენტებზე – რისკიან ობლიგაციებზე, აქტივების სვოპებსა და CDS-ზე.

აქტივის დეფოლტის პროფილი შეიძლება დახასიათდეს სამი ეკვივალენტური სიდიდით:

- დეფოლტის კუმულატიური ალბათობა P_t : დეფოლტის ალბათობა t მომენტამდე;
- დეფოლტის მარგინალური ალბათობა $p_{\Delta t}$: დეფოლტის ალბათობა $(t, t+\Delta t)$ პერიოდში;
- დეფოლტის პირობითი მარგინალური ალბათობა $\bar{p}_{\Delta t}$: დეფოლტის ალბათობა $(t, t + \Delta t)$ პერიოდში იმ პირობით, რომ აქტივის დეფოლტი t მომენტამდე არ დამდგარა.

ამ ალბათობებს შორის არსებობს კავშირი:

$$P_t = \int_0^t p_x dx \quad (3)$$

დეფოლტის საფრთხის განაკვეთი შემდეგნაირად შემოგვაქვს:

$$\bar{p}_{\Delta t} = \frac{p_{\Delta t}}{1 - P_t} = \frac{\frac{dP_t}{dt} \Delta t + O(\Delta t^2)}{1 - P_t} \approx \frac{\phi_t}{1 - P_t} \Delta t \equiv h_t \Delta t \quad (4)$$

სადაც $\phi_t \equiv dP_t/dt$ ფუნქცია. შესაბამისად h_t წარმოადგენს დეფოლტის პირობითი ალბათობის სიმკვრივეს:

$$h_t = \frac{\phi_t}{1 - P_t} \quad (5)$$

$h_t \Delta t$ არის დეფოლტის (მარგინალური) ალბათობა t -ის მომდევნო "მყისიერ" მონაკვეთში, t მომენტამდე გადარჩენის პირობით.

მნიშვნელოვანია განსხვავება h_t -სა და ϕ_t -ს შორის. $\phi_t \Delta t$ არის დეფოლტის ალბათობა $(t, t+\Delta t)$ პერიოდში, როგორც ეს ჩანს "ახლა" (ნულოვან მომენტში). $h_t \Delta t$ კი არის დეფოლტის ალბათობა $(t, t+\Delta t)$ შუალედში, როგორც ეს ჩანს t მომენტში (ამ მომენტამდე გადარჩენის პირობით). მიუხედავად განსხვავებული ინტერპრეტაციისა, ϕ_t და h_t ერთი და იგივე დეფოლტის პროფილს აღწერს.

(4) განტოლებიდან ვლტებულობთ შემდეგ დიფერენციალურ განტოლებას:

$$\frac{dP(u)}{1 - P(u)} = h(u) du \quad (6)$$

სასაზღვრო პირობით $P(0) = 0$. განტოლება (6) -ის ორივე მხარის ინტეგრირებით მივიღებთ:

$$\int_{P(0)}^{P(t)} \frac{dP(u)}{1 - P(u)} = \int_0^t h(u) du \quad (7)$$

მარტივი ინტეგრალების გამოთვლისა და ალგებრული გარდაქმნების შემდეგ მივიღებთ:

$$P(t) = 1 - e^{-\int_0^t h(x) dx} \quad (8)$$

t დრომდე გადარჩენის ალბათობა იქნება $e^{-\int_0^t h(x) dx}$ ხოლო (5) და (8)-დან ვლტებულობთ:

$$\phi(t) = h(t) \times e^{-\int_0^t h(x) dx} \quad (9)$$

განტოლება (8) განმსაზღვრელია დეფოლტის სტოქასტური საფრთხის განაკვეთების მოდელირებისთვის. საპროცენტო ფორვარდულ და საფრთხის განაკვეთებს ("ფორვარდული დეფოლტის ალბათობები") შორის ფორმალური მსგავსება საპროცენტო განაკვეთების მოდელირების ცნობილი მიდგომების გამოყენების საშუალებას იძლევა. თუმცა, საფრთხის განაკვეთის დინამიკის მოდელირება აუცილებელია მხოლოდ მაშინ, როდესაც ვაფასებთ

სპრედის ოფციონებს ან ვსნავლობთ მის კორელაციას სხვა რისკ-ფაქტორებთან. ერთ-სახელიანი საკრედიტო დერივატივების შეფასებისთვის, როგორც წესი, საკმარისია დამზერადი საბაზრო მონაცემებიდან გამოყვანილი დეტერმინისტული საფრთხის განაკვეთების ვადიანი სტრუქტურა.

შევაჯამოთ ძირითადი დაშვებები:

- დეფოლტის პროცესი ეგზოგენურია;
- დეფოლტის საფრთხის განაკვეთი დეტერმინისტულია;
- დეფოლტის განაწილება უწყვეტია.
- რისკიანი ფულადი ნაკადები დისკონტირდება ურისკო მრუდით.

კრედიტის და საკრედიტო დერივატივების შეფასებისას ვმუშაობთ დეფოლტის განაწილების დისკრეტულ ჩარჩოში. დროის ინტერვალი t_0 -დან კრედიტის ვადიანობამდე - $T \equiv t_n$ დავყოთ n პერიოდად $0 \leq t_0 < t_1 < \dots < T$. დროებით ვუშვებთ, რომ დეფოლტს ვაკვირდებით დისკრეტულად, მხოლოდ შესაბამისი პერიოდების ბოლოს. ამ პირობებში (1)-(9) დამოკიდებულებების დისკრეტული ანალოგები მიიღება ინტეგრალების შესაბამის დისკრეტულ ინტერვალებზე აჯამებით ჩანაცვლებით.

ეს დაშვება გულისხმობს, რომ კუმულატიური დეფოლტის ალბათობა მუდმივია თითოეულ ინტერვალში, რაც არ შეესაბამება განტოლება (8)-ს და კუმულატიური და მარგინალური ალბათობების განმარტებებს, თუმცა ერთსახელიანი საკრედიტო დერივატივის საბაზრო შეფასებაზე არსებით გავლენას არ ახდენს.

რისკიანი საკრედიტო აქტივის შეფასება

სანამ ცალკეულ საკრედიტო აქტივზე დანერგილი დერივატივების შეფასებაზე გადავიდოდეთ, მიზანშეწონილია განვიხილოთ თავად რისკიანი საკრედიტო აქტივის შეფასება დაყვანილი ფორმის მოდელში, რისკ-ნეიტრალური დეფოლ-

ტის ალბათობებისა და ურისკო დისკონტირების გამოყენებით, რაც შეესაბამება CDS-ის შეფასების მეთოდოლოგიას.

მნიშვნელოვანია, რომ რისკ-ნეიტრალური დეფოლტის ალბათობები არ ემთხვევა რეალურ გარემოში დეფოლტის ალბათობებს, სადაც მოსალოდნელი ფულადი ნაკადები დისკონტირდება ისეთი განაკვეთით, რომელიც ასახავს როგორც ფულის დროით ღირებულებას, ისე საკრედიტო რისკის პრემიას. მიუხედავად ამისა, შეფასება რისკ-ნეიტრალურ და რეალურ გარემოებში ექვივალენტურია: პირველ გარემოში რისკით კორექტირება ასახულია ალბათობებში, ხოლო მეორეში - დისკონტის განაკვეთში. ორივე მიდგომა იძლევა იდენტურ შედეგს.

შეფასების ლოგიკა მარტივია: თითოეული დაპირებული ფულადი ნაკადი დისკონტირდება დღევანდელ დრომდე და იწონება იმის ალბათობით, რომ ემიტენტი გადარჩება გადახდის თარიღამდე; ამას ემატება მოსალოდნელი ამონაგები დეფოლტის დადგომის სცენარებში. ეს წარმოადგენს დაყვანილი ფორმის სტანდარტულ შეფასების ლოგიკას (Lando, 2004; Schönbucher, 2003) და ასახავს საკომპენსაციო მოთხოვნის/ამოღების კონვენციას.

განმარტების თანახმად, რისკიანი ობლიგაციის წმინდა ფასი დღევანდელი სამუშაო დღის დასასრულისთვის (COB) გამოითვლება შემდეგნაირად:

$$B_{COB} = 100 \times \frac{PV_{COB} - \text{Accrual}(t_{COB} - t_{-1})}{\text{Notional}_{COB}} \quad (10)$$

სადაც PV_{COB} არის ყველა დაპირებული ფულადი ნაკადის მიმდინარე ღირებულება.

Accrual ($t_{COB} - t_{-1}$) გამოითვლება კუპონის ფორმულით $Coupon_i = m \times r_i + c$ და დღეების დათვლის შესაბამისი კონვენციით (მაგ. ACT/360):

$$\text{Accrual}(t_{COB} - t_{-1}) = \text{Notional}_{-1} \times \text{Coupon}_1 \times \frac{(t_{COB} - t_{-1})}{360} \quad (11)$$

აქ r_i არის ცვლადი განაკვეთი, რომელიც კონტრაქტის მიხედვით დგინდება გადათვლის თარიღებში, ხოლო m – კონტრაქტით განსაზღვრული მულტიპლიკატორი. თუ $m=0$, მაშინ $Coupon_i=c$, და საქმე გვაქვს ფიქსირებულკუპონიან ობლიგაციასთან. t_{i-1} აღნიშნავს COB-ის წინა

$$PV_{COB} = \sum_{i=1}^n df_i \times \left[(1 - P_i) \times (\text{Principal}_i + \text{Coupon}_i) + R \times (P_i - P_{i-1}) \times (\text{Balance}_{i-1} + \frac{1}{2} \times \text{Coupon}_i) \right] \quad (12)$$

სადაც P_i არის დეფოლტის კუმულატიური ალბათობა i -ური პერიოდის ბოლომდე, df_i არის ურისკო დისკონტის ფაქტორი i -ური ნაკადისთვის, ხოლო $(P_i - P_{i-1})$ – დეფოლტის მარგინალური (ინკრემენტული) ალბათობა i -ურ პერიოდში (Duffie and Singleton, 2003). Balance_{i-1} აღნიშნავს დაუფარავ ძირითად თანხას i -ური გადახდის თარიღამდე. $1/2$ ფაქტორი ასახავს პერიოდის შუა მომენტში დეფოლტის დროის მიახლოებას, რომლის დროსაც დარიცხული პროცენტი გამოითვლება პერიოდის ბოლოს გადასახდელი კუპონის ნახევრით.

საკომპენსაციო მოთხოვნის სხვა კონვენციები (მაგ., საბაზრო ღირებულების ან ნომინალის ამოღება) იძლევა ალტერნატიულ კორექტირებებს; მიმდინარე მიზნებისთვის ვრჩებით განტოლება (12)-ში გამოყენებულ „ნომინალი + დარიცხული პროცენტი“ კონვენციაზე. CDS-ის ფასდადების ანალოგიური პრაქტიკული ჩარჩო განხილულია Hull and White (2000)-ში.

დღეს. მოთხოვნის დეფინიციისა და თითოეული პერიოდის დეფოლტის ალბათობების საფუძველზე, გამოითვლება ყველა დაგეგმილი ფულადი ნაკადის მიმდინარე ღირებულება. თუ მოთხოვნა განისაზღვრება, როგორც ნომინალი პლუს დარიცხული პროცენტი, მაშინ:

დეფოლტის ალბათობის ვადიანი სტრუქტურა CDS-ის ბაზრიდან.

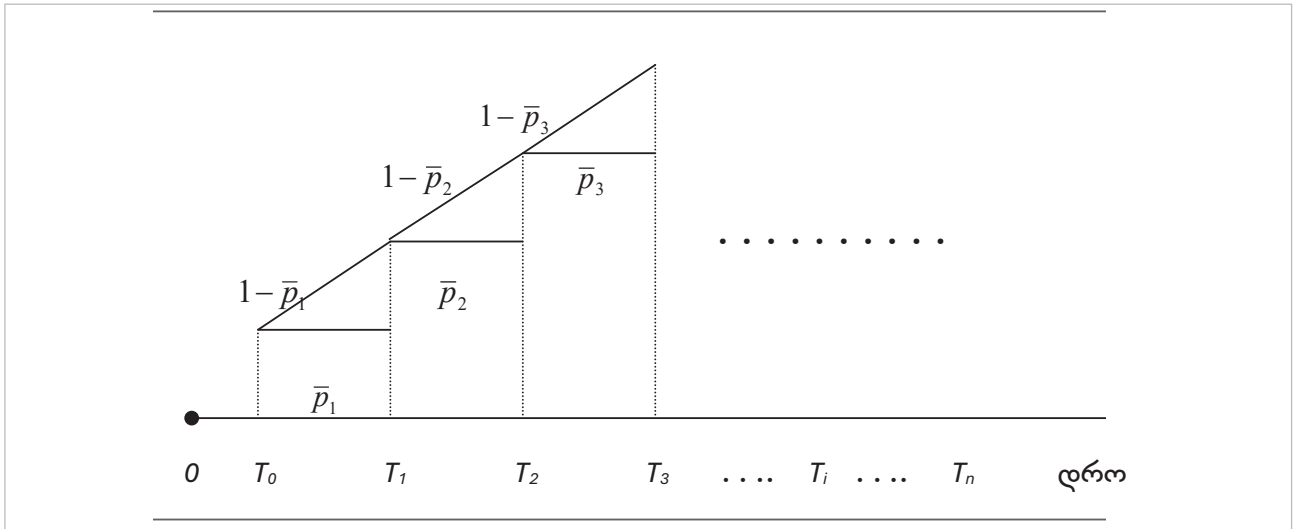
სტანდარტულ პრაქტიკაში, საფრთხის განაკვეთები და შესაბამისი დეფოლტის ალბათობები თითოეული პერიოდისთვის თანმიმდევრული (რეკურსიული) კალიბრაციით გამოითვლება. საწყის მონაცემებად გამოიყენება ბაზარზე დამზერადი სამართლიანი CDS სპრედები და არბიტრაჟის არარსებობის პირობა; შესაბამისად, სამართლიანი პრემიის პირობებში CDS-ის ღირებულება ნულის ტოლია.

დიაგრამა 5-ზე გამოსახულ „დეფოლტის ხე“-ზე, ნებისმიერი i პერიოდის დასაწყისში არსებობს ორი სცენარი: საკრედიტო ინსტრუმენტი ან განიცდის დეფოლტს \bar{p}_i პირობითი მარგინალური ალბათობით, ან აგრძელებს არსებობას $1-\bar{p}_i$ ალბათობით. აქ \bar{p}_i არის დეფოლტის პირობით მარგინალური ალბათობა i პერიოდში, იმ პირობით, რომ საკრედიტო ინსტრუმენტმა პერიოდის დასაწყისამდე მიაღწია. შესაბამისი უპირობო მარგინალური ალბათობაა $p_i = (1 - P_{i-1}) \times \bar{p}_i$ დეფოლტის კუმულატიური ალბათობა

$$P_i = \sum_{k=1}^i p_k$$

სადაც \bar{p}_i შეესაბამება ადრე განმარტებულ $\bar{p}_{\Delta t}$ -ს, როდესაც $\Delta t = t_i - t_{i-1}$.

დიაგრამა 5. “დეფოლტის ხე” ერთსახელიანი კრედიტისთვის



წყარო: ავტორის ილუსტრაცია.

განვიხილოთ T_n -წლიანი ვადიანობის CDS.. ბაზარზე კოტირებული სპრედებია s_n , ამოღების მოსალოდნელი განაკვეთია R , ხოლო ნომინალი სიმარტივისთვის მიჩნეულია 1-ის ტოლად. თუ ბაზარზე კოტირებული სპრედები სამართლიანია, მაშინ პრემიის მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება დეფოლტისას მოსალოდნელი საკომპენსაციო ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულების ტოლია.

უწყვეტი დროის მოდელში დეფოლტზე ანგარიშსწორება შეიძლება დეფოლტის მომენტში ხდებოდეს, თუმცა სტანდარტული CDS კონტრაქტები ანგარიშსწორებას გადახდის თარიღებზე ახორციელებენ; ამიტომ ვიყენებთ დისკრეტული დროის ფორმულირებას.

$$\sum_{j=1}^i df_j \times [p_j \times (1 - R - \frac{s_j}{2}) - (1 - P_j) \times s_i] = 0 \quad (13)$$

$i = 1, 2, \dots, n$

ამ განტოლებაში ვუშვებთ, რომ დეფოლტი საშუალოდ შესაბამისი პერიოდის შუაში დგება², ხოლო შესაბამისი პერიოდის ნახევარზე დარიცხული პრემია ამ პერიოდის ბოლოს გადაიხდება³. პრემიის დარიცხის წესის ეფექტი ქვემოთ იქნება განხილული.

თუ ბაზარზე დამზერადი CDS-ის ყველა სპრედი ($s_1, s_2, s_3, \dots, s_n$) ხელმისაწვდომია, მაშინ თითოეული ვადიანობისთვის არსებობს განტოლება (13)-ის ანალოგი. $P_j = \sum_{k=1}^j p_k$ -ის გამოყენებით შესაძლებელია ამ წრფივი განტოლებების თანმიმდევრული ამოხსნა p_1, p_2, \dots, p_n -ის მიმართ. იმ შემთხვევაში, თუ რომელიმე ვადიანობისთვის საბაზრო სპრედი არ არის ხელმისაწვდომი, შეიძლება გამოყენებულ იქნეს ინტერპოლაცია.

კუმულატიური დეფოლტის ალბათობის ვადიანი სტრუქტურისთვის გამოგვყავს მარტივი რეკურსიული გამოსახულება, რომელიც უზრუნველყოფს სრულ კალიბრაციას, ყოველი ვადიანობისთვის ცალკეული სისტემის ამოხსნის გარეშე:

2. ამ დაშვების რიცხობრივი კორექციის ანალიზი იხილეთ ქვემოთ.
 3. პრემიის დარიცხვა, როგორც წესი, გრძელდება საკრედიტო მოვლენის (დეფოლტის) დადგომამდე; ზოგიერთი სუვერენული CDS-ის კონვენცია შეიძლება განსხვავდებოდეს. აქ გამოყენებულია სტანდარტული საბაზრო კონვენცია.

$$P_t = \left(P_{t-1} + \frac{\tilde{s}_t}{1-\tilde{s}_t/2} \right) / \left(1 + \frac{\tilde{s}_t}{1-\tilde{s}_t/2} \right), \quad t = 1, 2, \dots, T \quad (14)$$

სადაც \tilde{s}_t არის დეფოლტისას დანაკარგის განაკვეთით ნორმირებული სპრედ:

$$\tilde{s}_t = \frac{s_t}{1-R} \quad (15)$$

(14)-ში წარმოდგენილი რეკურსიული გამოსახულება გამოთვლითი თვალსაზრისით ეფექტურია. სპრედების ვადიანობის ბრტყელი სტრუქტურის შემთხვევაში ($s_1=s_2=\dots=s_t=s$), ნებისმიერი ურისკო დისკონტური მრუდისთვის, იგი ამოიხსნება მარტივი ჩაკეტილი ფორმით:

$$P_t = 1 - \left(\frac{1-\tilde{s}/2}{1+\tilde{s}/2} \right)^t \quad (16)$$

განტოლებები (14) - (16) განსაზღვრავს კალიბრაციას ზემოაღნიშნული კონვენციების პირობებში და საშუალებას გვაძლევს კუმულატიური დეფოლტის ალბათობის ვადიანი სტრუქტურა გამოვსახოთ ბაზარზე დამზერადი CDS სპრედებით.

კუმულატიური დეფოლტის ალბათობის ალტერნატიული გამოსახულებაა (8)-ს დისკრეტული ანალოგი, ინტერვალზე მუდმივი საფრთხის/სპრედის განაკვეთის პირობებში: $P_t = 1 - \exp[-\sum_{i=1}^t \tilde{s}_i]$ ეს გამოსახულება (14)-ის კარგ აპროქსიმაციას იძლევა $O(\tilde{s}^2)$ სიზუსტით.

თუ დარიცხული პრემიის ანგარიშსწორება პერიოდის ბოლოს ხდება და დეფოლტი საშუალოდ პერიოდის შუაში დგება, მაშინ განტოლებები (14)-(16) ამ კონვენციასთან თანხვედრაშია. თუ დარიცხული პრემიის ანგარიშსწორება დეფოლტის მომენტში ხდება, იგივე განტოლებები ასევე კარგ მიახლოებას წარმოადგენს. შემდეგ თავში რაოდენობრივად ვაფასებთ დეფოლტის დროზე დამოკიდებულ კორექციას და ამ დაშვების მისაღებ საზღვრებს.

დეფოლტამდე დროის მოდელირება

წინა თავებში დავეშვიტ, რომ დეფოლტი საშუალოდ შესაბამისი პერიოდის შუაში ხდება, ანუ წლიური პერიოდებისთვის, დეფოლტისას, წლიური პრემიის ნახევარი ირიცხებოდა.

ვინაიდან ეს მიახლოება გავლენას ახდენს კალიბრაციისა და შეფასების განტოლებებზე, მნიშვნელოვანია მისი სიზუსტის შეფასება.

რისკიანი აქტივისთვის დეფოლტამდე დარჩენილი დრო τ შემთხვევითი სიდიდეა და შეიძლება გამოიხატოს u ცვლადის მეშვეობით, სადაც u არის 0-დან 1-მდე დიაპაზონში თანაბრად განაწილებული შემთხვევითი რიცხვი:

$$\tau = -\frac{1}{h} \times \text{Log}[1-u] \quad (17)$$

სადაც h არის საბაზისო აქტივის მუდმივი საფრთხის განაკვეთი. გვინტერესებს τ -ის მნიშვნელობები, რომლებიც ხვდება $(t-1, t)$ ინტერვალში. $t-1 < -\frac{1}{h} \times \text{Log}[1-u] < t$. ექვივალენტურად:

$$1 - e^{-h(t-1)} < u < 1 - e^{-ht}$$

ცნობილია, რომ (a,b) ინტერვალზე თანაბარი განაწილების ალბათობის სიმკვრივის ფუნქციაა:

$$f(u; a, b) = \begin{cases} \frac{1}{b-a}, & a < u < b \\ 0, & \text{სხვაგვარად} \end{cases} \quad (18)$$

განვსაზღვროთ დეფოლტამდე დრო პერიოდის დასაწყისიდან: $\theta \in T - (t-1)$, სადაც $0 < \theta \leq 1$. დავეშვათ, $a = 1 - e^{-h(t-1)}$ და $b = 1 - e^{-ht}$. მაშინ ერთნაირ ინტერვალში $(t-1, t]$ დეფოლტამდე საშუალო დროა:

$$E_{(t-1,t]}[\theta] = -\frac{1}{h} \times \int_a^b \frac{\log(1-u)}{b-a} du$$

ინტეგრირების შედეგად მივიღებთ:

$$E_{(t-1,t]}[\theta] = \frac{1}{h} - \frac{1}{e^{h-1}} \quad (19)$$

შესაბამისად, "დღეიდან" დეფოლტამდე საშუალო დრო $(t-1, t]$ ინტერვალში არის:

$$E_{(t-1,t]}[\tau] = (t-1) + \frac{1}{h} - \frac{1}{e^{h-1}} \quad (20)$$

ამ შედეგის ბაზარზე დამზერადი სპრედებით გამოსახატად ვიყენებთ მიახლოებით კავშირს h -სადა(8)და(16)განტოლებებიდანგამომდინარე, დანაკარგის განაკვეთით ნორმირებულ სპრედს - \tilde{s} -ს შორის:

$$h = -\text{Log} \left(\frac{1-\tilde{s}/2}{1+\tilde{s}/2} \right), \text{ სადაც } \tilde{s} = \frac{s}{1-R} \quad (21)$$

\tilde{s} -ის მიმართ მწკრივად გაშლით მივიღებთ:

$$E_{(t-1,t)}[\tau] = t - \frac{1}{2} - \frac{\xi}{12} - \frac{\xi^3}{180} + O(\xi^5) \quad (22)$$

ამრიგად, ნებისმიერ ერთწლიან პერიოდში დეფოლტის საშუალო დრო ოდნავ უფრო ადრე დგება, ვიდრე პერიოდის შუაწერტილი. ეს გადახრა იზრდება სპრედის მატებასთან ერთად: უფრო მაღალი რისკის კრედიტი შესაბამის დროის ინტერვალში დეფოლტს საშუალოდ უფრო ადრე განიცდის, თუმცა არაუგვიანეს ამ ინტერვალის შუაწერტილისა.

აღსანიშნავია, რომ (21) მიღებულია იმავე მი-ახლოებით, რომლის მიხედვითაც დეფოლტი საშუალოდ პერიოდის შუაში ხდება. თუმცა, შესაბამისი კორექტირება ξ -ის უფრო მაღალი რიგის სიდიდეა და, როგორც წესი, შესაძლებელია მისი უგულებელყოფა. მაღალი რიგის კორექტირებები შესამჩნევი ხდება მხოლოდ ძალიან მაღალი სპრედების (თითქმის გარდაუვალი დეფოლტი) მქონე კრედიტებისთვის.

$$PV_{CDS} = Notional \times \sum_{i=1}^T df_i \times [p_i \times (1 - R - S/2) - (1 - P_i) \times S] \quad (23)$$

სადაც $S/2$ ასახავს დეფოლტის პერიოდში, პრემიის პერიოდის შუამდე დარიცხვის კონვენციას. მარგინალური დეფოლტის ალბათობები განტოლება (23)-ში შეიძლება გამოიხატოს დეფოლტის კუმულატიური ალბათობებით, $P_i = P_i - P_{i-1}$, რომლებიც მიიღება განტოლებებიდან (14). განტოლება (23) შეესაბამება კონვენციას, როდესაც ბარალის ანაზღაურების და დარიცხული პრემიის ანგარიშსწორება ხდება დეფოლტის პერიოდის ბოლო თარიღზე. თუ ანგარიშსწორება დეფოლტის მომენტში ხდება, შესაბამისი გადახდებიც დისკონტირდება იმავე მომენტიდან, რასაც გარკვეული ეფექტი შეიძლება ჰქონდეს ხანგრძლივი ვადიანობისა და მაღალი სპრედების შემთხვევაში.

სამართლიანი სპრედი მიიღება $PV_{CDS}=0$ განტოლების S -ის მიმართ ამოხსნით.

წინა თავში შემოვიყვანეთ მოსალოდნელი დანაკარგის განაკვეთით ნორმირებული სპრედი \tilde{S} (15).

სტანდარტული საკრედიტო დეფოლტის სვოპის საბაზრო შეფასება

განვიხილოთ ერთსახელიან საკრედიტო ინსტრუმენტზე დაწერილი CDS, რომლის ნომინალია Notional, ამოღების განაკვეთი – R , ვადიანობა – T წელი, ხოლო კონტრაქტული წლიური პრემიის განაკვეთი – S . დავუშვათ, რომ მოცემული ინსტრუმენტისთვის ბაზარზე დამზერადი CDS-ის სპრედების ვადიანობის სტრუქტურა არის S_1, S_2, \dots, S_T .

ერთსახელიანი კრედიტისთვის დეფოლტის ალბათობის ვადიანი სტრუქტურა მიიღება განტოლება (14)-დან. სტანდარტული CDS-ის მიმდინარე ღირებულება (PV) შეიძლება ჩაინეროს, როგორც დეფოლტის შემთხვევაში ანაზღაურების ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულებას გამოკლებული CDS-ის მყიდველის მიერ გადახდილი პრემიის ფულადი ნაკადების ღირებულება:

ეს ცნება ბუნებრივად გამომომდინარეობს CDS-ის ფასწარმოქმნიდან, რადგან დამზერადი საბაზრო სპრედი s დამოკიდებულია მოსალოდნელი დანაკარგის განაკვეთებზე $(1-R)$: სხვა თანაბარ პირობებში, $(1-R)$ -ის შემცირებასთან ერთად კოტირებული სპრედი მცირდება, ვინაიდან დეფოლტისას კომპენსაციის ნაკადი მცირდება. ამიტომ სპრედი $\tilde{S}=s/(1-R)$ უფრო ბუნებრივი საზომია, რადგან წარმოადგენს დანაკარგის განაკვეთის ერთეულზე დამზერად საბაზრო სპრედს. ანალოგიურად, პრემიის ნორმირებაც ლოგიკურია: $\tilde{S} = S/(1-R)$.

(23)-დან ასევე ჩანს კიდევ ერთი ბუნებრივი სიდიდე – დანაკარგი დეფოლტისას (ან „ნომინალი რისკის ქვეშ“) – კონტრაქტული ნომინალი, გამრავლებული აქტივის დანაკარგის განაკვეთზე: $N \times (1-R)$. რადგან კრედიტზე მგრძობიარე კონტრაქტის ღირებულება პროპორციულია იმ ნომინალისა, რომლის ამოღებაც დეფოლტისას შეუძლებელია, ამიტომ რო-

დესაგ $R \rightarrow 1$, ეს სიდიდეც და კონტრაქტის მიმდინარე ღირებულებაც ნულს უახლოვდება. ამგვარად, კალიბრაციის, CDS-ისა და საბაზისო აქტივის შეფასების და რისკების გამოთვლის განტოლებები შეიძლება ჩაინეროს დანაკარგის განაკვეთით $(1-R)$ ნორმირებულ სიდიდეებში.

ეს მიდგომა უზრუნველყოფს მოდელის სასარგებლო დე-პარამეტრიზაციას: ნორმირებული სიდიდეების გამოყენებით შეფასების ფორმულები მარტივდება და დანაკარგის განაკვეთზე დამოკიდებულება უფრო გამჭვირვალე ხდება.

საბაზრო სპრედების ბრტყელი ვადიანი სტრუქტურისა და ნებისმიერი ურისკო დისკონტის მრუდის შემთხვევაში, CDS-ის მიმდინარე ღირებულებისთვის ვლებულობთ შემდეგი მარტივი ჩაკეტილი ფორმის გამოსახულებას:

$$PV_{CDS} = \tilde{N} \times \frac{\tilde{s}-\tilde{s}}{1-\tilde{s}/2} \times \sum_{k=1}^T df_k \left(\frac{1-\tilde{s}/2}{1+\tilde{s}/2} \right)^k \quad (24)$$

სადაც, $\tilde{N} = N \times (1-R)$ არის „ნომინალი რისკის ქვეშ“ (დანაკარგი დეფოლტისას). \tilde{s} არის დანაკარგის განაკვეთით ნორმირებული დამზერადი სპრედი, რომელიც ერთიდაიგივეა ყველა განხილული ვადიანობისთვის. $\tilde{S} = S / (1-R)$ არის პრემია რისკის ქვეშ მყოფი ნომინალის ერთეულზე. df_k არის ურისკო დისკონტის ფაქტორი პერიოდის ბოლოსთვის. (t_{k-1}, t_k) არის დარჩენილი წლების რაოდენობა ვადიანობის ბოლომდე. ყველა სიდიდე წლიურშია გადათვლილი.

გამოსახულება (24) სასარგებლოა ერთსახელიანი CDS-ების სწრაფი შეფასებისთვის და მისი იმპლემენტაცია მარტივია ცხრილებში ან სკრიპტებში. ის ასევე გამოსადეგია სპრედის დელტასა და მაღალი რიგის მგრძნობიარობების ანალიტიკურად გამოსათვლელად.

წარმოდგენილი ანალიტიკური დამოკიდებულებები დისკრეტული დროის ჩარჩოში, საკმარისია CDS-ის საბაზრო შეფასებისთვის „პერიოდის ბოლოს“ ანგარიშსწორების კონვენციის პირობებში.

არასტანდარტული CDS კონტრაქტები, როგორცაა გარანტირებული პრემიის ან წინასწარ განსაზღვრული გრაფიკით ამორტიზებადი ნომინალის შემთხვევები, შეიძლება დამუშავდეს იმავე დისკრეტული დროის ფულადი ნაკადების ჩარჩოში, (i) პრემიის გრაფიკისა ან (ii) რისკის ქვეშ მყოფი ნომინალის დროში შეცვლით.

ერთსახელიანი სტანდარტული CDS - რაოდენობრივი შეფასების მაგალითი

განვიხილოთ სტანდარტული ერთსახელიანი CDS კონტრაქტი, რომელიც დაწერილია 1,000,000 აშშ დოლარის ნომინალური ღირებულების საკრედიტო აქტივზე, მაგალითად, 10-წლიანი ვადიანობის ობლიგაციაზე. დეფოლტის შემთხვევაში ამოღების მოსალოდნელი განაკვეთია 50%, ხოლო CDS პრემია – 150 საბაზისო პუნქტი, რომელსაც მყიდველი ყოველწლიურად უხდის გამყიდველს. სიმარტივისთვის ვუშვებთ ყოველწლიურ გადახდებს; იგივე მეთოდოლოგია გამოიყენება კვარტალური გადახდების შემთხვევაშიც, რაც ბაზრის სტანდარტია.

საბაზისო ობლიგაციის დეფოლტის შემთხვევაში, CDS გამყიდველი იხდის ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულებას გამოკლებული ამოღებული ღირებულება და დეფოლტის მომენტამდე დარიცხული პრემია შესაბამის პერიოდში. ყველა გადახდა ხორციელდება წლიური საგადახდო პერიოდის ბოლოს. შესაბამის ბაზარზე დამზერადი CDS სპრედების ვადიანი სტრუქტურა (1, 2..., 10-წლიანი ტენორებისთვის), საბაზისო პუნქტებში, არის:

[100, 130, 160, 180, 200, 220, 230, 240, 245, 250]

ეს სპრედები წარმოადგენენ სამართლიან საბაზრო სპრედებს აღნიშნულ ობლიგაციაზე დაწერილ ლიკვიდურ CDS კონტრაქტებზე. მაგალითად, 5-წლიანი CDS ივაჭრება 200 საბაზისო პუნქტად, 7-წლიანი – 230 საბაზისო პუნქტად და ა.შ. ურისკო წლიური დისკონტის ფაქტორები (მაგალითად, USD SOFR Overnight Index Swap-ის მრუდიდან) არის:

[0.98, 0.96, 0.94, 0.92, 0.90, 0.88, 0.86, 0.84, 0.82, 0.80] CDS კონტრაქტი შეიძლება მოიცავდეს პრემიის დარიცხვის ორი განსხვავებული პირობიდან ერთს:

...დეფოლტის შემთხვევაში, წლიური პრემიის ნახევარი გადაეხდება გამყიდველს შესაბამისი საგადახდო პერიოდის ბოლოს; ან

...დეფოლტის შემთხვევაში, დეფოლტის მომენტამდე დარიცხული პრემია გადაეხდება გამყიდველს შესაბამისი საგადახდო პერიოდის ბოლოს.

თუ კონტრაქტი იყენებს პირველ პირობას, მაშინ CDS-ის შეფასება (23), (14) და (15) განტოლებებზე დაყრდნობით ზუსტია. ამ შემთხვევაში, გამყიდველი ყოველთვის იღებს წლიური პრემიის ნახევარს, მიუხედავად იმისა, თუ როდის მოხდა დეფოლტი საგადახდო პერიოდის განმავლობაში. თუ კონტრაქტი იყენებს მეორე პირობას,

მაშინ შეფასება მიახლოებითაა. მიახლოების ხარისხი დამოკიდებულია იმაზე, რამდენად კარგად ასახავს პერიოდის შუა წერტილი დეფოლტის მოსალოდნელ დროს. როგორც ადრე აღინიშნა, განსხვავება ამ ორ პირობას შორის არსებითია მხოლოდ ძალიან მაღალი ("დეფოლტთან ახლოს მყოფი") სპრედების შემთხვევაში.

CDS-ის მიმდინარე ღირებულებისთვის ვღებულობთ: $PV_{CDS} = \$72,619.16$. ეს ღირებულება ზუსტია ზემოაღნიშნული ანგარიშსწორების წესის და პირველი ტიპის დარიცხვის პირობის შემთხვევაში და ძალიან კარგი მიახლოებაა მეორე ტიპის დარიცხვისთვის. ასევე შესაძლებელია დეფოლტის კუმულატიური ალბათობის ვადიანი სტრუქტურის გამოთვლა (ცხრილი 1). აღსანიშნავია, რომ ფიქსირებული სპრედის დაშვება გრძელვადიანი CDS-ის კონსერვატიულ შეფასებას იძლევა.

ცხრილი 1. დეფოლტის კუმულატიური ალბათობების ვადიანი სტრუქტურის გამოთვლები

წელი	ურისკო დისკონტის ფაქტორები	სპრედების ვადიანობის სტრუქტურა (ბ.პ.)	დეფოლტის კუმულატიური ალბათობა (რეკურსიული კალიბრაცია, განტ. 14)	დეფოლტის კუმულატიური ალბათობა (სპრედების ბრტყელი ვადიანობის სტრუქტურა, დახურული ფორმა, განტ. 16)
1	0.98	100	0.0198020	0.0198020
2	0.96	130	0.0509466	0.0506739
3	0.94	160	0.0927517	0.0915434
4	0.92	180	0.1366610	0.1341260
5	0.90	200	0.1861300	0.1812910
6	0.88	220	0.2404640	0.2320590
7	0.86	230	0.2860520	0.2753430
8	0.84	240	0.3326880	0.3189190
9	0.82	245	0.3720370	0.3566640
10	0.80	250	0.4109310	0.3935330

წყარო: ავტორის გამოთვლები.

ერთსახელიანი CDS -ის შეფასება მონტე-კარლო სიმულაციით

ერთსახელიანი საკრედიტო დეფოლტის სკოპის შეფასება შესაძლებელია მონტე-კარლო სიმულაციით მიუხედავად იმისა, რომ ერთსახელიანი CDS-ის საბაზრო ღირებულება ანალიტიკურადაც მიიღება, მონტე-კარლო მეთოდი სასარგებლოა შედეგების შესადარებლად და დეფოლტის დროისა და დარიცხვის კონვენციების უფრო დეტალურად შესასწავლად.

სიმულაციაში დეფოლტამდე დრო T_j გენერირდება მრავალ სცენარში. თითოეული სიმულირებული j სცენარისთვის, თუ $T_j > T$ აქტივი გადაჩენილია ვადის ამოწურვამდე, ხოლო თუ $T_j \leq T$ ანგარიშსწორება ხდება დეფოლტისას, არჩეული დარიცხვის კონვენციის შესაბამისად. თითოეული შედეგისთვის სახელშეკრულებო ფულადი ნაკადები ცნობილია და ყველა სცენარის წმინდა ფულადი ნაკადების საშუალო იძლევა CDS-ის მიმდინარე ღირებულების შეფასებას.

განვიხილოთ წინა მაგალითის იდენტური CDS, სპრედის ვადიანობის ბრტყელი სტრუქტურით ფიქსირებულ 250 ბ.პ. -ზე, 10 წლის ვადიანობით და იმავე ურისკო დისკონტის მრუდით. თითოეული შედეგი მიღებულია 10 მილიონი სცენარის საშუალოებით.

„პერიოდის შუამდე“ დარიცხვის კონვენციის შემთხვევაში ანალიტიკური შეფასება შეადგენს 70,695.54 დოლარს, ხოლო მონტე-კარლო შეფასება – 70,694.59 დოლარს, რაც პრაქტიკულად სრულ თანხვედრას აჩვენებს. „დეფოლტამდე“ დარიცხვის კონვენციის შემთხვევაში მონტე-კარლო შეფასებაა 70,742.74 დოლარი, ანუ ოდნავ მეტი, ვიდრე „პერიოდის შუამდე“ დარიცხვის შემთხვევაში.

ეს შედეგები ადასტურებს, რომ „დეფოლტამდე“ დარიცხვის კონვენციის შეფასება ძალიან ახლოს დგას „პერიოდის შუამდე“ დარიცხვის შედეგთან, თუმცა მცირედით აღემატება მას. ამავე დროს, შედეგები შეესაბამება განტოლება

(22)-დან მიღებულ მიგნებას: კონკრეტულ პერიოდში დეფოლტის მოსალოდნელი დრო ოდნავ უსწრებს პერიოდის შუაწერტილს.

CDS ჰეჯირება აქტივით, დეფოლტის ალბათობის ვადიანი სტრუქტურა ფულადი ბაზრიდან

წინა თავებში, ფულადი აქტივებისა და შესაბამისი CDS კონტრაქტების შეფასებისას, იგულისხმებოდა, რომ ფულად და CDS ბაზრებზე დამზერადი სპრედები იდენტურია. ზოგადად, ეს ასე არ არის. მიუხედავად იმისა, რომ სხვაობა ხშირად დიდი არ არის, სპრედები მხოლოდ გარკვეული პირობებისა და დაშვებების ფარგლებში იქნება ტოლი. მათ შორის განსხვავებას რამდენიმე მიზეზი აქვს. ამ თავში განვიხილავთ ერთ-ერთ მათგანს.

როგორც ფულადი ბაზრის, ისე CDS ინსტრუმენტები მგრძობიარეა საკრედიტო რისკის ორი კომპონენტის მიმართ: დეფოლტის რისკისა და საკრედიტო ხარისხის მიგრაციის, ანუ სპრედის გაფართოების, რისკის მიმართ. გამოყენებული ჩარჩო ორივეს ერთსა და იმავე საზომში – სანიშნე ურისკო შემოსავლიანობაზე დამატებულ სპრედში – გამოხატავს. ამიტომ სიფრთხილეა საჭირო ერთი და იმავე საბაზისო აქტივისთვის ფულად და CDS ბაზრებზე დამზერილი სპრედების შედარებისას. სხვაობა შეიძლება CDS კონტრაქტის პირობებიდანაც გამომდინარეობდეს. მაგალითად, ერთსა და იმავე აქტივზე დაწერილ ორ CDS კონტრაქტს, რომელთაგან ერთი დეფოლტის პერიოდში დარიცხული პროცენტის სრულ, ხოლო მეორე – ნაწილობრივ ან ნულოვან გადახდას ითვალისწინებს, განსხვავებული საბაზრო სპრედი ექნება. შესაბამისად, მინიმუმ ერთი მათგანი (ან ორივე) განსხვავებული იქნება ფულად ბაზარზე დამზერილი შესაბამისი სპრედისგან. ამ ეტაპზე სხვა მიზეზებს (მაგ. ლიკვიდურობა, სეგმენტაცია და ა.შ.), არ განვიხილავთ.

ორ სხვადასხვა ბაზარზე დამზერილი სპრედების ტოლობის მოთხოვნა გულისხმობს, ობ-

ლიგაციის საკრედიტო რისკის სრულად ჰეჯირების შესაძლებლობას შესაბამისი CDS-ით. (არბიტრაჟის არარსებობის პირობა) პრაქტიკაში სრულყოფილი ჰეჯირება შესაძლებელია მხოლოდ გარკვეული, მათ შორის, კონტრაქტული პირობების არსებობისას. ყველა სხვა შემთხვევაში ჰეჯირება არასრულყოფილია და ეს სპრედებში სხვაობით ვლინდება.

ობლიგაციის CDS-ით ჰეჯირების ხარისხის შეფასებისას მნიშვნელოვანია: დეფოლტისას კომპენსაციის კონტრაქტული განსაზღვრება, კუპონისა და დარიცხვის ეფექტები, CDS-ისთვის ვალდებულების დადგომის პირობები, ასევე პრემიის დარიცხვისა და ანგარიშსწორების კონვენციები. ჰეჯირების ხარისხი დამოკიდებული რჩება იმაზე, თუ რამდენად ემთხვევა CDS-ისა და ობლიგაციის საკრედიტო შემთხვევის განსაზღვრება, ანგარიშსწორების წესი და დარიცხვა/ანგარიშსწორების კალენდარი.

ობლიგაციის დეფოლტის ალბათობა $(t-1, t)$ -პერიოდში, ანუ დეფოლტის მარგინალური ალბათობა p_t შეიძლება გამოითვალოს ბაზარზე დამზერადი ბონდების ფასებიდან, შემდეგი რეკურსიული გამოსახულების საშუალებით.

$$p_t = \frac{\bar{B}_t - B_t - \sum_{i=1}^{t-1} df_i (F_t^{(i)} - R \times C_i) \times p_i}{df_t \times (1-R) \times C_t} \quad (25)$$

სადაც B_t და \bar{B}_t არის შესაბამისად t -ვადიანობის რისკიანი და ურისკო, იდენტური კონტრაქტული მახასიათებლების მქონე ბონდების ფასები. მათი სხვაობა აჯამებს დეფოლტის რისკის ეფექტს t -ვადიანობის ბოლომდე, ამოღების და საკომპენსაციო მოთხოვნის არჩეული კონვენციის პირობებში. ჯამი აკლებს იმ ნაწილს, რომელიც უკვე „აიხსნება“ უფრო ადრეულ პერიოდებში ($i=1, 2, \dots, t-1$) დეფოლტის დადგომით. ამდენად, $df_t \times (1-R) \times C_t \times p_t$ წარმოადგენს $(t-1, t)$ -პერიოდში დეფოლტზე მოსალოდნელი ზარალის დღევანდელ ღირებულებას, არჩეული C_t კონვენციის პირობებში, ხოლო p_t - ბაზარზე დამზერადი ფასებიდან კალიბრაციით მიღებულ, ანუ რისკ-ნეიტრალურ, დეფოლტის მარ-

გინალური ალბათობას. $F_t^{(i)}$ წარმოადგენს i -ური პერიოდის ბოლოს (t -დრომდე) ობლიგაციის იმ დარჩენილი დაპირებული ფულადი ნაკადების ღირებულებას, რომლებიც განსაზღვრულია $i+1, i+2, \dots, t$ პერიოდებისთვის (მომავალი კუპონები და ნომინალი), და რომელიც გამოითვლება კალიბრაციაში გამოყენებული ურისკო დისკონტირების კონვენციით. სხვა სიტყვებით, $F_t^{(i)}$ წარმოადგენს t -ვადიანობის ობლიგაციის ფორვარდულ ფასს i -ური პერიოდის ბოლოს, იმ პირობით, რომ ობლიგაციას ამ დრომდე დეფოლტი არ განუცდია. t -დრომდე დეფოლტის კუმულატიური ალბათობა, განსაზღვრების თანახმად გამოითვლება როგორც $P_t = \sum_{i=1}^t p_i$. C_t არის ბონდის მფლობელის მიერ დეფოლტის შემთხვევაში წარდგენილი, კონტრაქტით განსაზღვრული საკომპენსაციო მოთხოვნა, ნომინალის ერთეულზე. თუ მოთხოვნა ნომინალს უდრის, მაშინ $C_t = 1$ თუ იგი მოიცავს ნომინალსა და დეფოლტამდე დარიცხულ კუპონს, მაშინ $C_t = 1 + Annual\ Coupon/2$. სიმარტივისთვის ვუშვებთ, რომ $i=1, 2, 3, \dots, t$ პერიოდების ბოლო თარიღები ემთხვევა კუპონის გადახდის თარიღებს და თითოეული პერიოდის ხანგრძლივობა ერთი წელია. ამ შემთხვევაში, თუ C_t მოიცავს დარიცხულ კუპონს, ტიპური მიახლოებაა $C_t = 1 + Annual\ Coupon/2$. კვარტლურ და სხვა პერიოდებზე გადასვლა მარტივია. ამდენად, მოცემული ობლიგაციის ფასებიდან და C_t -ს განსაზღვრებიდან, p_t რეკურსიულად მიიღება (25)-დან.

განვიხილოთ მაგალითი: 30-წლიანი USD ობლიგაცია, ნომინალით 1,000,000 და წლიური 7%-იანი კუპონით, ჰეჯირებულია იმავე ვადის და ნომინალის მქონე CDS-ით, ფიქსირებული 400 ბ.პ პრემიით. მოსალოდნელი ამოღების განაკვეთია 50%, ხოლო USD SOFR-ზე მიბმული ურისკო დისკონტის მრუდი ფიქსირებულია 5%-ზე. დეფოლტის შემთხვევაში, ინვესტორის საკომპენსაციო მოთხოვნა განისაზღვრება როგორც ნომინალს დამატებული წლიური კუპონის ნახევარი. რაც შეესაბამება ზემოთ გამოყენებულ დაშვებას, რომ დეფოლტი საშუალოდ პერიოდის შუაში დგება. ანგარიშსწორება ხდება შესაბამისი პერიოდის ბოლოს.

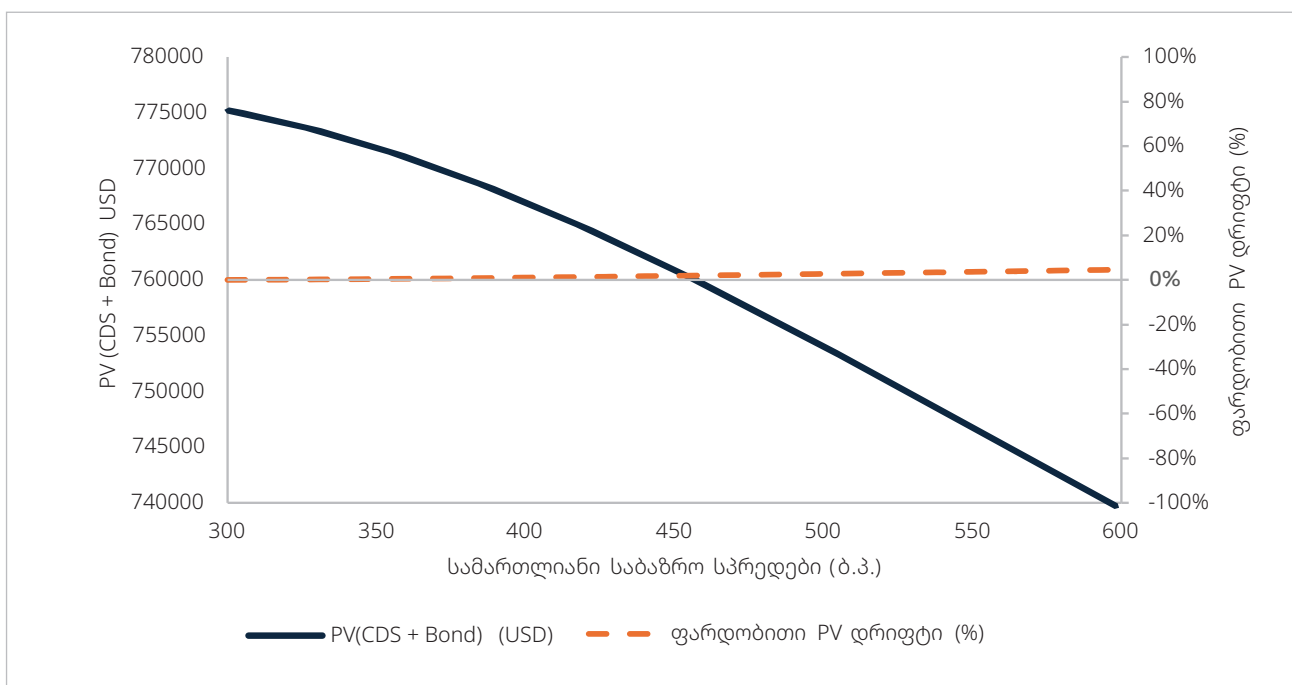
ვითვლით ბონდისგან და შესაბამისი CDS-ისგან შედგენილი პორტფელის საბაზრო ღირებულების ბაზარზე დამზერად სპრედზე დამოკიდებულებას (დიაგრამა 6), როდესაც CDS-ის კონტრაქტული პრემია ფიქსირებულია. იდეალიზირებულ გარემოში, სადაც ფულადი და CDS საბაზრო კონვენციები სრულად შეესაბამება ერთმანეთს, შეძენილი CDS ანეიტრალებს ობლიგაციის დეფოლტის რისკს, თუმცა პორტფელი მაინც ინარჩუნებს მგრძნობელობას სპრედის მიმართ, რადგან ობლიგაციას მაღალი სპრედ-დურაცია აქვს, მაშინ როცა CDS პრემია ფიქსირებულია.

ჰეჯირების ხარისხის საილუსტრაციოდ, დიაგრამა 6-ში დამატებულია დამხმარე მრუდი – ფარდობითი PV დრიფტი, რომელიც ზომავს ჰეჯირებული პოზიციის PV-ის გადახრას არჩეული ნიშნული დონიდან PV(300 ბ.პ.): $PV \text{ დრიფტი (s)} = [PV(300 \text{ ბ.პ.}) - PV(s)] / [PV(300 \text{ ბ.პ.})] \times 100\%$

იდეალური ჰეჯირების შემთხვევაში PV(s) კორიზონტალური, ხოლო დრიფტი ნული იქნებოდა. გადახრა ზომავს ნარჩენ საბაზრო ექსპოზიციას, რომელიც განპირობებულია კუპონის/პრემიის დარიცხვისა და ანგარიშსწორების კონვენციებით და ობლიგაციისა და CDS-ის ფულადი ნაკადების ასიმეტრიით. სპრედის განხილულ ფართო დიაპაზონში (300 ბ.პ. - 600 ბ.პ.), ფარდობითი PV დრიფტი $\approx 4.5\%$, რაც ჰეჯირების „ცდომილების“ რაოდენობრივი საზომია.

დასკვნის სახით, მიზანშეწონილია CDS ინსტრუმენტების შეფასება CDS-ის საბაზრო სპრედებით, ხოლო ობლიგაციების შეფასება – სავაჭრო ბაზრის სპრედებით. ამასთან, CDS არა მხოლოდ აჰეჯირებს სპრედის ცვლილებას, არამედ დეფოლტთან მიმართებით ქმნის დადებით კონვექსურობას: დეფოლტის შემთხვევაში, ჰეჯირებული პოზიციის ამონაგები შეიძლება აღემატებოდეს „დეფოლტის გარეშე“ საბაზრო ფასს, რაც ტრანზაქციას სპეკულაციურ მდგენელსაც ანიჭებს.

დიაგრამა 6. CDS-ით ჰეჯირებული ბონდის პორტფელის საბაზრო ღირებულების (ვერტიკალური ღერძი) საბაზრო სპრედზე დამოკიდებულება და ჰეჯირების ხარისხი



წყარო: ავტორის ილუსტრაცია.

CDS და 2007–2009 წლების კრიზისი: რისკის მულტიპლიკატორები და გაკვეთილები

CDS-ებს არ გამოუწვევიათ 2007–2009 წლების გლობალური ფინანსური კრიზისი, თუმცა მათ ხელი შეუწვევს სისტემური სტრესის გაძლიერებას. ეკონომიკური თვალსაზრისით, CDS ქმნის საკრედიტო რისკთან დაკავშირებულ დაუფინანსებელ, მაღალი ლევერიჯის პოზიციას: იგი იძლევა დიდი ნომინალის საკრედიტო რისკზე ექსპოზიციის აღების საშუალებას მინიმალური საწყისი ფულადი დანახარტებით. ეს შეიძლება იყოს გონივრული, როდესაც გირაოთი უზრუნველყოფა, დივერსიფიკაცია და რისკების კონტროლი, მათ შორის, ლიმიტების სისტემა, ძლიერია; მათი სისუსტის პირობებში კი დესტაბილიზაციის წყაროს წარმოადგენს.

CDS-ის ყიდვა ან გაყიდვა შესაძლებელია შესაბამისი ფულადი ობლიგაციის ან სესხის ფლობის გარეშე. ეს ბაზრის მონაწილეებს საშუალებას აძლევს, CDS-ის მეშვეობით, ერთსა და იმავე საბაზისო სუბიექტზე ექსპოზიცია აიღონ ისეთი მოცულობით, რომელიც ხშირად აღემატება მიმოქცევაში არსებული სავალო ინსტრუმენტების ნომინალს. თუ ობლიგაცია ნომინალით N დეფოლტის შემთხვევაში წარმოქმნის დანაკარგს $N \times (1-R)$, იმავე ობლიგაციაზე დაწერილმა CDS-მა გამყიდველისთვის შეიძლება წარმოშვას იგივე დანაკარგი და შესაბამისი გადახდის ვალდებულება. ერთი და იმავე საბაზისო სუბიექტზე ერთიდაიგივე ან/და სხვა მონაწილის მიერ დაწერილი (გაყიდული ან ნაყიდი) CDS-ების რაოდენობა არ იზღუდება. შესაბამისად, შესაძლებელია ერთიდაიგივე საკრედიტო რისკზე ექსპოზიციის „მულტიპლიკაცია“. შედეგად, ერთსა და იმავე საბაზისო სუბიექტზე შეიძლება დაგროვდეს მრავალი CDS-ის კონტრაქტით შექმნილი დიდი ნომინალის პოზიციები, რაც ქმნის მრავალრიცხოვან პირობით გადახდის ვალდებულებებსა და მოთხოვნებს.

ჯამურმა პირობითმა ვალდებულებებმა შეიძლება ფულადი სავალო ინსტრუმენტების მოცულო-

ბას მრავალჯერ გადააჭარბოს. კრიზისამდე CDS-ის მთლიანმა ნომინალურმა მოცულობამ პიკს 2007 წლის ბოლოს მიაღწია და დაახლოებით 62.2 ტრილიონი აშშ დოლარი შეადგინა (ISDA, 2007). აშშ-ის ბანკების მონაცემებით, 2007 წლის IV კვარტალში საკრედიტო დერივატივების ნომინალურმა მოცულობამ 14.4 ტრილიონი აშშ დოლარი შეადგინა, საიდანაც 98% CDS-ები იყო (OCC, 2008).

სისტემურად მნიშვნელოვანია არა მხოლოდ საერთო ნომინალური მოცულობა, რადგან ბევრი პოზიცია ურთიერთ გაქვითვადია, არამედ ისიც, რომ დიდი მთლიანი მოცულობა კონტრაგენტებს შორის მჭიდრო კავშირებს ქმნის; სპრედების გაფართოებამ კი შესაძლოა კოლატერალის მოთხოვნები და ლიკვიდურობის დეფიციტი დესტაბილიზაციის წყაროდ აქციოს (Brunnermeier, 2009; Stulz, 2010).

CDS-ის კონტრაქტი კონტრაგენტის რისკს ქმნის: მყიდველი დამოკიდებულია გამყიდველის გადახდისუნარიანობაზე, ხოლო გამყიდველი – პრემიის გადახდასა და კონტრაქტის შესრულებაზე. CDS პოზიციების ზრდასთან ერთად ბაზრის მონაწილეები ერთმანეთს უკავშირდებიან ორმხრივი კონტრაქტების ქსელით, რომელიც ხშირად რამდენიმე მსხვილ დილერზეა კონცენტრირებული. შედეგად იზრდება როგორც კავშირების „სიმჭიდროვე“, ისე ექსპოზიციების კონცენტრაცია საკვანძო კონტრაგენტებზე. ერთი ასეთი კონტრაგენტის პრობლემამ სტრესი სწრაფად შეიძლება გაავრცელოს ისეთ პორტფელებზეც, რომლებიც საბაზისო აქტივებით ერთმანეთთან პირდაპირ არ არიან დაკავშირებული. ეს გადაცემის მექანიზმი პირველ რიგში ეხება სისტემის „ტექნიკურ ინფრასტრუქტურას“ – ურთიერთგაქვითვას, გირაოს მექანიზმებს და საკვანძო კონტრაგენტების მდგრადობას – და არა მხოლოდ ნეტო ეკონომიკური ექსპოზიციის მოცულობას.

სტრესულ პერიოდში CDS სპრედების გაფართოება CDS გამყიდველებისთვის ინ-

ვევს მყისიერ, საბაზრო ფასებში ასახულ დანაკარგებს და შეუძლია დამატებითი გირაოს მოთხოვნების გააქტიურება. თუ ბევრ ინსტიტუციას ერთდროულად უწევს ნაღდი სახსრების ან მაღალი ხარისხის კოლატერალის უზრუნველყოფა, ისინი შეიძლება იძულებული გახდნენ ლევერიჯი აქტივების გაყიდვით შემცირონ, რაც კიდევ უფრო აფართოებს სპრედებს და ამწვავებს ლიკვიდურობის დეფიციტს. ასეთი უკუკავშირი შესაძლებელია ერთსახელიან საკრედიტო ბაზრებშიც და განსაკუთრებით მძიმდება მაშინ, როცა ექსპოზიციები მცირე რაოდენობის მსხვილ კონტრაგენტებშია კონცენტრირებული (BCBS-IOSCO, 2015).

2007–2009 წლების გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა მკაფიოდ აჩვენა, რომ კონტრაქტული განსაზღვრებები და ანგარიშსწორების კონვენციები ფასდადებისთვის კრიტიკულად მნიშვნელოვანია. განვითარებადი ბაზრებისთვის ყველაზე უსაფრთხო მიდგომაა შეზღუდულ ფარგლებში, მკაცრად კოლატერალიზებული, ბირჟისგარე რისკის გადაცემის ტრანზაქციები – ხარისხიანი გირაოს მოთხოვნებით, სათანადო რისკის მართვითა და კონტროლით, შიდა ლიმიტების სისტემით, ოპერაციული მზადყოფნით, გამჭვირვალე ფასდადებით და დავების გადაწყვეტის პროცედურებით.

ერთსახელიანი საკრედიტო დერივატივები საქართველოში: ფარგლები და წინაპირობები

საქართველოში არ არსებობს ბაზრის ის სიღრმე და სტანდარტიზებული მეორადი ვაჭრობა, რაც ერთსახელიანი საკრედიტო დერივატივების ლიკვიდურ ბაზარს უზრუნველყოფს. შემზღუდავი ფაქტორები არა კონცეფციური, არამედ ინსტიტუციურია. საკრედიტო რისკი არსებობს ბანკების ბალანსებსა და კორპორაციულ დაფინანსებაში, თუმცა ჯერ არ არის ჩამოყალიბებული კოტირებად, სავაჭრო სპრედის ვადიანობის სტრუქტურად. ამიტომ პირველი ნაბიჯი არა დერივატივების ბაზრის ხელოვნურად შექმნაა, არამედ არსებული ინფრასტრუქტურის პირობებში

უსაფრთხო და სასარგებლო ინსტრუმენტების იდენტიფიცირებაა.

საქართველოს პირობებში, ერთსახელიანი საკრედიტო დერივატივების მოკლევადიანი ფოკუსი CDS-ის ტიპის კონტრაქტებზე უნდა იყოს. სხვა ინსტრუმენტები - აქტივების სვოპი, სრული ამონაგების სვოპი, კრედიტზე მიბმული ნოტა სავარაუდოდ დარჩება ცალკეულ გარიგებებად, სანამ ბაზრის ინფრასტრუქტურა და შეფასების ნიშნული მონაცემები არ ჩამოყალიბდება.

ქვემოთ მოყვანილი მაგალითები ასახავს ორმხრივ არასაბირჟო პრაქტიკას და არ გულისხმობს საქართველოში CDS-ის ლიკვიდური, სტანდარტიზებული მეორადი ბაზრის არსებობას:

- სუვერენული CDS როგორც ჰეჯირების ინსტრუმენტი: საერთაშორისო ინვესტორებს პრაქტიკაში შეუძლიათ გამოიყენონ საქართველოს სუვერენულ ობლიგაციაზე დაფუძნებული CDS-ის ტიპის კონტრაქტები, ქართული ევროობლიგაციების საკრედიტო რისკის ჰეჯირებისთვის, განსაკუთრებით მაშინ, როცა ევროობლიგაციების მეორადი ბაზრის ლიკვიდურობა შეზღუდულია ან პოზიციის შეცვლა ოპერაციულად უფრო რთულია;
- დიდ ემიტენტებზე ერთჯერადი CDS: საერთაშორისო ბაზარზე დაფინანსების წვდომის მქონე მსხვილ ქართულ ემიტენტებზე საკრედიტო დეფოლტის სვოპი შეიძლება დაიდოს ორმხრივად, თუმცა ასეთი გარიგებები, როგორც წესი, ნაკლებად სტანდარტიზებული და ნაკლებად ლიკვიდურია, ვიდრე სუვერენული CDS -ის შემთხვევაში;
- კონცენტრირებული სესხის/დებიტორის რისკის გადაცემა: ბანკს ან მსხვილ კორპორაციას შეუძლია ერთსახელიანი კონცენტრირებული საკრედიტო ექსპოზიციის ნაწილი კონტრაგენტს გადასცეს მკაცრად კოლატერალიზებული ორმხრივი CDS-ის კონტრაქტით – რაც მოითხოვს მყარ დოკუმენტაციას, რეგულარულ გადაფასებას, გი-

- რაოს და აღსრულების დისციპლინას;
- წვდომა კონკრეტულ საკრედიტო რისკზე ფულადი ინსტრუმენტის შექმნის გარეშე (სინთეტიკური / დაუფინანსებელი ექსპოზიცია): მონაწილეებს შეუძლიათ CDS-ის საშუალებით აიღონ ან შეამცირონ საკრედიტო ექსპოზიცია მაშინ, როცა შესაბამისი ფულადი ინსტრუმენტის შექმნა არ სურთ ან ვერ ახერხებენ.

ერთსახელიანი საკრედიტო დერივატივების დამკვიდრება მოითხოვს სანიშნე ფასწარმოქმნას, რომელიც დროში შედარებადი და მდგრადი იქნება: რეგულარული დამზერადი ამონაგები სუვერენულ და მსხვილ ემიტენტებზე, სესხის ფასწარმოქმნის საიმედოდ კალიბრებული მოდელები და ნიშნულები და ურისკო დისკონტის მრუდი შესაბამის ვალუტაში. იქ, სადაც ადგილობრივი ფულადი ბაზრები არა-ლიკვიდურია, სანიშნე მრუდები ეყრდნობა დამზერადი ფასებისა და მოდელირებული ინტერპოლაციის კომბინაციას. შესაბამისად, შეფასებები უნდა განიხილებოდეს როგორც ინდიკაციური და დაექვემდებაროს მოდელის რისკის კონსერვატიულ კონტროლს.

საკრედიტო დერივატივების არსებობის მნიშვნელოვანი წინაპირობებია: ურთიერთმოთხოვნათა შეწყვეტის აღსრულებადობა, გირაოს აღსრულების მკაფიო მექანიზმები და ISDA-ს⁴ სტანდარტიზებული ტილის დოკუმენტაციასთან პრაქტიკული გამოცდილება. მყარი ურთიერთგაქვითვის გარეშე, რისკის პოზიციები რჩება "გროს" (ბრუტო) დონეზე, რაც ზრდის კაპიტალისა და ლიკვიდურობის ხარჯებს და ასუსტებს ჰეჯირების ეკონომიკურ დასაბუთებას.

განვითარებულ ბაზრებში კონტრაგენტის რისკის მითიგაცია მიიღწევა ძირითადად კონტრაქტების რეგულარული გადაფასებით და საჭიროების შემთხვევაში დამატებითი გირაოს მოთხოვნით. მცირე ზომის ბაზარზე ეს კრიტიკულია: სუსტი

გირაოს შემთხვევაში რისკიანი აქტივის ჰეჯირება შეიძლება კონტრაგენტის რისკმა გადაფაროს. მინიმალური საოპერაციო დისციპლინა მოიცავს კონტრაქტის ხშირ გადაფასებას, გირაოთი უზრუნველყოფას და დავების გადაჭრის ეფექტიან პროცედურებს.

ბუნებრივი მომხმარებლები საქართველოში შეიძლება იყვნენ: (i) ბანკები, კონცენტრირებული რისკების ჰეჯირებისთვის; (ii) მზღვევლები და გრძელვადიანი დეფოლტის რისკის მითიგაციის/ მოშორებისთვის ან სინთეტიკური (დაუფინანსებელი) ექსპოზიციის მისაღებად (iii) მსხვილი კორპორაციები - მნიშვნელოვანი დებიტორული დავალიანებებისა თუ დაფინანსების სქემებში კონტრაგენტის რისკის მართვისთვის..

პოტენციური საბაზისო სუბიექტები პრაქტიკულად არიან ისინი, ვისზეც არსებობს დამზერადი და დროში განგრძობადი საჯარო კოტირებები და ვისზეც საკრედიტო შემთხვევის ერთმნიშვნელოვანი, დოკუმენტირებული განსაზღვრა ხელმისაწვდომია: პირველ რიგში, სუვერენული სუბიექტი, შემდეგ - მსხვილი ბანკები და გამჭვირვალე კაპიტალის სტრუქტურის მქონე უმსხვილესი კომპანიები.

ერთსახელიანი საკრედიტო დერივატივების განვითარების გზა ფაზების მიხედვით ასე შეიძლება გაიწეროს:

ფაზა 0: სანიშნე ფასწარმოქმნა და საკრედიტო მრუდები (ვაჭრობადი CDS-ის გარეშე). ემიტენტების სტანდარტული საკრედიტო მრუდების გამოქვეყნება დამზერადი კოტირებების საფუძველზე, გამჭვირვალე მეთოდოლოგიით და თანმიმდევრული დაშვებებით;

ფაზა 1: მიზნობრივი CDS-ის გარიგებები გირაოს მკაცრი წესებით (ჰეჯირება ან სინთეტიკური ექსპოზიცია). ბირჟისგარე CDS-ის გარიგებები მყარ დოკუმენტაციაზე, მკაცრ კო-

4. ISDA (International Swaps and Derivatives Association) – დერივატივების ბაზრის საერთაშორისო ასოციაცია, რომლის სტანდარტული ჩარჩო-დოკუმენტაცია (ISDA Master Agreement) ფართოდ გამოიყენება ბირჟისგარე დერივატივებში; მოიცავს საკრედიტო შემთხვევების, ანგარიშსწორების, დახურვისა და გაქვითვის ძირითად სამართლებრივ მექანიზმებს.

ლატერალიზაციასა და კონსერვატიული შეფასების პოლიტიკაზე დაყრდნობით;

ფაზა 2: ფართო მონაწილეობა და სტანდარტიზაცია - სტანდარტული ვადების დაწესება და პოტენციურად ცენტრალური კლირინგის ტიპის ინფრასტრუქტურის შექმნა.

გამოყენებული ლიტერატურა

საქართველოს პარლამენტი (2022) *იპოთეკით დაცული ობლიგაციების შესახებ საქართველოს კანონი*. დოკუმენტის № 2112-IXმს-Xმპ (29 ნოემბერი). თბილისი: საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე.

საქართველოს პარლამენტი (2023) *ფასიან ქვანახშირზე გარდაქმნის შესახებ საქართველოს კანონი*. დოკუმენტის № 3926-XIIIმს-Xმპ (15 დეკემბერი). თბილისი: საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე.

BCBS-IOSCO (2015) *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*. Basel: Bank for International Settlements, March.

Brunnermeier, M.K. (2009) 'Deciphering the liquidity and credit crunch 2007–2008', *Journal of Economic Perspectives*, 23(1), pp. 77–100.

Duffie, D. and Singleton, K.J. (2003) *Credit risk: Pricing, measurement, and management*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Hull, J.C. and White, A. (2000) 'Valuing credit default swaps I: No counterparty default risk', *Journal of Derivatives*, 8(1), pp. 29–40.

IMF (2009) *Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring System-*

ic Risks. Washington, DC: International Monetary Fund.
ISDA (2014) *2014 ISDA Credit Derivatives Definitions*. New York: International Swaps and Derivatives Association.

Jarrow, R.A. and Turnbull, S.M. (1995) 'Pricing derivatives on financial securities subject to credit risk', *Journal of Finance*, 50(1), pp. 53–85.

Jarrow, R.A., Lando, D. and Turnbull, S.M. (1997) 'A Markov model for the term structure of credit risk spreads', *Review of Financial Studies*, 10(2), pp. 481–523.

J.P. Morgan (1999) *CreditMetrics: Technical document*. New York: J.P. Morgan & Co.

Lando, D. (2004) *Credit risk modeling: Theory and applications*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Merton, R.C. (1974) 'On the pricing of corporate debt: The risk structure of interest rates', *Journal of Finance*, 29(2), pp. 449–470.

OCC (2008) *Quarterly Report on Bank Trading and Derivatives Activities: Q4 2007*. Washington, DC: Office of the Comptroller of the Currency.

O'Kane, D. (2001) *Credit derivatives explained*. Structured Credit Research. London: Lehman Brothers International (Europe), March.

Stulz, R.M. (2010) 'Credit default swaps and the credit crisis', *Journal of Economic Perspectives*, 24(1), pp. 73–92.

Schönbucher, P. J. (1998) 'Term structure modelling of defaultable bonds', *Review of Derivatives Research*, 2, pp. 161–192.

Schönbucher, P.J. (2003) *Credit derivatives pricing models*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.

Tavakoli, J.M. (2001) *Credit derivatives and synthetic structures*. 2nd ed. New York: John Wiley & Sons.

საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის საემისიო ბანკის ინსტიტუციური მოდელის შერჩევა (1918–1921)

ირმა ჯალალონია, როლანდ სპანდერაშვილი

ანოტაცია

წინამდებარე ნაშრომი ასახავს საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის (1918-1921) ხელისუფლების მიერ ცენტრალური (საემისიო) ბანკის სამართლებრივი საფუძვლების შექმნის პროცესს; კერძოდ, მასში ნაჩვენებია მთავრობის მიერ ცენტრალური ბანკის მოდელების განხილვა, საემისიო ბანკის ქვეყნისათვის ოპტიმალური მოდელის შერჩევის კრიტერიუმების შემუშავება და ბანკის მმართველობითი ფუნქციების განაწილება (გამიჯვნა).

სტატიაში აღწერილია ე.წ. წმინდა სახელმწიფო ბანკის მოდელის შერჩევის არგუმენტები, ამ მოდელის სუსტი მხარეების დაძლევის გზების ძიება ბანკის პარლამენტისთვის (და არა მთავრობისთვის) დაქვემდებარებით, ბანკის მმართველობის ავტონომიის უზრუნველყოფისა და გადაწყვეტილებების მიღების პროცესის კოლეგიალურობის პრინციპზე დაფუძნებისკენ სწრაფვა. ამასთან, გაანალიზებულია მიღებული საბოლოო გადაწყვეტილებების წინააღმდეგობრივი ხასიათი, აგრეთვე ცენტრალური ბანკის კლასიკური ჩარჩოდან გადახვევა; კერძოდ, იურიდიული და ფიზიკური პირებისათვის საანგარიშსწორებო-საკრედიტო მომსახურების დაშვება.

საკვანძო სიტყვები: ემისიის უფლება, სახელმწიფო ბანკი, საემისიო ბანკი, საქართველოს დე-

მოკრატიული რესპუბლიკა, ცენტრალური ბანკი, მართვა-გამგეობა

შესავალი

პირველმა მსოფლიო ომმა კოლოსალური ზიანი მიაყენა მასში უშუალოდ ჩართული ქვეყნების ეკონომიკებს. განსაკუთრებით მძიმე მდგომარეობაში აღმოჩნდა რუსეთის იმპერია, სადაც საომარ მოქმედებებში განცდილ მარცხს მოჰყვა 1917 წლის თებერვლისა და ოქტომბრის რევოლუციები. შედეგად, ქვეყნის ეკონომიკა კოლაფსის ზღვრამდე მივიდა. ურთულესი ვითარება შეიქმნა ამიერკავკასიაშიც, მათ შორის საქართველოში: შემცირდა ან სრულად შეჩერდა მანგანუმის, ქვანახშირის, სპილენძის, ოქროს, ტყვიის, ტყავისა და ხეტყის წარმოება; განუხრელმა ინფლაციამ მკვეთრად შეამცირა მოსახლეობის მსყიდველუნარიანობა; მოიშალა ფულადი მეურნეობა – ბანკებიდან და შემნახველი სალაროებიდან¹ დიდი ოდენობით ნალდი ფული გავიდა, რამაც საკრედიტო ოპერაციების პარალიზება გამოიწვია (ანჩაბაძე, 2009).

რუსეთის იმპერიის დაშლის შემდეგ (1917 წელი), ძალაუფლება ამიერკავკასიაში ამიერკავკასიის კომისარიატს გადაეცა. მოგვიანებით შეიქმნა ამიერკავკასიის დემოკრატიული ფედერაციული რესპუბლიკა, რომლის დაშლისთანავე, 1918

1. ამ დროს საქართველოში მოქმედებდნენ რუსეთის იმპერიის კომერციული ბანკების ფილიალები, რამდენიმე ადგილობრივი კომერციული და იპოთეკური ბანკი, აგრეთვე საკრედიტო საზოგადოებები და შემნახველი სალაროები.

წლის 26 მაისს საქართველო დამოუკიდებელ, დემოკრატიულ რესპუბლიკად გამოცხადდა. ორი დღის შემდეგ თბილისშივე გამოცხადდა აზერბაიჯანის და სომხეთის დამოუკიდებლობაც.

დამოუკიდებლობის გამოცხადებისთანავე საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის ხელისუფლებამ ერთ-ერთ მთავარ მიზნად დაისახა ფულის მიმოქცევისა და ეკონომიკის ფინანსური სექტორის მოწესრიგება. საქართველოს მთავრობა კარგად აცნობიერებდა ეროვნული ვალუტისა და გამართული მონეტარული პოლიტიკის როლს სახელმწიფოებრიობის ჩამოყალიბებასა და ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებაში, თუმცა სუვერენული ფინანსური სისტემის შექმნის შესახებ მაშინ არსებული იდეების განხორციელებას ბევრი საშინაო თუ საგარეო ფაქტორი უშლიდა ხელს. მიუხედავად ამისა, სახელმწიფო საემისიო ბანკის დაარსება და ეროვნული ფულის ემისია მთავრობის უმნიშვნელოვანეს სტრატეგიულ ამოცანად განისაზღვრა (ერაძე, 2024).

დამოუკიდებლობის გამოცხადების მომენტისთვის რუსეთის სახელმწიფო ბანკის თბილისის განყოფილება ფორმალურად ჯერ კიდევ არსებობდა, თუმცა ფაქტობრივად იგი აღარ წარმოადგენდა ერთიანი ცენტრალიზებული სისტემის ნაწილს და ამიერკავკასიის სეიმს ექვემდებარებოდა. სწორედ მისი ტექნიკური საშუალებების გამოყენებით იქნა გამოშვებული დროებითი ფულადი ერთეული - ამიერკავკასიის ბონები, რომლებიც მიმოქცევაში იმპერიული რუსული რუბლის პარალელურად მოქმედებდა. 1918 წლის 26 მაისს შემდეგ აღნიშნული განყოფილება დამოუკიდებელი საქართველოს მთავრობის კონტროლქვეშ მოექცა. 1918 წლის ივლისში, ნაღდი ფულის მწვავე დეფიციტის გათვალისწინებით, მთავრობამ მიიღო გადაწყვეტილება დროებით გაეგრძელებინა ამიერკავკასიის ბონების ემისია (ჯავახიშვილი, 1998).

სახელმწიფო ბანკის შესახებ მსჯელობა ოფიციალურ დონეზე 1918 წლის 3 ივნისს დაიწყო, როდესაც ვაჭრობა-მრეწველობის მინისტრმა გიორგი ჟურულმა ეროვნული საბჭოს² საფინანსო-საბიუჯეტო კომისიის სხდომაზე განაცხადა, რომ საქართველოს ეროვნულ ბანკს უნდა ჰქონდეს მყარ გარანტიებზე დაფუძნებული ემისიის უფლება, თუმცა ოქროს რეზერვის არარსებობისა და საერთაშორისო სესხის ხელმიუწვდომლობის გამო, ფულის ემისიის უზრუნველყოფა სახელმწიფოს შეუძლია ტყის, ჭიათურის მარგანცის, თეთრი ნახშირის და ბორჯომის მამულების ნაციონალიზაციით (სცსსა, ფონდი 1836, საქმე 26).

დაახლოებით ამავე პერიოდში სახელმწიფო ბანკის მოდელის შერჩევაზე მუშაობას მთავრობაში სათავეში ჩაუდგა იმხანად ფინანსთა მინისტრის მოადგილე (1919 წლის 14 მარტიდან მინისტრი) კონსტანტინე კანდელაკი, ხოლო ეროვნულ საბჭოში - საფინანსო-საბიუჯეტო კომისიის თავმჯდომარის მოადგილე იასონ ლორთქიფანიძე (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26). სახელმწიფო ბანკის წესდების პროექტის პირველი ვერსია მთავრობას 1919 წლის იანვარში წარედგინა, თუმცა მისი დეტალური განხილვა, ქვეყანაში მიმდინარე საარჩევნო კამპანიის გამო, დროულად ვერ მოხერხდა. დოკუმენტი ახლად არჩეულ დამფუძნებელ კრებას მხოლოდ 30 მაისს წარედგინა (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26). სახელმწიფო ბანკის წესდების პროექტს თან ახლდა ფინანსთა მინისტრის კონსტანტინე კანდელაკის მოხსენება.

ემისიის უფლების საკითხი

დამოუკიდებელი საქართველოს მთავრობის შეხედულებები სახელმწიფო ბანკის შესახებ საკმაოდ მკაფიოდ იყო ჩამოყალიბებული ფინანსთა მინისტრის კ. კანდელაკის მოხსენებაში. კერძოდ, იგი აღნიშნავდა, რომ „ვალუტის საკითხს, სადისკონტო პოლიტიკას და სხვა მრავალ

2. ხელისუფლების დროებითი წარმომადგენლობითი ორგანო, რომელიც შეიქმნა 1918 წლის მაისში და მოქმედებდა დამფუძნებელი კრების (პირველი პარლამენტის) არჩევამდე (1919 წლის 14 თებერვალი).

ვალ საკითხებს, რომელნიც მჭიდროთ დაკავშირებული არიან სახელმწიფოს ცენტრალურ ბანკთან, ხშირათ გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვთ იმისთვის, თუ რა ხასიათს მიიღებს ვაჭრობა-მრეწველობა სახელმწიფოში და რა გზით წავა იმის მწარმოებელ ძალთა განვითარება³ (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26).

ფინანსთა მინისტრს კარგად ესმოდა ემისიის უფლების, როგორც ცენტრალური ბანკის სტატუსის მაპროფილებელი ნიშნის, მნიშვნელობა. „სწორეთ საემისიო პრივილეგია, წერდა კ. კანდელაკი, ხელს უწყობს ასეთ უფლებით აღჭურვილ ბანკს გახდეს de facto, სახელმწიფოში არსებულ ყველა საკრედიტო დაწესებულებათა ცენტრალურ ბანკათ - „ბანკების ბანკათ“ და ხელში აძლევს იმას სადავეს მთელი კრედიტის და ფულის ტრიალის განაწილებისა და მოწესრიგებისას. ახლა თითქმის ყოველგან სახელმწიფოს ცენტრალურ ბანკის ხელშია საემისიო უფლება“ (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26).

დამოუკიდებელი საქართველოს მთავრობას მტკიცედ ჰქონდა გადამწყვეტილი ემისიის მონოპოლია სახელმწიფო ბანკისთვის გადაეცა. „თუ ვის უნდა მიენიჭოს საემისიო უფლება, აღნიშნავდა ფინანსთა მინისტრი, რომელიც სხვა და სხვა სახელმწიფოში სხვა და სხვა დროს სადავო ყოფილა ხოლმე, ჩვენთვის უდავოთ არის მისაღები: შეუძლებელია საქართველოს რესპუბლიკაში რამდენიმე საემისიო ბანკი არსებობდეს; ეს უფლება ჩვენში უნდა მიენიჭოს ერთს რომელსამე ბანკს და ასეთი, უეჭველია, სახელმწიფო ბანკი იქნება“ (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26).

საემისიო ბანკის მოდელის ძიება

დამოუკიდებელი საქართველოს ფინანსთა მინისტროში შექმნილმა სამუშაო ჯგუფმა საფუძვლიანად შეისწავლა ცენტრალური (საემისიო) ბანკების ორგანიზაციის იმჟამინდელი საერთა-

შორისო გამოცდილება; კერძოდ, განხილულ იქნა სამი ვარიანტი:

1. სრულიად დამოუკიდებელი, წმინდა სააქციო საზოგადოების მოდელი (ინგლისი);
2. შერეული მოდელი (გერმანია) და
3. წმინდა სახელმწიფო ბანკის მოდელი (რუსეთი).

კ. კანდელაკმა თავის მოხსენებაში საკმაოდ დეტალურად დაახასიათა თითოეული მოდელი. ინგლისის გამოცდილებაზე საუბრისას მან ყურადღება გაამახვილა იმ გარემოებაზე, რომ ინგლისის ბანკი (Bank of England) წარმოადგენდა სააქციო საზოგადოებას, რომელიც, მიუხედავად სახელმწიფოსგან მინიჭებული საემისიო უფლებისა, საკუთარი წესდების ფარგლებში მთავრობისგან დამოუკიდებლად მოქმედებდა. ამ მოდელის უპირატესობას ფინანსთა მინისტრი იმაში ხედავდა, რომ „აქციონერები თავის მონაწილეობით ამაგრებენ ბანკისადმი ნდობას საზოგადოების ფულიან წრეებში, რადგან უკანასკნელისთვის ცხადია, რომ აქციონერები ადვილად არ დაანებებენ მთავრობას ბანკის სალაროებს ბანკის არაპირდაპირი დანიშნულებისათვის.“ ფინანსთა მინისტრი მიუთითებდა, რომ „რყევა სახელმწიფო პოლიტიკაში და მისგან გამოწვეული სხვა და სხვა გვარი ცვლილებანი მთავრობაში პირდაპირ არ უნდა მოქმედებდეს სახელმწიფო ბანკზე“. ამავე დროს „სახელმწიფოს არც ის შეუძლია, რომ ფულის საქმის მოწესრიგება, რასაც უაღრესათ დიდი მნიშვნელობა აქვს სახელმწიფოსთვის, სრულიად გაუშვას ხელიდან და სავსებით კერძო აქციონერებს გადასცეს (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26).

გერმანიის ბანკის (Reichsbank) მოდელის თავისებურება, კ. კანდელაკის აზრით, ის იყო, რომ მისი „ძირითადი თანხები აქციონერებს ეკუთვნოდათ, თუმცა ბანკს მთავრობა განაგებდა.“ ამ მოდელის დადებით მხარედ ფინანსთა მინისტრი მიიჩნევდა შემდეგს: „ამ ტიპის ბანკში

3. მოტანილ ციტატებში სტილი და სასვენი ნიშნები უცვლელად არის შენარჩუნებული.

შედულებულია კერძო კაპიტალის როლი და ნდობა და მთავრობის ხელმძღვანელობა; აქ დაცულია ამ ორი მხარის თანამშრომლობა და ურთიერთ კონტროლი. ამ ტიპის ბანკებმა დღემდის ყოველგან⁴ გაამართლეს თავისი დანიშნულება და მთავრობაც ააცდინეს ბანკის მოსაწყობ ხარჯებს.“ კ. კანდელაკმა არ დამალა, რომ პრინციპიალურად იზიარებდა ასეთი ტიპის ცენტრალური ბანკის უპირატესობას, მაგრამ იმჟამინდელი საქართველოს გარდამავალ ხანაში ის ვერ ხედავდა „ისეთ განწყობილებას მთავრობისადმი ფულის პატრონობის მხრივ, რომ შესაძლებლობა შერეულ ტიპის ბანკისა აღნიშნულ პრინციპზე რეალურათ განსახორციელებელ ფაქტათ მივიჩინოთ; ხოლო დათმობა ამ დიდი ხნის პრაქტიკითა და გამოცდილებით შემუშავებული პრინციპებისა შეუძლებლად უნდა ჩაითვალოს, განსაკუთრებით როცა საქართველოს მომავალს სახელმწიფო ბანკს უწევს ფულის მთელი სისტემის შექმნა და მოწყობა. ამიტომ ვფიქრობ, თუ პრაქტიკა დაგვანახებს ბანკის სააქციონერო დაწესებულებათ გადაქმნის უპირატესობას და შესაძლებლობას, ეს შემდეგშიაც მოსახერხებელი იქნება“ (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26). ამრიგად, დამოუკიდებელი საქართველოს ფინანსთა მინისტრი არ გამოირიცხავდა მომავალში ქვეყნის ცენტრალური ბანკის შერეული მოდელის ფორმატში რეორგანიზაციის შესაძლებლობას.

საემისიო ბანკის მესამე მოდელად განიხილებოდა რუსეთის სახელმწიფო ბანკი. კ. კანდელაკი პირდაპირ მიუთითებდა, რომ „რუსეთში სახელმწიფო ბანკი მთავრობის დაწესებულებაა, ძირითადი თანხა აქ სახელმწიფომ დასდო და მართვა-გამგეობაც სრულებით მთავრობის ხელშია (ასეა ეს საქმე აგრეთვე ბულგარეთში, შვეციაში და ფინლანდიაში).“ ამ მოდელის მთავარი ნაკლი, ფინანსთა მინისტრის აზრით იყო ის, რომ რუსეთის სახელმწიფო ბანკი მთავრობის, კერძოდ ფინანსთა სამინისტროს, „მონა-მორჩილი“ იყო, რაც საშუალებას აძლევდა

მთავრობას იგი „ფისკალური მიზნით“ ანუ ფულის ემისიის გზით ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსებისთვის გამოეყენებინა (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26).

მეორე მხრივ, დამოუკიდებელი საქართველოს სოციალ-დემოკრატიული (მენშევიკური) მთავრობა, რომლის გადაწყვეტილებებიც დიდწილად იდეოლოგიური მოსაზრებებით იყო განპირობებული, თვლიდა, რომ ემისიის უფლება სახელმწიფოს საკუთრებაში მყოფ ბანკს უნდა ჰქონოდა. სწორედ ამიტომ, აღიარებდა რა ცენტრალური ბანკის შერეული მოდელის უპირატესობას, კ. კანდელაკი მიუთითებდა - „იძულებული ვართ წინადადებით შემოვიდეთ საქართველოს სახელმწიფო ბანკის სხვა საფუძველზე მოწყობის შესახებ.“ „სხვა საფუძველზე მოწყობის“ ქვეშ ფინანსთა მინისტრი იმას გულისხმობდა, რომ საემისიო ბანკი არ უნდა ყოფილიყო, რუსეთის მსგავსად, ფინანსთა სამინისტროს დაქვემდებარებაში; იგი პირდაპირ საკანონდებლო ორგანოს უნდა დაქვემდებარებოდა. მთავრობის მოხსენებით ბარათში აღნიშნული იყო რომ: „ამ წესით საქართველოს სახელმწიფო ბანკი წმინდა სახელმწიფო დაწესებულება იქნება, მაგრამ ამავე დროს ყველასთვის აშკარა ხდება, რომ ყოველივე საშუალება იმის მთავრობის მიერ ფისკალურ მიზნით გამოყენებისა, მოსპობილია; იგი ისე დამოუკიდებელი არ იქნება, როგორც ევროპის სახელმწიფო ბანკები, მაგრამ არც უწყების ისე მონა-მორჩილი, როგორც რუსეთის ბანკი. ეს აუცილებელათ განამტკიცებს ნდობას ბანკისადმი საზოგადოების თვალში“ (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26).

ემისიის უფლების კერძო სააქციო საზოგადოებისთვის გადაცემის წინააღმდეგი იყო დამფუძნებელი კრების წევრი ეროვნულ-დემოკრატიული პარტიიდან იასონ ლორთქიფანიძეც, რომელმაც, როგორც პარლამენტის საბიუჯეტო-საფინანსო კომისიის თავმჯდომარის მოადგილემ, მოამზადა მოხსენებითი ბარათი

4. თავად კ.კანდელაკი ორ ქვეყანას ასახელებს - საფრანგეთს და შვეიცარიას.

სახელმწიფო ბანკის წესდების პროექტის შესახებ. იგი ხაზგასმით აღნიშნავდა, რომ „ემისია მარტო უფლება კი არ არის, ის ბანკის უმთავრესი მოვალეობაა და მხოლოდ იმდენად, რამდენადაც ბანკი დაიმსახურებს ნდობას, იმდენად უფრო კარგათ განაღდება იგი, იმდენად უფრო მჭიდრო და მკვიდრი იქნება ბანკის მიერ გამოცემული ფულის ღირებულება. ვერც ოქროს ფონდი, მით უმეტეს ვერც სხვა გარანტიები, ემისიას ძირს ვერ გაუმაგრებენ, თუ ბანკის ორგანიზაცია, ან მისი მართვა რაიმე ეჭვს დაბადებს. მაგრამ კიდევ უფრო დიდი საფრთხე, რომელიც მოგველის თუ ემისიის უფლება კერძო სააქციონერო საზოგადოებას გადავეცით, შემდეგშია: ეს არის შემთხვევითი შემადგენლობა საზოგადო კრებებისა, რომელთაგან დამოკიდებული იქნება მთელი პოლიტიკა ბანკისა და მისი მართვა-გამგეობა“ (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26).

დამატებით არგუმენტად საემისიო უფლების კერძო სააქციო საზოგადოებისათვის გადაცემის წინააღმდეგ ი. ლორთქიფანიძე მიიჩნევდა იმას, რომ ევროპული ქვეყნებისგან განსხვავებით, საქართველოში არ არსებობდა „ფეხზედ მაგრად მდგარი სხვა ბანკები,“ რომლებსაც, როგორც აქციონერებს, შეეძლოთ ემისიის უფლების მქონე სააქციო საზოგადოების „სერიოზულ საფუძველზე დამყარებული“ მართვა-გამგეობა. „ამგვარი სხვა დიდ დაწესებულებათა უქონლობის გამო, რომელთათვისაც მხოლოდ არის შესაძლო უმეტესი ნაწილი აქციებისა შეიძინონ და სამუდამოდ დატოვონ პორტფელში, მომავალ სახელმწიფო ბანკის (იგულისხმება საემისიო ბანკი - რედ.) აქციებს შეიძენენ უმთავრესად ან უძლური დაწესებულებანი, ან შემთხვევითი კერძო პირები და ამათ კი არ შეეძლებათ დიდი ხნის განმავლობაში შეირჩინონ ეს აქციები. ბოლოს და ბოლოს ამ ბანკის გარშემო ატყდება ის ვაკხანალია, რომელსაც ჩვენ ვხედავთ ზოგიერთი რუსული ბანკის გარშემო. ეს კი დაუკარგავს ბანკს ავტორიტეტს და სიძლიერეს, რომელიც საჭიროა ნდობის შერჩენისა და სისტემატიური მუშაობისათვის“ (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26).

ამავე დროს ი. ლორთქიფანიძე იზიარებდა ფინანსთა მინისტრის კ. კანდელაკის პოზიციას საემისიო უფლების სრულიად სახელმწიფო საკუთრებაში მყოფი ბანკისათვის გადაცემასთან დაკავშირებული რისკების შესახებ. იგი წერდა: „ნდობის მოპოვების და მისი შერჩენის საკითხში მომავალ ბანკს არა ნაკლები დაბრკოლებანი ექნება, თუ ის ბანკი პირდაპირ სახელმწიფო დაწესებულება იქნება, როგორც ეს არის წარმოდგენილი სამინისტროს მიერ. სახელმწიფო ბანკისადმი უნდობლობას იწვევს ორი შესაძლებელი მხარე მისი მოქმედებისა: პირველი იმაში მდგომარეობს, რომ სახელმწიფო ბანკს მთავრობის თხოვნით, ანუ უკეთ ვსთქვათ ბრძანებით, შეუძლია აწარმოოს ეგრეთ წოდებული უწესდებო ოპერაციები, მეორე მდგომარეობს იმაში, რომ იმავე მთავრობის ბრძანებით ბანკს შეუძლია ასესხოს ხაზინას იმდენი ფული, რამდენიც არ შეეფერება სახელმწიფოს ფინანსიურ მდგომარეობას. ქართველ ხალხს შიში არ ექნება იმისა, რომ ჩვენი მთავრობა აიძულებს სახელმწიფო ბანკს უწესდებო ოპერაციები ამოქმედოს. ამისათვის არც მთავრობა იქნება იმგვარი, რომ საზარალო საქმეები მოახვიოს ბანკს თავზედ და ჩვენი ქვეყანაც მეტად მცირეა, რომ ამ გვარი ვისიმე ძალადობა გამოუქვეყნებელი და დაუძრახავი დარჩეს. მაგრამ ძლიერ ძნელია დავაჯეროთ ჩვენი ხალხი და საზოგადოდ მომავალი ჩვენი კრედიტორები, შინაურ იქნებიან ისინი თუ გარეშე, რომ მთავრობა არ მოინდომებს მიმდინარე ხარჯები დაფაროს ბანკიდან აღებული ფულით. მაშინ, როცა ბიუჯეტი ისეთი დიდია, რომ მისი დაფარვა ჩვეულებრივ შემოსავლით არ შეიძლება, როცა დიდი სესხის შესახებ ფიქრიც ჯერ ჯერობით ვერ დაგვიწყია, ხალხს უნებლიეთ დაებადება ეჭვი, რომ ჩვენი ხაზინა მიმართავს ბანკს და მას შეუფერებლად დაესესხება“ (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26).

ი. ლორთქიფანიძის აზრით „სახელმწიფო ბანკის (იგულისხმება საემისიო ბანკი - რედ.) ორგანიზაცია დამაკმაყოფილებელი იქნება, თუ მართვა გამგეობა უმთავრესად მთავრობის ხელში იქნება, ხოლო კერძო დაწესებულებათა და პირთ

ეწინააღმდეგებოდა იმავე მართვა გამგეობის უმცირესი ნაწილი. ეს მოხდებოდა მხოლოდ და მხოლოდ მაშინ, როცა ბანკი სააქციონერო საზოგადოების პრინციპზე იქნება აგებული, მაგრამ უმეტესობა აქციებისა, არა ნაკლებ 2/3 ექნება მთავრობას და 1/3 კერძო აქციონერებს, მხოლოდ პირადად დაინტერესებულ დაწესებულებათა და პირთა მონაწილეობას, თუ გინდ უმცირესობის სახით შეუძლია ის ნდობა დაუმსახუროს ბანკს, რომელშიდაც ის საჭიროებს.“ ამრიგად ი. ლორთქიფანიძე, მთავრობის წევრებისგან განსხვავებით, საემისიო ბანკის შერეულ მოდელს უჭერდა მხარს. მიუხედავად ამისა, იგი წარმოდგენილი მოდელის მიღების წინააღმდეგი არ იყო, თუმცა კომპრომისის სახით მოითხოვდა წესდებაში დამატებითი მუხლების შეტანას, სადაც აღნიშნული იქნებოდა, რომ მთავრობას ეძლევა უფლება ეს წესდება შეცვალოს სააქციონერო საზოგადოებათა პრინციპზე (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26).

სახელმწიფო ბანკის მმართველობითი სტრუქტურა და ოპერაციები

როგორც უკვე აღინიშნა, საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის მთავრობამ რუსეთის სახელმწიფო ბანკის მოდელში მნიშვნელოვანი ცვლილება შეიტანა, რომელსაც, ბანკის წესდების ავტორთა აზრით, ამ ინსტიტუტის დამოუკიდებლობა უნდა უზრუნველყო - ბანკი პარლამენტის დაქვემდებარებაში ექცეოდა. სწორედ პარლამენტს ენიჭებოდა უფლებამოსილება აერჩია (დაენიშნა) ბანკის გამგე, ანუ მმართველი. ანალოგიური წესით ინიშნებოდა საემისიო ბანკის ხელმძღვანელი შვედეთში, სადაც იმჟამად, როგორც ფინანსთა სამინისტროს განმარტებით ბარათში იყო მითითებული, ასევე წმინდა სახელმწიფო ბანკის მოდელი მოქმედებდა. ამასთან, წესდებით გათვალისწინებული იყო კოლეგიალური მმართველობის პრინციპი. „ჩვენ კოლეგიალური მმართველობა ვამჯობინეთ, ამბობდა კ.კანდელაკი, ასეთი წესი არსებობს ევროპის თითქმის ყველა სახელმწიფო ბანკებში და პრაქტიკამ სავსებით გაამართლა“ (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26). სახელმწიფო (ცენტრალური) ბანკის „აღმასრულებელი ფუნ-

ქცია“ დაკისრებული ჰქონდა ბანკის გამგეობას, რომელსაც ზედამხედველობას უწევდა ბანკის საბჭო.

ბანკის გამგეობაში შედიოდნენ: გამგე (მმართველი), მმართველის ამხანაგი (მოადგილე) და ორი წევრი. ბანკის მმართველის მოადგილესა და გამგეობის წევრებს, მმართველის წარდგინებით და საბჭოს თანხმობით, პარლამენტი ამტკიცებდა. გამგეობას ევალებოდა: „ბანკის საქმიანობის ხელმძღვანელობა, ოპერაციების კონტროლი, რევიზიის დანიშვნა, წლიური ხარჯთაღრიცხვის შედგენა და პარლამენტისათვის წარდგენა.“ ბანკის გამგეობა იკრიბებოდა საჭიროებისამებრ, მინიმუმ კვირაში ერთხელ. გადაწყვეტილებები მიიღებოდა ხმათა უმრავლესობით. თანაბარი ხმების შემთხვევაში, გადამწყვეტი უფლება ჰქონდა მმართველის ხმას (სცსსა, ფონდი 1836, საქმე 309).

სახელმწიფო ბანკის საბჭო, წესდების მიხედვით, ზედამხედველ ორგანოს წარმოადგენდა. იგი თორმეტი წევრისაგან კომპლექტდებოდა, რომელთაც სამი წლის ვადით პარლამენტი არჩევდა (ნიშნავდა) „რესპუბლიკაში ცნობილ სავაჭრო-სამრეწველო და საზოგადოებრივ-საეკონომიო ასპარეზზე ან მეცნიერებაში მოღვაწეობით ცნობილ პირთაგან.“ საბჭოს შემადგენლობაში შედიოდნენ თავმჯდომარე, თავმჯდომარის ამხანაგი (მოადგილე) და შვიდი წევრი. მათ გარდა საბჭოს წევრებად ითვლებოდნენ ბანკის მმართველი და ფინანსთა და ვაჭრობა-მრეწველობის სამინისტროების თითო-თითო წარმომადგენელი. საბჭოს წევრი შეიძლება იმავდროულად დამფუძნებელი კრების (პარლამენტის) წევრიც ყოფილიყო. საბჭოს კრება ინიშნებოდა თვეში ერთხელ, თანაბარი ხმების შემთხვევაში კი თავმჯდომარის ხმა იყო გადამწყვეტი (სცსსა, ფონდი 1836, საქმე 309).

საბჭოს ევალებოდა: „ბანკის საერთო საქმიანობაზე, ბანკის სალაროზე, ფასეულობაზე, ანგარიშების წარმოებაზე კონტროლი, პარლამენტისათვის წარსადგენი წინადადების შემუშავება, ხარჯთაღრიცხვის განხილვა პარლამენ-

ნტში წარდგენამდე, სესხებზე და ანაბრებზე განაკვეთების დაწესება და ცვლილება, უიმედო ვალების ჩამოწერა, გამგეობის წარდგინებით ბანკის განყოფილების მმართველის, მთავარი მოლარის, მთავარი ბუხჰალტრის და ბანკის ინსპექტორის დანიშვნა და თანამდებობიდან დათხოვნა.“ სხვა დანარჩენ თანამშრომლებს თანამდებობაზე ნიშნავდა და ათავისუფლებდა ბანკის გამგეობა. ბანკის ყველა მოხელე, გამგეობის და საბჭოს წევრები შესაბამისი ხელწერილით იღებდნენ ვალდებულებას საიდუმლოების დაცვის შესახებ (სცსსა, ფონდი 1836, საქმე 309).

როგორც წარმოდგენილი სტრუქტურიდან ჩანს, სახელმწიფო ბანკის საბჭოს საკმაოდ ფართო უფლებამოსილება ჰქონდა, რომელიც სცილდებოდა საზედამხებველო ფუნქციას; კერძოდ, მისი პრეროგატივა იყო საპროცენტო განაკვეთების დაწესება და ცვლილება. შეიძლება ითქვას, რომ ბანკის პოლიტიკას სწორედ საბჭო განსაზღვრავდა გამგეობასთან მჭიდრო ურთიერთქმედებით. იმის გათვალისწინებით, რომ საბჭოში Ex officio მთავრობის ორი წარმომადგენელი შედიოდა და, გარდა ამისა, საბჭოს წევრი შეიძლებოდა იმავდროულად პარლამენტის წევრიც ყოფილიყო, საემისიო ბანკი მმართველი პოლიტიკური ძალის ძლიერი გავლენის ქვეშ შეიძლებოდა მოქცეულიყო.

სახელმწიფო ბანკის სისტემა მოიცავდა ძირითად კანტორას, განყოფილებებს და სააგენტოებს. ბანკს უფლება ჰქონდა გაეხსნა განყოფილებები რესპუბლიკის დიდ სავაჭრო-სამრეწველო ქალაქებში. ბანკის სააგენტოები კი მხოლოდ მარტივ საბანკო ოპერაციებს ასრულებდნენ.

სახელმწიფო ბანკის საოპერაციო წელი მოიცავდა 1 იანვრიდან 31 დეკემბრამდე პერიოდს, გამგეობის მიერ შემუშავებული და ბანკის საბჭოს მიერ განხილული წლიური ანგარიში ეგზავნებოდა სახელმწიფო კონტროლიორს. ხარჯთაღრიცხვის შედგენის და შემდგომ პერიოდშიც ბანკს სახელმწიფო კონტროლის რევიზია ამოწმებდა. რევიზიის შედეგები სა-

თანადო რეაგირებისთვის ეგზავნებოდა ბანკის გამგეობას, ხოლო შემდეგ ბანკის საბჭოს სხდომაზე განიხილებოდა. სახელმწიფო კონტროლიორს დასკვნა სახელმწიფო ბანკის წლიურ ხარჯთაღრიცხვაზე პარლამენტისათვის უნდა წარედგინა არაუგვიანეს პირველი ივლისისა. საბოლოოდ ბანკის მმართველი უნდა წარმდგარიყო ბანკის წლიური ანგარიშით პარლამენტის წინაშე 1 სექტემბრამდე. გარდა ამისა, ბანკი ვალდებული იყო ძირითადი ანგარიშების ამსახველი ბალანსი პერიოდულად საჯაროდ გამოექვეყნებინა.

თავისი საოპერაციო სტრუქტურით საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის სახელმწიფო ბანკი დღევანდელი გაგებით ტიპურ ცენტრალურ ბანკს არ წარმოადგენდა. ფულის ემისიის, სახელმწიფოს ფისკალური აგენტის და ბანკთა ბანკის ფუნქციებთან ერთად, იგი მომსახურებას უწევდა იურიდიულ და ფიზიკურ პირებსაც. ამასთან დაკავშირებით ი. ლორთქიფანიძე წერდა: „ჩვენ პატარა სახელმწიფოში ეს ბანკი უნდა იქნეს არა თუ უმთავრესი არამედ ერთადერთი რეგულატორი ფულის ტრიალისა, ის უნდა იყოს ის აუზი, სადაც ყველა თავისუფალი ფული უნდა შედიოდეს და საიდანაც იგი ნაწილდებოდეს ვაჭრობა მრეწველობის და ეკონომიური მხრის გასაძლიერებლად, ამიტომ მობარებული ფულების რაოდენობას უდიდესი მნიშვნელობა ექნება (სცსსა, ფონდი 1833, საქმე 26). ფულის მობარება კი მხოლოდ ნდობაზე იქნება დამყარებული.“ ამ აზრს, მთავრობაც იზიარებდა, რომელიც თვლიდა, რომ სახელმწიფო ბანკის მიზანია „ვაჭრობა მრეწველობისათვის და ზოგადად ეკონომიკისათვის კრედიტის სახით ხელის შეწყობა და ფულის ტრიალის მოწესრიგება სახელმწიფოში“ (საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის სამართლებრივი აქტების კრებული 1918-1921, 1990).

წესდების მიხედვით სახელმწიფო ბანკი შემდეგი სახის ოპერაციებს ასრულებდა:

- თამასუქების და სხვა ვადიანი ვალდებულებების განაღდება - ბანკი იღებდა

- ადგილობრივ და უცხოურ თამასუქებს, სახელმწიფო და კერძო კომპანიათა ვალდებულებებს, კუპონებს და ჩეკებს;
- სესხების გაცემა - ბანკი ეწეოდა საკრედიტო ოპერაციებს არამალფუჭებადი საქონლის დაგირავებით, სანაოსნო და სატრანსპორტო დაწესებულებათა კონოსამენტებითა და კვიტანციების, „რკინიგზის ტვირთის ბარათებისა“ და ლითონის დაგირავებით; ასევე მთავრობისა და ადგილობრივ თვითმმართველობათა მიერ უზრუნველყოფილი ყველა ტიპის ფასიანი ქაღალდების, საიპოთეკო და საკრედიტო დაწესებულებათა ობლიგაციების დაგირავებით. ბანკის საბჭოს გადაწყვეტილებით ასევე შესაძლებელი იყო სესხის გაცემა უცხოური სახელმწიფო ობლიგაციების დაგირავებით;
- ანაბრების მიღება - ბანკი იღებდა ვადიან და უვადო ანაბრებს. ანაბარი მიიღებოდა ფიზიკური პირებისგან, სავაჭრო-სამრეწველო ამხანაგობა-საზოგადოებებისგან, საზოგადოებრივი დაწესებულებებისგან, ბანკებისგან და სხვა საკრედიტო დაწესებულებათაგან. ასევე ანაბრად მიიღებოდა ფასიანი ქაღალდები, ძვირფასი ლითონები და ყოველგვარი ძვირფასეულობა და ძველი დოკუმენტაცია;
- თამასუქებითა და ძვირფასი ლითონით ვაჭრობა - ბანკს, საბჭოს დადგენილებით, შეეძლო ეწარმოებინა თამასუქების ყიდვა-გაყიდვა და ჩეკების ყიდვა-გაყიდვა. საბჭოს დადგენილებითა და ფინანსთა და ვაჭრობა-მრეწველობის სამინისტროებთან შეთანხმებით, ბანკს ნება ეძლეოდა საქართველოში და საზღვარგარეთ ეწარმოებინა ოქროსა და ვერცხლის ყიდვა-გაყიდვა;
- თანხის გადაგზავნა და საკომისიო ოპერაციები - ბანკი აწარმოებდა საკორესპონდენტო გადარიცხვებს, გასცემდა აკრედიტივებს, ასევე კერძო პირთა, საბანკო-საკრედიტო დაწესებულებათა და სავაჭრო-სამრეწველო ორგანიზაციათა საკომისიო მომსახურებას;

- სახაზინო და სახელმწიფო ოპერაციები - სახელმწიფო ხაზინის ნაღდი ფული უსარგებლოდ ირიცხებოდა სახელმწიფო ბანკში; მას შეეძლო გადაეხადა პროცენტი სახელმწიფო სესხის კუპონებით, გაეცა ახალი საკუპონო ფურცლები და გამოეცვალა ობლიგაციები; ეწარმოებინა ტირაჟი⁵, გადაეხადა ტირაჟში ამოსული ბილეთების საფასური, მოგებული ფული განეთავსებინა მომგებიან სესხის ბილეთებში, აგრეთვე ეწარმოებინა ასეთივე ოპერაციები მთავრობის მიერ უზრუნველყოფილი სესხით; გაეყიდა ახლად გამოცემული სახელმწიფო და მთავრობის მიერ უზრუნველყოფილი ქაღალდები, აგრეთვე გაეცვალა კონვერსია ქმნილი სესხის ობლიგაციები ახალზე და ხაზინის ანგარიშით გადაეხადა გამოსასყიდი ობლიგაციების საფასური; ხაზინების სათანადო ანგარიშით მიეღო სახელმწიფო გადასახადი.
(საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის სამართლებრივი აქტების კრებული 1918-1921, 1990).

წესდებისა და კანონის მიღება და ბანკის გახსნა

სახელმწიფო ბანკის წესდების საპარლამენტო განხილვა 1919 წლის 2 ივნისს დაიწყო. საბიუჯეტო-საფინანსო კომისიაში დისკუსიის შემდეგ პროექტი შენიშვნებით მთავრობას დაუბრუნდა. 23 სექტემბერს ფინანსთა მინისტრმა წესდების შესწორებული პროექტი პარლამენტს წარუდგინა. 6 ოქტომბერს ფრაქციებმა საკუთარი მოსაზრებები გამოთქვეს, რის შემდეგაც, 7 ოქტომბრიდან პლენარულ სხდომაზე მუხლობრივი განხილვა დაიწყო, რომელიც ოქტომბრის ბოლოს დასრულდა. 11 ნოემბრიდან კი პარლამენტის საბიუჯეტო-საფინანსო და იურიდიული კომისიები „სახელმწიფო ბანკის დაარსების შესახებ დეკრეტზე“ მუშაობას შეუდგნენ, რომელიც მოგვიანებით კანონით შეიცვალა. აღნიშნული კანონი პარლამენტმა 1919 წლის 31 დეკემბრის პლენარულ სხდომაზე დაამტკიცა.

5. იგულისხმება სახელმწიფო ლატარიის ტირაჟი.

საქართველოს დამფუძნებელმა კრებამ 1920 წლის 16 მარტის სხდომაზე იასონ ლორთქიფანიძე სახელმწიფო ბანკის გამგედ (მმართველად) აირჩია, ხოლო საბჭოს თავმჯდომარედ - დამფუძნებელი კრების საბიუჯეტო-საფინანსო კომისიის თავმჯდომარე ნიკოლოზ ელიავა, საბჭოს თავმჯდომარის მოადგილედ - დამფუძნებელი კრების თავმჯდომარის მოადგილე სვიმონ მდივანი. საბჭოს წევრებად არჩეულ იქნენ: ვასილ ბერელაშვილი, გიორგი ჟურული, დიომიდე თოფურიძე, ადამ ფორაქაშვილი, კონსტანტინე მესხი, პარმენ ჭიჭინაძე, ივანე ცაგარელი (რესპუბლიკა, 1920). საბჭოს წევრების და ბანკის მმართველის არჩევის მიუხედავად, გამგეობის წევრთა არჩევა და სახელმწიფო ბანკისათვის შენობის გადაცემის საკითხის მოგვარება შეფერხდა. სახელმწიფო ბანკი მხოლოდ 1920 წლის 24 ივლისს გაიხსნა. გახსნის ცერემონიაზე მთავრობის სახელით დამსწრე საზოგადოებას შინაგან საქმეთა მინისტრმა ნოე რამიშვილმა მიმართა, ასევე სიტყვით გამოვიდნენ ბანკის საბჭოს თავმჯდომარე ნიკოლოზ ელიავა და ბანკის მმართველი იასონ ლორთქიფანიძე (სპანდერაშვილი, 2019).

შეიძლება ითქვას, რომ სახელმწიფო (საემისიო) ბანკის შექმნა დამოუკიდებელ საქართველოში გაჭიანურდა: ბანკის წესდების პარლამენტში დასამტკიცებლად შეტანიდან მის გახსნამდე ერთ წელზე მეტი დრო გავიდა. ამ პერიოდში ქვეყანაში არ არსებობდა სრულფასოვანი ფულადი ერთეული. საგადასახდელო საშუალების ფუნქციას თავდაპირველად რუსული იმპერიული რუბლის ფულის ნიშნები ასრულებდნენ. 1918 წლის დასაწყისში მიმოქცევაში გავიდა ამიერკავკასიის კომისარიატის ბონები, რომელთაც, ნაღდი ფულის მწვავე დეფიციტის გამო, დამოუკიდებელი საქართველოს მთავრობამ დროებით კანონიერი საგადასახდელო საშუალების სტატუსი მიანიჭა და გააგრძელა მისი ემისია (1919 წლის ივლისამდე). 1919 წლის ივლისში მიმოქცევაში გაუშვეს საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის ბონები. დამოუკიდებლობის მოპოვების შემდეგ, ცენტრალუ-

რი ბანკის არარსებობის პირობებში, საემისიო ფუნქციას ფინანსთა სამინისტრო ასრულებდა. (ჯავახიშვილი, 1998)

დასკვნა

საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის (1918-1921) სახელმწიფო ბანკის შექმნის პროცესი (1918-1920 წლები) უაღრესად რთულ ვითარებაში მიმდინარეობდა - პირველ მსოფლიო ომში რუსეთის იმპერიის მიერ განცდილი მარცხის, ორი რევოლუციის, იმპერიის დაშლის და ეკონომიკური კოლაფსის ფონზე საქართველოში, ისე როგორც მთელს რეგიონში, ეკონომიკურმა და ფინანსურმა ქაოსმა დაისადგურა. დამოუკიდებელი საქართველოს მთავრობამ და ეროვნულმა საბჭომ საფუძვლიანად შეისწავლეს საემისიო ბანკების ორგანიზაციის საერთაშორისო გამოცდილება და არსებული ეკონომიკური და პოლიტიკური რეალიების მხედველობაში მიღებით შეარჩია ე.წ. წმინდა სახელმწიფო ბანკის მოდელი, რომელიც ითვალისწინებდა სახელმწიფო ბანკის არა მთავრობისთვის, არამედ პარლამენტისთვის დაქვედებარებას.

სახელმწიფო ბანკის მმართველობით სტრუქტურას საფუძვლად დაედო კოლეგიალურობის პრინციპი, რომლის მიხედვითაც მკაფიოდ გაიმიჯნა ბანკის მმართველის, გამგეობის და საბჭოს ფუნქციები; თუმცა ამ უკანასკნელის უფლებამოსილება რამდენადმე გასცდა სამეთვალყურეო ორგანოს ტრადიციულ ჩარჩოს, ხოლო მისი დაკომპლექტების წესი სახელმწიფო ბანკის საქმიანობაზე პოლიტიკური გავლენის რისკს შეიცავდა. აღსანიშნავია ისიც, რომ, წესდების მიხედვით, საემისიო, ბანკთა ბანკის და მთავრობის ფისკალური აგენტის ფუნქციებთან ერთად, ბანკი ფიზიკური და იურიდიული პირების საანგარიშსწორებო-საკრედიტო მომსახურებასაც ეწეოდა, რაც ცენტრალური ბანკის ოპერაციულ სტრუქტურას არ შეესაბამება, თუმცა იმდროინდელი ვითარების გათვალისწინებით, შესაძლოა, დროებით მაინც, მიზანშეწონილი იყო.

გამოყენებული ლიტერატურა

ათანელიშვილი, თ. (2006) *ეკონომიკური რეფორმები საქართველოს დემოკრატიულ რესპუბლიკაში*. თბილისი: უნივერსალი.

ანჩაბაძე, ჯ. (2009) *საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის მთავრობის ეკონომიკური პოლიტიკის ისტორიიდან* (1918–1921). თბილისი: უნივერსალი.

ერაძე, ი. (2024) „საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის სახელმწიფო ბანკის მოდელი და პოლიტიკური ეკონომია“, წიგნში ლ. ნახუცრიშვილი (რედ.) *საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის ფორმისა და შინაარსის ძიებაში*. თბილისი: ზიარი.

გაზეთი რესპუბლიკა (1920) 189, 26 მარტი.

საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის სამართლებრივი აქტების კრებული (1918–1921) (1990) თბილისი: ივერთა მხარე.

საქართველოს ცენტრალური სახელმწიფო ისტორიული არქივი (ფონდი 1836, აღწერა 1, საქმე 309).

საქართველოს ცენტრალური სახელმწიფო ისტორიული არქივი (ფონდი 1833, აღწერა 1, საქმე 26).

სპანდერაშვილი, რ. (2019) *საქართველოს სახელმწიფო ბანკი (1919–1921)*. თბილისი: ფაუნტეინ ჯორჯია.

ჯავახიშვილი, ნ. (1998) *საქართველოს დემოკრატიული რესპუბლიკის ბონები (1919–1921)*. თბილისი: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

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/შედეგები 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: Black, K. (ed.) *Modern learning theories*. 2nd edn. 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 ;
- ხელმისაწვდომია, ბმული (ლინკი);
- თარიღი, როდესაც პირველად ეწვიეთ ამ გვერდს - დღე/თვე/წელი.

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

National Statistics Office of Georgia (2023) *Demographic data of the population*. 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