

# ეკონომიკა და საბუნკო საქმე

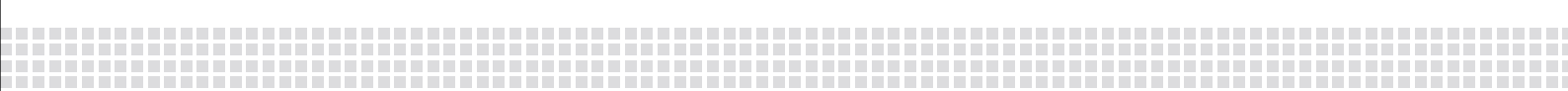
2019. დეკემბერი 6, N1



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia

වෘත්තමයවිද්‍යා සහ  
සාමාජිකයන්  
සභාව

2019. ජූනි 6, N1



**სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი**  
**„ეკონომიკა და საბანკო საქმე“**

**მთავარი რედაქტორი:**

გიორგი ბაქრაძე

**სარედაქციო კოლეგია:**

კობა გვენეტაძე

არჩილ მესტვირიშვილი

პაპუნა ლეჟავა

შალვა მხატრიშვილი

არჩილ იმნაიშვილი

ზვიად ზედგენიძე

ლაშა ჯულელი

**საკონტაქტო ინფორმაცია:**

საქართველოს ეროვნული ბანკი,

თბილისი, 0114, სანაპიროს ქ. 2

ტელ: (032) 2-406-500

ელ-ფოსტა: bankjournal@nbg.ge

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

ISSN 2233-3509

UDC(უაკ)33+336.71](051.2)

ე-491



# შინაარსი

ანა ბაზიარი, თათია ქსოვრელი, ელენე თევზაძე კორპორაციული მართვა და მისი მნიშვნელობა.....	5
შალვა მხატრიშვილი როგორ განვსხორციელოთ დე-დოლარიზაცია: ლიბერატურის მიმოხილვა.....	17
აპაკი მოსახლიშვილი, ლევან მიქელაძე კავშირგაბმულობის დარგის გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე - შეფასება ლეონტიევის „ნედლეული-გამოშვების“ (IO) მოდელის მიხედვით.....	37
ანა ბილიაშვილი, ვახტანგ ბერიშვილი გაცვლითი კურსის რისკის შეფასება VAR მოდელით საქართველოს საბანკო სექტორის მაგალითზე.....	45
თამთა სოფროშაძე დე-დოლარიზაციის სავრთაშორისო გამოცდილება.....	66



# კორპორაციული მართვა და მისი მნიშვნელობა

## 1. შესავალი

კორპორაციული მართვა საწარმოს მართვისა და კონტროლის ერთიან სისტემას წარმოადგენს, რომელიც განსაზღვრავს უფლებებისა და პასუხისმგებლობების გადანაწილებას მართვის ორგანოებს, აქციონერებს, პარტნიორებსა და საწარმოთი დაინტერესებულ სხვა მხარეებს შორის.

გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად არა ერთი მსხვილი საწარმო გაკოტრდა, შესაბამისად, დღის წესრიგში დადგა კომპანიების მენეჯმენტისა და კონტროლის სისტემების ეფექტიანობის გადახედვის საკითხი, რამაც, თავის მხრივ, გაზარდა ინტერესი კორპორაციული მართვის მნიშვნელობის მიმართ.

ეფექტიანი კორპორაციული მართვა განაპირობებს კაპიტალის ბაზრის მდგრად და სტაბილურ განვითარებას, რაც ხელს უწყობს ღია ბაზრის პოლიტიკას, უზრუნველყოფს გამჭვირვალობას, ამცირებს ხარჯებს და აუმჯობესებს ქვეყნის ეკონომიკურ მდგომარეობას.

აღსანიშნავია, რომ ინვესტირებასთან დაკავშირებული მრავალმხრივი რისკები არსებობს როგორც ქვეყნის, ისე კომპანიების დონეზე. კომპანიების გამჭვირვალობის ხარისხი და კორპორატიული მართვის ჩარჩო მის შეფასებაში მნიშვნელოვან როლს თამაშობს.

კორპორაციული მართვის პრინციპები მნიშვნელოვანია კომპანიების იმიჯის, საკრედიტო რეიტინგის,

ფინანსური მდგრადობისა და საქმიანობის განვითარებისთვის. ბაზარზე წინსვლისთვის გასათვალისწინებელია ინვესტორთა ნდობის სპექტრი, რომლის გაზრდაც შესაძლებელია ისეთი ძირეული ფაქტორების გაუმჯობესებით როგორებიცაა: გამჭვირვალობა, ღიაობა, კორპორაციული დონე და ხარისხი. ყოველივე ზემოთხსენებული იცავს აქციონერთა და ინვესტორთა უფლებებს. შესაბამისად კომპანიაც მეტად საინტერესო და მიმზიდველია მათთვის.

კარგი კორპორაციული მართვის მქონე საწარმოები აუმჯობესებენ ქვეყნის შესაძლებლობებს, განახორციელონ ინვესტიციების მობილიზება და ხელი შეუწყონ როგორც ახალი სამუშაო ადგილების შექმნას, ასევე ეკონომიკურ ზრდას. შესაბამისად, საქართველოში სტაბილური ეკონომიკური გარემოს შექმნის, შენარჩუნებისა და კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის მნიშვნელოვანია კორპორაციული მართვის პრინციპების არსებობა.

სტატიის მიზანია, ხაზი გაუსვას კორპორაციული მართვის მნიშვნელობას და განიხილოს ადგილობრივ ბაზარზე მისი შესაძლო ეფექტიანი ადაპტაცია საერთაშორისო გამოცდილებისა და განვითარებად ბაზრებზე არსებული ძირითადი პრინციპების გათვალისწინებით. ასევე, წარმოაჩინოს სახელმწიფოსა და თვითრეგულირებადი ორგანიზაციების ფუნდამენტური როლი სტრატეგიის შემუშავებისთვის, რომელიც უზრუნველყოფს ჯანსაღი კორპორაციული მართვის სისტემას.



## 2. კორპორაციული მართვის თეორიული საფუძვლები

### 2.1. განმარტება

კორპორაციული მართვის არაერთ განმარტებას ვხვდებით მსოფლიო პრაქტიკაში და სხვადასხვა ნაშრომებში.

კორპორაციული მართვის სისტემა უზრუნველყოფს მენეჯმენტის მხრიდან კომპანიის მართვას ერთი ან რამდენიმე დაინტერესებული პირის სასარგებლოდ, რომელიც მოიცავს აქციონერებს, კრედიტორებს, მომწოდებლებს, კლიენტებს, თანამშრომლებსა და სხვა მხარეებს, რომელთანაც კომპანია ახორციელებს საკუთარ საქმიანობას<sup>1</sup>.

სხვა თვალსაზრისით, კორპორაციული მართვა წარმოადგენს სამართლებრივ, კულტურულ და ინსტიტუციონალურ შეთანხმებებს, რომლებიც განსაზღვრავენ, კომპანიების უფლებებს, მათ საზედამხებელო ჩარჩოსა და მათ მიერ განხორციელებულ ქმედებებსა და გადაწყვეტილებებს რისკებისა და შედეგების გადანაწილების მხრივ<sup>2</sup>.

ადრინ ქადბერი, რომლის სახელი კორპორაციული მართვის განვითარებასთან ასოცირდება, მას შემდეგნაირად განმარტავს: ეს არის სისტემა, რომლის საშუალებითაც იმართებიან და კონტროლდებიან კომპანიები<sup>3</sup>. ქადბერის აზრით, კორპორაციული მართვა უზრუნველყოფს ეკონომიკურ, სოციალურ, ინდივიდუალურ და კომუნალურ მიზნებს შორის ბალანსს და მაქსიმალურად იცავს ფიზიკური პირების, კორპორაციებისა და საზოგადოების ინტერესებსა და უფლებებს<sup>4</sup>.

### 2.2. კორპორაციული მართვის კოდექსის ზოგადი მიმოხილვა

ევროკავშირის ფარგლებში ადგილობრივი მთავრობის ინიციატივით შეიქმნა პირველი ნაციონალური კორპორაციული კოდექსი კერძო პირებისა და

საჯარო ორგანოების თანამშრომლობის შედეგად. დროთა განმავლობაში სახელმწიფო ინიციატივა შემცირდა და კორპორაციული მართვის კოდექსის შექმნის მთავარი მამოძრავებელი გახდა კერძო სექტორი, განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი როლი ჰქონდათ საფონდო ბირჟებს. კოდექსის შემქმნელის მნიშვნელობა ძირეულია, რადგან სწორედ მას აკისრია შემდგომი მონიტორინგისა და აღსრულების ფუნქცია<sup>5</sup>.

გამართული კორპორაციული მართვის კოდექსი მოიცავს ისეთ საკითხებს როგორებიცაა: სამართლიანობა, ანგარიშვალდებულება, პასუხისმგებლობა და გამჭვირვალობა. აღნიშნული პრინციპების გათვალისწინებითა და არსებულ სამართლებრივ, მარეგულირებელ მოთხოვნებსა და საუკეთესო პრაქტიკაზე დაყრდნობით, ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაციამ (OECD) თავი მოუყარა კორპორაციული მართვის ძირითად პრინციპებს.

ეთგო-ს კორპორაციული მართვის პრინციპებს, რომლებზეც აგებულია თანამედროვე მსოფლიოში გავრცელებული კორპორაციული მართვის კოდექსების უმეტესობა, მიეკუთვნება:

- ✓ ეფექტური კორპორაციული მართვის საფუძვლები, რომელთა თანახმადაც, კორპორაციული მართვის ჩარჩო უნდა იყოს კანონის შესაბამისი და უზრუნველყოს გამჭვირვალობა, სამართლიანობა, რესურსების ეფექტური განაწილება, ეფექტური ზედამხედველობა და აღსრულება;
- ✓ აქციონერთა უფლებები და სამართლიანი მოპყრობა, რომელთა თანახმადაც, კორპორაციული მართვის ჩარჩომ უნდა უზრუნველყოს აქციონერთა, მათ შორის უმცირესობაში მყოფი და უცხოელი აქციონერების, უფლებების დაცვა და მათ მიმართ სამართლიანი მოპყრობა;

1. Goergen.M and Renneboog.L, 2006, Corporate governance and shareholder value.  
 2. Blair, M, 1995, Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century, Washington, D.C. The Brookings Institution.  
 3. Sir Adrian Cadbury, 1992, The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.  
 4. Sir Adrian Cadbury, 1992, Commission report: C.G, UK.  
 5. RiskMetrics Group, BUSINESSEUROPE, ecoDa, Landwell and Associates, 2009, Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States.

- ✓ დაინტერესებული მხარეების როლი, რომლის თანახმადაც, კორპორაციული მართვის ჩარჩომ უნდა დაიცვას დაინტერესებულ მხარეთა კანონით ან კონკრეტული ხელშეკრულებების საფუძველზე მინიჭებული უფლებები, და ხელი შეუწყოს კორპორაციებსა და დაინტერესებულ მხარეებს შორის აქტიურ თანამშრომლობას სამუშაო ადგილების, თანამშრომელთა კეთილდღეობის ამაღლებასა და საწარმოების ფინანსური სტაბილურობის შექმნაში;
- ✓ ინფორმაციის გამჟღავნება და გამჭვირვალობა, რომლის თანახმადაც, კორპორაციული მართვის ჩარჩომ უნდა უზრუნველყოს საწარმოში ინფორმაციის დროული და ზუსტი გამჟღავნება ყველა მნიშვნელოვან საკითხთან დაკავშირებით, როგორცაა ფინანსური მდგომარეობა, საქმიანობა,

- საკუთრება და საწარმოს მართვის პრინციპები;
- ✓ სამეთვალყურეო საბჭოს პასუხისმგებლობა, რომლის თანახმადაც, კორპორაციული მართვის ჩარჩომ უნდა უზრუნველყოს საწარმოს სტრატეგიული მართვა, სამეთვალყურეო საბჭოს მხრიდან ეფექტური მონიტორინგის განხორციელება და სამეთვალყურეო საბჭოს ანგარიშვალდებულება კომპანიისა და აქციონერების მიმართ<sup>6</sup>;

აღსანიშნავია, რომ ზოგიერთი ქვეყნის კორპორაციული მართვის კოდექსი ეფუძნება არა მხოლოდ ეთგო-ს პრინციპებს, არამედ ევროკავშირის რეკომენდაციებსაც. შესაბამისად, ქვეყნების მიდგომა არსებულ კოდექსში ცვლილების შეტანასთან დაკავშირებით განსხვავდება.

### 3. გამართული კორპორაციული მართვის დადებითი მხარეები

კორპორაციული მართვა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია საჯარო კომპანიებისთვის; სწორი კორპორაციული მართვის სისტემამ შესაძლებელია მოახდინოს კომპანიის სამომავლო არასწორი ქმედებების პრევენცია, რაც დადებითად აისახება არა მხოლოდ მის არსებულ თუ პოტენციურ აქციონერებზე, არამედ ფირმის მდგრადობაზეც.

გრაფიკ 1-ზე შეჯამებულია კორპორაციული მართვის მნიშვნელობა ფირმისა და მთლიანად კაპიტალის ბაზრის განვითარების კუთხით. კომპანიების კორპორაციული მართვის ხარისხი უმეტესად დამოკიდებულია ქვეყანაში შექმნილ მარეგულირებელ ჩარჩოზე, ასევე, პოლიტიკურ

და ეკონომიკურ ფაქტორებზე. ამავდროულად, გამართული კორპორაციული მართვის ჩარჩო არა მხოლოდ ამცირებს ფირმის საოპერაციო დანახარჯებს რესურსების ოპტიმიზაციის მხრივ, არამედ ზრდის ინვესტორთა ნდობასა და მოლოდინებს კომპანიის ფულადი ნაკადებისა და წინსვლის პერსპექტივის თვალსაზრისით. შესაბამისად, სახსრების მოზიდვასთან დაკავშირებული ხარჯები მცირდება. შემცირებული კაპიტალის ხარჯები და გაუმჯობესებული ფინანსური შედეგები ზრდის კომპანიების მიერ კაპიტალის მოზიდვის შესაძლებლობას ქვეყანაში, რაც ხელს უწყობს მთლიანად კაპიტალის ბაზრის განვითარებას.

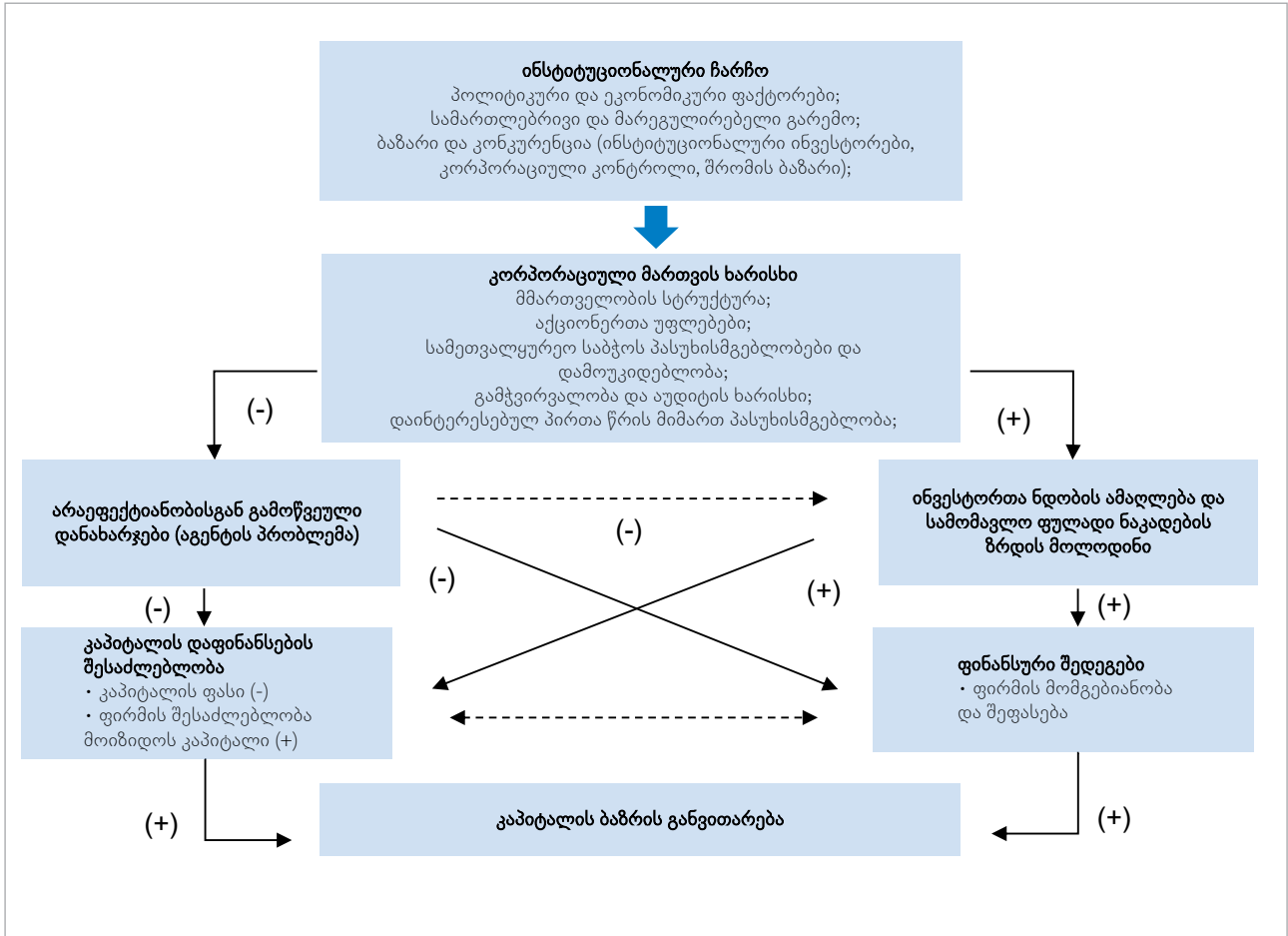
6. G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2015, OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors.





გრაფიკი 1:

კორპორაციული მართვა, დაფინანსების ხელმისაწვდომობა და ფინანსური შედეგები: კონცეპტუალური ჩარჩო.



წყარო: Haque, Faizul and Arun, Thankom Gopinath and Kirkpatrick, Colin, Corporate Governance and Capital Markets: A Conceptual Framework (2008).

### 3.1 სახსრების მოზიდვის შესაძლებლობა და კომპანიის გაზრდილი ღირებულება

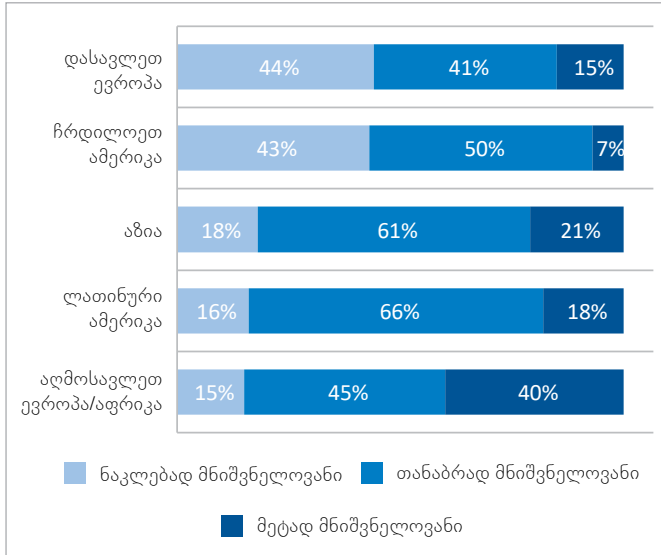
გამართული კორპორაციული მართვის არსებობა გულისხმობს კომპანიის მეტ გამჭვირვალებას, რაც, თავის მხრივ, დადებითად აისახება ფირმის რეპუტაციასა და სანდოობის ხარისხზე. ასევე, ეფექტური კორპორაციული მართვის პრაქტიკა მნიშვნელოვანია ფირმის აქციების ღირებულების ზრდის და მომგებიანობის მხრივ.

კომპანიის სესხით დაფინანსება და პოტენციური ინვესტორებისთვის მისი წილობრივი თუ სავალდებულო ფასიანი ქაღალდების შექმნა უფრო მიმზიდველი და მარტივია, როდესაც კომპანიის არსებული და

მომავალი აქციონერებისა და კრედიტორების უფლებები დაცულია და როდესაც კომპანიას შეუძლია, საკუთარ საქმიანობაზე დაინტერესებულ პირთა წრეს მიაწოდოს სწორი და დროული ინფორმაცია. კვლევების მიხედვით, გამოკითხულ ინსტიტუციონალურ ინვესტორთა უმეტესობისთვის, ფასიან ქაღალდებში ინვესტირებისას, კორპორაციული მართვაც ისეთივე მნიშვნელოვანია, როგორც ფირმის ფინანსური მაჩვენებლები (გრაფიკი 2). აღსანიშნავია, რომ კორპორაციული მართვის მნიშვნელობას განსაკუთრებით დიდ ყურადღებას აქცევენ განვითარებადი ქვეყნების ინსტიტუციონალური ინვესტორები, სადაც ინვესტირებასთან დაკავშირებული მრავალმხრივი რისკები იკვეთება.

**გრაფიკი 2:**

კორპორაციული მართვის მნიშვნელობა კომპანიის ფინანსურ მონაცემებთან (მომგებიანობა, ზრდის პერსპექტივა) შედარებით, გამოკითხულ ინვესტორთა პროცენტული წილი



წყარო: McKinsey & Co (2002), 'Global Investor Opinion Survey: key findings'

კომპანიის მენეჯმენტი უფრო ეფექტიანია, როდესაც არსებული რესურსების სწორად გადანაწილება ხდება. ეს აისახება როგორც მთლიანად კომპანიის საერთო ფინანსური მდგომარეობის გაუმჯობესებასა და შეფასებაზე, ასევე კომპანიის აქციონერების კეთილდღეობაზე. კერძოდ, მეტი მომგებიანობა ნიშნავს აქციონერებისათვის გადასახდელი სამომავლო ფულადი ნაკადების ზრდას, ხოლო, კაპიტალის ფასის შემცირება დაკავშირებულია, სამომავლო ფულადი ნაკადების დისკონტირებასთან ნაკლები საპროცენტო განაკვეთით, რაც განაპირობებს კომპანიის მიმდინარე ღირებულების ზრდას<sup>7</sup>.

**3.2 დაფინანსების ხარჯების შემცირება**

გამართული კორპორაციული მართვა მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს კომპანიის მიერ როგორც სესხისა და ობლიგაციების, ისე წილობრივი ფასიანი ქა-

ღალდების გზით მიღებული დაფინანსების ღირებულებასა და მასთან დაკავშირებულ ხარჯებზე.

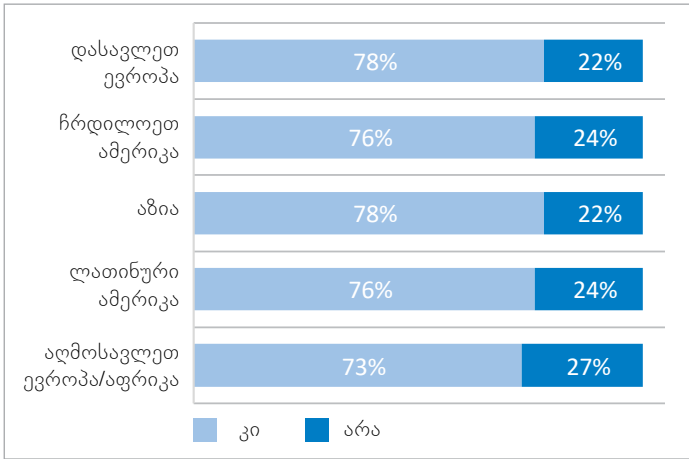
ინვესტორების მიერ ინვესტიციიდან სარგებლის მოლოდინი და სურვილი პირდაპირაა დაკავშირებული აღნიშნული ინვესტიციის რისკიანობასთან; თუ კომპანიის შესახებ ინფორმაციის მოპოვება და გაანალიზება შეუძლებელია, ამ შემთხვევაში ინვესტიცია რისკიანად ითვლება და აღნიშნული რისკის დასაზღვევად ინვესტორს მეტი სარგებელი სჭირდება; სხვაგვარად, ასეთი კომპანიისთვის ფინანსური სახსრების მოზიდვის ხარჯი უფრო მაღალია, ვიდრე იმ ფირმებისთვის, რომლებიც სწორი კორპორაციული მართვის პირობებში მეტ გამჭვირვალობას უზრუნველყოფენ. ამ შემთხვევაში, პოტენციურ ინვესტორს შეუძლია დაგეგმოს კომპანიის სამომავლო სტრატეგია და განსაზღვროს მისი მომგებიანობა, აქციონერთა უფლებები და მოვალეობები, ეს თავის მხრივ, ზრდის მისი დაცულობის ხარისხს და შესაბამისად ამცირებს ინვესტიციის რისკიანობას; ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, ინვესტორი მზად არის, გამართული კორპორაციული მართვის მქონე ფირმის აქციებში გადაიხადოს მეტი, შედარებით დაბალი სარგებლის მოლოდინში. ეს ფაქტი დადასტურებულია შესაბამისი ემპირიული კვლევებით, რომელთა მიხედვითაც, გამართულ კორპორაციულ მართვასა და სწორად განსაზღვრულ აქციონერთა უფლებებს, შეუძლია კაპიტალის ხარჯების შემცირება; ინსტიტუციონალური ინვესტორები მზად არიან საშუალოდ 12-14%-ით მეტი გადაიხადონ გამართული კორპორაციული მართვის მქონე დასავლეთ ევროპისა და ჩრდილოეთ ამერიკის კომპანიების აქციებში, აღმოსავლეთ ევროპაში კი ეს მაჩვენებელი 30%-ს აღწევს<sup>8</sup> (გრაფიკი 3);

განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნების კომპანიების კორპორაციული კაპიტალის სტრუქტურაში სესხის სახით მოზიდულ დაფინანსებას (როგორც საბანკო სესხებს, ისე კორპორაციულ ობლიგაციებს)

7. Claessens, Stijn and Yurtoglu, B. Burcin, 2012, Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey.  
 8. McKinsey & Co, 2002, Global Investor Opinion Survey.



გრაფიკი 3: ინვესტორთა მზობა, მეტი გადახადონ გამართული კორპორაციული მართვის მქონე კომპანიის აქციებში, გამოკითხულ ინვესტორთა პროცენტული რაოდენობა



წყარო: McKinsey & Co (2002), 'Global Investor Opinion Survey: key findings'

საკმაოდ მნიშვნელოვანი წილი უჭირავს. აქედან გამომდინარე, აქტუალურია სასესხო განაკვეთების დონის განმაპირობებელი ფაქტორები და მისი შემცირების გამოწვევი მიზეზები. არა ერთი კვლევა ჩატარებულა აღნიშნულ საკითხთან დაკავშირებით. მაგალითად, ფილდის, ფრეიბერისა და სუბრაჰმანიანის ნაშრომის, „საბჭოს ხარისხი და სესხის მოზიდვის დანახარჯები: საბანკო სესხების ქეისის“, თანახმად კარგი კორპორაციული მართვის მახასიათებლები პირდაპირ კავშირშია სესხის სახით მიღებული დაფინანსების ღირებულებასთან. მაშინ, როდესაც, კომპანიებს, ჰყავთ კვალიფიციური, დამოუკიდებელი და გამოცდილი წევრებით დაკომპლექტებული საბჭოები, მათ შეუძლიათ ინვესტიციათა მოზიდვა შედარებით დაბალი საპროცენტო განაკვეთით, გააჩნიათ ნაკლები შეზღუდვა ფინანსურ კოეფიციენტებზე და ნაკლებად მოეთხოვებათ სესხის უზრუნველყოფა, მიუხედავად კომპანიის ზომისა და ფინანსური მახასიათებლებისა<sup>9</sup>.

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ გამართული კორპორაციული

მართვა კრედიტორისა თუ შუამავლის მხრიდან, ზრდის კომპანიისადმი ნდობას, რაც, თავის მხრივ, პოზიტიურად აისახება საპროცენტო განაკვეთსა და შეზღუდვებზე, რომელიც შესაძლოა კრედიტორმა მოითხოვოს დაფინანსების სანაცვლოდ.

### 3.3 ინფორმაციის ასიმეტრიულობისა და ინტერესთა კონფლიქტის მართვის შესაძლებლობა

ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი დადებითი ასპექტი, რაც კორპორაციულ მართვას თან ახლავს, არის კომპანიის მენეჯმენტსა და აქციონერებს შორის ინტერესთა კონფლიქტისა და ინფორმაციის ასიმეტრიულობის შემცირება. პრინციპალი-აგენტის თეორიის თანახმად, კომპანიებში ხშირად ჩნდება აქციონერთა (პრინციპალი) ინტერესების პრობლემა, როდესაც კომპანიის მენეჯმენტი (აგენტი), რომელზეც დელეგირებულია ფირმის მართვისა და გადაწყვეტილების მიღების ფუნქცია, ისე არ მოქმედებს, რომ მოახდინოს აქციონერთა შემოსავლის მაქსიმალური გაზრდა. ეს პრობლემა განსაკუთრებით აქტუალურია, როდესაც კომპანიის აქციონერების ხელში არასრული ინფორმაციაა, ან, უფრო ზუსტად, ადგილი აქვს ინფორმაციის ასიმეტრიულობას, რამდენადაც აღმასრულებელ მენეჯმენტს ხელი მიუწვდება უფრო მეტი ინფორმაციაზე. ამის შესაბამისად, იზრდება რისკი, რომ მან იმოქმედოს საკუთარი და არა აქციონერთა ინტერესებიდან გამომდინარე. აღნიშნული პრობლემის თავიდან ასაცილებლად განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება გამართული კორპორაციული მართვის პრინციპებს: დირექტორთა საბჭოს არსებობას, მისი შემადგენლობის სწორად განსაზღვრას, დამოუკიდებელი დირექტორების როლის წინ ჩამოწევისა და მენეჯმენტის საქმიანობის მუდმივი კონტროლსა და მონიტორინგს, რომლებიც შესაძლებელს ხდის, რომ აქციონერებმა თავიდან აიცილონ ფინანსური დანაკარგები, ხოლო კომპანიებმა - რეპუტაციული რისკები<sup>10</sup>.

9. L. Paige Fields, Donald R.Fraser, Avanidhar Subrahmanyam, 2010, Board Quality and the Cost of Debt Capital: The Case of Bank Loans. 10. Levin, Michael R., 2014, The Agency Problem of the Board of Directors. 10. Levin, Michael R., 2014, The Agency Problem of the Board of Directors.

### 3.4 ფინანსური ბაზრების ეფექტიანი ფუნქციონირება

მნიშვნელოვანია, აღვნიშნოთ, ორგანიზაციების გამართული კორპორაციული მართვის პრაქტიკის როლი ფინანსური ბაზრების ეფექტიანი ფუნქციონირების თვალსაზრისითაც. კომპანიების გამჭვირვალობისა და მათზე ინფორმაციის ნაკლებობა, ანალიტიკოსებსა და ინვესტორებს არ აძლევს საშუალებასა და

სტიმულს, რომ გააანალიზონ ინფორმაცია და იფიქრონ ინვესტირებაზე, გამომდინარე იქიდან, რომ მონაცემების მოპოვების ხარჯები მეტია პოტენციურ სარგებელზე. აღნიშნული ფაქტი უარყოფითად აისახება ბაზრის ლიკვიდურობაზე, განვითარების შესაძლებლობასა და ინვესტიციების მოზიდვაზე, რაც ძირეულად მნიშვნელოვანია ისეთი გარდამავალი/განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისთვის, როგორც საქართველოა.

## 4. სახელმწიფოსა და თვითრეგულირებადი ორგანიზაციების როლი კორპორაციული მართვის სტანდარტების დამკვიდრებაში

ქვეყანაში კორპორაციული მართვის სწორი პრაქტიკის დანერგვის საფუძველს წარმოადგენს გამართული მარეგულირებელი ჩარჩო. შესაბამისად, პირველ რიგში უნდა განისაზღვროს, თუ ვინ იქნება პასუხისმგებელი ორგანო და როგორ მოხდება ზედამხედველობის პოლიტიკისა და მარეგულირებელი კანონმდებლობის აღსრულება. აღნიშნული გულისხმობს, რომ ეფექტურ კანონმდებლობასთან ერთად მნიშვნელოვანია კარგი საზედამხედველო ჩარჩოსა და ეფექტური აღსრულების მექანიზმების არსებობა.

მსოფლიოში კორპორაციული მართვის ზედამხედველობა, როგორც წესი, გადანაწილებულია სახელმწიფო მარეგულირებელ ორგანოებსა (საჯარო ზედამხედველებს) და თვითრეგულირებადი ორგანიზაციებს შორის. საჯარო ზედამხედველები ძირითადად უზრუნველყოფენ კორპორაციული მართვის ინფორმაციაზე ხელმისაწვდომობას და ზოგიერთ შემთხვევაში, ასევე, მიწოდებული ინფორმაციის ხარისხის შემოწმებას. მეორე მხრივ, თვითრეგულირებადი ორგანიზაციები, მაგალითად, ბირჟები, მუდმივად აკონტროლებენ ბაზარზე არსებული კომპანიების ჯანსაღ პრაქტიკასა და

კანონმდებლობასთან შესაბამისობას. საჯარო ზედამხედველებისგან განსხვავებით, მათ შეუძლიათ უფრო სწრაფი და მოქნილი რეაგირება მოახდინონ არასწორ ქმედებებთან დაკავშირებით. მიუხედავად აღნიშნულისა, როგორც წესი, ფინანსური ბაზრის რეგულატორები ახორციელებენ უფრო მკაცრ მონიტორინგს ვიდრე საფონდო ბირჟები<sup>11</sup>, რამდენადაც თვითრეგულირებადი ორგანიზაციებს შესაძლოა გააჩნდეთ ინტერესთა კონფლიქტი საკუთარი ბიზნესის მომგებიანობასა და ბაზრის რეგულირებას შორის. აღნიშნულიდან გამომდინარე, როდესაც ზედამხედველობას ახორციელებს ორი ან მეტი ორგანო, ეფექტური ზედამხედველობისთვის მნიშვნელოვანი ფაქტორია რეგულატორებს შორის ფუნქციების, პასუხისმგებლობებისა და უფლებამოსილებების სწორად/გადანაწილება.

გარდა საჯარო მონიტორინგისა, კომპანიის აქციონერებს/პარტნიორებს აქვთ ზედამხედველობის გარკვეული მექანიზმები, რის გარანტსაც წარმოადგენს საწარმოში არსებული გამჭვირვალობის პოლიტიკა. როდესაც საწარმოს აქვს მაქსიმალურად გამჭვირვალე პოლიტიკა და მნიშვნელოვანი ინფორმაცია ვებგვერდზე ქვეყნდება, აქციონერებს/პარტნიორებს

11. RiskMetrics Group, BUSINESSEUROPE, ecoDa, Landwell and Associates, 2009, Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States.



შეუძლიათ მუდმივად აკონტროლონ საწარმოში მიმდინარე მოვლენები. გარდა ამისა, მონიტორინგის განხორციელების მექანიზმს წარმოადგენს საერთო კრება, რომელიც მათ ანიჭებს უფლებამოსილებას, კითხვები დაუსვან დირექტორებს, ასევე, სხვადასხვა კომიტეტის წარმომადგენლებს და, შესაბამისად, მიიღონ პასუხები. ამ სახით ზედამხედველობის განხორციელება წარმოადგენს აქციონერთა/პარტნიორთა უფლებების დაცვის მნიშვნელოვან მექანიზმს.

გამართულ საზედამხედველო ჩარჩოსთან ერთად, მნიშვნელოვანია, არსებობდეს კორპორაციული მართვის პრინციპების აღსრულების ეფექტური მექანიზმები, რათა დროულად მოხდეს დარღვევის აღმოჩენა, მისი პრევენცია და შესაბამისი ადმინისტრაციული თუ სისხლისსამართლებრივი სანქციების დაწესება. აღსრულება შესაძლებელია მოხდეს როგორც კერძო ინიციატივის საფუძველზე, ასევე საჯარო უფლებამოსილების ფარგლებში<sup>12</sup>.

აზიის ქვეყნების აღსრულების სისტემები უმეტეს შემთხვევაში დაყოფილია, რეგულატორსა და საფონდო ბირჟას შორის, სადაც რეგულატორს გააჩნია ფართო საგამოძიებო და აღმასრულებელი უფლებამოსილებები, ხოლო საფონდო ბირჟის ძირითადი პასუხისმგებლობა არის სამართლიანი, მოწესრიგებული და გამჭვირვალე ბაზრის არსებობის უზრუნველყოფა<sup>13</sup>.

#### 4.1 კორპორაციული მართვის კოდექსის მოთხოვნებთან შესაბამისობის ჩარჩო

მნიშვნელოვანი ფაქტორია, რომ ევროკავშირის ქვეყნებში კორპორაციული მართვის კოდექსები

ძირითადად ეფუძნება მიდგომას „შეასრულე ან ახსენი“ (Comply or Explain) აღნიშნული მიდგომით პრინციპები ინარჩუნებენ არასავალდებულო ხასიათს. თუმცა ევროკავშირის დირექტივის<sup>14</sup> თანახმად კომპანიამ, რომლის ფინანსური ინსტრუმენტები დაშვებულია სავაჭროდ რეგულირებულ ბაზარზე, ყოველწლიურად უნდა წარადგინოს კორპორაციული მართვის ფინანსური ანგარიშგება. იმ შემთხვევაში, როდესაც კომპანია ვერ, ან არ ასრულებს გარკვეულ პრინციპს, ან ხდება მისგან გადახვევა, იგი ვალდებულია ახსნას გამომწვევი მიზეზი<sup>15</sup>.

აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ბოლო წლებში აქტიური განხილვის საგანი გახდა ე.წ. „რბილი კანონმდებლობა“ (soft law), ვინაიდან კოდექსით დადგენილი პრინციპების შესრულება საწარმოების კეთილ ნებაზეა დამოკიდებული. შესაბამისად, ხშირად კომპანიებმა შესაძლებელია თავი აარიდონ კოდექსის მოთხოვნების შესრულებას<sup>16</sup>. გარკვეულმა ქვეყნებმა ასეთი პრაქტიკის გათვალისწინებით „რბილი კანონმდებლობა“ ჩაანაცვლეს სავალდებულო ხასიათის მოთხოვნებით. ასეთ ქვეყნებს მიეკუთვნება ესპანეთი და ბელგია, რომლებმაც კორპორაციული მართვის კოდექსის ზოგიერთი მოთხოვნა ასახეს მეწარმეთა შესახებ კანონში და შესაბამისად, მათი შესრულება კომპანიებისთვის სავალდებულო გახდა<sup>17</sup>.

ასევე, საინტერესოა მაღალიზიის მაგალითი, რომელმაც 2017 წელს წარმოადგინა კორპორაციული მართვის კოდექსთან შესაბამისობის განმსაზღვრელი განახლებული მიდგომა „შეასრულე ან ახსენი ალტერნატივა“ (Apply or Explain an Alternative), რომელიც გულისხმობს იმას, რომ კომპანიამ არა მხოლოდ

12. OECD, 2013, Corporate Governance, Supervision and Enforcement in Corporate Governance.  
13. OECD, 2014, Public Enforcement and Corporate Governance in Asia, Guidance and Good Practices.  
14. Directive 2006/46/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 14 June 2006, amending Council Directives, 86/635/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings. Paragraph 1, Article 46a.  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32006L0046>  
15. Directive 2006/46/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 14 June 2006, amending Council Directives, 86/635/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings.  
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32006L0046>  
16. P. Sanderson, D. Seidl, J. Roberts, B. Krieger, 2010, Flexible or not? The comply or explain principle in UK and German Corporate Governance, Centre for Business Research, University of Cambridge, Working paper No. 407  
17. AMF, 2016, Corporate Governance codes in 10 European countries.

უნდა ახსნას თუ რატომ ვერ ასრულებს კოდექსით დადგენილ პრინციპებს, არამედ უნდა წარმოადგინოს ალტერნატიული საშუალებები კოდექსის მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად. აღნიშნული მიდგომა ემსახურება კომპანიებში ფიქრის პროცესის განვითარებას, რომ კორპორაციული მართვის კოდექსის მოთხოვნები იყოს არა მხოლოდ კანონის დათქმა, არამედ მათ უნდა გაიაზრონ მათ წინაშე მდგარი გამოწვევები და მოქმედონ მოგვარების ალტერნატიული გზები.

საერთო ჯამში, რეგულატორს რამდენიმე როლი აკისრია კორპორაციული მართვის განვითარების კუთხით, იგი პირველ რიგში წარმოადგენს კანონ-შემოქმედს და ამავე დროს პასუხისმგებელია ეფექტური მონიტორინგისა და შესაფერისი აღსრულების მექანიზმების შექმნაზე. აღნიშნული სამი კომპონენტი უზრუნველყოფს ქვეყანაში გამართული კორპორაციული მართვის პრინციპების დანერგვას, რომელიც ხელს უწყობს ბიზნესის განვითარებას.

## 5. კორპორაციული მართვა საქართველოში

საქართველოში კორპორაციული მართვის პრინციპების დანერგვა მეტად მნიშვნელოვანია. სხვა მსგავსი განვითარებადი ქვეყნების მსგავსად, საქართველოში ინვესტიციის განხორციელების მსურველ ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს გადაწყვეტილებების მიღება შეზღუდულ პირობებში უწევთ: ერთი მხრივ კომპანიების შესახებ ფინანსური თუ სხვა სახის ინფორმაციის ნაკლებობა და მეორე მხრივ არსებული ინფორმაციის მოპოვებისა და დამუშავების დანახარჯები მნიშვნელოვნად აისახება ინვესტიციის ფასსა და მოთხოვნაზე; გამომდინარე აქედან, ორგანიზაციებისათვის აუცილებელია ჯანსაღი კორპორაციული მართვის პრაქტიკის დანერგვა, რომელიც უზრუნველყოფს მეტ გამჭვირვალობას და ხელს შეუწყობს მათ მიერ საჯარო ფასიანი ქაღალდების პირველად ემისიასაც (IPO).

კორპორაციული მართვის გასაუმჯობესებლად საწარმოებისთვის მნიშვნელოვანია: კანონმდებლობით და წესდებით გაწერილი საკითხების შესრულება; აქციონერებისა და დაინტერესებულ მხარეთა უფლებების და ეთიკის პრინციპების დაცვა; ეფექტური მართვის ორგანოების ფორმირება და მათი კონტროლი; ინფორმაციის გამჟღავნება და გამჭვირვალობა; რისკების მართვის, შიდა კონტროლისა და ანაზღაურების სისტემების ფორმირება; სამეთვალყურეო საბ-

ჭოში დამოუკიდებელი წევრების დანიშვნა; სამეთვალყურეო საბჭოსა და დირექტორატის წევრების პასუხისმგებლობისა და როლების სწორად განსაზღვრა; სამეთვალყურეო საბჭოსა და დირექტორატის საქმიანობის ყოველწლიური შეფასება და ა.შ.

მსოფლიო ბანკის შეფასების მიხედვით (ROSC 2015) განსაკუთრებული ყურადღება უნდა მიექცეს შემდეგ მნიშვნელოვან საკითხებს:

- ✓ აქციონერთა უფლებები, აქციონერთა საერთო კრებისა და მათი თანასწორუფლებიანობის ჩათვლით;
- ✓ კომპანიების გამჭვირვალობა და ინფორმაციის ღიაობა, როგორც კორპორაციული ქმედებების, ისე ფინანსური ინფორმაციის კუთხით;
- ✓ სამეთვალყურეო საბჭოს სტრუქტურა და საქმიანობა;
- ✓ როგორც საჯარო, ისე კერძო სექტორის წარმომადგენელი ორგანიზაციების საქმიანობის სწორი პრაქტიკისა და მართვის კოდექსი<sup>18</sup>;

კვლევის ზოგიერთი რეკომენდაცია (ფინანსური გამჭვირვალობის კუთხით) უკვე დანერგილია, თუმცა ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი საკითხი, რომელიც სწორედ კორპორაციული მართვის კოდექსის

18. World Bank, 2015, Report on the Observance of Standards and Codes on Accounting and Auditing



შემუშავებასა და საწყის ეტაპზე მისი სარეკომენდაციო ხასიათით დანერგვას უკავშირდება, კვლავ ღიად რჩება.

აღსანიშნავია, რომ საქართველოში კორპორაციული მართვის საბაზისო სტანდარტებს ადგენს „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონი, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონი და ბუღალტრული აღრიცხვის, ანგარიშგებისა და აუდიტის შესახებ“ საქართველოს კანონი. ამასთან, აღნიშნული კანონებით დადგენილი მოთხოვნების შესრულება სავალდებულოა საწარმოებისათვის, თუმცა აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ სხვადასხვა ქვეყნის კორპორაციული მართვის კოდექსები, საუკეთესო საერთაშორისო

პრაქტიკის გათვალისწინებით, აწესებენ უფრო მაღალ სტანდარტებს ვიდრე ეს ქართული კანონმდებლობით არის გათვალისწინებული. ასევე, აღსანიშნავია საერთაშორისო სტანდარტებზე დაფუძნებული „კომერციული ბანკების კორპორაციული მართვის კოდექსი“, რომლის მოთხოვნების შესრულება სავალდებულოა საქართველოში მოქმედი ყველა კომერციული ბანკისა და უცხოური ბანკების ფილიალების ან შვილობილებისათვის. აქედან გამომდინარე, აღნიშნული კანონები პირველადი ნაბიჯებია კორპორაციული მართვის სტანდარტების განვითარებაში და კორპორაციულ მართვასთან დაკავშირებული სამართლებრივი ჩარჩო ჯერ კიდევ დასახვეწია.

## 6. ნაბიჯები საქართველოში კორპორაციული მართვის გარემოს გაუმჯობესების მიზნით

ერთი მხრივ, საქართველოსა და მეორე მხრივ, ევროკავშირისა და ევროპის ატომური ენერჯის გაერთიანებას და მათ წევრ სახელმწიფოებს შორის 2014 წლის დადებული ასოცირების შეთანხმების თანახმად, საქართველო ვალდებულია ქართული კანონმდებლობა შეუსაბამოს ევროკავშირის საკანონმდებლო აქტებსა და საერთაშორისო სამართლებრივ ინსტრუმენტებს. კორპორაციული მართვის პოლიტიკის გაუმჯობესებისთვის შეთანხმება, ასევე, გულისხმობს<sup>19</sup>, მხარეებს შორის ინტენსიურ თანამშრომლობასა და ქართული კანონმდებლობის ეტაპობრივ განვითარებას, შესაბამისობასა, და ჰარმონიზაციას ევროკავშირის წესებთან/რეკომენდაციებთან კაპიტალის ბაზრის

არსებული მდგომარეობისა და მისი პოტენციალის გათვალისწინებით<sup>20</sup>.

საწარმოთა კორპორაციული მართვის კოდექსის შემუშავება აუცილებელი წინაპირობაა ჯანსაღი კორპორაციული მართვის სრულყოფისა და განვითარებისთვის. სასურველია კოდექსი ეფუძნებოდეს საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკას და საწარმოებისთვის (ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებისთვის) ადგენდეს კორპორაციული მართვის უფრო მაღალ სტანდარტებს. ამავე დროს, შემუშავებული კოდექსის რეგულარული განახლება შემდგომ ეტაპზე შესაბამისი სამართლებრივი ჩარჩოს დახვეწისა და სრულყოფის საშუალებას მოგვცემს.

19. DCFTA, 2014, Subparagraph (c), Article 316.

20. შეთანხმების XXVIII დანართში მითითებულია ევროკავშირის საკანონმდებლო აქტები და საერთაშორისო სტანდარტები, რომელთან კანონმდებლობის დაახლოებასაც იღებს საქართველო ვალდებული. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ აღნიშნული რეკომენდაციების დაახლოების ვალდებულების ვადა არ არის შეთანხმებით გათვალისწინებული.

## 7. დასკვნა

გამართული კორპორაციული მართვის კოდექსი მნიშვნელოვნად ზრდის კომპანიების ეფექტურობას, და სწორი გამჭვირვალობის პოლიტიკით უზრუნველყოფს აქციონერების/პარტნიორებისა და ინვესტორების უფლებების დაცვას.

აღსანიშნავია, რეგულატორის გადამწყვეტი როლი, ვინაიდან სწორედ ის არის კანონშემოქმედი და, ამასთან, ზედამხედველობისა და აღმასრულებლის როლიც მას აკისრია. ეფექტური კანონმდებლობა, შესაბამისი მონიტორინგი და აღსრულების მექანიზმები, საწარმოების მზაობა და მონდომება, რომ შეასრულონ კოდექსით დადგენილი პრინციპები, ზრდის ადგილობრივ და უცხოელ ინვესტორთა ნდობის კოეფიციენტს, რაც უზრუნველყოფს საწარმოს წარმატებას.

როგორც სტატიიდან ჩანს, კორპორაციული მართვის პრინციპების, მისი დადებითი მხარეებისა და სხვადასხვა ქვეყნის გამოცდილებაზე დაყრდნობით, სწორად განსაზღვრული კორპორაციული მართვის პირობებში, მოსალოდნელია კომპანიის ღირებულების ზრდა. დასკვნის სახით შეიძლება ითქვას, რომ გამართული კორპორაციული მართვის კოდექსი დიდ გავლენას ახდენს საწარმოებსა და კაპიტალის ბაზრის განვითარებაზე. აქედან გამომდინარე, მნიშვნელოვანია, რომ საქართველოში შემუშავდეს და დაინერგოს აღნიშნული კოდექსი, რაც, მოიცავს საწარმოთა მუდმივ ინფორმირებულობასა და მათი ცნობიერების ამაღლებას კორპორაციული მართვის საკითხებთან მიმართებაში.

## ბიბლიოგრაფია

1. AMF, 2016, Corporate Governance codes in 10 European countries.
2. Bauer, Rod, and Nadja Guenster, 2003, "Good Corporate Governance Pays Off!: Well-Governed Companies Perform Better on the Stock Market".
3. Blair, M, 1995, Ownership and Control: Rethinking Corporate Governance for the Twenty-first Century, Washington, D.C. The Brookings Institution.
4. Claessens, Stijn and Yurtoglu, B. Burcin, 2012, Corporate Governance in Emerging Markets: A Survey.
5. DCFTA, 2014, Subparagraph (c), Article 316.
6. Directive 2006/46/EC OF THE EUROPEAN PARLIAMENT AND OF THE COUNCIL of 14 June 2006, amending Council Directives, 86/635/EEC on the annual accounts of certain types of companies, 83/349/EEC on consolidated accounts, 86/635/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of banks and other financial institutions and 91/674/EEC on the annual accounts and consolidated accounts of insurance undertakings. Paragraph 1, Article 46a.
7. G20/OECD Principles of Corporate Governance, 2015, OECD Report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors.
8. Goergen.M and Renneboog.L, 2006, Corporate governance and shareholder value <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32006L0046>
9. L. Paige Fields, Donald R.Fraser, Avaniidhar Subrahmanyam, 2010, Board Quality and the Cost of Debt Capital: The Case of Bank Loans.
10. Levin, Michael R., 2014, The Agency Problem of the Board of Directors.
11. McKinsey & Co, 2002, Global Investor Opinion Survey.
12. OECD, 2013, Corporate Governance, Supervision and Enforcement in Corporate Governance.
13. OECD, 2014, Public Enforcement and Corporate Governance in Asia, Guidance and Good Practices.
14. P. Sanderson, D. Seidl, J. Roberts, B. Krieger, 2010, Flexible or not? The comply or explain principle in UK and German Corporate Governance, Centre for Business Research, University of Cambridge, Working paper No. 407
15. RiskMetrics Group, BUSINESSEUROPE, ecoDa, Landwell and Associates, 2009, Study on Monitoring and Enforcement Practices in Corporate Governance in the Member States.
16. Sir Adrian Cadbury, 1992, Commission report: C.G, UK.
17. Sir Adrian Cadbury, 1992, The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance.
18. World Bank, 2015, Report on the Observance of Standards and Codes on Accounting and Auditin



of the Treasury.



DOLLARS

UNITED STATES OF AMERICA

TRUST  
ONE

ONE HUNDRED DOLLARS

THIS NOTE IS LEGAL TENDER FOR ALL DEBTS

50

FEDERAL RESERVE NOTE

# როგორ განვახორციელოთ დე-დოლარიზაცია: ლიტერატურის მიმოხილვა

## შესავალი

ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება (დე-დოლარიზაცია) რომ მრავალმხრივ სასურველი პროცესია, ეს წინა სტატიის ვრცლად განხილული (იხ. მხატრიშვილი, 2017). როგორც თეორიული და ემპირიული კვლევების უმრავლესობიდან ცხადად ჩანს, დე-დოლარიზაცია ხელს შეუწყობს ღია ეკონომიკის მოქნილობის ზრდას საგარეო შოკებთან გამკლავების დროს, რაც რეალური ეკონომიკის მერყეობას შეამცირებს. იგი ასევე ხელს შეუწყობს ფინანსური სტაბილურობის რისკების შემცირებას, მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის ზრდას, გაცვლითი კურსის გადაჭარბებული მერყეობების შემცირებას, უარყოფითი გარეგანი ეფექტებისა და მორალური რისკის პრობლემების შერბილებას, საბანკო სექტორის მომგებიანობის ზრდას და საერთაშორისო რეიტინგების გაუმჯობესებას. დე-დოლარიზაციის თითოეული ეს შედეგი კი ცალსახად დაეხმარება ეკონომიკის გრძელვადიან განვითარებას.

იმის გაანალიზების შემდეგ, თუ რატომ არის დე-დოლარიზაცია სასურველი, შემდეგი ლოგიკური კითხვაა: თუ როგორ არის დოლარიზაციის შემცირება შესაძლებელი? ქვემოთ სწორედ ამ საკითხს განვიხილავთ საერთაშორისო მაკროეკონომიკური ლიტერატურის დახმარებით, როგორც თეორიულ, ასევე ემპირიულ დონეზე. სტატიის მიზანია, დე-დოლარიზაციასთან დაკავშირებული საერთაშორისო ლიტერატურის მიმოხილვა და საქართველოში დე-დოლარიზაციასთან დაკავშირებული მსჯელობის დებატის სრულყოფილი სურათის შექმნა.

საკითხთან დაკავშირებული ლიტერატურის გაცნობა და შეჯამება ცხადყოფს, რომ ფინანსურ დე-დოლარიზაციას ხელს უწყობს სამი ძირითადი მიმართულება: მაკროეკონომიკური სტაბილურობა,

შესაბამისი პრუდენციული რეგულირება და კაპიტალის ბაზრების განვითარება. დამატებით ხელშეწყობია ასევე სხვა სტრუქტურული რეფორმები (მიწოდების მხარე). უფრო კონკრეტულად კი, ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება შესაძლებელია:

- ▶ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმით
  - ✓ ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობით - მდგრადი ფისკალური პოლიტიკით;
  - ✓ სტაბილურად დაბალი ინფლაციის მოლოდინებით - თანმიმდევრული მონეტარული პოლიტიკით;
  - ✓ ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთების მერყეობის შემცირებით;
- ▶ მცურავი (ორმხრივად მოქნილი) გაცვლითი კურსით
  - ✓ გაცვლითი კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემის (pass-through) შემცირებით;
  - ✓ ცურვის შიშის (fear of floating) დაძლევა;
  - ✓ გაცვლითი კურსის ცვლილების ცალმხრივობის (skewness) აღმოფხვრით - გაუფასურების რისკისა და გამყარების რისკის თანაბარი ზომით არსებობის ხელშეწყობით;
- ▶ გარეგანი ეფექტების (externalities) გამთვალისწინებელი პრუდენციული რეგულირებით
  - ✓ უცხოური ვალუტის სესხებზე უფრო მკაცრი მოთხოვნების არსებობით - იმის გათვალისწინებით, რომ უარყოფითი გარეგანი ეფექტების პირობებში სწორედ პრუდენციულმა რეგულირებამ უნდა დაავალდებულოს ფინანსურ ბაზარს ამ გარეგანი ეფექტების ინტერნალიზაცია;
  - ✓ უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მაღალი მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების დაწესებით;
  - ✓ კოორდინაციის პრობლემების არსებობის



შემთხვევაში რეგულირების მექანიზმებით კოორდინაციის ხელშეწყობით;

- ▶ ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების განვითარებით
  - ✓ ადგილობრივი ვალუტის ლიკვიდობის მართვის გამართვებით;
  - ✓ ადგილობრივი ვალუტის ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ხელშეწყობით;
  - ✓ ინფლაციაზე ინდექსირებული ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ხელშეწყობით;
  - ✓ გაცვლითი კურსის დაზღვევის ინსტრუმენტების განვითარებით;
- ▶ სტრუქტურული რეფორმებით (მიწოდების მხარე)
  - ✓ მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირებით;
  - ✓ ინსტიტუტების ხარისხის ზრდით - პოლიტიკური სტაბილურობით;
  - ✓ ეკონომიკის ზომის ზრდით;

თუ როგორ შეუწყობს ხელს ჩამოთვლილთაგან თითოეული ღონისძიება ფინანსურ დე-დოლარიზაციას, უფრო ვრცლად, თეორიულ და ემპირიულ კვლევებზე დაყრდნობით, განხილულია მომდევნო ქვეთავებში.

## ფინანსური დე-დოლარიზაცია შესაძლებელია...

მაღალი ფინანსური დოლარიზაციის პრობლემა არამხოლოდ საქართველომ, არამედ მსოფლიოს ბევრმა ქვეყანამ გამოსცადა. თუმცა, მხოლოდ რამდენიმე შეძლო დე-დოლარიზაციის წარმატებულად განხორციელება. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, მართალია ფინანსურ დოლარიზაციას განსაკუთრებული ინერცია ახასიათებს, მაგრამ მისი მნიშვნელოვნად შემცირება შეუძლებელი ნამდვილად არაა. (იხ. Catao and Terrones, 2016).

სანამ იმის განხილვაზე გადავალთ თუ როგორაა ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება შესაძლებელი, აღსანიშნავია, რომ მისი შემცირება შეუძლებელია დოლარიზაციის მთლიანად აკრძალვით. უცხოური ვალუტის დეპოზიტების აკრძალვას, როგორც წესი, ადგილობრივი ფინანსური სექტორის საქმიანობის შეწყვეტა მოსდევს. ასეთი მცდელობის ბევრი მაგალითი იყო გასულ საუკუნეში, როდესაც დოლარიზაციის შემცირება სცადეს უცხოური ვალუტის დეპოზიტების აკრძალვით. თუმცა, როდესაც ასეთ მცდელობებს მოჰყვა ფინანსური საქმიანობის (შუამავლობის) სერიოზული შეფერხება, აკრძალვები შემდეგ ისევ გააუქმეს. მაგ. (იხ. Galindo and Leider-

man, 2005 ან De Nicolo, Honohan and Ize, 2005).

რაც შეეხება იმას, თუ როგორ შეიძლება დოლარიზაციის წარმატებით შემცირება, ამის შესაფასებლად პირველ რიგში საჭიროა იმის განხილვა, თუ რა არის ფინანსური დოლარიზაციის მიზეზი. სამეცნიერო ლიტერატურაში განხილულია სამი ძირითადი მიზეზი: (1) მაკროეკონომიკური არასტაბილურობა, რაც, პირველ რიგში, გამოიხატება მაღალ და მერყევ ინფლაციაში; მერყევი ინფლაციის პირობებში კი ოპტიმალურია უცხოურ ვალუტაში შუამავლობა (ანუ ფინანსური დოლარიზაცია); (2) საბაზრო ჩავარდნები, რომელიც გამოიხატება უარყოფითი გარეგანი ეფექტების (externalities) და კოორდინაციის პრობლემების არსებობაში, რომლის დროსაც დოლარიზაცია არაოპტიმალური შედეგია და პრუდენციული რეგულირების გარეშე თავისით არ მცირდება; (3) ინსტიტუციონალური ჩავარდნები, რომელიც გამოიხატება ფინანსურ ბაზარზე თამაშის წესების გაუმართაობასა და ადგილობრივი ფინანსური ბაზრების განუვითარებლობაში. (იხ. Levy-Yeyati, 2005 ან Fernandez-Arias, 2005).

ვინაიდან ეს არის ფინანსური დოლარიზაციის მიზეზები, სწორედ ამ სამი მიმართულებით გადადგული ნაბიჯები შეამცირებს დოლარიზაციის მოტივებს. კონკრეტულად რა ნაბიჯები იგულისხმება აქ, ეს ქვემოთაა უფრო ვრცლად განხილული, თუმცა უნდა აღვნიშნოთ, რომ საჭიროა (1) ადგილობრივი ვალუტის რეალური უკუგების მერყეობის შემცირება უცხოურ ვალუტასთან შედარებით, რაც მიიღწევა დაბალი და სტაბილური ინფლაციის ხელშეწყობით მონეტარული / ფისკალური პოლიტიკებისა და (ორმხრივად) მცურავი გაცვლითი კურსის ერთობლიობით; (2) გაცვლითი კურსის რისკის ფასდადებაში არსებული უარყოფითი გარეგანი ეფექტების ინტერნალიზაცია და კოორდინაციის პრობლემების აღმოფხვრა და (3) ადგილობრივი ფინანსური ბაზრების განვითარება. ბაზარზე დაფუძნებული (market-driven) ასეთი მიდგომით არაერთმა ქვეყანამ შეძლო დე-დოლარიზაციის წარმატებით განხორციელება. ბოლო პერიოდის ერთ-ერთი წარმატებული მაგალითია პერუ. (იხ. Carcia-Escribano, 2010).

ამ მიდგომის წარმატებულობას მოწმობს ასევე, მაგალითად, ისრაელი და პოლონეთი, რომელთაც დიდწილად სწორედ ასეთი მიდგომის შედეგად შეამცირეს ფინანსური დოლარიზაცია (იხ. სოფრომაძე, 2019). ამ ნაბიჯების მნიშვნელობას ხაზს უსვამს ასევე ცნობილი საერთაშორისო კვლევების სრული უმრავლესობა. მაგ. (იხ. Eichengreen and Hausmann,

1999, Ize and Levy-Yeyati, 2005, Alvarez-Plata and Garcia-Herrero, 2008 ან Naceur, Hosny and Hadjian, 2015). ამიტომ უფრო დეტალურად განვიხილოთ ამ მიმართულებებით ის კონკრეტული ნაბიჯები, რომლითაც ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება შესაძლებელია.

## ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმით

ფინანსური დოლარიზაციის შემცირების ერთ-ერთი მთავარი საშუალება არის სრულყოფილი (full-fledged) ინფლაციის თარგეთირება, ვინაიდან პირველ რიგში იგი თავის თავში გულისხმობს ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობასა და სტაბილურად დაბალი ინფლაციის მოლოდინების შენარჩუნებას. იქიდან გამომდინარე, რომ მაღალი და მერყევი ინფლაცია, როგორც წესი, ემპირიულად არის ფინანსური დოლარიზაციის პირველი მიზეზი, ინფლაციის თარგეთირება გამოდის პირველი აუცილებელი (თუმცა არასაკმარისი) პირობა ფინანსური დე-დოლარიზაციისთვის (იხ. Alvarez-Plata and Garcia-Herrero, 2008). ამასთან, გარდა ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობისა და სტაბილურად დაბალი ინფლაციის მოლოდინებისა, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი მოიცავს ასევე ისეთ საოპერაციო ჩარჩოს, რომელიც ამცირებს ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთების მერყეობას. ეს უკანასკნელი კი ასევე ეხმარება დე-დოლარიზაციას. განვიხილოთ ინფლაციის თარგეთირების ეს თვისებები დე-დოლარიზაციის კონტექსტში ცალ-ცალკე.

## ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობით – მდგრადი ფისკალური პოლიტიკით

მაღალი (ორნიშნა და მეტი) ინფლაცია რომ ადგილობრივი ვალუტის მიმართ ნდობას არყვეს და დოლარიზაციას უწყობს ხელს ეს ცალსახა ფაქტია (სწორედ ეს გზა გამოიარა საქართველომ 90-იან წლებში). უფრო მეტიც, მაღალი და მერყევი ინფლაციის პირობებში დოლარიზაცია ქვეყნის ოპტიმალური რეაგირებაა ფინანსური განვითარების ხელშესაწყობად. ასეთ დროს მაღალი ინფლაციის უკან კი, თავის მხრივ, მონეტარული პოლიტიკის

მიმართ (თუნდაც მცირე) ნდობის (credibility) უქონლობაა. (ემპირიული შეფასებებისთვის იხ. De Nicolo, Honohan and Ize, 2005).

მონეტარული პოლიტიკის მიმართ სრული უნდობლობა კი, როგორც წესი, მოდის ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის არქონიდან და არამდგრადი ფისკალური პოლიტიკიდან. კერძოდ, როდესაც ცენტრალური ბანკი არ არის დამოუკიდებელი, მაშინ ჩნდება რისკი, რომ პოლიტიკოსები მონეტარულ პოლიტიკას (მაგალითად, არჩევნების წინ) მოკლევადიანი ბუმის შესაქმნელად გამოიყენებენ. ასეთ ბუმებს კი უფრო გრძელვადიან პერიოდში საშუალოდ ყოველთვის სდევს თან გაზრდილი ინფლაცია. გარდა ამისა, მთავრობას შესაძლოა ჰქონდეს სტიმული, გამოიწვიოს მაღალი ინფლაცია სენიორაჟიდან მეტი შემოსავლის მისაღებად. შედეგად, როდესაც ცენტრალური ბანკი არ არის დამოუკიდებელი, ეკონომიკური აგენტები ყოველთვის მაღალ ინფლაციას მოელიან. ხოლო მაღალი ინფლაციის მოლოდინები შემდეგ თავისთავად მაღალ ინფლაციის იწვევს, რაც (შეფარდებითი ფასების მერყეობის ბრძით) საბოლოოდ ეკონომიკის ეფექტიანობას ამცირებს. შედეგად, გრძელვადიან პერიოდში ვიღებთ მაღალ ინფლაციას და ნაკლებ ეკონომიკურ ზრდას. (იხ. Bernanke, 2010).

აქედან გამომდინარე, მაღალი ინფლაციის (და მისი მოლოდინების) შესამცირებლად, რაც ცალსახად დოლარიზაციის შემცირებასაც შეუწყობს ხელს, პირველი ნაბიჯი სწორედ ცენტრალური ბანკისთვის მყარი დამოუკიდებლობის მინიჭებაა. ამის გაკეთება კი ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის პირობებში ბევრად უფრო სანდო და შენარჩუნებადია. (იხ. Cowan and Do, 2008).

ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის მნიშვნელობაზე მიუთითებს ისიც, რომ დაბალი და სტაბილური ინფლაციის ისტორია ზოგჯერ არ არის თავისთავად საკმარისი პირობა იმისთვის, რომ შემოსავლიანობის მრუდის აღმავლობა (steepness) საკმარისად შემცირდეს. ეს კი არის სწორედ ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის მიმართ უნდობლობისა და მაღალი ინფლაციის მოლოდინების შედეგი. (იხ. Ize and Levy-Yeyati, 2005).

ამით ვიღებთ იმას, რომ ასეთ პირობებში აშკარად სტაბილურ მაკროეკონომიკურ გარემოშიც კი ფინანსური დოლარიზაცია არის ისეთი დოზის, თითქოს ინფლაცია იყოს ძალიან მაღალი და



მერყევი. ყოველივე ზემოთქმულიდან კი პირდაპირ გამომდინარეობს, რომ დე-დოლარიზაციის ერთ-ერთი ყველაზე ქმედითი საშუალება არის არამხოლოდ ცენტრალური ბანკის ფაქტობრივი დამოუკიდებლობის დონის ზრდა, არამედ ასევე ეკონომიკური აგენტების მიერ აღქმული (perceived) ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის დონის ზრდა.

ამასთან, ფასების დონესა და არამდგრად ფისკალურ პოლიტიკას შორის კავშირიდან (fiscal theory of price level) გამომდინარე, ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა გრძელვადიან პერიოდში შენარჩუნებადია მხოლოდ და მხოლოდ მაშინ, როდესაც სახელმწიფო ვალი (დეფოლტების გარეშე) არის მდგრადი (იხ. Woodford, 1996), რაც თავისთავად ხანგრძლივად ბიუჯეტის მუდმივ მაღალ დეფიციტებს გამოიწვევს.

## სტაბილურად დაბალი ინფლაციის მოლოდინებით – თანმიმდევრული მონეტარული პოლიტიკით

მაშინ როდესაც ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა და მდგრადი ფისკალური პოლიტიკა პირველი ნაბიჯია დე-დოლარიზაციისთვის, შემდეგი ნაბიჯი არის დამოუკიდებელი ცენტრალური ბანკის მიერ თანმიმდევრული მონეტარული პოლიტიკის გატარება. ეს უკანასკნელი კი გამოიხატება საპროცენტო განაკვეთების ძირითადად ინფლაციის მოლოდინების მიხედვით ცვლაში. ამის შედეგია ის, რომ ინფლაციის მოლოდინები ხდება არამხოლოდ დაბალი, არამედ ასევე სტაბილური. ლიტერატურაში ტეილორის პრინციპის (Taylor principle) სახელით ცნობილი მიდგომა უფრო კონკრეტულად გულისხმობს, რომ მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი საშუალოვადიან პერიოდში იცვლება ინფლაციის ცვლილებებზე ერთი-ერთზე მეტად. ეს კი გვაძლევს იმას, რომ ზედმეტად გაზრდილ ინფლაციის მოლოდინს მონეტარული პოლიტიკა ისევ ამცირებს, ხოლო ზედმეტად შემცირებულს ისევ ზრდის ნორმალურ დონემდე. (იხ. Christiano, 2015).

სტაბილური ინფლაციის მოლოდინები კი, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, დე-დოლარიზაციის ერთ-ერთი მთავარი წინაპირობაა, ვინაიდან ინფლაციის არასტაბილურობა არის დოლარიზაციის ერთ-ერთი

მთავარი მიზეზი. ეს ჩანს არაერთ თეორიულ და ემპირიულ კვლევაში. მაგ. (იხ. Brown, De Haas and Sokolov, 2013) და იქ განხილული ლიტერატურა.

სტაბილური ინფლაციის მოლოდინების არსებობისთვის ტეილორის პრინციპის მნიშვნელობაზე კი, თავის მხრივ, გაკეთებულია ასევე არაერთი კვლევა. მაგ. (იხ. Clarida, Gali and Gertler, 1999, Woodford, 2001 ან Davig and Leeper, 2007).

თანმიმდევრული მონეტარული პოლიტიკა, რომელიც სიმეტრიულად რეაგირებს ინფლაციის მოლოდინებზე (ანუ რეაგირებს როგორც მის ზრდაზე, ასევე შემცირებაზე), განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ისეთ ქვეყნებში, სადაც ფინანსური დოლარიზაცია ზედა ზღვრის წონასწორობაშია (corner solution) - ანუ ცალსახად ზედმეტად მაღალია. (იხ. Ize and Levy-Yeyati, 2005).

ამასთან, დროთა განმავლობაში ასეთი თანმიმდევრული მონეტარული პოლიტიკა თავისთავად ხდება მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის კიდევ უფრო ზრდის მიზეზი (virtuous cycle), რაც არამარტო დე-დოლარიზაციას ეხმარება, არამედ საშუალებას იძლევა ფასების სტაბილურობა შენარჩუნდეს კიდევ უფრო ნაკლები საზოგადოებრივი დანახარჯებით. (იხ. Leiderman, Maino and Parrado, 2006, Batini, Levine and Pearlman, 2008 ან Mishkin and Schmidt-Hebbel, 2007).

ინფლაციის თარგეთირების მიხედვით გატარებული მონეტარული პოლიტიკის, როგორც დე-დოლარიზაციის გეგმის ერთ-ერთი მთავარი კომპონენტის, დახმარებით მიაღწიეს დე-დოლარიზაციას იმ ქვეყნებმა, ვინც ეს წარმატებულად შეძლო. მაგ. ისრაელის შემთხვევისთვის (იხ. Alvarez-Plata and Garcia-Herrero, 2008), ხოლო პერუს ბოლო პერიოდის შემთხვევისთვის (იხ. Catao and Terrones, 2016).

## ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთების მერყეობის შემცირებით

გარდა ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობისა და სტაბილურად დაბალი ინფლაციის მოლოდინებისა, ინფლაციის თარგეთირება თავის თავში მოიაზრებს ასევე ისეთ სტრატეგიას და საოპერაციო ჩარჩოს, სადაც ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთებს აქვს ნაკლები მერყეობა. ეს კი ასევე დე-

დოლარიზაციის ხელშეწყობა. კერძოდ, როდესაც ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთები უფრო ნაკლებად მერყევია, ვიდრე უცხოური ვალუტის, ეს ადგილობრივი სესხის შემთხვევაში საპროცენტო ხარჯს (ხოლო ადგილობრივი დეპოზიტის შემთხვევაში საპროცენტო შემოსავალს) უფრო პროგნოზირებადს ხდის, რაც რისკისადმი უარყოფითად განწყობილი (risk-averse) ეკონომიკური აგენტისთვის ადგილობრივ ვალუტას შედარებით მიმზიდველობას სძენს. (იხ. Ize and Levy-Yeyati, 2005).

ადგილობრივი საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობას კი ხელს უწყობს ინფლაციის თარგეთირების საოპერაციო ჩარჩო, რომელიც გულისხმობს, რომ ფულად ბაზარს ცენტრალური ბანკი აწვდის იმდენ ლიკვიდობას (იქნება ეს ცოტა თუ ბევრი) რამდენზეც არსებობს მოთხოვნა არსებული საპროცენტო განაკვეთის პირობებში. გარდა ამისა, ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთების მერყეობის შემცირება შესაძლებელია მომავლის მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციითაც (forward guidance), რაც გრძელვადიანი განაკვეთების ცვლილებას შესაძლებელს ხდის მოკლევადიანი განაკვეთის უფრო მცირე ზომის ცვლილებით (იხ. Woodford, 2002). ეს კი ასევე მიიღწევა ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის პირობებში, ვინაიდან სწორედ ამ რეჟიმის განუყოფელი ნაწილია ცენტრალური ბანკის გახსნილობისა და კომუნიკაციის ხარისხის ზრდა. უფრო მეტიც, მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის ეტაპობრივად ცვლა და მისი მერყეობის შემცირება ოპტიმალურია არამხოლოდ დედოლარიზაციის კონტექსტში, არამედ სხვა მრავალი მიზეზითაც (იხ. Sack and Wieland, 1999).

ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთების მერყეობის შემცირებას ხელს უწყობს ასევე გაცვლითი კურსის „ცურვის შიშის“ (fear of floating) დაძლევა, ვინაიდან ამ დროს მონეტარული პოლიტიკა საგარეო ფაქტორებისგან უფრო დამოუკიდებლად განსაზღვრავს ადგილობრივ საპროცენტო განაკვეთს და, შესაბამისად, მეტადაა შესაძლებელი ამ უკანასკნელის სტაბილურობა. (იხ. Frankel, Schmukler and Servén, 2002).

აქედან გამომდინარე, ინფლაციის თარგეთირება, რომლის ფარგლებშიც მტკიცდება ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა (ფისკალური მდგრადობის მოცემულობით), სტაბილურად მცირდება ინფლაციის მოლოდინები, ნარჩუნდება დაბალი და სტაბილური ინფლაცია საშუალოვადიან პერიოდში, მცირდება საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა და იზრდება

ცენტრალური ბანკის გახსნილობა და კომუნიკაცია (რაც ასევე ინფლაციისა და საპროცენტო განაკვეთების მერყეობის შემცირებას უწყობს ხელს), წარმოადგენს დოლარიზაციის შემცირების ერთ-ერთ ყველაზე ქმედით საშუალებას. ამის მრავალი ემპირიული მტკიცებულება არსებობს. მაგ. (იხ. Lin and Ye, 2013). ამდენად, ინფლაციის თარგეთირება დოლარიზაციის შემცირებისთვის აუცილებელი პირობაა. თუმცა, როგორც ქვემოთ განვიხილავთ, იგი სრულებითაც არაა საკმარისი.

## მცურავი (ორმხრივად მოქნილი) გაცვლითი კურსით

მცურავი გაცვლითი კურსი წარმოადგენს სრულყოფილი ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის განუყოფელ ნაწილს, ვინაიდან საგარეო შოკების დროს ფასებისა (და ხელფასების) სტაბილურობა ხშირად მოითხოვს გაცვლითი კურსის მოქნილობას (იხ. Mishkin, 2000 ან Hammond, 2012). შესაბამისად, მცურავი კურსის ის თვისებები, რომელიც დედოლარიზაციას ეხმარება, შესაძლოა, ასევე განვიხილოთ ინფლაციის თარგეთირების თვისებებადაც, თუმცა მეტი თვალსაჩინოებისთვის შეგვიძლია გაცვლით კურსთან დაკავშირებული საკითხები ცალკე გამოვყოთ.

მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი დედოლარიზაციას რამდენიმე გზით ეხმარება. პირველ რიგში იგი თანდათან ამცირებს გაცვლითი კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემას (pass-through), რაც ნიშნავს, რომ გაცვლითი კურსის მერყეობა აღარ ხდება ინფლაციის მერყეობის მიზეზი. ასეთ პირობებში ადგილობრივ ვალუტაში შუამავლობა უფრო მიმზიდველია რისკისადმი უარყოფითად განწყობილი (risk-averse) ეკონომიკური აგენტისთვის, ვინაიდან ადგილობრივი ვალუტის რეალური უკუგება (რომელიც ინფლაციაზეა დამოკიდებული) უფრო პროგნოზირებადი გამოდის, ვიდრე უცხოური ვალუტის რეალური უკუგება (რომელიც რეალურ გაცვლით კურსზეა დამოკიდებული). მეორე მხრივ, გაცვლითი კურსის მოქნილობის ეტაპობრივი ზრდის პირობებში თანდათან ქრება „ცურვის შიში“ (fear of floating). ხოლო ცურვის შიშის არარსებობის შემთხვევაში, ბაზარი უფრო ადეკვატურად აფასებს გაცვლითი კურსის რისკს, რაც უცხოურ ვალუტაში შუამავლობას მიმზიდველობას უკარგავს. და ბოლოს, თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსის მახასიათებელია ისიც, რომ თანაბრად შეიძლება მოხდეს როგორც



გაუფასურება, ასევე გამყარება. გაცვლითი კურსის ასეთი სიმეტრიულობა კი კიდევ უფრო ამყარებს იმ არგუმენტს, რომ უცხოურ ვალუტაში შუამავლობა რისკებთან და არაპროგნოზირებადობასთანაა დაკავშირებული (შესაძლოა მოვიგოთ, შესაძლოა წავაგოთ). საინტერესოა ამ მექანიზმების ცალ-ცალკე უფრო სიღრმისეულად განხილვაც.

## გაცვლითი კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემის (PASS-THROUGH) შემცირებით

ფასების სტაბილურობის პირობებში გაცვლითი კურსის მერყეობა რომ დოლარიზაციის შემცირების ერთ-ერთი ძირითადი საშუალებაა ეს მრავალსაერთაშორისო კვლევაშია აღნიშნული. ერთი შეხედვით ეს დასკვნა შესაძლოა არალოგიკურად მოგვეჩვენოს, ვინაიდან არაეკონომისტს შესაძლოა გაუკვირდეს, თუ როგორ შეიძლება გაიზარდოს ისეთი ადგილობრივი ვალუტის მიმზიდველობა, რომლის გაცვლითი კურსიც მერყეობს (ხან მყარდება, ხან უფასურდება). თუმცა, იმისათვის რომ დავინახოთ თუ რატომ უწყობს ხელს გაცვლითი კურსის მერყეობა დე-დოლარიზაციას, უნდა გავიხსენოთ, რომ ნებისმიერი ვალუტის მიმზიდველობას განსაზღვრავს მისი რეალური უკუგება - ანუ უკუგება გაზომილი საქონლისა და მომსახურების ერთეულებში. ხოლო თუკი ამ დასკვნას რეალური უკუგების კონტექსტში შევხედავთ, იგი სულაც არაა არალოგიკური, არამედ პირიქით.

კერძოდ, სტაბილურად დაბალი ინფლაცია ნიშნავს, რომ ადგილობრივ ვალუტას სტაბილურად ერთი და იმავე რაოდენობის პროდუქტების შექმნა შეუძლია, ხოლო მერყევი რეალური გაცვლითი კურსი ნიშნავს, რომ უცხოურ ვალუტას ხან მეტი პროდუქტის შექმნა შეუძლია, ხან ნაკლების. ასეთი მოცემულობის პირობებში ყველა ის ეკონომიკური აგენტი, ვისთვისაც პროგნოზირებადობა ცოტა მაინც მნიშვნელოვანია, ადგილობრივი ვალუტისკენ გადაიხრება და ეს ასე იქნება როგორც დამოკიდებულებისთვის, ასევე მსესხებლებისთვის (რადგან საქმე ეხება პროგნოზირებადობას, რაც სასურველია ორივესთვის). (იხ. Honohan and Shi, 2001).

მაგალითად, დავუშვათ, რომ გვაქვს 100 ლარი, ერთი ტიპური პროდუქტი ღირს 25 ლარი, ხოლო

გაცვლითი კურსი 2-ის ტოლია (1 დოლარი = 2 ლარს). ასევე დავუშვათ, რომ ფასები მოსალოდნელია, რომ სტაბილური იქნება (ანუ აღნიშნული პროდუქტი ისევ 25 ლარი ეღირება შემდეგ პერიოდშიც), ხოლო გაცვლითი კურსი არაპროგნოზირებადია და შეიძლება 1-მდე გამყარდეს, შეიძლება 3-მდე გაუფასურდეს შემდეგ პერიოდში. შედეგად ვღებულობთ, რომ თუ თანხას ლარებში შევინახავთ ვიცით, რომ დღეს თუ 100 ლარი 4 ცალ აღნიშნულ პროდუქტს ყიდულობს, შემდეგ პერიოდში ისევ 4 ცალს იყიდის. რა ხდება უცხოურ ვალუტაში თანხის შენახვის დროს? თუკი 100 ლარს გადავიყვანთ დღეს დოლარში და ამ 50 დოლარს შევინახავთ, შემდეგ პერიოდში კურსი ან 1 იქნება ან 3 და, შესაბამისად, ამ 50 დოლარით ან 2 ცალი პროდუქტის ყიდვა შეგვეძლება (თუკი ლარი გამყარდა), ან 6-ის (თუკი ლარი გაუფასურდა). ასეთ პირობებში თუკი ჩვენ გვინდა პროგნოზირებადობა, ცხადია ადგილობრივ ვალუტას მივანიჭებთ უპირატესობას, ვინაიდან ვიცით ადგილობრივი ვალუტა რამდენ პროდუქტს გვაყიდინებს მომავალში (ზემოთ მაგალითში, ზუსტად 4-ს), ხოლო უცხოური ვალუტის შემთხვევაში არ ვიცით, შეიძლება მეტი გვაყიდინოს, შეიძლება ნაკლები (ზემოთ მაგალითში, ან 2-ს ან 6-ს). სხვაგვარად რომ ვთქვათ, და როგორც ამას ქვემოთ განხილული არაერთი ემპირიული კვლევა ადასტურებს, სტაბილური ფასები და ორმხრივად მერყევი გაცვლითი კურსი დაკავშირებულია დოლარიზაციის შემცირებასთან. მაგ. (იხ. De Nicolo, Honohan and Ize, 2005), რომელიც ემპირიული კვლევის საფუძველზე ასკვნის, რომ ფაქტობრივი დოლარიზაციის მნიშვნელოვან ნაწილს სწორედ აღნიშნული გარემოება (minimum variance portfolio (MVP) approach) იწვევს.

მაგრამ ისეთ მცირე ზომის ღია ეკონომიკაში, როგორცაა საქართველო, როგორ შეიძლება მივაღწიო სტაბილურ ინფლაციას მერყევი გაცვლითი კურსის პირობებში? ამის (ნაწილობრივ) მიღწევა შესაძლებელია თუკი გაცვლითი კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემა (pass-through) იქნება დაბალი. მართლაც, მინიმალური ვარიაციის პორტფელის ზემოთ აღნიშნული მიდგომა სწორედ კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემის კოეფიციენტის პროპორციულია: რაც უფრო ნაკლებია კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემა, მით ნაკლებია პორტფელის დოლარიზაციის მოტივი. (იხ. Ize and Levy-Yeyati, 2005). მეორე მხრივ, იქიდან გამომდინარე, რომ ქართველი მომხმარებელი აქტიურად მოიხმარს იმპორტულ საქონელსა და მომსახურებას, კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემის ნულამდე შემცირება (ისევე როგორც დოლარიზაციის ნულამდე შემცირება)

შეუძლებელია. თუმცა ეს არ ნიშნავს, რომ საერთოდ მისი შემცირება შეუძლებელია. კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემის შემცირება ძირითადად შეიძლება გაცვლითი კურსის მეორე რიგის (second round) ეფექტების აღმოფხვრით.

გაცვლითი კურსის ცვლილების დროს მეორე რიგის ეფექტი ფასების საერთო დონეზე სახეზე გვაქვს მაშინ, როდესაც ინფლაცია იცვლება არამხოლოდ იმიტომ, რომ საზღვრამდე მოტანილი იმპორტული საქონლის ფასები შეიცვალა (ადგილობრივ ვალუტაში), არამედ იმიტომაც, რომ შეიცვალა ადგილობრივი წარმოების პროდუქტების ფასებიც, გადაზიდვის ხარჯებიც ან/და ხელფასებიც. (იხ. Carriere-Swallow, Gruss, Magud and Valencia, 2016).

აქედან გამომდინარე, კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემის შესამცირებლად ყურადღება უნდა გამახვილდეს არა იმპორტული საქონლის ფასების კონტროლზე, არამედ იმაზე, რომ გაცვლითმა კურსმა არ გამოიწვიოს მეორე რიგის ეფექტები. აღნიშნული მეორე რიგის ეფექტების შემცირება კი ძირითადად მონეტარულ პოლიტიკას შეუძლია რამდენიმე გზით. პირველ რიგში, წინა ქვეთავში განხილული თანმიმდევრული მონეტარული პოლიტიკა თავისთავად უწყობს ხელს გაცვლითი კურსის მეორე რიგის ეფექტების შემცირებას, ვინაიდან ეს მეორე რიგის ეფექტები სწორედ ინფლაციის მოლოდინების არასტაბილურობის შედეგია. შესაბამისად, სანდო, ინფლაციის მოლოდინებზე კონცენტრირებული მონეტარული პოლიტიკა დოლარიზაციის შემცირებას ამ გზითაც ეხმარება: ამცირებს გაცვლითი კურსის მეორე რიგის ეფექტებს. ემპირიული დასტურისთვის (იხ. Carriere-Swallow, Gruss, Magud and Valencia, 2016).

მეორე მხრივ, გაცვლითი კურსის მეორე რიგის ეფექტების შემცირება შესაძლებელია ასევე ისეთი პოლიტიკით, რომლის დროსაც კურსი იცვლება მხოლოდ (საგარეო და საშინაო) ფუნდამენტური ფაქტორების ცვლილების დროს. მაგალითად, როდესაც ადგილი აქვს კურსის გაუფასურებას მაშინ, როდესაც საგარეო მოთხოვნა მკვეთრად მცირდება, ეს არ იქნება ინფლაციური, ვინაიდან კურსიდან წამოსულ ინფლაციის წნეხს დიდწილად გააბათილებს შემცირებული მოთხოვნიდან წამოსული დეფლაციის წნეხი. განვითარებადი ქვეყნებისთვის კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემის შემცირების ძირითადი წყარო სწორედ ასეთი პოლიტიკა იყო. (ემპირიული დასტურისთვის) (იხ. Goldfajn and Werlang, 2000).

ასეთი მიდგომების შედეგად კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემის შემცირება კი გვაძლევს საშუალებას გაცვლითი კურსი იყოს ორმხრივად მერყევი ისე, რომ ინფლაცია იყოს სტაბილური. ეს არის დოლარიზაციის მინიმალური ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი საშუალება. (იხ. Levy-Yeyati, 2005). ამას მოწმობს მრავალი საერთაშორისო კვლევა. მაგ. (იხ. Bahmani-Oskooee and Domac, 2002 ან Edwards, 2006).

ამდენად, ინფლაციის თარგეთირების მიმზიდველობას დე-დოლარიზაციის კონტექსტში კიდევ უფრო ამყარებს ეს გარემოება, ვინაიდან, როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, სტაბილურად დაბალ ინფლაციასთან ერთად (მოკლევადიან პერიოდში) ორმხრივად მერყევი გაცვლითი კურსი არის სრულყოფილი ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის განუყოფელი ნაწილი. (იხ. Ize and Levy-Yeyati, 2001).

ეს რეჟიმი კი განსაკუთრებით მაშინ იძლევა სარგებელს, როდესაც მონეტარული პოლიტიკა გადადის გრძელვადიან (სტაციონარულ) ინფლაციის თარგეთზე (იხ. Mishkin and Schmidt-Hebbel, 2007). მაგალითად, როგორც სებ-ი გადავიდა 3%-იან გრძელვადიან თარგეთზე 2018 წლიდან. ამდენად, ამ რეჟიმის სარგებელი ყველაზე თვალსაჩინო სწორედ მომდევნო პერიოდებში უნდა იყოს.

## ცურვის შიშის (FEAR OF FLOATING) დაძლევა

ფინანსური დოლარიზაციის კიდევ ერთი გამოწვევი მიზეზია მორალური რისკის პრობლემა, რომელიც მუდავნდება გაცვლითი კურსის „ცურვის შიშის“ არსებობაში. ეს არის მორალური რისკის პრობლემა, ვინაიდან კერძო სექტორმა იცის, რომ სახელმწიფოს ეშინია გაცვლითი კურსის თავისუფლად მიშვების და, შესაბამისად, გაცვლითი კურსის რისკს თავის თავზე იღებს. ხოლო თუკი გაცვლითი კურსის რისკს მთავრობა იღებს თავის თავზე, მაშინ კერძო სექტორი აქტიურად დაიწყებს ისეთ საქმიანობას, რომელიც გაცვლითი კურსის რისკს შეიცავს. სწორედ ასეთი საქმიანობაა ფინანსური დოლარიზაცია. ასეთ პირობებში დოლარიზაცია მართლაც ლოგიკურია კერძო სექტორის მხრიდან, ვინაიდან ცურვის შიში ამცირებს გაცვლითი კურსის მერყეობას (რაც უცხოურ ვალუტას მიმზიდველობას სძენს), თუმცა ზრდის ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთის მერყეობას (რაც ადგილობრივ ვალუტას მიმზიდველობას უკარგავს). (იხ. Ize and Levy-Yeyati, 2005).





აქედან გამომდინარე მრავალი კვლევა ამხსნის „ცურვის შიშის“ დაძლევაზე ყურადღებას, თუკი გვსურს ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება. მაგ. (იხ. De Nicolo, Honohan and Ize, 2005 ან Calvo and Reinhart, 2000).

ამის მიღწევა კი შესაძლებელია მხოლოდ და მხოლოდ ისეთ ფინანსურ სექტორში, რომლის ზედამხედველობაც იმდენად კონსერვატიულად ხორციელდება, რომ გაცვლითი კურსის ცვლილება საშიში მართლაც არ იყოს. სწორედ ესაა ცურვის შიში დაძლევის მთავარი წინაპირობა. (იხ. Mishkin, 2000).

## გაცვლითი კურსის ცვლილების ცალმხრივობის (SKEWNESS) აღმოფხვრით - გაუფასურების რისკისა და გამყარების რისკის თანაბარი ზომით არსებობის ხელშეწყობით

ფინანსური დოლარიზაციის ერთ-ერთი მიზეზი, ფასების არასტაბილურობა, შესაძლებელია გამოწვეული იყოს ბევრი განვითარებადი ქვეყნისთვის ერთ-ერთი არცთუ იშვიათი მოვლენით: კერძოდ, გაცვლითი კურსის ასიმეტრიულობით. ასიმეტრიულობაში იგულისხმება, რომ მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გამტარებლები გაუფასურების წინხისას ნომინალურ გაცვლით კურსს გაუფასურების საშუალებას აძლევენ, თუმცა გამყარების წინხისას - არა. ასეთ პირობებში გაცვლითი კურსის პროგნოზი ასიმეტრიულია - ეკონომიკური აგენტებიც ფიქრობენ, რომ შესაძლოა მოხდეს გაუფასურება, მაგრამ არა გამყარება. (იხ. Ize and Levy-Yeyati, 2005).

ამის მიზეზი შესაძლოა იყოს არამართო ის, რომ გაუფასურების შეწინააღმდეგება უფრო ძნელია გამყარების შეწინააღმდეგებასთან შედარებით, არამედ ისიც, რომ გაუფასურება მთავრობებისთვის უფრო მიმზიდველია (ინფლაციის გადასახადის თვალსაზრისით) გამყარებასთან შედარებით. შედეგად, ამ ცალმხრივი (გაუფასურების) რისკის დასაკომპენსირებლად ეკონომიკური აგენტები ითხოვენ მაღალ საპროცენტო განაკვეთებს ადგი-

ლობრივ ვალუტაზე (ე.წ. peso problem), რაც აძვირებს ადგილობრივ ვალუტაში ფინანსურ საქმიანობას და უცხოურ ვალუტაში გადახრას უწყობს ხელს. (იხ. Hausmann, Gavin, Pages-Serra and Stein, 1999).

ამასთან, მაშინ როდესაც გაცვლითი კურსის ასიმეტრიულობა ძირითადად პრობლემას წარმოადგენს ხოლმე, ფიქსირებულ ან აქტიურად მართული გაცვლითი კურსის რეჟიმების პირობებში, ამ პრობლემამ შესაძლოა თავი იჩინოს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის დროსაც, თუკი ინტერვენციების პოლიტიკა საკმარისად აქტიური და ასიმეტრიულია. (იხ. Levy-Yeyati, 2005).

გემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, დოლარიზაციის შემცირების ერთ-ერთი ქმედითი საშუალება არის გაცვლითი კურსის ასიმეტრიულობის აღმოფხვა, რაც მოგვცემს იმას, რომ გაცვლით კურსს ექნება როგორც გაუფასურების რისკი, ასევე გამყარების რისკი. ეს კი მიიღწევა თავისუფლად მცურავი კურსის რეჟიმის პირობებში, რომლის დროსაც გაცვლით კურსს განსაზღვრავს ბაზარი და არა ხელისუფლება.

და ბოლოს, როდესაც ვსაუბრობთ, რომ გაცვლითი კურსი უნდა იყოს ორმხრივად მერყევი, აქ ცხადია არ იგულისხმება, რომ გაცვლითი კურსი გრძელვადიან პერიოდში არ უნდა იყოს სტაბილური. პირიქით გაცვლითი კურსის მოქნილობა (რაც მოკლევადიან პერიოდში ორმხრივ მერყეობას იწვევს) სწორედ იმას უწყობს ხელს, რომ მალევე მოხდეს შოკების ნეიტრალიზაცია და გაცვლითი კურსი საბოლოოდ გამოვიდეს სტაბილური. მეტიც, ინფლაციის სტაბილურობა თავისთავად გულისხმობს გაცვლითი კურსის გრძელვადიან სტაბილურობას. ამას მოწმობს ემპირიკაც. მაგ. (იხ. Carrera and Vulentin, 2003), რომელიც ასკვნის, რომ თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმს საბოლოოდ უფრო მეტი რეალური სტაბილურობა ახასიათებს ვიდრე მართვადი გაცვლითი კურსის რეჟიმებს.

შესაბამისად, მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის შემოღებით უარს არ ვამბობთ გაცვლითი კურსის გრძელვადიან სტაბილურობაზე, მაგრამ ამავდროულად ხელს ვუწყობთ მოკლევადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის მოქნილობას (ორმხრივ მერყეობას), რაც არაერთი გზით ამცირებს ფინანსურ დოლარიზაციას.

## გარეგანი ეფექტების (EXTERNALITIES) გამთვალისწინებელი პრუდენციული რეგულირებით

პრუდენციული რეგულირების დროს ფინანსურ სექტორში არსებული გარეგანი ეფექტების (externalities) მხედველობიდან გამომდინარე საკმაოდ საშიშია, ვინაიდან ამან, როგორც ამას გამოცდილება მოწმობს, საბოლოოდ შესაძლოა, ფინანსური კრიზისი გამოიწვიოს, რასაც განსაკუთრებული არაწრფივი ეფექტები აქვს ეკონომიკაზე. ამიტომ, მაკროპრუდენციული პოლიტიკა, რომელიც უკანასკნელი ფინანსური კრიზისის შემდგომ განსაკუთრებით აქტუალური თემა გახდა, შინა-არსობრივად სწორედ ფინანსური სექტორისთვის გარეგანი ეფექტების გათვალისწინების დავალებების იდეას ეფუძნება. კერძოდ, ვინაიდან ფინანსური სექტორის ქმედებებს აქვს მაკროეკონომიკური ეფექტები, პრუდენციულმა რეგულირებამ უნდა დაავალდებულოს ფინანსურ სექტორს მის გადაწყვეტილებებში ამ ეფექტების გათვალისწინება. პრუდენციული რეგულირების გარეშე, ფინანსურ სექტორში მოღვაწე რაციონალური აგენტი ამ რისკს მთლიანად არ გაითვალისწინებს (ვინაიდან მთლიან ფასს თვითონ არ იხდის). ანუ პრუდენციული რეგულირების გარეშე, ადგილი ექნება ზედმეტი რისკების აღებას (ზედმეტ ლევერიჯს), ვინაიდან ამ რისკის ფასს ნაწილობრივ დანარჩენი ეკონომიკა იხდის და არა თავად ფინანსური სექტორი მართლ. ამ საკითხის კარგი მიმოხილვისთვის (იხ. Korinek and Simsek, 2014 ან Turner, 2016).

ანალოგიურად, უცხოური ვალუტით შუამავლობას ახასიათებს მნიშვნელოვანი უარყოფითი გარეგანი ეფექტები და, შესაბამისად, პრუდენციულმა რეგულირებამ მისი გათვალისწინება უნდა დაავალდებულოს ფინანსურ ბაზარს. წინააღმდეგ შემთხვევაში მივიღებთ გაცვლითი კურსის ზედმეტი რისკების აღებას, ანუ ზედმეტ ფინანსურ დოლარიზაციას. (იხ. Castillo, Vega, Serrano and Burga, 2016).

ამასთან, ასეთი ტიპის გარეგანი ეფექტები მით უფრო ძლიერია, რაც უფრო მაღალია თავად დოლარიზაცია და, ამდენად, მაღალი დოლარიზაციის პირობებში პრუდენციული რეგულირება კიდევ უფრო მნიშვნელოვანი ხდება. (იხ. Fernandez-Arias, 2005).

ამდენად, ვინაიდან ფინანსური დოლარიზაციით წარმოშობილი ლიკვიდობის რისკი და გაცვლითი

კურსის მიერ საკრედიტო რისკი წარმოადგენენ სისტემურ საფრთხეებს, მათი გათვალისწინება ცალკეული ფინანსური ინსტიტუტის დონეზე ვერ მოხდება, არამედ უნდა მოხდეს ფინანსური რეგულატორის მიერ. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ვინაიდან დოლარიზაცია წარმოშობს სისტემურ რისკს, ხოლო ამ რისკის ფასს დანარჩენი ეკონომიკაც იხდის, ამიტომ საჭირო ხდება პრუდენციული რეგულირებით ამ გარეგანი ეფექტის აღმოფხვრა. შესაბამისად, პრუდენციული რეგულირების მიერ უცხოური ვალუტით შუამავლობის გაძვირება ამ შემთხვევაში უსამართლო ნამდვილად არ არის, პირიქით, ამით ხდება უარყოფითი გარეგანი ეფექტის ინტერნალიზაცია (აღმოფხვრა) და უცხოური და ადგილობრივი ვალუტების თანაბარ პირობებში ჩაყენება (leveling playing field). (იხ. ასევე Ize and Levy-Yeyati, 2005).

პრუდენციული რეგულირებით კი ფინანსური დოლარიზაციის მიერ წარმოშობილი უარყოფითი გარეგანი ეფექტების გათვალისწინება (ინტერნალიზაცია) შესაძლოა, მოხდეს როგორც დეპოზიტების, ასევე სესხების მხარეს არსებული მაკროპრუდენციული მოთხოვნებით. მიუხედავად იმისა, რომ ორივე მხარეს არსებული მოთხოვნები საბოლოოდ უცხოური ვალუტით შუამავლობის სპრედებზე ახდენს გავლენას და, ამდენად, ურთიერთდამოკიდებულია, სიცხადისთვის მაინც განვიხილოთ თითოეული მხარე ცალ-ცალკე. (იხ. Fernandez-Arias, 2005).

## უცხოური ვალუტის სესხებზე უფრო მაკრო მითხოვნების არსებობით

სესხების მხარეს, უცხოურ ვალუტაში შუამავლობით გამოწვეული რისკების გათვალისწინების ხელშეწყობა შეიძლება მრავალი გზით. ერთ-ერთი ფართოდ გავრცელებული მეთოდი არის უცხოური ვალუტის სესხებზე უფრო მაღალი რისკის წონების არსებობა, რაც საბოლოოდ კომერციული ბანკისთვის ბრძის უცხოური ვალუტის სესხის გაცემის ხარჯს. ამის დანიშნულება კი, როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, არის ის, რომ უცხოური ვალუტის სესხის ფასში გათვალისწინებული იყოს სისტემური რისკებიც, რასაც ცალკეული რაციონალური აგენტები პრუდენციული რეგულირების გარეშე თავისთავად არ გაითვალისწინებდნენ. როგორც აღვნიშნეთ, ასეთ



პირობებში უცხოური ვალუტის სესხების გაძვირება პრუდენციული რეგულირებით სამართლიანია და უცხოური და ადგილობრივი ვალუტების თანაბარ პირობებში ჩაყენებას უწყობს წელს. ამ ლოგიკას კარგად ხსნის არაერთი საერთაშორისო ნაშრომი. (მაგ. იხ. Honohan and Shi, 2001, The World Bank, 2004 ან Benes, Kumhof and Laxton, 2014).

ამასთან, გარეგანი ეფექტების გათვალისწინების დავალდებულება შესაძლოა მოხდეს როგორც რისკის წონების საშუალებით (რაც გადასახადის მსგავსი ინსტრუმენტია), ასევე უფრო მარტივი ლიმიტებით, რაც კურსის რისკის გაუთვალისწინებლობიდან მომდინარე სესხების დოლარიზაციას შეზღუდავს. (იხ. Levy-Yeyati, 2005 ან Ize and Levy-Yeyati, 2005).

კურსიდან მომდინარე საკრედიტო რისკის შემცველი სესხების შეზღუდვაზე ამახვილებს ყურადღებას Luca and Petrova (2008)-ც, როგორც დოლარიზაციის შემცირების ერთ-ერთ საშუალებაზე, ვინაიდან ამ დროს ვახდენთ უარყოფითი გარეგანი ეფექტების ინტერნალიზაციას და თავიდან ვიცილებთ ზედმეტ ლევერიჯს უცხოურ ვალუტაში.

პრუდენციული რეგულირებით დოლარიზაციის შემცირების ხელშეწყობა ოპტიმალურია ასევე ცენტრალური ბანკის მიერ სწორი პოლიტიკის გატარების ხელშეწყობისთვისაც. კერძოდ, როდესაც დოლარიზაცია ზედმეტად მაღალია, ეს ცენტრალურ ბანკს ხელ-ფეხს უკრავს და ამით არ აძლევს საშუალებას საზოგადოებრივი კეთილდღეობისთვის ოპტიმალური (welfare-maximizing) პოლიტიკა გაატაროს. დოლარიზაციის გამო ცენტრალური ბანკი იძულებულია ოპტიმალური პოლიტიკიდან ნაწილობრივ გადაუხვიოს და ამ დროს ბაზარი ზუსტად ვერ ხვდება არაოპტიმალური პოლიტიკა ცენტრალურმა ბანკმა დოლარიზაციის გამო გაატარა თუ დოლარიზაციის გარეშე არაოპტიმალურად მოიქცეოდა (ანუ, ტექნიკურად, არსებობს ორი წონასწორობა). შედეგად, უცხოური ვალუტის სესხების ნაწილობრივ შეზღუდვით, ცენტრალურ ბანკს საშუალება ეძლევა დაანახოს ბაზარს, რომ იგი ოპტიმალური პოლიტიკის გატარების მომხრეა. ამ ლოგიკის კარგი ანალიზისთვის (იხ. Cowan and Do, 2008).

ასეთი ტიპის მაკროპრუდენციული შეზღუდვები არაერთი ქვეყნის მიერ გამოიყენება, რისი მიზანიც, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, არის უცხოური ვალუტით ფინანსურ შუამავლობაში გარეგანი ეფექტების ინტერნალიზაცია (ანუ უცხოური ვალუტით

შუამავლობის გაძვირება სამართლიან დონემდე). ამასთან, ასეთი ტიპის პრუდენციული რეგულაცია უნდა ეხებოდეს არამარტო ადგილობრივ სესხებს, არამედ საგარეო სესხებსაც, ვინაიდან კურსის რისკს ორივე შემთხვევაში აქვს ადგილი. (იხ. Ize and Levy-Yeyati, 2005 ან Catao and Terrones, 2016).

ეს კი საბოლოოდ მოგვცემს იმას, რომ თავიდან ავირიდებთ (გაცვლითი კურსის) ზედმეტი რისკების აღებას (ანუ უცხოური ვალუტის სესხებს) და შესაძლო ფინანსურ კრიზისს. იმ ემპირიული მტკიცებულებისთვის, რომ ასეთი ტიპის პრუდენციული რეგულირება მართლაც მნიშვნელოვნად ამცირებს ფინანსურ დოლარიზაციას იხ. De Nicolo, Honohan and Ize (2005) ან Kokenyne, Ley and Veyrune (2010).

## უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე უფრო მკაცრი მოთხოვნების არსებობით

გარდა სესხების მხარისა, გაცვლითი კურსის რისკის სათანადო გათვალისწინების ხელშეწყობა შეიძლება დეპოზიტების მხარესაც. როგორც წინა სტატიაში განვიხილეთ, უცხოური ვალუტის დეპოზიტები ხშირად უარყოფითი გარეგანი ეფექტების წყაროა (იხ. მხატრიმვილი, 2017) და ამდენად ლოგიკურია მათზე უფრო კონსერვატიული მოთხოვნების არსებობა. მაგ. იხ. Broda and Levy-Yeyati (2003) ან Levy-Yeyati (2005). ამის გაკეთების ყველაზე გავრცელებული სახეობა კი არის უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე უფრო მაღალი მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების დაწესება. უარყოფითი გარეგანი ეფექტების პირობებში ასეთი მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნები, როგორც განვიხილეთ, ლოგიკური და სამართლიანია.

ამასთან, გარდა დეპოზიტების დოლარიზაციის ზედმეტი ზრდის თავიდან აცილებისა, უცხოურ ვალუტაზე უფრო მაღალი მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნები შესაძლოა გამოყენებულ იქნას სესხების დოლარიზაციის შესამცირებლადაც - მაგ. კონკრეტული კომერციული ბანკისთვის უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნის ცვლილებით, იმის მიხედვით თუ რამდენად დოლარიზებული აქვს ამ ბანკს სესხები. ეს გარდა იმისა, რომ თეორიულად გამართლებულია უარყოფითი გარეგანი ეფექტების ინტერნალიზაციის კონტექსტში, ასევე შედეგიანი გამოდგა პრაქტიკაშიც. ეს მიდგომა განხილულია Castillo, Vega, Serrano and Burga (2016)-ში.

## კოორდინაციის პრობლემების არსებობის შემთხვევაში რეგულირების მექანიზმებით კოორდინაციის ხელშეწყობით

ზემოთ განხილულ უარყოფით გარეგან ეფექტებთან ერთად, არსებობს დოლარიზაციის კიდევ ერთი თვისება, რომელიც ასევე ამართლებს რეგულირების მექანიზმების გამოყენებას დოლარიზაციის შემცირების მიზნით. ეს თვისება გულისხმობს იმას, რომ საკმარისად მაღალი დოლარიზაციის დროს ადგილი აქვს კოორდინაციის პრობლემებს. კერძოდ, ცალკეული ეკონომიკური სუბიექტის გადმოსახედიდან, როდესაც დანარჩენი ეკონომიკა დოლარიზებულია, ამ სუბიექტისთვისაც დოლარიზება გამოდის ოპტიმალური, მიუხედავად იმისა, რომ შესაძლოა ყველასთვის უმჯობესი იყოს, თუკი ვინმე მათ კოორდინირებას გაუწევს და ყველას ერთად ადგილობრივ ვალუტაზე გადმოიყვანს. რეგულირების მექანიზმები კი შესაძლოა იყოს ასეთი კოორდინაციის წყარო.

ასეთი ტიპის კოორდინაციის პრობლემები ბევრ სიტუაციაში შეიძლება მოხდეს. უფრო ზოგადი და მარტივი მაგალითისთვის დავუშვათ, რომ დღესდღეობით მოსახლეობის უმეტეს ნაწილს ჰყავს მარცხენასაჯიანი ავტომანქანა, თუმცა, სახელმწიფო შეზღუდვების არარსებობის პირობებში, გარკვეული თავდაპირველი მიზეზების გამო მოძრაობა ჩამოყალიბდა მარცხენა ზოლში (რაც მარცხენასაჯიანი ავტომანქანის მძღოლისთვის შედარებით მოუხერხებელია). ასეთ პირობებში თითოეული მძღოლი რომც ხვდებოდეს რომ ყველასთვის უკეთესი იქნება, თუკი მოძრაობა მარჯვნივ გადავა, დამოუკიდებლად ცალკე აღებული ვერც ერთი მძღოლი მაინც ვერ გაბედავს, რომ თავად დაიწყოს მარჯვენა ზოლში მოძრაობა, მაშინ როდესაც დანარჩენები ჯერ კიდევ მარცხენა ზოლში მოძრაობენ. ასეთ სიტუაციაში, თუკი ვინმე კოორდინაციას გაუწევს მძღოლებს და ყველას ერთდროულად გადაიყვანს მარჯვენა ზოლში მოძრაობაზე, მაშინ ყველა იხიერებს. რეალურად, ასეთი კანონი მართლაც არსებობს ქვეყნების აბსოლუტურ უმრავლესობაში, სადაც კანონი განსაზღვრავს თუ რომელ მხარეს უნდა იმოძრაონ ავტომანქანებმა. შესაბამისად, ასეთი კანონი სრულებითაც არ არის ადამიანის თავისუფლების შეზღუდვა, არამედ იგი კოორდინაციის პრობლემას არბილებს და ამით საშუალოდ ყველა ხიერობს.

ანალოგიურად, როდესაც ეკონომიკაში სუბიექტების ძირითად ნაწილს შემოსავლები აქვს ადგილობრივ ვალუტაში, თუმცა თავდაპირველი მიზეზების გამო ტრანზაქციები ხდება უცხოური ვალუტით, ასეთ პირობებში შესაძლოა ცალკე აღებულ უმეტეს სუბიექტს ერჩივნოს ტრანზაქციების ადგილობრივი ვალუტით განხორციელება (ვინაიდან შემოსავლებიც ადგილობრივ ვალუტაში აქვთ), თუმცა მაინც იყენებდეს იმ უცხოურ ვალუტას, რომელიც აქამდე ფართოდ იყო დამკვიდრებული მთელს დანარჩენ სუბიექტებს შორის. ხოლო ვინაიდან უმეტესობას სურს ადგილობრივ ვალუტაზე გადასვლა, მაგრამ უჭირს ყველა დანარჩენი სუბიექტის კოორდინაცია, ამ დროს საჯარო პოლიტიკამ შესაძლოა ხელი შეუწყოს კოორდინაციას და, შედეგად, ოპტიმალურ წონასწორობას. ამ ლოგიკას არაერთი კვლევა ხსნის დეტალურად. მაგ. (იხ. Levina and Zamulin, 2006, Uribe, 1997, Honohan and Shi, 2001 ან Duffy, Nikitin and-Smith, 2006).

სხვაგვარად რომ ვთქვათ, მთელი სისტემისთვის დე-დოლარიზება მისაღები და ოპტიმალურიც რომ იყოს, თუკი ეკონომიკაში აქამდე უცხოური ვალუტა გამოიყენებოდა, მაშინ ცალკე აღებული ერთი ეკონომიკური სუბიექტი არ გადავა დამოუკიდებლად ადგილობრივ ვალუტაზე, თუკი დანარჩენი ეკონომიკაც არ წამოყვება. ხოლო მაშინ როდესაც ეკონომიკაში საკმარისად ბევრი ეკონომიკური სუბიექტია, მაშინ ყველას ერთდროულად მოქმედება ნაკლებ სავარაუდოა, თუკი საჯარო პოლიტიკა არ იქნება კოორდინაციის წყარო. ასეთი ტიპის კოორდინაციის მნიშვნელობისა და გარკვეული ემპირიული დასტურისთვის (იხ. Oomes, 2003. ან Vallev, 2009).

აღნიშნული ლოგიკიდან გამომდინარე, დე-დოლარიზაციის პოლიტიკა ხშირად მოიცავდა სხვადასხვა ქვეყანაში ისეთ რეგულაციებს, რომლებიც ადგილობრივ ვალუტაში ფასდადებას ავალდებულებს ისეთ სექტორებს, რომლებშიც მოთხოვნას ძირითადად ადგილობრივი ვალუტის შემოსავლების მქონე სუბიექტები წარმოქმნიან. მაგალითად, ზემოთ განხილული ლოგიკიდან გამომდინარე, უძრავი ქონების ადგილობრივ ვალუტაში ფასდადების კანონით დავალდებულება შესაძლოა, განვიხილოთ კოორდინაციის ხელშეწყობად, რომელიც პასუხობს დოლარიზაციის ჰისტერეზისის (hysteresis) პრობლემას. მაგ. პერუს წარმატებული შემთხვევისთვის იხ. Carcia-Escribano (2010).



ხოლო უფრო ზოგადი მიმოხილვისთვის, სადაც მრავალი ქვეყნის დე-დოლარიზაციის პოლიტიკაა შეჯამებული და ნაჩვენებია, რომ ადგილობრივ ვალუტაში ფასდადების დავალდებულება შედეგიანი იყო იხ. Kokenyne, Ley and Veyrune (2010).

## ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების განვითარებით

როგორც დასაწყისში განვიხილეთ, ფინანსური დოლარიზაციის სამი ძირითადი მიზეზიდან ერთ-ერთი არის ადგილობრივი ვალუტის ფინანსური ბაზრების არარსებობა ან თამაშის წესების გაუმართაობა (institutional failure). ამდენად, წინა ქვეთავში განხილული პრუდენციული რეგულირების პარალელურად აუცილებელია ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების განვითარება, რათა უცხოური ვალუტის ინსტრუმენტების ხარჯის ზრდის კვალდაკვალ ჩამანაცვლებლად გაჩნდეს ადგილობრივი ვალუტის ინსტრუმენტები. ამ მიდგომას ლიტერატურაში „სტაფილოს და ჯობის“ (carrot and stick) მიდგომას უწოდებენ. (იხ. Yilmaz, 2005).

ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების განვითარებაში კი იგულისხმება ადგილობრივი ვალუტის ლიკვიდობის მართვის სიმართივე, ადგილობრივი ვალუტის ფასიანი ქაღალდებისა და შემოსავლიანობის მრუდის არსებობა, ისევე როგორც გაცვლითი კურსის რისკის ჰეჯირების ინსტრუმენტების შემოღება. (იხ. Naceur, Hosny and Hadjian, 2015).

ასეთი ტიპის ინსტრუმენტების განვითარების დახმარებით დე-დოლარიზაციას წარმატებით მიაღწია არაერთმა ქვეყანამ (იხ. Leiderman, Maino and Parrado, 2006) ამდენად საინტერესოა ამ ნაბიჯების უფრო დეტალურად განხილვა.

## ადგილობრივი ვალუტის ლიკვიდობის მართვის გამართივებით

ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის განვითარების პირველი ნაბიჯი არის ადგილობრივი ვალუტის ფულადი ბაზრის განვითარება. ფულადი ბაზრისთვის ლიკვიდობის მიწოდება მოთხოვნისამებრ საშუალებას აძლევს ცენტრალურ ბანკს საპროცენტო განაკვეთები მართოს. ამით ადგილობრივი ვალუტის

საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა მცირდება და, შედეგად, როგორც ეს ინფლაციის თარგეთირების ქვეთავში განვიხილეთ, ხელი ეწყობა დოლარიზაციის შემცირებას. თუმცა შესაძლოა, რომ ადგილობრივი ვალუტის განაკვეთები იყოს სტაბილური, მაგრამ სესხებისა და დეპოზიტების განაკვეთებს შორის სხვაობა (სპრედი) იყოს მაღალი, რაც, ცხადია, ასევე აფერხებს დოლარიზაციის შემცირებას, ვინაიდან ადგილობრივი ვალუტის სესხიც (მაღალი განაკვეთის გამო) და დეპოზიტიც (დაბალი განაკვეთის გამო) უფრო ნაკლებად მიმზიდველი გამოდის. ამ პრობლემის აღმოფხვრა შეიძლება ცენტრალური ბანკიდან ადგილობრივი ვალუტის ლიკვიდობის მიღების გამართივებით. ეს შეამცირებს ადგილობრივი ვალუტის ლიკვიდობის მართვის ხარჯებს და, ამდენად, ადგილობრივი ვალუტის სესხებისა და დეპოზიტების განაკვეთებს შორის სხვაობას. ეს უკანასკნელი კი არამართ დოლარიზაციის შემცირებას ეხმარება, არამედ ასევე გაცვლითი კურსის შოკებზე რეაქტიულ პასუხს წარმოადგენს. (იხ. Aghion, Bacchetta and Banerjee, 2004).

ეს დასკვნა პირდაპირ წინააღმდეგობაშია სების მიმართ გამოთქმულ შენიშვნებთან, როდესაც ზოგი ეკონომისტი ითხოვდა რეფინანსირების სესხების მოცულობის შეზღუდვას. სინამდვილეში, სწორედ გაცვლითი კურსის შოკების დროს, თუკი მონეტარული პოლიტიკა გასამკაცრებელია, სჯობს, რომ რეფინანსირების სესხების აღება ბოლომდე გამართივდეს და ამავდროულად გაიზარდოს პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთი. ამ დროს სესხის განაკვეთი უფრო ნაკლებად გაიზრდება, ვიდრე დეპოზიტის განაკვეთი, ვინაიდან ლიკვიდობის ხარჯები ნაკლები იქნება (ეს კი ერთ-ერთი ხარჯია, რაც დეპოზიტის განაკვეთს ემატება საბოლოოდ სესხის განაკვეთის მისაღებად). მცირედით გაზრდილი სესხის განაკვეთი ეკონომიკას დიდად არ შეზღუდავს, ხოლო უფრო მეტად გაზრდილი დეპოზიტის განაკვეთი კაპიტალის გადინებას შეუშლის ხელს. ამდენად, ლიკვიდობის მართვის ხარჯების შემცირება მრავალმხრივ სასურველია. (იხ. Kokenyne, Ley and Veyrune, 2010).

ამასთან, თუკი ადგილობრივი ვალუტის მოკლევადიანი განაკვეთები არ იქნა სტაბილური, ფინანსურ ბაზარს არ ექნება ის საყრდენი, რომ გრძელვადიანი განაკვეთები დაბალ და სტაბილურ დონეზე შეინარჩუნოს. ეს კი ადგილობრივი ვალუტის სესხს მიმზიდველობას დაუკარგავს. (იხ. Armas and Grippa, 2005).

ლიკვიდობის მართვის გამარტივებასთან ერთად, რაც კერძო სექტორს უბიძგებს ადგილობრივი ვალუტით შუამავლობისკენ, აღსანიშნავია, რომ საჯარო სექტორს თავისი ინსტრუმენტების გამოყენებითაც შეუძლია დოლარიზაციის შემცირების ხელშეწყობა. ეს შესაძლოა მოხდეს ცენტრალური ბანკის ორი ტიპის რეპო ოპერაციებით: (1) რომელიც ხელს უწყობს არსებული უცხოური ვალუტის სესხების ადგილობრივში დაკონვერტირებას; და (2) რომელიც ხელს უწყობს ახალი ადგილობრივი ვალუტის სესხებისთვის საჭირო რესურსების მიწოდებას კერძო სექტორისთვის ცენტრალური ბანკის მიერ (უფრო გრძელვადიანი რეფინანსირების სესხები). ასეთი ოპერაციები სხვა ქვეყნებსაც გამოუყენებიათ, მაგ. პერუს, რომელმაც ბოლო პერიოდში წარმატებულად გაიარა დე-დოლარიზაციის ძირითადი გზა. (იხ. Castillo, Vega, Serrano and Burga, 2016). თუმცა ცენტრალური ბანკიდან მიღებული ლიკვიდობით სესხების ზრდა რაოდენობრივი შერბილების (QE) პოლიტიკის მსგავსია. ამდენად, მათი გამოყენება უსასრულოდ შეუძლებელია.

ადგილობრივი ვალუტის ლიკვიდობას ხელს უწყობს ასევე საპენსიო რეფორმაც, რაც ადგილობრივი ვალუტის გრძელვადიან რესურსებს აჩენს. (იხ. Ize and Levy-Yeyati, 2005).

ამ ყოველივეს შედეგად ვლენულობთ იმას, რომ ადგილობრივი ვალუტის ლიკვიდობა ადვილი სამართავი ხდება და ამდენად მასში შუამავლობა უფრო მიმზიდველი გამოდის, რაც თავისთავად დროთა განმავლობაში დოლარიზაციის შემცირებაში გამოვლინდება.

## ადგილობრივი ვალუტის ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ხელშეწყობით

ადგილობრივი ვალუტის ფასიანი ქაღალდების გარეშე კაპიტალის გარკვეული გადინება გარდაუვალია (ან, უფრო სწორად, შემოდინება შეუძლებელი), ვინაიდან უბრალოდ ადგილობრივი ვალუტის ფინანსური აქტივების ქონის შესაძლებლობა არ იქნება. კაპიტალის გადინებამ კი შესაძლოა მიიღოს როგორც ქვეყნის საზღვრების დატოვების ფორმა, ასევე ქვეყნის შიგნით უცხოურ ვალუტაში გადასვლის ფორმა. ორივე შემთხვევაში შედეგია

მაღალი დოლარიზაცია - პირველში საგარეო (external), ხოლო მეორეში შიდა (internal), თუნდაც ფასების სტაბილურობის პირობებში.

ამ პრობლემის ნაწილობრივ გადაჭრის ერთ-ერთი გზა არის საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ ბაზრის განვითარების ხელშეწყობის მიზნით ადგილობრივი ვალუტის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება, რათა მოზიდული სახსრები თავად იმ განვითარებად ქვეყნებს ასესხონ. (იხ. Levy-Yeyati, 2005).

ამ პროცესის ხელშეწყობა შეიძლება ასევე ადგილობრივი ვალუტის მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვების დაწყებით, რაც, ერთი მხრივ, ასეთი ინსტრუმენტის ბაზარს შექმნის, ხოლო მეორე მხრივ თავად მთავრობის საბალანსო უწყისის დე-დოლარიზაციას შეუწყობს ხელს. (იხ. Kokenyne, Ley and Veyrune, 2010).

გარდა ამისა, მთავრობის მიერ ადგილობრივი ვალუტის ფასიანი ქაღალდების სხვადასხვა ვადიანობით (რაც შეიძლება ხანგრძლივი ვადიანობის ჩათვლით) გამოშვება წინაპირობაა იმისთვის, რომ შეიქმნას შემოსავლიანობის მრუდი. (იხ. Kokenyne, Ley and Veyrune, 2010 ან Garcia-Escribano, 2010).

შედეგად, შემოსავლიანობის მრუდის განვითარება, ახალი ფასიანი ქაღალდების ფასდადების გამარტივების გზით, ხელს უწყობს, რომ მთავრობასთან ერთად კერძო სექტორმაც დაიწყო ადგილობრივი ვალუტის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება (იხ, როგორც ეს უკვე დაიწყო საქართველოში). (იხ. Armas and Gripa, 2005).

გარდა საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების, მთავრობისა და შემოსავლიანობის მრუდისა, ადგილობრივი ვალუტის ფასიანი ქაღალდების განვითარებას ეხმარება საპენსიო ფონდების არსებობაც, რომლებიც გრძელვადიან ადგილობრივი ვალუტის აქტივებზე წარმოქმნიან მოთხოვნას. (იხ. Kokenyne, Ley and Veyrune, 2010).

## ინფლაციაზე ინდექსირებული ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ხელშეწყობით

ზემოთ განხილული ფიქსირებულ განაკვეთიანი ფასიანი ქაღალდების მსგავსად, ინფლაციაზე



ინდექსირებული ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაც ხელს შეუწყობს დე-დოლარიზაციას იმ მარტივი მიზეზის გამო, რომ უცხოურ ვალუტაზე გადასვლა ხშირად ინფლაციის რისკის გამო ხდება ხოლმე. ხოლო თუკი ადგილობრივი ვალუტის ფასიანი ქაღალდი დაცული იქნება ინფლაციისგან (ანუ იქნება ინდექსირებული ინფლაციაზე), მაშინ იგი გააქრობს ინფლაციის რისკის გამო უცხოურ ვალუტაზე გადასვლის მოტივს. მართალია, როდესაც ეკონომიკური სუბიექტი უცხოურ ვალუტაზე გადადის ამით ინფლაციის რისკისგან თავის დასაცავად რეალური გაცვლითი კურსის რისკს იტვირთავს, თუმცა ხშირად ისინი ინფლაციის რისკს უფრო მკვეთრად აღიქვამენ და ამიტომ გადადიან უცხოურ ვალუტაზე. ამიტომ ინფლაციაზე ინდექსირებული ბონდები დე-დოლარიზაციისთვის დიდი ალბათობით სასარგებლო იქნება, ვინაიდან იგი ამ მხრივ აჯობებს უცხოურ ვალუტაში დაბანდებას, რომელიც კურსის რისკს შეიცავს, მაშინ როცა ინფლაციაზე ინდექსირებული ბონდი არც ინფლაციის რისკს შეიცავს და არც კურსისას. (იხ. Fernandez-Arias, 2005) სხვაგვარად რომ ვთქვათ, ის, რომ ეკონომიკური აგენტები ინფლაციის რისკს უფრო მკვეთრად აღიქვამენ, ვიდრე რეალური გაცვლითი კურსის რისკს, იმაზე მიუთითებს, რომ ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის მიმართ სრული ნდობა არ აქვთ. ასეთ პირობებში ბონდების ინფლაციაზე ინდექსირება შეამცირებს მთავრობის ინფლაციისადმი მიდრეკილებას და, ამდენად, მონეტარულ პოლიტიკას უფრო სანდოს გახდის, რაც დე-დოლარიზაციას ამ გზითაც დაეხმარება. (იხ. Ize and Levy-Yeyati, 2005). ამ გზით დე-დოლარიზაციის წარმატებულად ხელშეწყობა სხვა ქვეყნების შემთხვევებშიც ყოფილა (მაგ. ისრაელი). (იხ. Alvarez-Plata and Garcia-Herrero, 2008 ან Fernandez-Arias, 2005).

მიუხედავად მისი მნიშვნელობისა დე-დოლარიზაციისთვის, მისი წამოწყება გარკვეულ პრობლემებთანაა დაკავშირებული, რაც გადაჭრას მოითხოვს. ერთ-ერთი პრობლემაა ის, რომ ინფლაციის საზომი (სტატისტიკა) შესაძლოა არ იყოს სანდო ბაზრის მონაწილეების თვალში. ამასთან, რთულია დასაწყისში საკმარისი ლიკვიდურობის უზრუნველყოფა. (იხ. Fernandez-Arias, 2005).

კიდევ ერთი პრობლემა ისაა, რომ ინფლაციაზე ინდექსირება შესაძლოა გაგრძელდეს ინფლაციის რისკების აღმოფხვრის შემდეგაც. ამან კი შესაძლოა ინფლაციის კონტროლი გაართულოს ინფლაციის ინერციის („უკან-მხედველობის“ – backward-looking-

ness) გაძლიერებით და მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის შესუსტებით. (იხ. Kokenyne, Ley and Veyrune, 2010).

ინფლაციის საზომის მიმართ სანდოობისთვის აუცილებელია სტატისტიკის სამსახურის დამოუკიდებლობის ჩამოყალიბება და ბაზრის მონაწილეებისთვის ამის კარგად ჩვენება. საწყის ეტაპზე ლიკვიდურობის ხელშეწყობა შესაძლოა გრძელვადიანი ინვესტიციების ჩართვით, როგორცაა საპენსიო ფონდები, რომელთაც ბუნებრივად აქვთ ინფლაციისგან დაცული გრძელვადიანი აქტივების მოთხოვნილება. (იხ. Fernandez-Arias, 2005).

## გაცვლითი კურსის დაზღვევის ინსტრუმენტების განვითარებით

როდესაც გაცვლითი კურსის რისკის დაზღვევის ინსტრუმენტები არ არსებობს, მაშინ კურსის რისკის ოპტიმალური გადანაწილება რთულდება. მაგალითად, ექსპორტიორს ეშინია კურსის გამყარების, იმპორტიორს კი გაუფასურების. ამ დროს თუკი ეს ორი შეთანხმდება, რომ კურსის გამყარების დროს იმპორტიორი გადაუხდის ექსპორტიორს გარკვეულ თანხას (ვინაიდან გამყარებისას იმპორტიორი ხეირობს), ხოლო გაუფასურების დროს პირიქით - ექსპორტიორი გადაუხდის იმპორტიორს (ვინაიდან გაუფასურებისას ექსპორტიორი ხეირობს), მაშინ ორივე მხარე მშვიდად იქნება, ანუ გაცვლით კურსზე ფიქრი აღარ მოუწევს. ამის საშუალებას იძლევა სწორედ კურსის რისკის დაზღვევის ინსტრუმენტები, რომელთა არარსებობაც ფინანსური დოლარიზაციის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მიზეზია. (იხ. Naceur, Hosny and Hadjian, 2015).

ასეთი ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარების პირობებში კურსის რისკების ადეკვატური გადანაწილება ხელს შეუწყობს „კურვის შიშის“ დაძლევას, რაც დოლარიზაციის შემცირების წინაპირობაა. (იხ. Leiderman, Maino and Parrado, 2006).

ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარებას ხშირად ხელს უწყობს გაცვლითი კურსის მოქნილობა - როდესაც მოქნილია კურსი, ეკონომიკური აგენტებისთვის თვალსაჩინო ხდება, რომ კურსის დაზღვევა მნიშვნელოვანია. (იხ. Luca and Petrova, 2008).

გარდა ამისა, ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვი-

თარებას ხელს შეუწყობს ასევე პრუდენციული რეგულირებაც, რომელიც ბანკებს დაავალდებულებს, რომ მათი მსესხებლები გაცვლითი კურსის რისკისგან, გარკვეულ დონეზე მაინც, იყვნენ დაზღვეულნი. ამ მიმართულებით ისრაელის და სხვა ქვეყნების გამოცდილებისთვის იხ. Galindo and Leiderman (2005).

## სტრუქტურული რეფორმებით (მიწოდების მხარე)

ზემოთ განხილულ სამ მთავარ მიმართულებასთან ერთად, დე-დოლარიზაციის კიდევ ერთი ხელშეწყობი მიმართულება არის ისეთი სტრუქტურული რეფორმების გატარება, რომელიც ქვეყნის რისკიანობას ამცირებს. ქვეყნის დაბალი რისკის პრემიის პირობებში კაპიტალის ქვეყნის გარეთ გადინების მოტივები მცირდება. ხოლო ვინაიდან კაპიტალის ქვეყნის გარეთ გადინება იწვევს გარე (external) დოლარიზაციის ზრდას, გამოდის, რომ რისკის პრემიის შემცირება შეამცირებს დოლარიზაციას. (იხ. Fernandez-Arias, 2005).

ამდენად, დე-დოლარიზაციისთვის მნიშვნელოვანია ასევე ქვეყნის რისკიანობის მთავარი წყაროების განხილვა და მათი შესაბამისი პოლიტიკის გატარება.

## მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირებით

საქართველოსთვის რისკიანობის ერთ-ერთი მთავარი წყარო საკმაოდ დიდი მოცულობის საგარეო ვალია, რომლის დაგროვებაც მიმდინარე ანგარიშის მაღალი დეფიციტებით ხდება. მაღალი საგარეო ვალის პირობებში ქვეყანას უფრო მეტად აქვს ის რისკი, რომ რაიმე მოულოდნელი უარყოფითი საგარეო შოკის პირობებში იგი საგარეო ვალის გასტუმრებას ვეღარ შეძლებს. ამიტომ ინვესტორები ითხოვენ მაღალი რისკის პრემიას. ცხადია, ამას ადასტურებს ემპირიკა. (იხ. Ben Salem and Castelletti Font, 2016).

სხვაგვარად რომ ვთქვათ, საკმაოდ მაღალი საგარეო ვალის პირობებში შესაძლოა, რომ რაიმე უარყოფითმა მოვლენამ გამოიწვიოს ბაზრის მოლოდინების გადახედვა და საგარეო დაფინანსების შეწყვეტა (sudden stop), მაშინ როდესაც იგივე მოვლენას შეიძლება დიდი გავლენა არც ჰქონოდა მცირე მოცულობის საგარეო ვალის პირობებში.

საგარეო დაფინანსების შეწყვეტის შესაძლებლობა კი განსაკუთრებით საშიშია დოლარიზებული ქვეყნებისთვის. (იხ. Fernandez-Arias, 2005).

ამდენად საგარეო ვალის შემცირების მიზნით, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირება ქვეყნის რისკის პრემიის შემცირებისთვის საკმაოდ მნიშვნელოვანია. თუმცა, პირველ რიგში, აღსანიშნავია, რომ მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტთან (ანუ ექსპორტთან შედარებით იმპორტის სიჭარბესთან) ბრძოლა არ გულისხმობს აუცილებლად იმპორტის ადმინისტრაციულად შეზღუდვას. მეტიც, იმპორტის ხელოვნურად შეზღუდვა აფერხებს კონკურენციას და, შედეგად, პროდუქტიულობის ზრდას. არადა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირების ყველაზე კარგი საშუალება სწორედ პროდუქტიულობის ზრდაა. იმპორტის ხელოვნურად შეზღუდვასა და პროდუქტიულობის ხელშეშლას შორის ემპირიული კავშირისთვის იხ. Dougherty and Yahmed (2017).

საგარეო ვაჭრობაში გახსნილობის ზრდა დაეხმარება როგორც პროდუქტიულობის ზრდას (რაც მიმდინარე ანგარიშისთვის მნიშვნელოვანია) ასევე ვალუტათა შეუსაბამობის (currency mismatch) პრობლემის შერბილებას. (იხ. Carranza, Cayi and Galdon-Sanchez, 2003).

თუ უფრო ზოგადად განვიხილავთ, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირების ხელშეწყობა არაერთი მიმართულებით შეიძლება, მათ შორის რეფორმებით მიწოდების მხარეს (როგორც საწარმოო ფაქტორების პროდუქტიულობის ზრდა, ასევე დაზოგვისადმი მიდრეკილების ზრდა). ეს თემა საკმაოდ ვრცელია და მისი დეტალურად განხილვა ამ სტატიის მიზანი არაა. საქართველოს შემთხვევაში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირების გზების უფრო დეტალური მიმოხილვისთვის იხ. მხატრი-შვილი, მდივნიშვილი და ლიქოკელი (2016) და იქ განხილული საერთაშორისო ლიტერატურა.

## ინსტიტუტების ხარისხის ზრდით – პოლიტიკური სტაბილურობით

მაშინ როდესაც საერთაშორისო სარეიტინგო სააგენტოები, საქართველოს რისკიანობის კუთხით, მაღალ დოლარიზაციასა და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს განიხილავენ მთავარ რისკ-ფაქტორებად,





ვფიქრობ, ცხადია, რომ პოლიტიკური სტაბილურობა და ინსტიტუტების ხარისხი უთქმელად მოიაზრება მათი შეფასების საფუძვლად. ამდენად, პოლიტიკური სტაბილურობა ქვეყნის რისკის პრემიის შემცირებით დაეხმარება დოლარიზაციის შემცირებას. ამასთან, ინსტიტუტების ხარისხის ზრდა, გარდა რისკის პრემიის შემცირებისა, დე-დოლარიზაციის ხელშეწყობი იქნება უფრო პირდაპირად, კერძოდ, კურსის ცურვის შიშის დაძლევის ხელშეწყობით. (იხ. Levy-Yeyati, 2005 ან Ize and Levy-Yeyati, 2005).

ინსტიტუტების ხარისხის გავლენა ფინანსურ დოლარიზაციაზე ცხადად იკვეთება ემპირიულ კვლევებშიც. მაგ. De Nicolo, Honohan and Ize (2005) ემპირიულად ასკვნის, რომ ინსტიტუტების ხარისხის ერთი სტანდარტული გადახრის ზომით გაუმჯობესება ამცირებს დოლარიზაციას დაახლოებით 10 პროცენტული პუნქტით. აღნიშნულ კვლევაში ინსტიტუტების ხარისხის გაუმჯობესებაში მოიაზრება საკუთრების უფლებების დაცვა, აღრიცხვის სტანდარტების გაუმჯობესება, პოლიტიკური სტაბილურობა, მთავრობის ეფექტიანობა და ბაზრის თავისუფლება. (იხ. De Nicolo, Honohan and Ize, 2005).

## ეკონომიკის ზომის ზრდით

ბოლოს, საინტერესოა ასევე დოლარიზაციასთან დაკავშირებული კიდევ ერთი საკითხი. კერძოდ, თუ რამდენად შეუწყობს ხელს ეკონომიკის ზომის ზრდა დოლარიზაციის შემცირებას. როგორც ემპირიული კვლევები გვიჩვენებს ეკონომიკის ზომა დაკავშირებულია საგარეო ვალდებულებების დოლარიზაციასთან, რომელსაც ეკონომიკურ ლიტერატურაში ხშირად „პირველქმნილი ცოდვის“ (original sin) სახელით მოიხსენიებენ. კერძოდ, ეკონომიკის მცირე ზომა უცხოელი ინვესტორებისთვის (მათ ზომასთან შედარებით) დაკავშირებულია ტრანზაქციის მაღალ ხარჯებთან, ლიკვიდობის მეტ რისკთან და ა.შ. ეს ყოველივე კი გვაძლევს იმას, რომ უცხოელი ინვესტორებისგან საგარეო ვალის აღებისას უპირატესობა ენიჭება უფრო ლიკვიდურ უცხოურ ვალუტას. ეს კი, თავის მხრივ, ნიშნავს საგარეო ვალდებულებების უფრო მაღალ დოლარიზაციას - (იხ. Eichengreen and Hausmann, 2003).

ამდენად, ეკონომიკის ზომის ზრდა დაეხმარება ქვეყანას, რომ დანარჩენი მსოფლიოსგან ვალი

თანდათან საკუთარი ვალუტით აიღოს, რაც გარე (external) დოლარიზაციის შემცირებას ნიშნავს. თუმცა, როგორც ემპირიული კვლევები ადასტურებს, ეკონომიკის ზრდა ყოველთვის ვერ ეხმარება ქვეყანას ქვეყნის შიდა დოლარიზაციის შემცირებაში, თუკი მას თან არ ახლავს ზემოთ განხილული სამი ძირითადი მიმართულება - ფასების სტაბილურობა, პრუდენციული რეგულირება და კაპიტალის ბაზრების განვითარება. (იხ. Ize and Levy-Yeyati, 2005).

ეს საკითხი ხშირად არასწორად აღიქმება საქართველოში. კერძოდ, არაერთი ეკონომისტი (ისევე როგორც არაეკონომისტი) საქართველოში ფიქრობს, რომ მაღალი ეკონომიკური ზრდა ცალსახად და ყოველთვის იწვევს ადგილობრივ ფინანსურ სისტემაში დოლარიზაციის შემცირებას. მეტიც, ზოგჯერ გამოთქმულა მოსაზრება, რომ ეკონომიკური ზრდა ერთადერთი და საკმარისი პირობაა ადგილობრივი ფინანსური სისტემის დე-დოლარიზაციისთვის. არადა ამ მოსაზრებას ეწინააღმდეგება საერთაშორისო თეორიული და ემპირიული კვლევების სრული უმრავლესობა (რომელთა დიდი ნაწილიც ამ სტატიაშია განხილული). თეორიულად, სწრაფმა ეკონომიკურმა ზრდამ შესაძლოა გამოიწვიოს როგორც დოლარიზაციის ზრდა, ასევე შემცირება. სწრაფმა ეკონომიკურმა ზრდამ შეიძლება გაზარდოს (შეამციროს) დოლარიზაცია, თუკი უცხოური ვალუტის სესხები უფრო ელასტიურია (ნაკლებად ელასტიურია) ეროვნული შემოსავლების მიმართ. მეორე მხრივ, თუკი სწრაფი ეკონომიკური ზრდა გამოიწვევს უცხოური კაპიტალის შემოსვლას, მაშინ შესაძლოა დეპოზიტების დოლარიზაციაზე შემცირების წნეხი იყოს, თუმცა სესხების დოლარიზაციაზე, პირიქით, ზრდის წნეხი იქნება. ამდენად, ამ ვითარებას დოლარიზაციის შემცირებას ვერ დავარქმევთ. მაღალი ეკონომიკური ზრდა რომ ავტომატურად შიდა დოლარიზაციის შემცირებას არ იწვევს, ამას მოწმობს ემპირიული კვლევებიც. (იხ. Catao and Terrones, 2016).

ვფიქრობ, ეს ემპირიული მიგნება უცხო არც უნდა იყოს, ვინაიდან არ მსმენია ერთი ქვეყანაც, სადაც ფასების სტაბილურობა, პრუდენციული რეგულირება და კაპიტალის ბაზრების განვითარება ცუდ ფორმაში იყო, მაგრამ მაინც მნიშვნელოვნად შეუმცირდათ ფინანსური დოლარიზაცია მხოლოდ იმიტომ, რომ ეკონომიკის ზრდის ტემპი ჰქონდათ შედარებით მაღალი. ასევე არ მსმენია არცერთი ქვეყანა, სადაც ფასების სტაბილურობა, პრუდენციული რეგულირება

და კაპიტალის ბაზრების განვითარება კარგ ფორმაში იყო, მაგრამ მაინც მნიშვნელოვნად გაეზარდათ ფინანსური დოლარიზაცია მხოლოდ იმიტომ, რომ ეკონომიკის ზრდის ტემპი ჰქონდათ დაბალი. ეს რომ ასე ყოფილიყო, დღეს უამრავი ქვეყანა იქნებოდა უკვე ძალზედ დოლარიზებული.

ამ კონცეფციას, რომ თითქოს ყოველი ეკონომიკური ზრდა თავისთავად შიდა დოლარიზაციის პრობლემას აგვარებს, სავარაუდოდ საფუძვლად ძირითადად ის უდევს, რომ საქართველომ 2004-2008 წლებში მაღალი ეკონომიკური ზრდა და შიდა დოლარიზაციის შემცირება ერთდროულად აჩვენა. ეკონომიკური ზრდასა და შიდა დოლარიზაციას შორის ეს კორელაცია კი საბოლოოდ, ზოგი ეკონომისტის თვალში, მიზეზ-შედეგობრივ კავშირად წარმოჩნდა. რეალურად კი, ამ კორელაციას შესაძლოა მარტივი ახსნა ჰქონდეს (მესამე ფაქტორი). კერძოდ, 2004-2008 წლებში საქართველოში ადგილი ჰქონდა ინსტიტუტების ხარისხის მნიშვნელოვან ზრდას, რამაც, როგორც ეს ზემოთ განვიხილეთ, გამოიწვია შიდა დოლარიზაციის შემცირება, თუმცა მან ამავედროულად გამოიწვია ეკონომიკური ზრდაც. ამდენად, მესამე ფაქტორმა, რომელიც დანარჩენ ორს იწვევს, წარმოშვა ამ დანარჩენ ორს შორის კორელაცია, რაც არ არის აუცილებელი მიზეზ-შედეგობრივ კავშირად აღვიქვათ. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, თუკი ეკონომიკური ზრდა არის იმის ასახვა, რომ ინსტიტუტებისადმი ნდობა იზრდება, მაშინ ამავედროულად დოლარიზაციის შემცირებასაც დავინახავთ, თუმცა სხვა შემთხვევაში ეკონომიკური ზრდა ავტომატურად ადგილობრივი ფინანსური სისტემის დოლარიზაციის შემცირების წყარო ვერ იქნება.

ამდენად, თუკი საქართველოს ეკონომიკის ზომა გაიზრდება ისე, რომ მცირე ზომასთან დაკავშირებული საკითხები (ტრანზაქციის ხარჯები, ლიკვიდობის რისკები და სხვა) აღარ იქნება დიდი პრობლემა, ეს საგარეო ვალდებულებების დოლარიზაციის (Original sin) შემცირებას ნამდვილად დაეხმარება. თუმცა

არ უნდა გვეგონოს, რომ ეკონომიკის ზრდა შიდა დოლარიზაციის ყველა პრობლემასაც მოაგვარებს, არამედ ამ უკანასკნელისთვის ძირითადად საჭიროა ზემოთ განხილულ მიმართულებებზე (მაკრო სტაბილურობაზე, პრუდენციულ რეგულირებაზე, კაპიტალის ბაზრებზე და ქვეყნის რისკის პრემიის შემცირებაზე) კონცენტრირება, როგორც ამას მრავალი საერთაშორისო კვლევა გვიჩვენებს.

## დასკვნა

მაღალი ფინანსური დოლარიზაციის მრავალი პრობლემიდან გამომდინარე, სრულიად ლოგიკურია იმის განხილვა, თუ როგორ შეიძლება მისი შემცირება - ანუ დე-დოლარიზაცია. ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება კი შესაძლებელია მხოლოდ იმიზეზების აღმოფხვრით, რაც იწვევს მის ზრდას ან მაღალ ნიშნულზე შენარჩუნებას. ფართოდ რომ შევხედოთ, ლიტერატურაში განხილულია ფინანსური დოლარიზაციის სამი ძირითადი მიზეზი. ესენია მაკროეკონომიკური არასტაბილურობა, არასათანადო პრუდენციული რეგულირება და ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების განუვითარებლობა. ქვეყნის მაღალი რისკიანობა (სახელმწიფო ინსტიტუტების სისუსტე), რომელიც ამ სამივესთან კავშირშია, ასევე დოლარიზაციის დამატებითი გამომწვევია. ამდენად ამ მიმართულებების გასაუმჯობესებლად გადადგმული ნაბიჯები თავისთავად დოლარიზაციის შემცირებასაც გამოიწვევს დროთა განმავლობაში. უფრო კონკრეტული ნაბიჯები, რომელთა გადადგმაც გამართლებულია მრავალი საერთაშორისო თეორიული და ემპირიული კვლევებით, განხილულია სტატიის ძირითად ტექსტში, მათ შორის ინფლაციის თარგეთირება ორმხრივად მოქნილი გაცვლითი კურსის პირობებში, უცხოური ვალუტით შუამავლობაზე უფრო მკაცრი რეგულაცია და ადგილობრივი ვალუტის ფასიანი ქალაქებისა და კურსის რისკის ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარება.



## ბიბლიოგრაფია

- (1) Aghion, P., Bacchetta, P., & Banerjee, A. (2004). A corporate balance-sheet approach to currency crises. *Journal of Economic theory*, 119(1), 6-30.
- (2) Alvarez-Plata, P., & García-Herrero, A. (2008). To dollarize or de-dollarize: consequences for monetary policy (No. 842). *DIW Discussion Papers*.
- (3) Armas, A., & Grippa, F. (2005). Targeting Inflation in a Dollarized Economy: The Peruvian Experience (No. 538). Working Paper, Inter-American Development Bank, Research Department.
- (4) Bahmani-Oskooee, M., & Domac, I. (2003). On the link between dollarisation and inflation: Evidence from Turkey. *Comparative Economic Studies*, 45(3), 306-328.
- (5) Batini, N., Levine, P., & Pearlman, J. (2008). Optimal Exchange Rate Stabilization in a Dollarized Economy with Inflation Targets (No. 2008-004). Banco Central de Reserva del Perú.
- (6) Ben Yahmed, S., & Dougherty, S. (2017). Domestic regulation, import penetration and firm-level productivity growth. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 26(4), 385-409.
- (7) Benes, J., Kumhof, M., & Laxton, D. (2014). Financial Crises in DSGE Models; Selected Applications of MAPMOD (No. 14/56). International Monetary Fund.
- (8) Bernanke, B. S. (2010, May). Central bank independence, transparency, and accountability. In *Speech at the Institute for Monetary and Economic Studies International Conference, Bank of Japan, Tokyo, Japan, May (Vol. 25)*.
- (9) Brown, M., De Haas, R., & Sokolov, V. (2013). Regional Inflation and Financial Dollarization (No. 2013-073). Tilburg University, Center for Economic Research.
- (10) Calvo, G. A., & Reinhart, C. M. (2000). Fear of Floating (No. w7993). National Bureau of Economic Research.
- (11) Carranza, L. J., Cayo, J. M., & Galdón-Sánchez, J. E. (2003). Exchange rate volatility and economic performance in Peru: a firm level analysis. *Emerging Markets Review*, 4(4), 472-496.
- (12) Carrera, J., & Vuletin, G. (2003). The effects of exchange rate regimes on real exchange rate volatility. A dynamic panel data approach. University of La Plata and University of Maryland.
- (13) Carrière-Swallow, Y., Gruss, B., Magud, N. E., & Valencia, F. (2016). Monetary Policy Credibility and Exchange Rate Pass-Through (No. 16/240). International Monetary Fund.
- (14) Castillo, P., Vega, H., Serrano, E., & Burga, C. (2016). De-dollarization of credit in Peru: the role of unconventional monetary policy tools (No. 2016-002). Banco Central de Reserva del Perú.
- (15) Catao, L., & Terrones, M. (2016). Financial De-Dollarization; A Global Perspective and the Peruvian Experience (No. 16/97). International Monetary Fund.
- (16) Christiano, L. J. (2015). Comment on " Networks and the Macroeconomy: An Empirical Exploration". *NBER Chapters*.
- (17) Clarida, R., Gali, J., & Gertler, M. (2000). Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory. *The Quarterly journal of economics*, 115(1), 147-180.
- (18) Cowan, K., & Do, Q. T. (2008). Financial Dollarization and Central Bank Credibility. *The World Bank*
- (19) Davig, T., & Leeper, E. M. (2007). Generalizing the Taylor principle. *The American Economic Review*, 97(3), 607-635.
- (20) De Nicoló, G., Honohan, P., & Ize, A. (2005). Dollarization of bank deposits: Causes and consequences. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), 1697-1727.
- (21) Duffy, J., Nikitin, M., & Smith, R. T. (2006). Dollarization traps. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(8), 2073-2097.
- (22) Edwards, S. (2006). The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited (No. w12163). National Bureau of Economic Research.
- (23) Eichengreen, B., & Hausmann, R. (1999). Exchange rates and financial fragility (No. w7418). National bureau of economic research.
- (24) Eichengreen, B., Hausmann, R., & Panizza, U. (2003). The pain of original sin. Other people's money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies, 1-49.
- (25) Fernández-Arias, E. (2005). Financial Dollarization and Dedollarization. Inter-American Development Bank.
- (26) Frankel, J. A., Schmukler, S. L., & Servén, L. (2002). Global Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime (No. 8828). National Bureau of Economic Research, Inc.
- (27) Galindo, A., & Leiderman, L. (2005). Living with Dollarization and the Route to Dedollarization (No. 526). Working Paper, Inter-American Development Bank, Research Department.
- (28) García-Escribano, M. M. (2010). Peru: Drivers of de-dollarization (No. 10-169). International Monetary Fund.

- (29) Goldfajn, I., & Werlang, S. (2000). The Pass-through from Depreciation to Inflation: A Panel Study (No. 5). Central Bank of Brazil, Research Department.
- (30) Hammond, G. (2012). State of the art of inflation targeting. Centre for Central Banking Studies, Bank of England.
- (31) Hausmann, R., Gavin, M., & Stein, E. H. (1999). Financial Turmoil and Choice of Exchange Rate Regime (No. 400). Working Paper, Inter-American Development Bank, Office of the Chief Economist.
- (32) Honohan, P., & Shi, A. (2001). Deposit dollarization and the financial sector in emerging economies (No. 2748). The World Bank.
- (33) Ize, A., & Levy-Yeyati, E. (2003). Financial dollarization. *Journal of International Economics*, 59(2), 323-347.
- (34) Kokenyne, A., Ley, J., & Veyrune, R. (2010). Dedollarization (No. 10/188). International Monetary Fund.
- (35) Korinek, M. A., & Simsek, A. (2014). Liquidity Trap and Excessive Leverage (No. 14-129). International Monetary Fund.
- (36) Leiderman, L., Maino, R., & Parrado, E. (2006). Inflation Targeting in Dollarized Economies (EPub) (No. 6-157). International Monetary Fund.
- (37) Levina, I., & Zamulin, O. (2006). Foreign currency pricing. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(3), 679-696.
- (38) Levy Yeyati, E. (2005). Financial Dollarisation: Evaluating The Consequences. Universidad Torcuato Di Tella.
- (39) Levy-Yeyati, E., & Broda, C. (2003). Endogenous Deposit Dollarization. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, (160).
- (40) Levy Yeyati, E., & Ize, A. (2005). Financial De-Dollarization: Is it for Real? (No. 5-187). International Monetary Fund.
- (41) Lin, S., & Ye, H. (2013). Does inflation targeting help reduce financial dollarization?. *Journal of Money, Credit and Banking*, 45(7), 1253-1274.
- (42) Luca, A., & Petrova, I. (2008). What drives credit dollarization in transition economies?. *Journal of Banking & Finance*, 32(5), 858-869.
- (43) Mishkin, F. S. (2000). Inflation targeting in emerging market countries (No. w7618). National Bureau of Economic Research.
- (44) Mishkin, F. S., & Schmidt-Hebbel, K. (2007). Does inflation targeting make a difference? (No. w12876). National Bureau of Economic Research.
- (45) Naceur, S. B., Hosny, A., & Hadjian, G. (2015). How to De-Dollarize Financial Systems in the Caucasus and Central Asia? (No. 15-203). International Monetary Fund.
- (46) Oomes, N. (2003). Network externalities and dollarization hysteresis: The case of Russia (No. 3-96). International Monetary Fund.
- (47) Sack, B. P., & Wieland, V. W. (1999). Interest-rate smoothing and optimal monetary policy: a review of recent empirical evidence (No. 1999-39). Board of Governors of the Federal Reserve System (US).
- (48) Salem, M. B., & Castelletti-Font, B. (2016). Which combination of fiscal and external imbalances to determine the long-run dynamics of sovereign bond yields?. Banque de France.
- (49) The World Bank. (2004). Deposit Dollarization: What's Happening, What Can Be Done? (No. 92)
- (50) Turner, P. (2016). Macroprudential policies, the long-term interest rate and the exchange rate (No. 588). Bank for International Settlements.
- (51) Uribe, M. (1997). Hysteresis in a simple model of currency substitution. *Journal of Monetary Economics*, 40(1), 185-202.
- (52) Valev, N. T. (2010). The hysteresis of currency substitution: Currency risk vs. network externalities. *Journal of International Money and Finance*, 29(2), 224-235.
- (53) Woodford, M. (1996). Control of the Public Debt: A Requirement for Price Stability? (No. w5684). National Bureau of Economic Research.
- (54) Woodford, M. (2001). The Taylor rule and optimal monetary policy. *The American Economic Review*, 91(2), 232-237.
- (55) Woodford, M. (2003). Optimal interest-rate smoothing. *The Review of Economic Studies*, 70(4), 861-886.
- (56) Yilmaz, G. (2005). Financial dollarization,(de) dollarization and the Turkish experience (No. 2005/6). Discussion Paper, Turkish Economic Association.
- (57) მხატრიშვილი, შ. (2017). დე-დოლარიზაცია: რატომ? ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე 5(1). 71-83.
- (58) მხატრიშვილი, შ., მდივნიშვილი, თ. და ლიქოკელი, ა. (2016). გაცვლითი კურსი და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი. ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე 4(2). 67-83
- (59) სოფრომაძე, თ. (2018). დე-დოლარიზაციის საერთაშორისო გამოცდილება. ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე 5(1).



# კავშირგაბმულობის დარგის გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე – შეფასება ლეონტიევის „ნედლეული-გამოშვების“ (IO) მოდელის მიხედვით

## შესავალი

კავშირგაბმულობა მსოფლიო ქვეყნების ეკონომიკაში მნიშვნელოვან როლს თამაშობს. დარგის ზრდის ტემპი განსაკუთრებით მაღალია განვითარებად ქვეყნებში, სადაც მისი პოტენციური გამოყენებული არ არის. გამონაკლისს არც საქართველო წარმოადგენს<sup>1</sup>, თუმცა მას გააჩნია განსაკუთრებული მახასიათებლები, რომლებიც მას მეზობელი ქვეყნებისგან გამოარჩევს.

საქართველოში კავშირგაბმულობის ბაზრის ლიბერალიზაცია 1998 წელს განხორციელდა და ამ მხრივ საქართველო მოწინავეა პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში (ესტონეთის, ლიეტუვასა და ლატვიის შემდეგ). საქართველოში ტელეკომუნიკაციის სექტორის ლიბერალიზაციის რეფორმები სომხეთსა და რუსეთთან შედარებით - 9 წლით, ხოლო აზერბაიჯანთან შედარებით 11 წლით ადრე გატარდა. პირველი სატელეკომუნიკაციო კომპანიები, რომლებიც დღემდე არსებობენ, 1996 წელს დაარსდა (ჯეოსელი და მაგთიკომი). 2000 წლის დასაწყისში კავშირგაბმულობა და ფოსტა საქართველოს მშპ-ს მხოლოდ 4.2 პროცენტს შეადგენდა, რაც გამოწვეული იყო არასაკმარისი ინვესტიციებით. 2007 წელს ბაზარზე მესამე მსხვილი კომპანია შემოდის - მობიტელი,

რომელიც ცნობილია მისი ბრენდით, სახელად „ბილანი“. დარგში მნიშვნელოვანი ცვლილებები განხორციელდა 2010-იანი წლების დასაწყისში. ამ პერიოდში ბაზარზე შემოვიდა კიდევ ერთი ახალი კომპანია - „სილქნეტი“, რომელმაც 6 წლის შემდგომ, 2018 წლის 1 ნოემბერს, საქართველოს ისტორიაში უმსხვილესი გარიგება დადო და კომპანია „ჯეოსელი“ 153 მილიონ დოლარად შეისყიდა.

მიუხედავად მსხვილ მოთამაშეთა მცირერიცხოვნობისა, კავშირგაბმულობა ერთ-ერთ ყველაზე მზარდ სექტორად რჩება, 2017 წლის პირველ ნახევარში სექტორი 8.2 პროცენტით გაიზარდა. ტრანსპორტისა და კავშირგაბმულობის სექტორი მოცულობითი პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებითაც გამოირჩევა. საქსტატის 2018 წლის მონაცემებით, დარგი პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების პროცენტული სიდიდით მეორე ადგილზეა. მთლიანი ინვესტიციების 16.9% სწორედ ეკონომიკის აღნიშნულ სექტორზე მოდის. 2014 წლიდან 2017 წლის ჩათვლით სექტორში ჯამურად 2,2 მილიარდ აშშ დოლარზე მეტის ინვესტირება განხორციელდა, რაც მთლიანი პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მიახლოებით მესამედს უდრის. ეს რიცხვი საკმაოდ მაღალია, თუ გავითვალისწინებთ კავშირგაბმულობის სექტორის ზომას, რომელმაც 2017 წლის მესამე კვარტალში ნომინალური მშპ-ს მხოლოდ 10.7 პროცენტი შეადგინა.

1. საქართველოს სტატისტიკის სამსახურის (საქსტატი) მონაცემებით, უკანასკნელი 10 წლის განმავლობაში ამ სფეროს საშუალო წლიური ზრდის ტემპი 5% იყო.



დარგისადმი ინვესტორთა ასეთი ინტერესი სექტორში მოღვაწე კომპანიების მხრიდან მეტ აქტივობას განაპირობებს, რაც გულისხმობს არა მხოლოდ მოწყობილობების შექმნაზე გაწეულ ყოველწლიურ დანახარჯებს, არამედ დარგში დასაქმებულთა რიცხვსაც ზრდის<sup>2</sup>. იმ ადამიანთა რაოდენობის ზრდა, რომლებიც შემოსავალს ტრანსპორტისა და კავშირგაბმულობის სფეროდან იღებენ, მთლიანი მოთხოვნის ზრდას განაპირობებს. საბოლოო ჯამში, ამ სექტორში დახარჯული ყოველი ლარი დამატებით მოთხოვნას წარმოშობს სხვა სექტორებშიც და იმავედროულად, შემოსავლის კიდევ ერთ წყაროს ქმნის სხვაგან დასაქმებული ადამიანებისთვის. ამრიგად, იქმნება კავშირთა უწყვეტი ჯაჭვი, რომლის საბოლოო შედეგის წინასწარ განჭვრეტა რთულია, თუმცა შეფასება – შესაძლებელია.

ამ ნაშრომის ძირითადი მიზანი იმ მულტიპლიკატორული ეფექტების შეფასებაა, რაც ეკონომიკაში წარმოიშობა კავშირგაბმულობის სფეროს ზრდასთან ერთად. მულტიპლიკატორთა შეფასებისთვის გამოყენებული იქნება ლეონტიევის მიერ შემუშავებული მოდელი, რომელიც საშუალებას იძლევა, „ნედლეული-გამოშვების“ მატრიცის წყალობით განისაზღვროს, რამდენად დიდი ცვლილება შეიძლება გამოიწვიოს მთლიან ეკონომიკაში ერთი კონკრეტული დარგის მახასიათებლების შეცვლამ.

## ლიტერატურა

გარკვეული სექტორის სხვა სექტორებთან ურთიერთკავშირის წარმოსადგენად ლეონტიევის „ნედლეული-გამოშვების“ (Input-Output, შემდგომში IO) მოდელის გამოყენება ყველაზე მარტივი და ეფექტური საშუალებაა. ეს მოდელი, სტანდარტულად, აგებულია რამდენიმე ცხრილის მიხედვით, რომლებშიც სხვადასხვა საქმიანობისა თუ პროდუქტებს შორის რიცხობრივი დამოკიდებულება ასახულია. მსგავსი დამოკიდებულება იმ წრფივ ფუნქციათა ერთობლიობის მეშვეობით შეიძლება იყოს აღწერილი, რომლებიც თითოეული წარმოებული პროდუქტისა თუ სერვისის დანახარჯისა და გამოშვების ბალანსს ასახავენ (Eurostat 2008). ბალანსში იგულისხმება სააღრიცხვო კოეფიციენტი,

რომელიც მიიღება ამა თუ იმ პროდუქტისთვის ან სექტორისთვის გამოყენებული რესურსების ჯამური ფასის გაყოფით გამოშვებული პროდუქტის საბოლოო ფასზე (Lequiller, and Blades (2014)). დანახარჯების-გამოშვების მოდელის გამოყენებისთვის აუცილებელია დავუშვათ, რომ ზემოაღნიშნული სააღრიცხვო კოეფიციენტები არ იცვლება (Malinvaud, 1973).

ვასილი ლეონტიევმა მსგავსი მოდელი მეოცე საუკუნის დასაწყისში შექმნა, რათა ძირფესვიანად შეესწავლა ამერიკის შეერთებული შტატების ეკონომიკური სტრუქტურა. მისი მოდელი განიხილავს მხოლოდ მოთხოვნის მხარეს, და ემყარება დაშვებებს, რომ რესურსები არ არის ამოწურვადი და ბაზარი სრულიად კონკურენტუნარიანია. გამომდინარე იქიდან, რომ მოდელი არ არის დაფუძნებული მიკროეკონომიკურ, ჩაკეტილ და უცვლელ სტრუქტურაზე, ჩნდება არაერთი შეზღუდვა. ერთ-ერთი მათგანია მიწოდების სრული ელასტიურობა: მიწოდებული რესურსების რაოდენობა ყოველთვის ზუსტად აკმაყოფილებს მათზე მოთხოვნას და რესურსები ყოველთვის ეფექტური გზით ნაწილდება, რაც გამორიცხავს ყოველგვარ დანაკარგს. ეს დაშვება ირღვევა ეკონომიკური აქტიურობის ზრდისა და შემცირების დროს, როდესაც წარმოიშობა პროდუქტის დეფიციტი ან სიჭარბე. გარდა ამისა, მოდელი ვერც ტექნოლოგიური წინსვლის მოკლევადიან ეფექტს ასახავს. სიმარტივისთვის, სექტორის რესურსების მოხმარება იზრდება გამოშვების პროპორციულად, რის შედეგადაც ვიღებთ ზემოთ ნახსენებ დაშვებას კოეფიციენტის მუდმივობისა და პროდუქციის ფუნქციის წრფივი ბუნების შესახებ.

თუკი მკვლევარის ძირითადი მიზანი რომელიმე დარგის მთლიან ეკონომიკაზე ზეგავლენის გაზომვას წარმოადგენს, ლეონტიევის მიერ შემოთავაზებული მოდელი ერთ-ერთი არჩევანია. კამელია სურუგიუს (Camelia Surugiu, 2009) მიერ რუმინეთის ეკონომიკის შესახებ დაწერილ ნაშრომში ტურიზმის ეფექტებისა და მულტიპლიკატორის გამოთვლისას სწორედ IO ცხრილია გამოყენებული.

ლაშა ლაბაძის სადოქტორო შრომა „საქართველოს სოფლის მეურნეობაში ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასება მიკროეკონომიკური მოდელით“ (2015)

2. საქსტატის მიხედვით, დასაქმებულთა რაოდენობის მაჩვენებლით ტრანსპორტისა და კავშირგაბმულობის სექტორი პირველ ხუთეულშია.

ეყრდნობა შეფასების ალტერნატიულ გზას, CGE (Computable General Equilibrium - გამოთვლადი ზოგადი წონასწორობა) ანალიზს და ამისათვის იყენებს სოციალური აღრიცხვის მატრიცას, რომელიც ლეონტიევის მიერ შემუშავებულ მეთოდშიც ამოსავალი წერტილია.

ლეონტიევის მეთოდს მიმართავს ანა მაისურაძეც (2018). მისი ნაშრომის ძირითადი საკითხი, სურუ-გიუს მსგავსად, ტურიზმის დარგის შეფასებას წარმოადგენს და მიზნის მისაღწევად ავტორი IO მოდელს ეყრდნობა<sup>3</sup>.

მიუხედავად რამდენიმე ნაკლისა, ლეონტიევის მოდელი გამოირჩევა სიმარტივით და შესაძლებელს ხდის მის აგებას ინფორმაციის ნაკლებობისას, რაც ხშირ შემთხვევაში ართულებს ისეთი მოდელების აგებას, როგორცაა Computable General Equilibrium (CGE).

## მეთოდოლოგია

ბედლეული-გამოშვების მატრიცა მოიცავს ოთხ ცხრილს, რომელთა სინთეზსაც იგი წარმოადგენს; ესენია: მიწოდების, გამოყენების, შიდა (Domestic Use Table - DUT) და იმპორტის გამოყენების ცხრილი (Import Use Table - IUT).

გამოყენების ცხრილი ახარისხებს პროდუქტების მოხმარებას შესაბამის სექტორებთან. ამისათვის, თითოეულ სტრიქონში გვაქვს განტოლება:

**შუალედური მოხმარება + შინამეურნეობის და კერძო არაკომერციული ორგანიზაციების მოხმარება + ექსპორტი + მთლიანი კაპიტალის ფორმირება = საბოლოო მოხმარება.** შუალედური მოხმარებისას ერთეულს წარმოადგენს საბაზრო ფასი, რაც მიწოდების ცხრილში იცვლება საბაზისო ფასით, ამიტომ მიწოდების მატრიცაში საბოლოო რესურსები ანგარიშდება შემდეგი გზით:

**გამოშვება + სავაჭრო-სატრანსპორტო დარიცხვა + გადასახადები პროდუქციაზე - სუბსიდიები + იმპორტი = რესურსები.** გამომდინარე დაშვებიდან, რომ მიწოდება ყოველთვის მოთხოვნას უდრის, საბოლოო რესურსები უნდა უდრიდეს საბოლოო გამოყენებას.

საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური საქართველოს ეკონომიკის რესურსებისა და გამოყენების ცხრილებს ყოველწლიურად აქვეყნებს, 2018 წლის მონაცემებით კი, შიდა (DUT) და იმპორტის (IUT) გამოყენების ცხრილები კი მიუწვდომელია. უმთავრეს გამოწვევას სწორედ მათი შეფასება წარმოადგენს.

ანალიზი აგებულია საქსტატის რესურსებისა და გამოყენების ცხრილებზე, სადაც ეკონომიკა დაყოფილია 45 სექტორად. ნაშრომის უმთავრესი სამიზნე კავშირგაბმულობის სფეროს მულტიპლიკატორი იქნება. მონაცემთა წარმოდგენის სიმარტივისათვის, 45 სექტორიდან რამდენიმე ერთ დიდ ჯგუფში მოთავსდა, საბოლოოდ კი მიღებული იქნა 15 სექტორი. ეს სექტორებია:

სექტორის მიერ მთლიანი მოხმარებული რესურსები შეიძლება გამოისახოს, როგორც:

A	სოფლის მეურნეობა, ნადირობა და სატყეო მეურნეობა
B	მეთევზეობა, თევზჭერა
C	სამთომოპოვებითი მრეწველობა
D	დამამუშავებელი მრეწველობა
E	ელექტროენერჯის, აირის, ორთქლისა და ცხელი წყლის წარმოება და განაწილება
F	მშენებლობა
G	ვაჭრობა; ავტომობილების, საყოფაცხოვრებო ნაწარმისა და პირადი მოხმარების საგნების რემონტი
H	სასტუმროები და რესტორნები, ტრანსპორტი
I	კავშირგაბმულობა
J	საფინანსო საქმიანობა
K	ოპერაციები უძრავი ქონებით, იჯარა და მოხმარებლისათვის მომსახურების გაწევა
L	სახელმწიფო მმართველობა
M	განათლება
N	ჯანმრთელობის დაცვა და სოციალური დახმარება
O+P	სხვა კომუნალური, სოციალური და პერსონალური მომსახურება; შინამომსახურება

3. სტრუქტურისა და გამოყენებული გარდაქმნების თვალსაზრისით, წინამდებარე ნაშრომი ყველაზე ახლოს სწორედ ანა მაისურაძის მიერ დაწერილ თემასთან დგას და ეყრდნობა იმ მონაცემებს, რომელიც მან კვლევისას გამოიყვანა. მაღლობას ვუხდით ანა მაისურაძის ინფორმაციის გაზიარებისათვის.





$$tot_j = \sum_{i=1}^N x_{ij}$$

სადაც  $x_{ij}$  არის თითოეული სექტორის მიერ გამოყენებული სექტორის გარკვეული პროდუქტი. შემდგომ, შესაძლებელია გამოისახოს თითოეული პროდუქტის წილი სექტორის მთლიან მოხმარებაში:

$$share_{ij} = \frac{x_{ij}}{tot_j} \quad (1)$$

$share_{ij}$  ელემენტებისაგან შემდგარ ცხრილს ტექნიკურ კოეფიციენტთა მატრიცა, ან IO კოეფიციენტთა მატრიცა ეწოდება. შინაარსობრივად, ამ მატრიცის ყოველი რიცხვი გამოსახავს,  $j$  სექტორის მთლიან მოხმარებაში რა ნაწილი დაიკავა  $i$  სექტორის მიწოდებამ. მოდელის თანახმად, ყოველი კოეფიციენტი არაუარყოფითია.

(1)-ის გარდაქმნით მიიღება მატრიცული განტოლება  $TOT = SHARE * TOT + Y$ , სადაც სექტორის მთლიანი გამოშვება, TOT, ამ სექტორის პროდუქციაზე შუალედური მოთხოვნისა ( $SHARE * TOT$ ) და საბოლოო მოთხოვნის ( $Y$ ) ჯამის ტოლია. განტოლების ამოხსნისას წარმოქმნილ მატრიცას,  $(I - SHARE)^{-1}$ , სადაც  $I$  ერთეულოვანი მატრიცაა, ლეონტიევის ინვერსი ან ურთიერთდამოკიდებულების კოეფიციენტთა მატრიცა ჰქვია.

მთლიანობაში, ლეონტიევის მოდელი ქმნის მექანიზმს, რომელიც საბოლოო ცვლადის ცვლილების შეფასებისათვის გამოიყენება. საბოლოო ცვლილება უდრის ლეონტიევის ინვერსისა და საბოლოო მოთხოვნის ცვლილებათა ნამრავლს. სექტორთა მულტიპლიკატორები სწორედ ლეონტიევის ინვერსშია ჩაწერილი.

გარდა მულტიპლიკატორებისა, ლეონტიევის ინვერსიდან იმის შეფასებაც შესაძლებელია, რამდენად მჭიდრო კავშირი არსებობს რომელიმე ორ სექტორს შორის. რაც უფრო დიდია ურთიერთკავშირის კო-

ეფიციენტი, მით უფრო ნაკლებადაა ეს ორი დარგი გარე სექტორებზე დამოკიდებული და მით უფრო მეტად მოიხმარენ ერთმანეთის პროდუქციას. მსგავს კოეფიციენტთა მისაღებად ლეონტიევის ინვერსის არადიაგონალური ელემენტების ანალიზია საჭირო. რაც უფრო დიდია სექტორთა ურთიერთდამოკიდებულება, მით უფრო დიდ კოეფიციენტს შეიცავს მატრიცა.

დარგთა შორის დამოკიდებულების აღსაწერად ორგვარი მიმართულება გამოიყენება. ეკონომიკურ თეორიაში განასხვავებენ უკუდამოკიდებულებისა (backward linkage) და წინადამოკიდებულების (forward linkage) კოეფიციენტებს. დარგის უკუდამოკიდებულების კოეფიციენტი აღწერს, რამდენად გაიზრდება ამ სექტორის მოთხოვნა ეკონომიკის დანარჩენ ნაწილში წარმოებულ ნედლეულზე, თუკი თავად სექტორმა წარმოება  $x$  სიდიდით გაზარდა. წინადამოკიდებულების კოეფიციენტი ასახავს, რამდენად ზრდის მოცემული დარგის მიერ წარმოების ზრდა ეკონომიკის სხვა დარგების მიერ ნედლეულის მოხმარებას.

IUT და DUT ცხრილების არარსებობის გამო, ვეყრდნობით დაშვებას, რომ იმპორტისა და შიდა მოხმარების კოეფიციენტები პროპორციულადაა გადანაწილებული მთლიან მოხმარებაში, ე.ი. თითოეული იმპორტირებული და შიდა პროდუქტების შუალედური მოხმარება ისევეთივე პროპორციულობით ნაწილდება თითოეულ სექტორზე, როგორც გამოყენების ცხრილში იყო წარმოდგენილი. იგივე დაშვებაზეა დაფუძნებული მთლიანი შიდა პროდუქტის დეტალური ჩაშლაც: თითოეულის წილი ( $C; I; G; X$ ) მთლიან შიდა პროდუქტში უნდა ემთხვეოდეს ცალკე აღებული იმპორტისა და შიდა პროდუქტების მოხმარების წილს ( $C; I; G; X$ -ს) მშპ-ში. გრაფიკულად, გამოყენების ცხრილი ასე გამოიყურება:

განხილულ დაშვებათა გამო, საბოლოოდ მიღე-

პროდუქტი \ დარგი	j=1 2 3 ... M	C	I	X	ჯამი
i=1 2 3 ... N	აქ თავმოყრილია ინფორმაცია i პროდუქტის იმ შუალედური მოხმარების შესახებ, რომელიც მიემართება j დარგისკენ	აქ თავმოყრილია ინფორმაცია მთლიანი საბოლოო მოხმარების შესახებ, რომელიც სამ მსხვილ კატეგორიად იყოფა: სამომხმარებლო მოთხოვნა (C), მთლიანი ცვლილება კაპიტალის ფორმირებაში (I) და ექსპორტი (X)			თითოეული პროდუქტის მთლიანი მოხმარება
დამატებული ღირებულება	ინფორმაცია დამატებული ღირებულების შესახებ, დარგების მიხედვით				
ჯამი	თითოეული დარგის შეჯამებული მონაცემი	მთლიანი სამომხმარებლო გამოყენება	მთლიანი საინვესტიციო გამოყენება	მთლიანი ექსპორტი	სტრუქტურის ჯამი=სვეტის ჯამი

რესურსების (გამოშვების) ცხრილის ზოგადი სტრუქტურა კი ასეთია:

პროდუქტი \ დარგი	j=1 2 3 ... M	იმპორტი	ჯამი
i=1 2 3 ... N	აქ თავმოყრილია ინფორმაცია j დარგის მიერ i პროდუქტის გამოშვების შესახებ	ამ დანაყოფში აღწერილია, i პროდუქტის რა რაოდენობა შემოვიდა იმპორტის სახით	თითოეული პროდუქტის ჯამური გამოშვება
ჯამი	თითოეული დარგის შეჯამებული მონაცემი	იმპორტი სულ	სტრუქტურის ჯამი=სვეტის ჯამი

მათი შერწყმის გზით მიღებული საბოლოო IO მატრიცა ასე გამოიყურება:

დარგი	J=1 2 3 ... M	C	I	X	ჯამური გამოყენება
i=1 2 3 ... M	ის შუალედური მოხმარება, რომელიც j დარგმა მოითხოვა i დარგისგან	ეკონომიკის მთლიანი საბოლოო მოხმარება			მთლიანი გამოყენება
დამატებული ღირებულება	თითოეული დარგის დღ	IO ცხრილის ეს ნაწილი ცარიელია			
ჯამური გამოშვება	მთლიანი გამოშვება	ჯამური გამოშვება=ჯამური გამოყენება			

ბული IO მატრიცა რეალური ცხრილის მიახლოებას წარმოადგენს და სექტორთა ურთიერთდამოკიდებულების აღწერისას გარკვეული ცდომილებით ხასიათდება.

მულტიპლიკატორთა და დამოკიდებულების კოეფიციენტთა განხილვისას განსაკუთრებულ შესწავლას იმსახურებს რამდენიმე წლის მონაცემები. კერძოდ, ანალიზისას ყურადღება გამახვილებულია 2006, 2011 და 2016 წლის მონაცემებზე. 2006 წელი შე-

ირჩა ორი მიზეზის გამო: 1. პირველი მარტივად ხელმისაწვდომი 3G სისტემა კომპანია „მაგთიკომმა“ სწორედ 2006 წელს შემოიღო, ხოლო „ჯეოსელი“ UMTS ლიცენზიის მფლობელი ხდება, რის შედეგადაც საქართველოში იქმნება პირველი სრულფასოვანი მობილური ინტერნეტის ბაზარი; 2. უფრო ადრინდელი მონაცემები ვერ მოიძებნა. იმავდროულად, ოდნავ მოგვიანებით, „მაგთიკომის“ წინსვლასთან ერთად ბაზარს ახალი მოთამაშეც შემოემატა - მობიტელი. კავშირგაბმულობის დარგში მორიგი დიდი ცვლი-



ლება 2010 წელს განხორციელდა, როდესაც სს „გაერთიანებული ტელეკომის“ ბაზაზე კომპანია „სილქნეტი“ შეიქმნა. დროითი შეზღუდულობის გამო, 2016 წელზე უფრო ახალი მონაცემები კვლევის მომზადებისას ხელმისაწვდომი არ ყოფილა, ამიტომ მულტიპლიკატორთა ანალიზი 2016 წელზე შორს ვერ ვრცელდება. მონაცემთა დამუშავებისას გამოყენებულ იქნა Stata

14-ის პროგრამული მხარდაჭერა.

## შედეგები და განხილვა

კვლევის შედეგები წარმოდგენილია ცხრილ 1-ში:

2006 წლის მულტიპლიკატორის მონაცემებით ცხადია,

### ცხრილი №1

მულტიპლიკატორი და დამოკიდებულების კოეფიციენტები კავშირგაბმულობის სექტორისთვის 2006-2016 წლებში

წლები	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ლენტივის მულტიპ.	1.64	1.68	1.67	1.64	1.61	1.50	1.48	1.51	1.51	1.66	0.12
უკუდამოკიდებულების კოეფ.	1.33	1.37	1.37	1.32	1.29	1.19	1.19	1.21	1.22	1.34	0.18
წინადამოკიდებულების კოეფ.	1.08	1.09	1.11	1.07	1.04	1.03	0.49	0.46	0.42	0.46	2.25

რომ კავშირგაბმულობის სფეროს პროდუქციის 1 ლარით ზრდას ეკონომიკაში დამატებით 64 თეთრის სიმდიდრის შექმნა შეეძლო. თავის მხრივ, წარმოების 1 ერთეულით გასაზრდელად კავშირგაბმულობის დარგი დანარჩენი დარგების მიერ წარმოებულ ნედლეულზე მოთხოვნა 0.33 ერთეულით ზრდის, რაც გამოსახულია 1.33-ის ტოლი უკუდამოკიდებულების კოეფიციენტში. თავის მხრივ, წინადამოკიდებულების კოეფიციენტი 1.08 ასახავს, რამდენად ზრდის დანარჩენი ეკონომიკა კავშირგაბმულობის სექტორის მიერ წარმოებული დოვლათის მოხმარებას, როდესაც დარგი წარმოებას ერთი ერთეულით აფართოებს. უკუდამოკიდებულებისა და წინადამოკიდებულების კოეფიციენტთა ანალიზი კავშირგაბმულობას წარმოაჩენს ისეთ დარგად, რომელიც, წარმოების ზრდისას დანარჩენი ეკონომიკისგან უფრო მეტ რესურსს ისრუტავს, ვიდრე მის მიერ შექმნილ პროდუქციაზე მოთხოვნის ზრდაა, თუმცა ეს იმას არ ნიშნავს, რომ ბაზარზე კავშირგაბმულობის დარგის სიჭარბე შეიქმნება. ცხრილში მოცემული კოეფიციენტები დარგებს ერთმანეთთან შუალედური მოხმარებით აკავშირებს, ეკონომიკაში კი, შუალედური მოხმარების გარდა, საბოლოო მოხმარებაც არსებობს, რომელიც შთანთქმავს იმ ნამატს, რაც კოეფიციენტების შედარებისას გამოვლინდა.

პუნქტით მოიკლო. შესაძლოა, მსგავსი ვარდნა უკავშირდებოდეს ახალი მოთამაშის გამოჩენას, რომელმაც საბაზრო მოთხოვნა გააჩერა. ამ ჰიპოთეზის შემოწმება სამომავლო კვლევებისას შეიძლება, ამჯერად კი ყურადღების მიღმა დარჩება. მკვეთრად, დაახლოებით იმავე სიდიდით შემცირდა უკუდამოკიდებულების კოეფიციენტიც. წინადამოკიდებულების კოეფიციენტშიც შემცირება აღინიშნება, თუმცა გაცილებით ნაკლებად მკვეთრი. როგორც მონაცემები ცხადყოფს, 2011 წელს კავშირგაბმულობის ბაზარზე მომხდარმა ძირულმა ცვლილებამ მანამდე არსებული წონასწორობა დაარღვია და ბაზარი ახალ წონასწორობაზე წერტილში გადაიყვანა.

2011 წლიდან 2015 წლამდე მნიშვნელოვანი ცვლილება აღარ აღინიშნება, გარდა წინადამოკიდებულების კოეფიციენტის საგრძნობი კლებისა. ეს შეიძლება იმის მანიშნებელი იყოს, რომ ეკონომიკის იმ დარგების მოთხოვნა, რომლებიც კავშირგაბმულობის პროდუქციასა თუ მომსახურებას მოიხმარდნენ, მნიშვნელოვნად გაჩერდა და კავშირგაბმულობის სექტორის წარმოების წონამ შუალედურიდან საბოლოო მოხმარებისაკენ გადაინაცვლა. ამ ხუთი წლის მანძილზე სტაბილურობას ინარჩუნებდა მულტიპლიკატორიცა და უკუდამოკიდებულების კოეფიციენტიც, რაც ამ მოსაზრებას არ ეწინააღმდეგება. კარდინალური ცვლილება შეინიშნება 2016 წლის

მაჩვენებლებში. უკუდამოკიდებულებისა და წინადამოკიდებულების კოეფიციენთა ანალიზი წარმოაჩენს, რომ უკუდამოკიდებულების კოეფიციენტი მთელი პერიოდის მანძილზე აღემატებოდა წინადამოკიდებულებისას, გარდა უკანასკნელი, 2016 წლის მონაცემისა. ერთის ქვემოთ ჩამოვარდა ორივე მაჩვენებელი: მულტიპლიკატორიცა და უკუდამოკიდებულების კოეფიციენტიც, წინადამოკიდებულებისა კი - პირიქით, უჩვეულო მაჩვენებელზე, 2.25-ზე ავარდა. შემდგომი წლების დინამიკის ცოდნის გარეშე, ძალზე რთულია იმ ცვლილებაზე მსჯელობა, რასაც მსგავსი სურათის შექმნა შეეძლო. იმედი, სამომავლო კვლევები ამ კითხვასაც გასცემენ პასუხს.

## ძირითადი შეზღუდვები და დასკვნა

გამოყენების სიმარტივისა და შედეგების ინტერპრეტაციის სიმარტივე და ამასთან ერთად ეკონომიკური თეორია გამოყოფს იმ რამდენიმე ხარვეზს, რითაც ლეონტიევის ყველა მოდელი ხასიათდება, ამ ნაშრომში განხილულის ჩათვლით. ძირითად შეზღუდვებს მიეკუთვნება:

- ▶ მასშტაბის მუდმივი უკუგების დაშვება მხოლოდ სტაციონარული ეკონომიკისთვის თუ იქნებოდა მიზანშეწონილი; ამასთანავე, მოდელი არასრულყოფილ წარმოდგენას ქმნის ცვლილებების დინამიკაზეც.
- ▶ ეკონომიკურ ფუნქციათა წრფიობის დაშვება არარეალისტურია.
- ▶ მოდელი უგულებელყოფს ფასის ცვლილების შესაძლებლობას - მოთხოვნის ცვლილება

დაუყოვნებლივ შთაინთქმება ეკონომიკის მიერ ისე, რომ ფასს არაფერი ემართება. კიდევ ერთი არარეალისტური დაშვება.

გარდა ზოგადი შეზღუდვებისა, კერძო ხარვეზებით ხასიათდება ამ ნაშრომში განხილული მოდელიც. უპირველეს ყოვლისა, იგულისხმება IO მატრიცის არარსებობა. რესურსებისა და გამოყენების ცხრილები ხელმისაწვდომია, თუმცა მათი გარდაქმნა გარკვეულ დაშვებებს საჭიროებს, რაც ბევრი განსხვავებული შედეგის მიღების მიზეზი შესაძლებლობის წინაპირობაა..

ხარვეზების მიუხედავად, ლეონტიევის მოდელის შედეგები მნიშვნელოვნად გადაწონის ნაკლოვანებებს. მისი დახმარებით აღიწერა საქართველოს ეკონომიკა 2006 წლიდან 2016 წლის ჩათვლით. ძირითადი ყურადღება დაეთმო კავშირგაბმულობის სექტორს, რომელიც ბოლო წლების განმავლობაში განსაკუთრებით მიმზიდველი იყო ინვესტირებისათვის. ლეონტიევის მოდელის მიხედვით, კავშირგაბმულობის სფეროს ზრდამ შუალედური მოთხოვნა მნიშვნელოვნად გააჯერა, რაც აისახა ბოლო პერიოდის წინადამოკიდებულების კოეფიციენტის დაღმავალ ტრენდში. ის მნიშვნელოვანი ცვლილება, რამაც გარდამტეხი როლი ითამაშა 2011 წლის შემდგომი მონაცემების გამოვლენაში, კვლავაც გაურკვეველი რჩება. მასთან ერთად, გაურკვეველია, თუ რამ გამოიწვია 2016 წლის მაჩვენებლების კარდინალური ცვლილება. იმედი, რომ სამომავლო კვლევებში მეტი ყურადღება დაეთმობა აღნიშნულ საკითხებს.

## ბიბლიოგრაფია

1. Liskova, Lenka. "The Strengths and Limitations of Input-Output Analysis in Evaluating Fiscal Policy", 2015
2. Surugiu, Camelia. "The Economic Impact of Tourism. An Input-Output Analysis", 2009
3. Bess, Rebeca, and Zoe O. Ambargis. "Input-Output Models for Impact Analysis: Suggestions for Practitioners Using RIMS II Multipliers", 2011
4. Eurostat Manual of Supply, Use and Input-Output Tables, Eurostat, 2008
5. Tanaka, Fujio John. M. "Applications of Leontief's Input-Output Analysis in Our Economy", 2011
6. Kowalewski, Julia. "Methodology of the input-output analysis", 2009
7. Hughes, David W. "A Primer in Economic Multipliers and Impact Analysis Using Input-Output Models", 2018
8. Handbook on Supply, Use and Input-Output Tables with Extensions and Applications, United Nations, 2018
9. ლაბაძე, ლაშა. "საქართველოს სოფლის მეურნეობაში ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასება მიკროეკონომიკური მოდელით", 2015



## გაცვლითი კურსის რისკის შეფასება VAR მოდელით საქართველოს საბანკო სექტორის მაგალითზე<sup>1</sup>

### შესავალი

გაცვლითი კურსის ცვალებადობამ და მკვეთრმა მერყეობამ შეიძლება უარყოფითად იმოქმედოს მრავალი კომპანიის, ბიზნესის სექტორის ან მთლიანად ქვეყნის ფინანსურ მაჩვენებლებზე. აქედან გამომდინარე, გაცვლითი კურსის რისკის შეფასებასა და მისი მართვის თანამედროვე და ეფექტური მეთოდების შემუშავებას საერთაშორისო საფინანსო საქმიანობაში დიდი მნიშვნელობა აქვს.

უკანასკნელ წლებში ლარის გაუფასურებამ, ეს საკითხი საქართველოში განსაკუთრებით აქტუალური გახადა და საზოგადოებაში დიდი ინტერესი გამოიწვია.

გაცვლითი კურსის რისკის მატარებელია საბანკო სექტორიც. 2018 წლის 30 ივნისის მდგომარეობით, ბანკებში მთლიანი აქტივების დიდი ნაწილი დენომინირებულია უცხოურ ვალუტაში, რაც ამ აქტივებს რისკისადმი მოწყვლადს ხდის. ამიტომ, კომერციული ბანკებისთვის, საერთაშორისო სტანდარტებით რისკების შეფასება და მართვა განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს.

ჩვენი კვლევის მიზანია, დაადგინოს, არსებითა თუ არა სავალუტო რისკი საქართველოს საბანკო სექტორისთვის და როგორ ხდება მისი შეფასება სექტორში.

კვლევაში გაკეთებულია სიმულაციები, როგორც სექტორის, ასევე ორი კომერციული ბანკის მაგალითზე.

ნაშრომი დაინტერესებულ პირებს რისკის გამოშვების მოდელს სთავაზობს, რაც მას პრაქტიკულ ღირებულებას სძენს.

ნაშრომის პირველ ნაწილში საუბარია სხვადასხვა სახის გაცვლითი კურსის რისკის შესახებ, დარგობრივ ლიტერატურაში არსებული მოდელების თეორიულ საფუძვლებსა და რისკის გამოშვების მეთოდებზე. ყურადღება ეთმობა სხვადასხვა კვლევის ანალიზს. შემდეგ აღწერილია კვლევაში გამოყენებული მონაცემების დეტალები და კვლევის მეთოდოლოგია. შემუშავებულია სიმულაციები სხვადასხვა მეთოდით და დადასტურებულია გაცვლითი კურსის რისკის არსებობა/არა-არსებობა. ნაშრომის ბოლო კი ეთმობა ჩატარებული კვლევის შედეგად მიღებული რეზულტატის ინტერპრეტაციას, დასკვნების ჩამოყალიბებასა და რეკომენდაციების შემუშავებას.

### ლიტერატურის მიმოხილვა

გაცვლითი კურსი კომპლექსური ფენომენია. მასზე გავლენას ერთდროულად უამრავი სხვადასხვა დამოუკიდებელი თუ დამოკიდებული ფაქტორი ახდენს. მათგან ძირითადია ინფლაცია, საპროცენტო განაკვეთი, სავაჭრო ბალანსი, სპეკულატორების როლი, წარმოების ღირებულება, ქვეყნის ვალი, მთლიანი შიდა პროდუქტი, პოლიტიკური და ეკონომიკური სტაბილურობა, დასაქმების დონე, სხვა ვალუტების გავლენა, მაკროეკონომიკური და გეოპოლიტიკური ფაქტორები და სხვა (Saunders & Cornett, 2008).

1. რჩევებისთვის და ინფორმაციის მოწოდებისთვის მადლობას ვუხდით: თეონა კონტრიძეს, ბექა დალაქიშვილს, რუსლან მაჰარამოვს, აკაკი სარჯველაძეს, ნათია ბენაშვილს, თამთა ჭყონიას, გიორგი გოგლიძესა და ლევან ფანჩულიძეს.



სავალუტო რისკის განმარტება ხშირად უკავშირდება ფინანსური ინსტრუმენტის/ფირმის ღირებულებაზე გაცვლითი კურსის ცვლილების ეფექტს/გავლენას (Madura, 1989). უფრო კონკრეტულად, ის განსაზღვრულია როგორც შესაძლო პირდაპირი ზარალი (გამოწვეული ჰეჯირების გარეშე არსებული ანგარიშებიდან) ან არაპირდაპირი ზარალი ფირმის ფულად ნაკადებში, აქტივებში, ვალდებულებებში, მოგება/ზარალსა და, შესაბამისად, ფირმის სააქციო ღირებულების ვარდნაში.

კურსის რისკები სამ ძირითად კატეგორიაშია თავმოყრილი: ტრანზაქციის, კონსოლიდაციისა და ეკონომიკური რისკები (Shapiro, 2008; Madura, 2011):

- ✓ **ტრანზაქციის რისკი** სახეგა ვალუტის გაცვლასთან დაკავშირებული გარიგებების შემთხვევაში - კავშირშია ფირმის ბალანსზე არსებულ სავალუტო მოთხოვნებთან და ვალდებულებებთან, გრძელვადიან სავალუტო ვალებთან თუ ინვესტიციებთან;
- ✓ **კონსოლიდაციის რისკი** უკავშირდება ანგარიშგების მიზნებისთვის დედა კომპანიის მიერ შვილობილის უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული მონაცემების გადაყვანას საკუთარ ვალუტაში;
- ✓ **ეკონომიკური რისკი** გულისხმობს კომპანიის დღევანდელი ღირებულების შეცვლას, რომელიც გამოწვეულია გაცვლითი კურსით განპირობებული სამომავლო ფულადი ნაკადების ცვლილებით. სამომავლო ფულადი ნაკადების შეფასებით კომპანიას საშუალება ეძლევა შეიმუშავოს გეგმა: შეამციროს უარყოფითი და გაზარდოს დადებითი ეფექტები (Eiteman, Stonehill & Moffett, 2007) უცხოური ვალუტის სესხებით ან გასესხებით. აღნიშნული ეფექტების ჰეჯირება რთულია, რადგან სამომავლო ფულადი ნაკადების რაოდენობის ზუსტად შეფასება შეუძლებელია (Loderer & Pichler, 2002);

საბაზო სექტორისთვის დამახასიათებელ ტრანზაქციების რისკში აღსანიშნავია უცხოური ვალუტით ვაჭრობის აქტივობები, რომლებიც ოთხ ძირითად კატეგორიაში შეგვიძლია გავაერთიანოთ:

1. უცხოური ვალუტის ყიდვა და გაყიდვა ბანკის მომხმარებლებისთვის საერთაშორისო ვაჭრობასთან დაკავშირებული ტრანზაქციების შესრულების

- შესაძლებლობის მისაცემად;
2. უცხოური ვალუტის ყიდვა და გაყიდვა, ბანკის მომხმარებლებისთვის უცხოეთში ფინანსური ინვესტიციების განხორციელების შესაძლებლობის მისაცემად;
3. უცხოური ვალუტის ყიდვა და გაყიდვა ჰეჯირების მიზნით, რომელიმე ვალუტაში არსებული პოზიციის გასაბათილებლად;
4. უცხოური ვალუტის ყიდვა და გაყიდვა სპეკულაციური მიზნებით, გაცვლითი კურსის სამომავლო ცვლილების პროგნოზირებით;

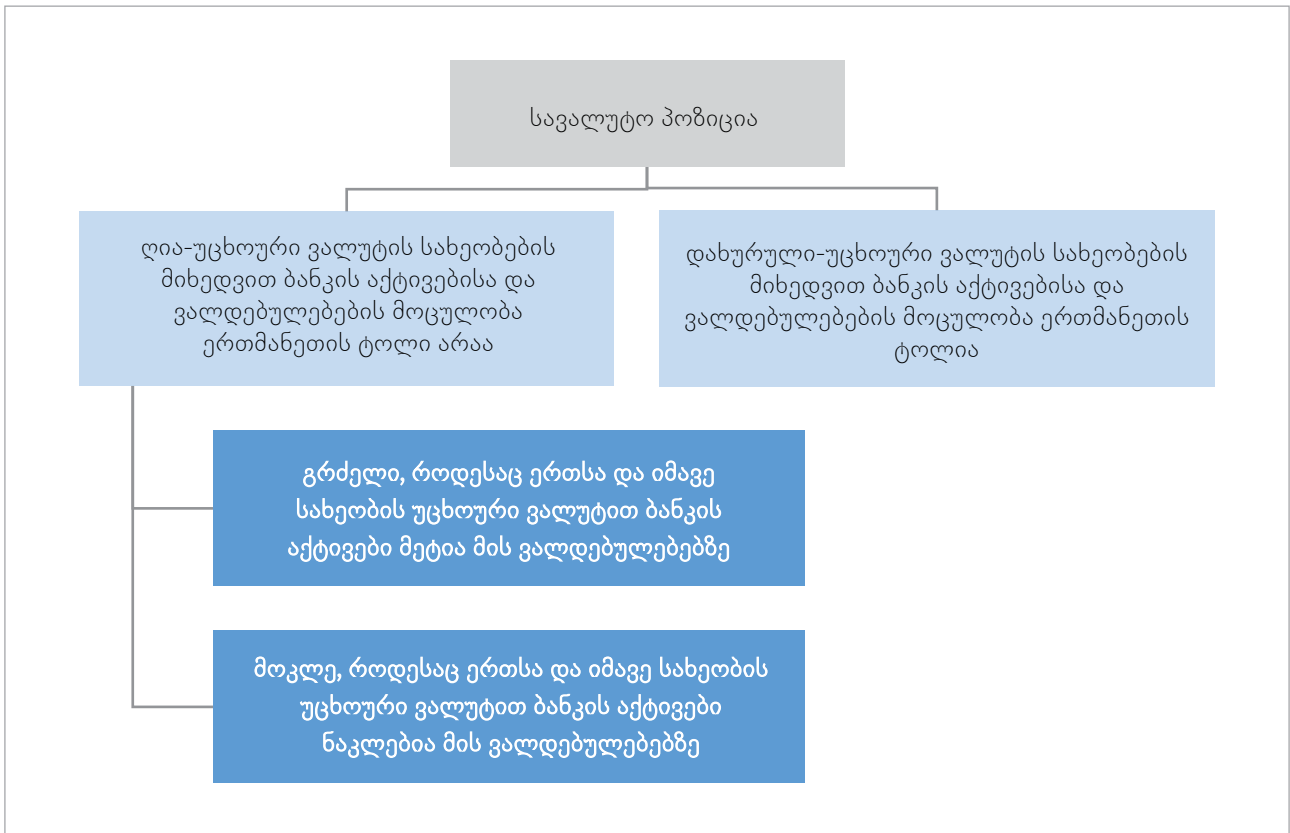
ბემოთჩამოთვლილთაგან პირველ და მეორე შემთხვევაში, ბანკი არის მომხმარებლების აგენტი, რომელიც გარკვეული საკომისიოების სანაცვლოდ ასრულებს ტრანზაქციებს და სავალუტო რისკის წინაშე ნაკლებად დგება. მესამე აქტივობა სავალუტო პოზიციით გამოწვეული რისკის შემცირებასთან არის დაკავშირებული. რაც შეეხება მეოთხეს, ბანკის სავალუტო რისკი დიდწილად სწორედ მასთანაა დაკავშირებული. ფინანსური ინსტიტუტები, როგორც წესი, ღია სავალუტო პოზიციას ტოვებენ მოგების მიღების მიზნით (Saunders & Cornett, 2008).

განვიხილოთ სავალუტო პოზიციის და რისკის ქვეშ მყოფი თანხის დათვლის მეთოდი.

**სავალუტო პოზიცია** არის სხვაობა უცხოურ ვალუტაში არსებულ აქტივებსა და ვალდებულებებს შორის. როგორც სანდერსი და კორნეტი აღნიშნავენ, თუ პოტენციური ზარალის ან მოგების დათვლა გვსურს, შეგვიძლია ეს სხვაობა გავამრავლოთ კურსის მოსალოდნელ ცვალებადობაზე (Saunders & Cornett, 2008):

ლარში გამოხატული მოგება/ზარალი **i** ვალუტის პოზიციისთვის = ლარში გამოხატული **i** ვალუტის ღია პოზიციის თანხა **X** ლარის გაცვლითი კურსის ცვალებადობა **i** ვალუტასთან მიმართებით

სავალუტო პოზიცია შეიძლება იყოს ღია ან დახურული. თავის მხრივ, ღია პოზიცია შეიძლება დავყოთ ორ ნაწილად: მოკლე და გრძელი. თვალსაჩინოებისათვის ქვემოთ მოცემულ დიაგრამაზე წარმოდგენილია სავალუტო პოზიციის შესაძლო ვარიანტები:



საქართველოში მოქმედი რეგულაციის მიხედვით:

„ბანკის კრებსითი საერთო ღია სავალუტო პოზიციის გაანგარიშების დროს აიღება ყველა უცხოური ვალუტის მიხედვით ბანკის საბალანსო და ბალანსგარეშე ანგარიშგებით გრძელი ღია სავალუტო პოზიციების ჯამსა და მოკლე ღია სავალუტო პოზიციების ჯამს შორის უდიდესი, რომელიც არ უნდა აღემატებოდეს ბანკის საშეღამხედველო კაპიტალის 20 პროცენტს.“<sup>2</sup>

გრაფიკზე 1-ზე ნათლად ჩანს, რომ საბალანსო და კრებსითი სავალუტო პოზიციები საშეღამხედველო კაპიტალთან 2014 წლიდან 2017 წლის დეკემბრის ჩათვლით -3%-დან 8%-მდე მერყეობს და არ სცდება 20%-ან ზღვარს. ამასთანავე, ძირითადად, წლების განმავლობაში გრძელი პოზიცია აღინიშნება მცირე გამონაკლისების გარდა (მაგ: 2015 წლის ბოლო კვარტლები და ა.შ).

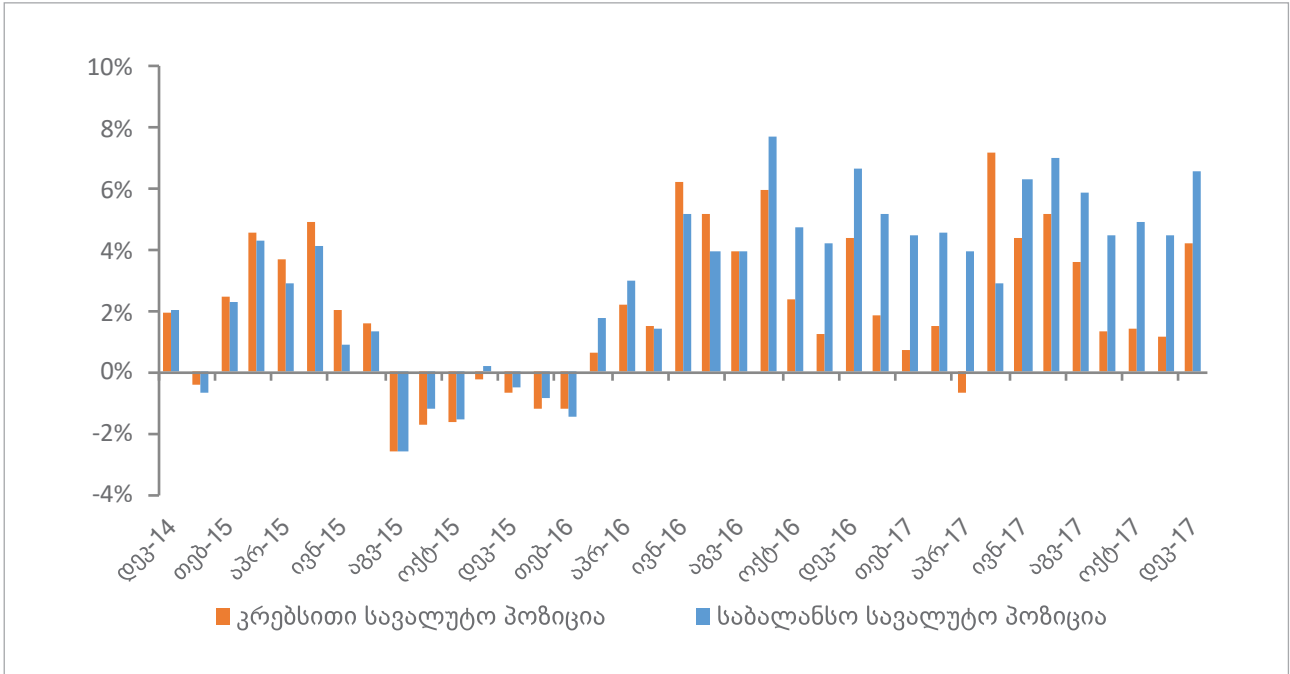
2. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2006). საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება №201. ჩამოტვირთულია: <http://www.legal.nbg.gov.ge/ka/document/view/151>





გრაფიკი №1

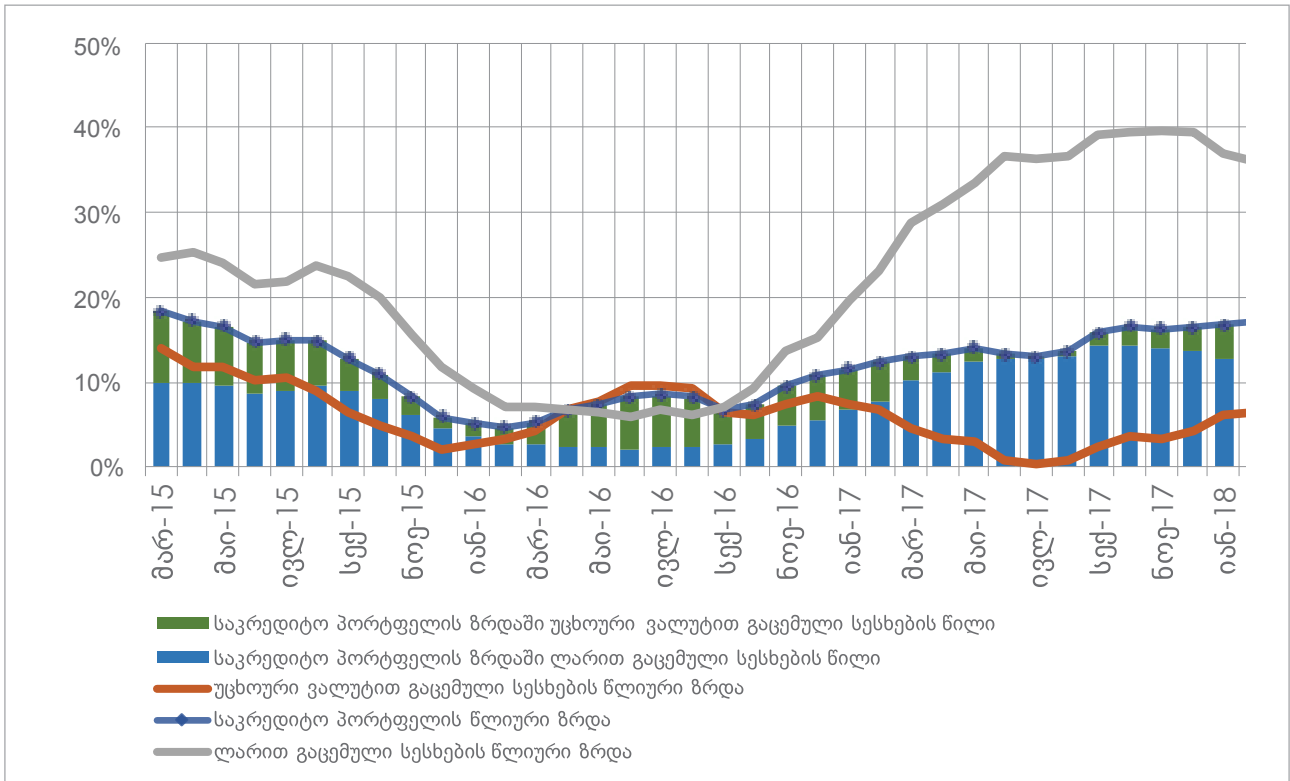
კომერციული ბანკების საბალანსო და კრედიტული სავალუტო პოზიციები საზღვარგარეთ კაპიტალთან. წყარო - საქართველოს ეროვნული ბანკი



ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული წლიური ანგარიშის მიხედვით, საქართველოს საბანკო სისტემის მგრძობელობა მაღალია სავალუტო რისკის მიმართ. თუმცა, წინა წლებთან შედარებით,

2017 წელს სესხების ლარიზაცია საგრძნობლად გაუმჯობესდა (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2018). გრაფიკზე 2 ჩანს, რომ ლარით გაცემული სესხების ზრდა 2017 წლის დეკემბრისთვის 40%-ს აღწევს<sup>3</sup>.

3. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2018). მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში, თებერვალი 2018. ჩამოტვირთულია: [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/inflationreport/2018/publish\\_mr\\_february\\_2018.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/inflationreport/2018/publish_mr_february_2018.pdf)



ეროვნული ბანკის წლიური ანგარიშის მიხედვით, დოლარიზაციის შემცირების ტენდენციის მიუხედავად, სავალუტო რისკის მიმართ საბანკო სექტორის მგრძობელობა კვლავ მაღალია. საბანკო სექტორის ვალდებულებების-სადეპოზიტო ვალდებულებების<sup>4</sup> სტრუქტურის გათვალისწინებით, „სესხების ლარიზაცია საგრძობლად გაუმჯობესდა (ფიზიკური პირების სესხების 57 პროცენტზე მეტი და მთლიანი სესხების 43 პროცენტი ლარებშია გაცემული)“.

კომერციული ბანკების კვარტალური ანგარიშგებების შესწავლის შედეგად დასტურდება, რომ ბანკების უმრავლესობას აქვთ ღია საბალანსო პოზიციები. შესაბამისად, სავალუტო რისკების გაზომვა და ეფექტური მართვა მათთვის კრიტიკულ მნიშვნელობას იძენს.

კონკრეტული რისკის სახისა და რისკის ქვეშ მდგომი პოზიციის დადგენის შემდეგ, მნიშვნელოვანია ამ რისკის ფარგლების შეფასება. როგორც ვ. დევენტერი, კ. იმაი და მ. მესლერი აღნიშნავენ, სავალუტო რისკის გაზომვა შეიძლება რთული იყოს, მინიმუმ კონსოლიდაციისა და ეკონომიკის რისკებისათვის (Van Deventer, Imai, & Mesler, 2013).

დღევანდელ მსოფლიოში რისკის შეფასების ფართოდ გამოყენებული მოდელია “VaR” (Value at Risk model). მოდელი ასახავს მაქსიმუმ შესაძლო დანაკარგს გარკვეული (X%-ანი) სიზუსტით. იგი შეიძლება გამოვიყენოთ სხვადასხვა ტიპის რისკის შესაფასებლად. მიუხედავად ბევრი დადებითი მხარისა, მოდელი ვერ გვეხმარება დავადგინოთ, თუ რა ხდება (100-X)% შემთხვევაში, ანუ ყველაზე უარეს

4. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2018). თვის მიმოხილვა. ჩამოტვირთულია: [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/moneratyfiscal/2018/tebervali\\_2018.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/moneratyfiscal/2018/tebervali_2018.pdf)



სიტუაციაში, რამდენადაც VaR ვერ განსაზღვრავს შესაძლო ზარალს 100% იანი სიზუსტით. ფირმები ხშირად იყენებენ VaR მეთოდს ნორმალურ სიტუაციებში უცხოურ სახაზინო პოზიციებზე რისკების შესაფასებლად (Hull, 2012).

VaR დამოკიდებულია სამ პარამეტრზე: სასიცოცხლო პერიოდზე (დროზე, რის განმავლობაშიც პოზიცია უნდა დარჩეს ფირმის ანგარიშებზე. ზოგადად, პერიოდი ერთ დღეს არ აღემატება), სარწმუნოების დონესა (შეფასების სანდოობის დონე, რომელიც, ჩვეულებრივ, 99%-დან 95%-ამდე მერყეობს) და ძირითად ვალუტაზე (რომელზეც იწყობა VaR შეფასება). დავეშვათ, სასიცოცხლო პერიოდი არის T და სარწმუნოების დონე X, VaR გვიჩვენებს, რომ X პროცენტი დარწმუნებით არ დაგვკარგავთ V თანხაზე მეტს T დროში.

მაგალითისთვის, თუ კომპანიის 1 დღის VaR არის 10 მილიონი 99% სანდოობით, დღიური დანაკარგი 99% შემთხვევაში არ იქნება 10 მილიონზე მეტი. მაგრამ 1% შემთხვევაში ზარალი განუსაზღვრელია. (Hull, 2012):

VaR-თან ერთად, ხშირად გამოიყენება CVaR (conditional VaR), რომელიც გვიჩვენებს მოსალოდნელ ზარალს იმ დაშვებით/პირობით, რომ ზარალი უკვე გასცდა VaR-ის საზღვრებს.

VaR -ის რამდენიმე მოდელი არსებობს:

- ✓ **ისტორიული სიმულაცია**, რომელიც უშვებს, რომ კომპანიის სამომავლო ფულადი ნაკადები ისევე იქნებიან განაწილებულნი რისკის დაფაზე, როგორც წარსულში;
- ✓ **ვარიაციისა და კოვარიაციის მოდელი**, რომელიც უშვებს, რომ ამონაგებები ფირმის ჯამურ უცხოურ პოზიციებზე ნორმალურად არიან განაწილებულნი და ცვლილება ერთ სავალუტო პოზიციაზე პირდაპირპროპორციულად აისახება სხვა ყველა სავალუტო ამონაგებზე;
- ✓ **მონტე-კარლოს სიმულაცია** უშვებს, რომ სამომავლო ფულადი ნაკადები შემთხვევითად იქნებიან განაწილებულნი;

ისტორიული მეთოდი, რომელიც გულისხმობს ისტორიული მონაცემებით ოპერირებას, გამოსაყენებლად ყველაზე მარტივია. მეთოდის მთავარი დადებითი მხარე ისაა, რომ იგი არ შეიცავს შესაძლებლობების ნორმალურად განაწილების დაშვებას, ასევე, ადვილია მისი ინტერპრეტაცია. ხოლო უარყოფითი მხარე ის ფაქტია, რომ მეთოდით ხელმძღვანელობა დიდი რაოდენობის მონაცემებს საჭიროებს და ეს მონაცემები შეიძლება არ იყოს კარგი წარმომადგენელი იმისა, თუ რა მოხდება მომავალში (Hull, 2012).

ვარიაცია - კოვარიაციის მეთოდი უშვებს, რომ ფირმის ყველა პოზიციის ჯამური ამონაგები პირდაპირპროპორციულ კავშირშია ყველა არსებული პოზიციის ცვლილების კომბინაციასთან (მთლიანი ამონაგები დამოკიდებულია ყველა პოზიციის ჯამურ ამონაგებზე) და სავალუტო ამონაგებები ჯამურად ნორმალურად არიან განაწილებულნი. ეს მეთოდი სწრაფი გამოთვლის საშუალებას იძლევა, მაგრამ მისი უარყოფითი მხარეა ნორმალური განაწილების არსებობის საეჭვო დაშვება და წრფივი კავშირი ჯამურ უცხოურ პოზიციებთან. აღსანიშნავია, რომ ნორმალურ განაწილებაზე უარის თქმა შესაძლებელია, თუმცა, ამ შემთხვევაში, გამოთვლები გაცილებით რთულდება (Dowd, 1998).

მონტე-კარლოს მეთოდი მოიცავს ვარიაცია კოვარიაციის ანალიზის პრინციპულ კომპონენტებს, რომელსაც მოჰყვება კომპონენტების შემთხვევითი სიმულაცია. მისი უპირატესობაა ის, რომ მოდელი შეიძლება გამოვიყენოთ ნებისმიერ განაწილებასთან (მაშინაც, როცა კავშირი გვაქვს უცხოური პოზიციების ამონაგებების არა-წრფივ დამოკიდებულებასთან). თუმცა, უარყოფითი მხარე გამოთვლის სირთულეებთანაა დაკავშირებული. სიმარტივისთვის, ხშირად უშვებენ, რომ ფარდობითი ამონაგებების საშუალო ნულია და ცვლადები ნორმალურად არიან განაწილებულნი. როგორც წესი, რეგულატორებიც ნებას რთავენ ბანკებს, რომ ნორმალურობის დაშვება გამოიყენონ (Basis, 2015; Hull, 2012; Rejda, 2011).

VaR-ის დათვლის მოდელების თვისებები გაერთიანებულია ცხრილში 1.

ცხრილი №1

VaR-ის დათვლის მოდელების თვისებები. (Lismeier, 1996)

	ისტორიული სიმულაცია	ვარიაცია/კოვარიაცია	მონტე-კარლოს სიმულაცია
შეუძლია მოიცვას პორტფელის რისკი?	კი, მიუხედავად პორტფელის შემადგენლობისა	არა, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც საქმე გვაქვს შეზღუდულ ან საშუალო პორტფელებთან	კი, მიუხედავად პორტფელის შემადგენლობისა
მარტივად დასაანერგია?	კი, იმ პორტფელებისთვის, რომლებისთვისაც ისტორიული მონაცემები მარტივად ხელმისაწვდომია	მეტ-ნაკლებად მარტივია დანერგვა (სირთულე მეტწილად დამოკიდებულია ინფორმაციის ხელმისაწვდომობასა და ინსტრუმენტების კომპლექსურობაზე.	მეტ-ნაკლებად მარტივია დანერგვა
სწრაფი გამოსათვლელია?	კი	კი	არა, გარდა შედარებით მცირე პორტფელებისა
უფროსი მენეჯმენტისთვის მარტივი ასახსნელია?	კი	არა	არა
წარმოშობს არასწორ შედეგებს თუ წარსული შედეგები არ არის ტიპური	კი	კი, თუ სხვა კორელაციები და სტანდარტული გადახრები არ იქნება გამოყენებული	კი, თუ სხვა საშუალებები ასევე არ იქნება გამოყენებული შეფასებაში
მარტივია ალტერნატიული შესაძლებლობების შემოწმება	არა	კი	კი

VaR მსოფლიო მასშტაბით გავრცელებული საზომია, რომელიც გამოიყენება როგორც შიდა, ასევე რეგულატორის მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად. მეჭტასა და მისი თანაავტორების მიერ ჩატარებულ ევროპისა და ჩრდილოეთ ამერიკის 13 დიდი ბანკის კვლევაში ნათქვამია, რომ ბანკების 50% იყენებს 2 სხვადასხვანაირ VaR-ს: ერთს რეგულატორთან ანგარიშგებისთვის, ხოლო მეორეს - შიდა მენეჯმენტისთვის. მათი პარამეტრები განსხვავებულია რეგულატორული მოთხოვნებისა და შიდა საჭიროებების მიხედვით. ყველა მათგანი ერთდღიან VaR-ს ითვლის და ექსტრაპოლაციას აკეთებს საჭიროების მიხედვით. გამოკითხული ბანკების 60% VaR-ს 99% სარწმუნოების დონით ითვლის (Mehta, et al., 2012). უილანგკო იკვლევს ავსტრალიურ ბანკებს გლობალური ფინანსური კრიზისის პერიოდში და ერთმანეთთან ადარებს მათ მიერ გამოყენებულ VaR-ის დათვლის მეთოდოლოგიას. (Uyilangco, 2015). აღსანიშნავია ის გარემოებაც, რომ VaR

მოდელებს კომერციული ბანკები ხშირად უხეშად და კონსერვატორულად ითვლიან (Berkowitz, 2002). რეგულატორები კაპიტალის მოთხოვნას საბაზრო რისკისთვის იყენებენ 10-დღიან VaR-ს 99%-ანი სანდოობის დონით. საკრედიტო და საოპერაციო რისკებისთვის 1-წლიან VaR-ს 99.9% სანდოობის დონით და ა.შ. (Hull, 2012). ეროვნული ბანკის რეგულაციითაც: „ბანკებს, რომლებიც ქმნიან შიდა მოდელებს, შეუძლიათ გამოიყენონ VaR მეთოდი, რათა შეაფასონ ნებისმიერი საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის მაჩვენებლების შეცვლის შედეგად კონკრეტული პოზიციით ან პორტფელით გამოწვეული მაქსიმალური ზარალი მოცემულ ინტერვალში. შეფასება VAR მეთოდის გამოყენებით შეიძლება განხორციელდეს სხვადასხვა სტატისტიკური მეთოდის გამოყენებით, როგორცაა დისპერსია/კოვარიაცია, ისტორიული სიმულაცია და მონტე კარლოს სიმულაცია.“<sup>5</sup>

5. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2014). საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება No48/04. ჩამოტვირთულია: [https://www.nbg.gov.ge/uploads/legalacts/supervision/2014/saop\\_risk\\_20\\_06\\_14.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/legalacts/supervision/2014/saop_risk_20_06_14.pdf)



## კვლევის მეთოდოლოგია და მონაცემები

წინამდებარე კვლევაში გამოყენებული მონაცემების ნაწილი აღებულია საქართველოს ეროვნული ბანკის ვებ-გვერდიდან. კომერციული ბანკები ვალდებულებები არიან კვარტალურად გამოაქვეყნონ თავიანთი საბალანსო, მოგება-ზარალის თუ გარე საბალანსო უწყისები და სხვა მნიშვნელოვანი ინფორმაცია. კვარტალური ფორმების გამოყენებით კვლევაში გაანალიზებულია საბანკო სექტორის სავალუტო პოზიციები. ვინაიდან ბანკების უმრავლესობა თითოეული ვალუტის სახეობის მიხედვით აქტივ-პასივების ჩაშლას არ აქვეყნებს და არც რეგულატორის მიერ გასაჯაროებულ სტატისტიკურ მონაცემებშია ეს ინფორმაცია, ეროვნული ბანკისგან გამოვითხოვეთ კვარტალური კრებისითი მონაცემები მთელი სექტორისთვის (თითოეული ბანკის მიხედვით ვალუტებით ჩაშლილი ინფორმაცია კონფიდენციალურია). მოწოდებული მონაცემები მოიცავს 2013 წლის პირველი იანვრიდან 2018 წლის 30 ივნისამდე (სულ 22 მდგომარეობა) სექტორის კვარტალური ღია პოზიციების შესახებ (აქტივების და ვალდებულებების ჩაშლა აშშ დოლარი, ევრო, ლარი და სხვა ვალუტების მიხედვით) ინფორმაციას.

სექტორის რისკების შეფასებისთვის გამოვიყენეთ VaR მოდელი. გამოყენებულია ისტორიული სიმულაცია და მონტე-კარლოს სიმულაცია. მათი საშუალებით შესაძლებელი ხდება საბანკო სექტორის სავალუტო რისკის შეფასება და სხვადასხვა მეთოდოლოგიით მიღებული შედეგების შედარება. ამ ორ მეთოდზე არჩევანის გაკეთება გამოიწვია იმან, რომ მათ სამეცნიერო კვლევებში ხშირად იყენებენ და ეროვნული ბანკის რეგულაციაც ფინანსურ ინსტიტუტებს ორივე მათგანის გამოყენების ნებას რთავს.

იმის დასადგენად, იყენებენ თუ არა მათ კომერციული ბანკები სავალუტო რისკების შესაფასებლად და რომელი მათგანია უფრო გავრცელებული, ჩატარდა გამოკითხვა 8 ბანკში.

ისტორიული სიმულაციისთვის საჭირო ყოველდღიური გაცვლითი კურსები (ლარი-აშშ დოლარი, ლარი-ევრო) ეროვნული ბანკის ვებ-გვერდიდანაა აღებული და კვლევის მიზნებისთვის ამოღებულია არასამუშაო დღეები. სულ სიმულაციაში არის 1,368

შემთხვევა. ყოველდღიური ცვალებადობის (daily volatility) დათვლის შემდეგ, შესაძლო ზარალი/მოგება შეფასებულია თითოეული კვარტალის ბოლოს არსებული სავალუტო პოზიციისთვის ორივე ძირითად ვალუტაში (აშშ დოლარი, ევრო). ხოლო შემდეგ ჯამური პორტფელისთვის VaR და CVaR-ის მაჩვენებლებია დათვლილი 99% სანდოობით.

მონტე-კარლოს სიმულაციისთვის ევროსა და აშშ დოლარის ისტორიული კურსების საშუალო და სტანდარტული გადახრის მაჩვენებლების გამოყენებით დაგენერირდა კურსების შესაძლო პროცენტული ცვლილების აღმნიშვნელი 10,000 შემთხვევა. ამ მეთოდშიც, თითოეული კვარტლის ბოლოს არსებული სავალუტო პოზიციისთვის, ორივე ძირითად ვალუტაში (აშშ დოლარი, ევრო) დათვლილია შესაძლო მოგება/ზარალი. ხოლო შემდეგ ჯამური პორტფელისთვის VaR და CVaR-ის მაჩვენებლებია დათვლილი 99% სანდოობით.

მოდელი არ ცდილობს ისტორიული მოგების ან ზარალის გამოვლენას, არამედ აკეთებს სიმულაციას სხვადასხვა დროს არსებული ვალუტის კურსებისა და სავალუტო პოზიციის გამოყენებით. არკვევს, თუ რამდენი იქნებოდა მოგება ან ზარალი, თუ გაცვლითი კურსი მიიღებს რომელიმე (ნებისმიერ) ისტორიულ მნიშვნელობას. გამოთვლა ხდება არა ერთი კონკრეტული სავალუტო პოზიციისთვის, არამედ სხვადასხვა მდგომარეობისთვის, რომელიც შეიძლება ჰქონდეს კვლევის ობიექტს. ჩვენ შემთხვევაში ვიყენებთ კვარტალის ბოლო სავალუტო პოზიციებს 2013 წლის პირველი იანვრიდან 2018 წლის 30 ივნისამდე. ისტორიული სიმულაციიდან განსხვავებით, მონტე-კარლოს სიმულაციის დროს გამოიყენება არა ისტორიული საკურსო მონაცემები, არამედ კომპიუტერის მიერ შემთხვევით დაგენერირებული რიცხვები.

10-დღიანი და 20-დღიანი VaR-ის დასათვლელად 1-დღიანი VaR მრავლდება  $\sqrt{10}$  და  $\sqrt{20}$ -ზე, შესაბამისად.

ზარალის მნიშვნელობის დასადგენად, გამოყენებულ იქნა წამყვანი აუდიტორული ფირმებისთვის მატერიალობის განსაზღვრის ერთ-ერთ მეთოდი - თუ შესაძლო ზარალი არ აღემატება მთლიანი აქტივების 1%-ს ან/და წმინდა მოგების 5%-ს, ის არამატერიალურად შეიძლება ჩავთვალოთ.

სექტორისთვის სიმულაციების გაკეთების შემდგომ, იგივე მოდელებით შეფასება ორი კომერციული ბანკის მაგალითზეა გაკეთებული. კერძოდ, თიბისი ბანკისა (გამოყენებულია 2017 წლის წლიურ ანგარიშში გამოქვეყნებული ინფორმაცია სავალუტო პოზიციების შესახებ<sup>6</sup>) და საქართველოს ბანკის (გამოყენებულია

ე.წ. reverse engineering-ი, უკუგამოთვლა, რისთვისაც ლარში მოცემული კვარტალური ანგარიშგებებიდან დათვლილია მთლიანი სავალუტო პოზიციები). ორი ბანკის ანალიზის შედეგების შედარებითობის უზრუნველსაყოფად, გამოყენებულია 2017 წლის მე-4 კვარტლის მონაცემები.

## მონაცემთა ანალიზი

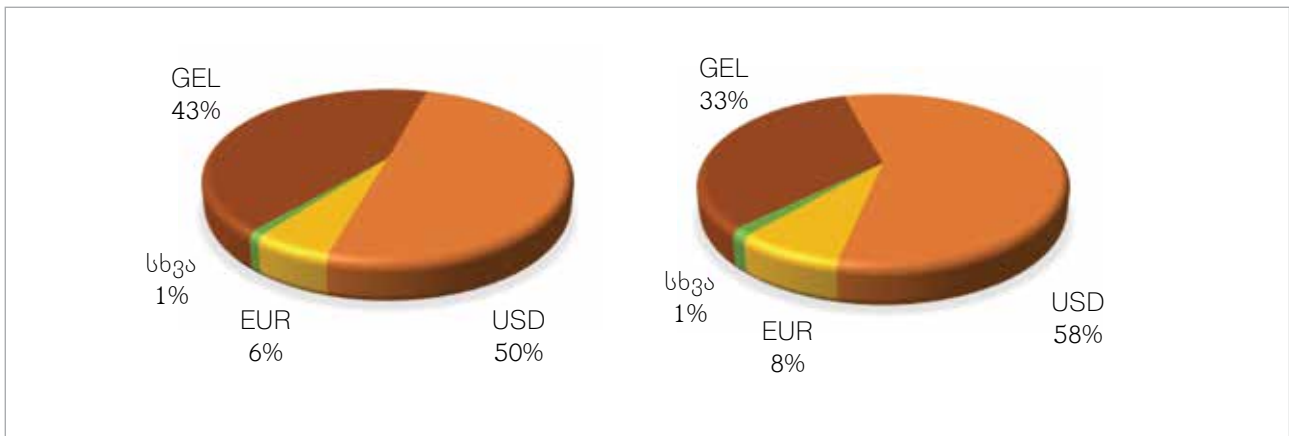
### უცხოური ვალუტების პოზიციების ანალიზი

დოკუმენტებმა მონაცემებმა საშუალება მოგვცა, რომ დეტალურად დავაკვირდეთ სექტორის აქტივებსა და პასივებს 2013 წლიდან 2018 წლის ივნისამდე, კვარტალურ ჭრილში.

უცხოურ ვალუტაში უდიდესი ნაწილი ამერიკულ აშშ დოლარს უჭირავს (საშუალოდ მთლიანი აქტივების 50%, ხოლო ვალდებულებების 58%), შემდეგ მოდის ევრო (საშუალოდ მთლიანი აქტივების 6%, ხოლო ვალდებულებების 8%). ერთად აღებული ყველა სხვა ვალუტის ჯამი კი მხოლოდ 1%-ია, როგორც აქტივებში, ასევე ვალდებულებებში (გრაფიკი 3).

გრაფიკი №3

უცხოური ვალუტის წილი საბანკო სექტორის აქტივებსა და ვალდებულებებში



რაც შეეხება თავად უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ აქტივებსა და ვალდებულებებს, აქტივებში აშშ დოლარის წილი, საშუალოდ, 88%-

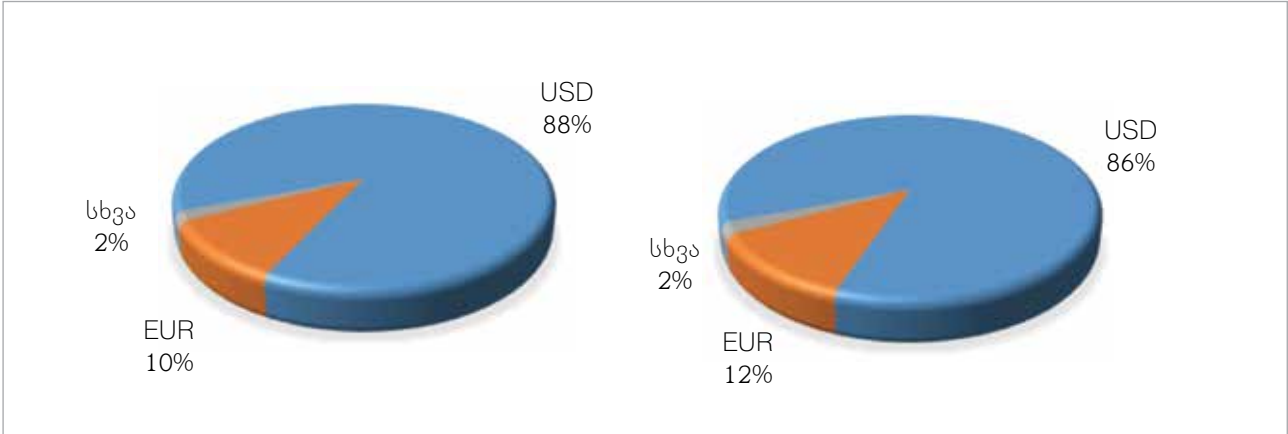
ს, ევროსი კი 10%-ს შეადგენს. 2% სხვა ვალუტას უჭირავს. ვალდებულებებში კი ეს წილები 86%, 12% და 2%-ია, შესაბამისად (გრაფიკი 4).

6. თი ბი სი ბანკი. (2017). წლიური ანგარიში. ჩამოტვირთულია: [http://fr.zone-secure.net/5521/797249/pdfs/Annual\\_Report\\_2017.pdf](http://fr.zone-secure.net/5521/797249/pdfs/Annual_Report_2017.pdf)



გრაფიკი №4

სხვადასხვა ვალუტაში დენომინირებული აქტივებისა და ვალდებულებების წილი მთლიანად უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ ანგარიშებში



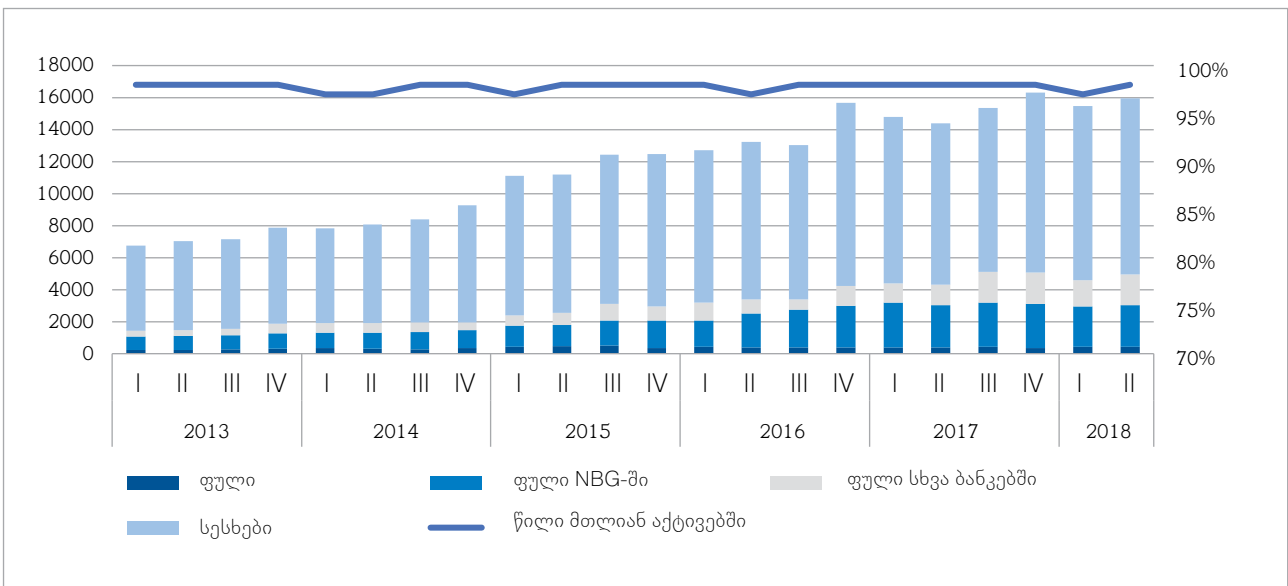
აშშ დოლარის პოზიცია

აშშ დოლარში დენომინირებული აქტივები და ვალდებულებები სხვადასხვა სახის ანგარიშებზეა წარმოდგენილი. აქტივებია: წმინდა სესხები, ფულადი სახსრები ეროვნულ ბანკში, ფულადი სახსრები სხვა ბანკებსა და ნაღდი ფულის ანგარიშები. ვალდებულებებია: დეპოზიტები, სუბორდინირებული

ვალდებულებები და ბანკების დეპოზიტები. ზემოთჩამოთვლილ მუხლებს, საშუალოდ, აშშ დოლარში დენომინირებული აქტივების 98% და ვალდებულებების 95% უჭირავთ. ამ მუხლების მნიშვნელობიდან გამომდინარე, საინტერესო იქნება, თუ დავაკვირდებით მათ ტენდენციას კვარტლების განმავლობაში.

გრაფიკი №5

დოლარში დენომინირებული ძირითადი აქტივების მოცულობა (მილიონი ლარი) და მათი წილი მთლიან დოლარში დენომინირებულ აქტივებში



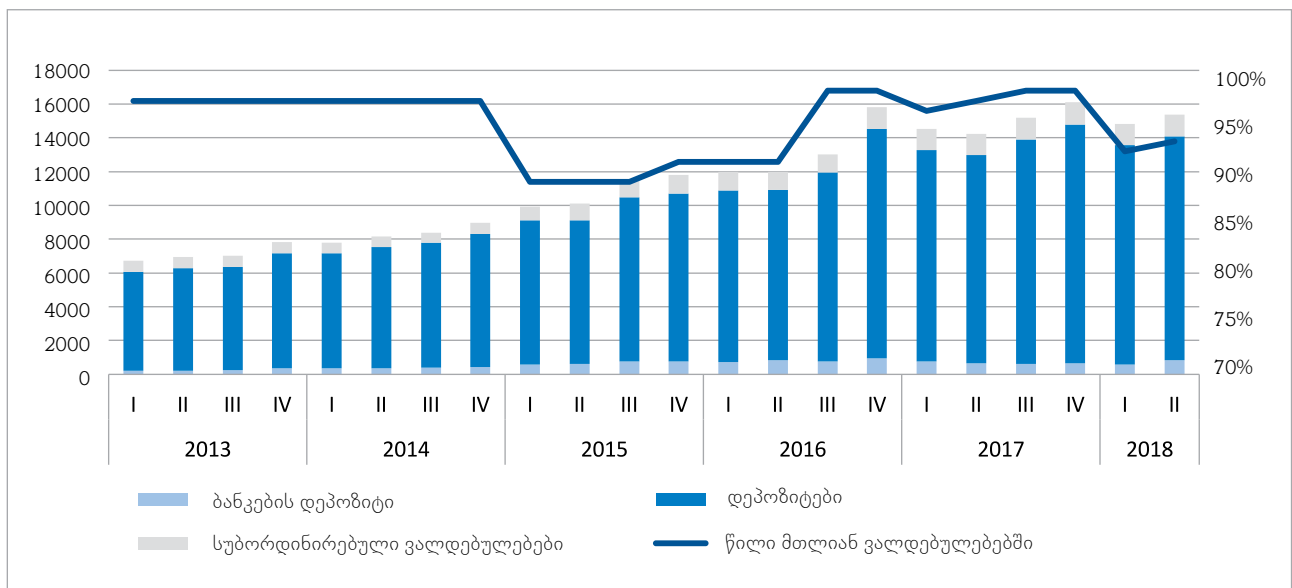
გრაფიკზე 5 ჩანს შემდეგი კანონზომიერება: აქტივების მოცულობა თითქმის ყოველკვარტლურად სტაბილურად იზრდება, ხოლო მათი თანაფარდობა აშშ დოლარში არსებულ მთლიან აქტივებთან თითქმის უცვლელი რჩება (97-98%). ამით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ დეპოზიტების ყოველწლიური ზრდა პროპორციულად ნაწილდება ზემოთხსენებულ 4 მუხლზე (ძირითადად არ ჩნდება ახალი მუხლები, რომლებიც მოგვიანებით წარმოჩინდება<sup>7</sup>).

თუ დავაკვირდებით *ეროვნულ ბანკსა და სხვა ბანკებში არსებული აქტივების* ზრდის ტემპს, ვნახავთ, რომ ფული და სესხები თანაბრად იზრდება და 2018 წლისათვის 2013 წელთან შედარებით გაორმაგებულია. მაგრამ *ფული ეროვნულ ბანკში*, შესაბამის პერიოდში გაოთხმაგდა, *ფული სხვა ბანკებში* - გა-

ექვსმაგდა. სარეზერვო მოთხოვნების ზრდა ამ ტენდენციას (ზრდის ტემპი ამ ორ ანგარიშს მთელი პერიოდის განმავლობაში თანაბრად მაღალი აქვს) მხოლოდ ნაწილობრივ ხსნის. ერთ-ერთი ფაქტორი ბანკებში ფულის ჭარბი რაოდენობა შეიძლება იყოს. შესაძლებელია, რომ ბანკები ვერ ასწრებენ სესხები გასცენ მიღებული დეპოზიტების შესაბამისად (რაც გამოწვეულია ბანკების საკრედიტო მოთხოვნების ფიქსირებული დონით). ამიტომ იძულებულნი არიან განათავსონ თანხები ეროვნული ბანკის თუ სხვა ბანკების ანგარიშებზე.

გრაფიკზე 6 შეგვიძლია დავაკვირდეთ აშშ დოლარში დენომინირებული 3 ძირითადი ვალდებულების მოცულობის ცვლილების ტენდენციებს:

გრაფიკი №6



პირველივე, რაც თვალში მოგვხვდება, არის ამ ვალდებულებების დაფარვის დინამიკა: თუ აქტივებში დეპოზიტების განაწილება სტაბილურად 97 – 98 % იყო, ვალდებულებებში ის 89%-დან 98%-ამდე მერყეობს. აღნიშნული რადიკალური შემცირების მიზეზები *საკუთარი სავალო ფასიანი ქაღალდების*

რაოდენობის რადიკალური (გათმაგებული, 100 მილიონიდან 1 მილიარდამდე) ზრდით არის გამოწვეული 2015-16 წლის დასაწყისსა და 2018 წლის პირველ ორ კვარტალში. რაც შეეხება ზოგად ზრდის ტემპს, ის თითქმის უცვლელია და ყველა მუხლისთვის დაახლოებით თანაბარია.

7. მნიშვნელოვანია ასევე ორი მუხლი, რომელთა წილიც დოლარში მცირეა სხვებთან შედარებით, თუმცა დიდი ნაწილი უჭირავს ეროვნულ ვალუტაში. ესენია: *საინვესტიციო ფასიანი ქაღალდები და ინვესტიციები საწესდებო კაპიტალში*. აღნიშნული აქტივები 2013 წელს საერთოდ არ ფიგურირებს დოლარის ნაწილში, ხოლო 2014 წლიდან ერთდროულად იწყებენ ზრდას. ინვესტიციებს კაპიტალში, დიდი გავლენა არ მოუხდენია საერთო სურათზე, რადგან ამ მუხლის დიდი ნაწილი უკვე ფიგურირებს ეროვნულ ვალუტაშიც და დოლარის ნაშაბის გავლენა ნაკლებად მნიშვნელოვანია. რაც შეეხება საინვესტიციო ფასიან ქაღალდებს, მას ჯამურად ყველა ვალუტაში მთლიანი აქტივების 10 პროცენტი უჭირავს 2018 წლის მეორე კვარტალში და საშუალო ზრდის ტემპთან შედარებით მნიშვნელოვნად, 1.5 ჯერ, არის გაზრდილი. აღნიშნული შეიძლება აიხსნას ბანკის მცდელობით დააბანდოს “ზედმეტი” ფული, რომლის გასესხებასაც ვერ ახერხებს.

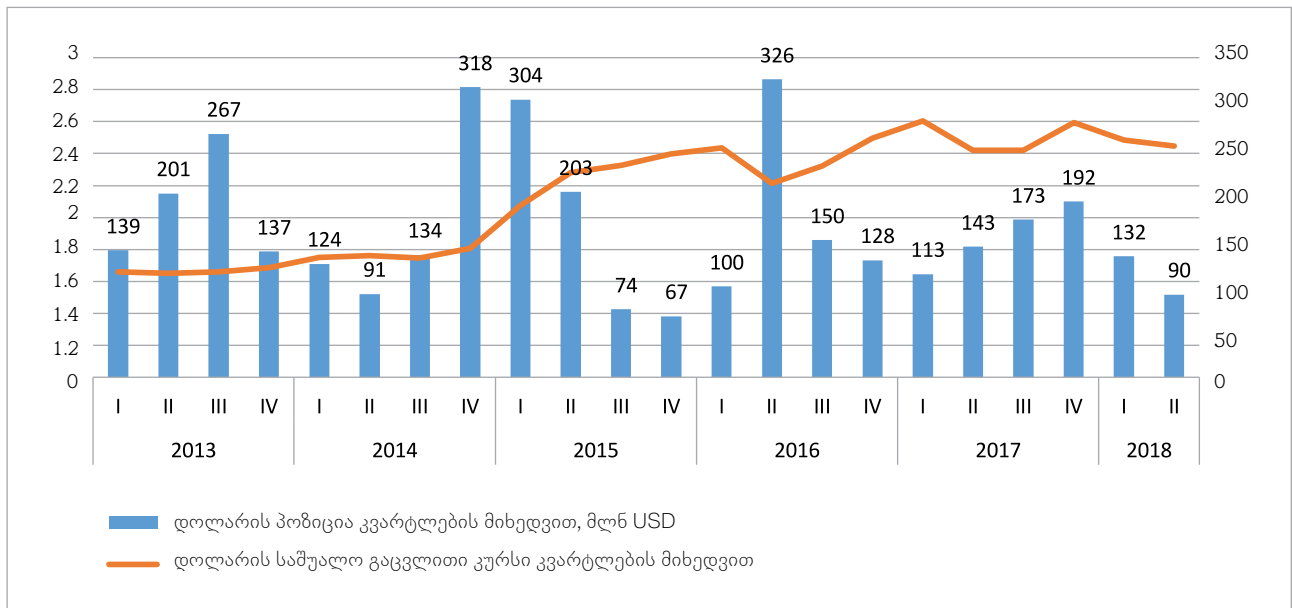




რაც შეეხება სავალუტო პოზიციებს: მითითებული 5 წლის განმავლობაში მინიმალური პოზიცია 2015 წლის მესამე კვარტალში დაფიქსირდა, კერძოდ, 160 მილიონი ლარის გრძელი პოზიციით. ხოლო ყველაზე დიდი 2016 წლის მეორე კვარტალში 764 მილიონი ლარის მოკლე პოზიციით (საშუალო 350 მილიონი მოკლე პოზიციით).

საინტერესოა დინამიკა წლების მიხედვით. ქვემოთ მოცემულია გრაფიკი 7, სადაც წარმოდგენილია აშშ დოლარის პოზიციები კვარტალების მიხედვით. ანალიზის მიზნებისთვის თანხები მოცემულია ნომინალში:

გრაფიკი №7



როგორც გრაფიკი 7-დან ჩანს, 2013 წლის დასაწყისში აშშ დოლარის ღია გრძელი პოზიცია შეინიშნება, რომელიც მეორე კვარტალში იზრდება, მალევე აღწევს პიკს და ისევ იკლებს მესამე კვარტალში. ამის შემდეგ 2014 წლის მეორე ნახევარამდე პოზიცია მეტ-ნაკლებად თანაბრად მცირე დონეზე რჩება, მანამ სანამ 2014 წლის ბოლოს უეცრად კვლავ დაიწყებს მატებას. საინტერესოა, თუ რამ გამოიწვია 2013-2014 წლის სიტუაციის ასე რადიკალურად ცვლილება. ამის ახსნაში ზემოთაღნიშნულ გრაფიკზე აშშ დოლარის გაცვლითი კურსის ტრენდი დაგვეხმარება.

2017 წლის მეორე ნახევარამდე პოზიციებს, დავინახავთ, რომ ისინი ახლოს არიან დახურულ მდგომარეობასთან და ასევე ცვლილება, რომელსაც ყოველ კვარტალში განიცდიან მეტ-ნაკლებად მცირეა. თუ დავაკვირდებით შესაბამის პერიოდებს კურსის გრაფიკზე, დავინახავთ, რომ ამ პერიოდში აშშ დოლარის კურსი შედარებით სტაბილურია და არ განიცდის არც დადებით და არც უარყოფით მერყეობას. გამომდინარე იქიდან, რომ სტაბილური კურსის პირობებში ორივე მიმართულებით ცვლილების ალბათობა თითქმის თანაბარია, ბანკები, სავარაუდოდ, არ იღებენ რისკს და ცდილობს პოზიცია დახურულთან ახლოს ჰქონდეთ.

ურთიერთდამოკიდებულება ამ ორ მონაცემს შორის არ შეინიშნება, რაც მოსალოდნელია, რამდენადაც ბანკს არ აქვს საშუალება წინასწარ დიდი სიზუსტით იცოდეს, თუ რა მოუვა კურსს და აჰყვეს მის ცვლილებას შეუცდომლად. მიუხედავად ამისა, მაინც შესაძლებელია გარკვეული დასკვნების გაკეთება: თუ პოზიციების გრაფიკზე დავაკვირდებით 2013 და 2014 წლების, ასევე 2016 წლის მესამე კვარტალიდან

როდესაც აშშ დოლარის კურსი ზრდას იწყებს (2014 წლის ბოლო კვარტალი 2016 წლის პირველი კვარტალი), შესაძლებელია, რომ ბანკები ცდილობენ მიიღონ გრძელი პოზიცია. ამის შესაძლო ახსნა არის ის, რომ როდესაც კურსი ზრდას იწყებს, მეტწილად თანაბარი და სტაბილური პოზიციიდან,

მოსალოდნელია, რომ ზრდა გაგრძელდება შემდეგი თვეების განმავლობაში (თავად ფაქტი კურსის ზრდისა, ზრდის მოთხოვნას ამ ვალუტაზე, რაც კიდევ უფრო ამძაფრებს მისი ზრდის ტემპს). შესაბამისად, ბანკს, სავარაუდოდ, ურჩევნია ჰქონდეს რაც შეიძლება მეტი აქტივი დენომინირებული აშშ დოლარში, რომლის ფასიც ყოველ შემდეგ თვეს კიდევ უფრო გაიზრდება, ხოლო თუ 2016 და 2017 წლის მარტის თვეებს დავაკვირდებით, ორივე შემთხვევაში ადგილი ჰქონდა კურსის შემცირებას, და აღნიშნულმა ტენდენციამ ბანკები აიძულა დაბრუნებულიყვნენ დახურულ პოზიციასთან ახლოს (აქ ლოგიკა შებრუნებულია: რაც ნაკლებია ვალუტის კურსი, მით მეტად მიმზიდველია ვალდებულების აღება, რადგან განგრძობითი კლების მოლოდინი ამცირებს დასაბრუნებელი ვალდებულების ღირებულებას კონტრაქტის ვადის ამოწურვის შემდეგ).

## ევროს პოზიცია

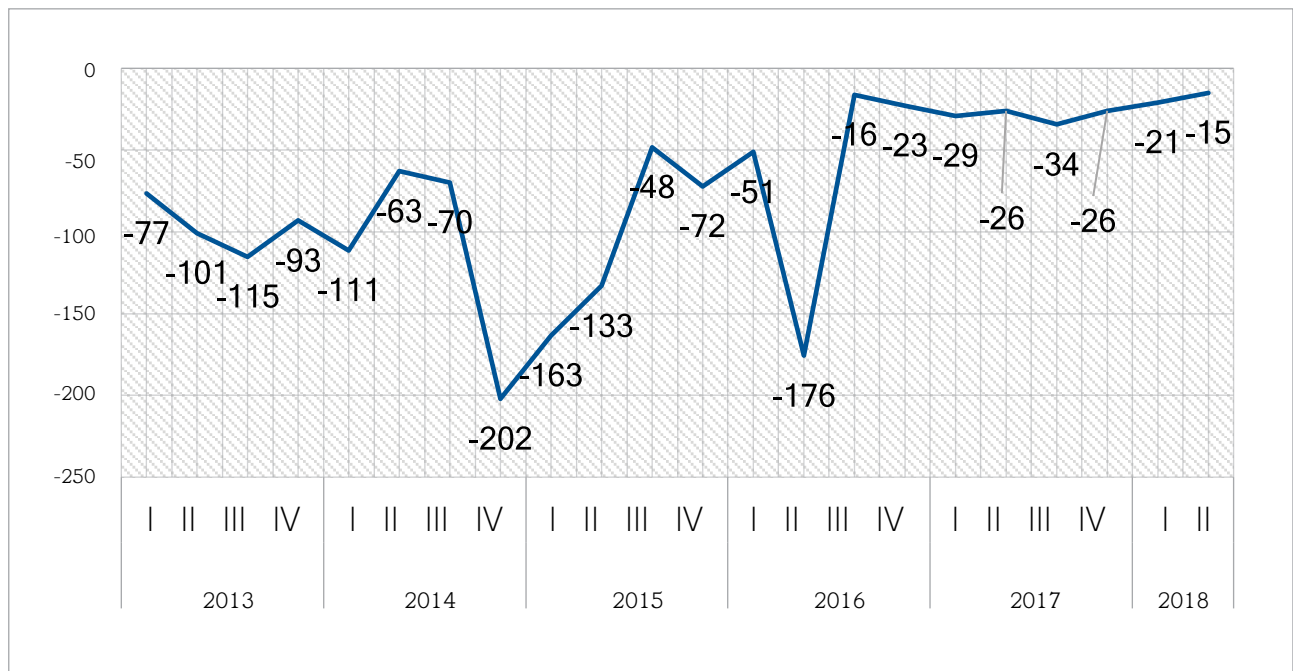
ევროში დენომინირებული აქტივების მოცულობა აშშ დოლართან შედარებით ნაკლებია. რაც აისხნება

იმით, რომ ადგილობრივ ბაზარზე ევროზე მოთხოვნა მცირეა. მოსახლეობის უმრავლესობა ბინის, ავტომანქანების და სხვა ძვირადღირებული ნივთების ფასს აშშ დოლარში ან ექვივალენტით გამოხატავს და სესხს ამავე ვალუტაში იღებს. ბანკების ყველაზე მსხვილი აქტივის ანგარიში - სესხი, ევროში მთელი აქტივების მხოლოდ 5%-ს შეადგენს.

რაც შეეხება ვალდებულებების ნაწილს, ის აქტივებს თითქმის 2-ჯერ აღემატება. (რაც გამოწვეულია ფასიანი ქაღალდების თუ სხვა ვალდებულებების ბაზარზე არსებობით (ევროში, ევროპის ბაზარზე, საიდანაც ქართულ ბანკებს შეუძლიათ იაფი სახსრების მოძიება)).

გამომდინარე აქედან, სავალუტო პოზიცია ყოველთვის მოკლეა, თუმცა 2016 წლის მეორე ნახევარში, ნულს მიუახლოვდა და დღესაც, შედარებით, დაბალ დონეზე რჩება (15 მილიონი).

გრაფიკი №8



მოკლე პოზიციის მინიმალური დონე 2016 წლის მესამე კვარტალში დაფიქსირდა (38 მილიონი ლარი, 16 მილიონი ევრო) ხოლო მაქსიმალური 2014 წლის

მეოთხე კვარტალში (458 მილიონი ლარი) საშუალო მოკლე პოზიცია 181 მილიონი ლარია.



## გამოკითხვის შედეგები

ჩვენ მიერ ჩატარდა გამოკითხვა 8 კომერციულ ბანკში, რომელიც მიზნად ისახავდა დაედგინა, როგორ აფასებენ ბანკები სავალუტო რისკებს, იყენებენ თუ არა VaR მოდელს და რომელი მეთოდია უფრო

გავრცელებული - ისტორიული თუ სიმულაციური. გამოკითხვის შედეგები წარმოდგენილია ცხრილი 2-ის სახით. გამოკითხულთა თხოვნით, ბანკების სახელებს არ ვასახელებთ.

### ცხრილი №2

VaR-ის შესახებ ბანკების გამოკითხვის შედეგები

ბანკი <sup>8</sup>	ივლიან VaR-ს სავალუტო რისკებისთვის?	რა მეთოდით ივლიან?
1	კი, კვარტალურად	ბაზელის სტანდარტების შესაბამისად, ისტორიული სიმულაცია
2	კი	ისტორიული სიმულაცია
3	კი	ისტორიული, მონტე კარლო და სხვა შიდა მოდელები
4	არა	სავალუტო პოზიციების ანალიზი
5	არა	სავალუტო პოზიციების ანალიზი
6	არა	სავალუტო პოზიციების ანალიზი
7	არა	სავალუტო პოზიციების ანალიზი
8	არა	სავალუტო პოზიციების ანალიზი

შედეგების მიხედვით, ისტორიული სიმულაცია და მონტე-კარლოს სიმულაცია არის ის მეთოდები, რომლებსაც გამოკითხულთაგან 3 ბანკი იყენებს. ხოლო გამოკითხული ბანკების დანარჩენი არ იყენებს სავალუტო რისკების შეფასების ამ მოდელებს.

სექტორის საზეადმხედველო კაპიტალის 0.52%-ს, ხოლო მთლიანი აქტივების 0.18%-ს შეადგენს.

## ისტორიული სიმულაციის შედეგები

ისტორიული სიმულაციაში 22 კვარტლის პოზიციიდან თითო სთვის გაკეთდა 1,368 სცენარი. ხუთი ყველაზე დიდი ზარალი აშშ დოლარის გრძელ პოზიციაზე დაფიქსირდა შემდეგი თარიღების კურსის ცვლილების მიხედვით: 12.12.2014, 03.02.2015, 02.03.2015, 22.05.2015, 02.03.2017. სიმულაციის მიხედვით, თუ სექტორში დოლარის გრძელი პოზიცია იქნებოდა ისეთი, როგორც დაფიქსირდა 2016 წლის მეორე კვარტალში და კურსი ისე შეიცვლებოდა როგორც 2015 წლის 2 მარტს, ზარალი სექტორისთვის იქნებოდა 28,5 მლნ ლარი, რაც

ევროს შემთხვევაში ხუთი ყველაზე დიდი ზარალი დაფიქსირდა შემდეგი თარიღების კურსის ცვლილების მიხედვით: 08.12.2014, 20.02.2015, 25.02.2015, 25.08.2015, 06.01.2017. მაქსიმალური (14,5 მლნ ლარი) დანაკარგის შესაძლებლობა 2014 წლის მეოთხე კვარტალში არსებული პოზიციით და კურსის 2015 წლის 20 თებერვლის ცვლილებით მიიღება.

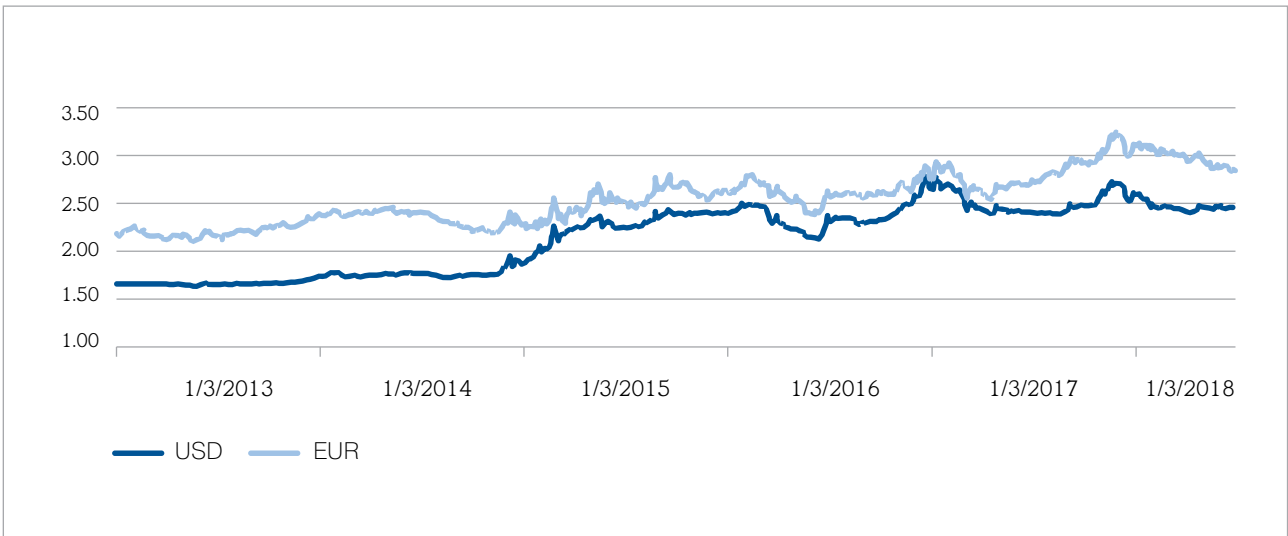
სიმულაციის შედეგად თვალსაჩინო გახდა, რომ მაქსიმალური დანაკარგები ევროს და აშშ დოლარის პოზიციაზე სხვადასხვა თარიღში არსებულ კურსის მერყეობაზე ფიქსირდება. მიუხედავად იმისა, რომ კორელაცია ამ ორი ვალუტის (ლართან მიმართებით) კურსს შორის საკმაოდ მაღალია (სიმულაციაში გამოყენებულ გაცვლითი კურსებს შორის 89%-ანი

8. გამოკითხულთა თხოვნით, ინფორმაციის კომერციული ფასეულობიდან გამომდინარე, ორგანიზაციებს არ ვასახელებთ.

კორელაცია აღინიშნება), რაც ქვემოთ მოცემულ გრაფიკზეც შეიძლება შევამჩნიოთ, მაქსიმალური მთლიანი დანაკარგი არ უდრის ცალ-ცალკე აღებული აშშ დოლარისა და ევროს მაქსიმალური ზარალების ჯამს. ეს იმიტია გამოწვეული, რომ დოლარში გრძელი პოზიციას, ევროში მოკლე და მოგება-ზარალები

ერთმანეთს აბათილებს. თვალსაჩინოებისთვის უნდა აღინიშნოს, რომ სექტორის მაქსიმალური დანაკარგი მიიღება 2017 წლის მეოთხე კვარტალში არსებული პოზიციებით და 02.03.2015-ში არსებული კურსის ცვლილებით და შეიძლება შეადგინოს 15,3 მლნ ლარი.

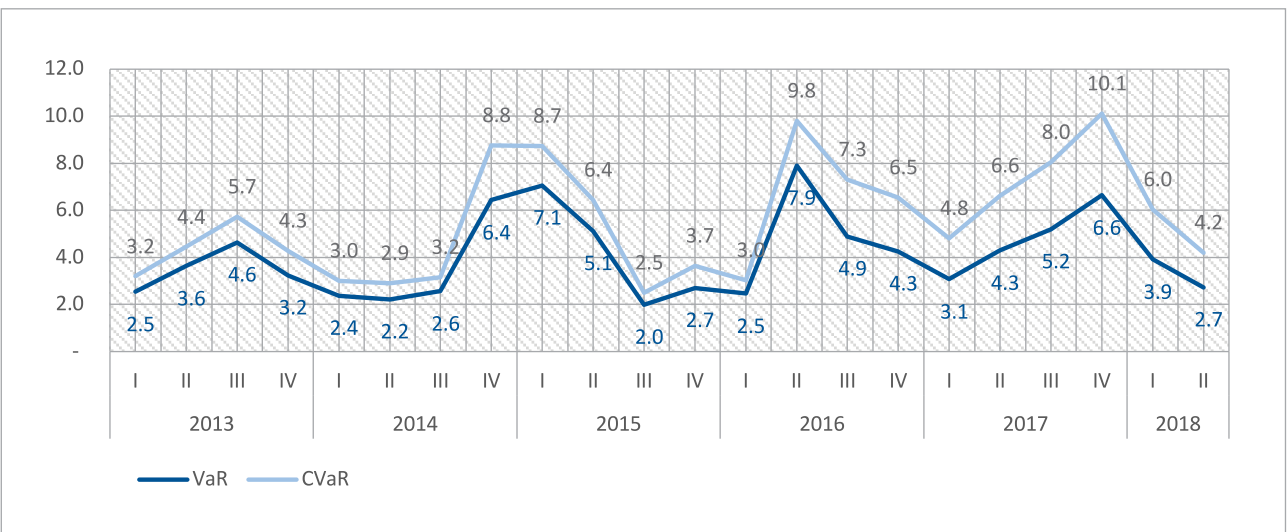
გრაფიკი №9



გრაფიკზე 10 მოცემულია ისტორიული სიმულაციის საშუალებით დათვლილი 1 დღიანი VaR და CVaR 99% სანდოობით კვარტალების პოზიციების მიხედვით.

გრაფიკიდან ჩანს, რომ 99% ალბათობით მთლიანი სექტორის დანაკარგი არ იქნება 7.9 მლნ-ზე მეტი (2016 წლის მეორე კვარტლის პოზიციების მიხედვით) და თუ ზარალი მოსალოდნელ ზღვარს გასცდა, მაქსიმალური მოსალოდნელი ზარალი შეიძლება იყოს 10,1 მლნ.

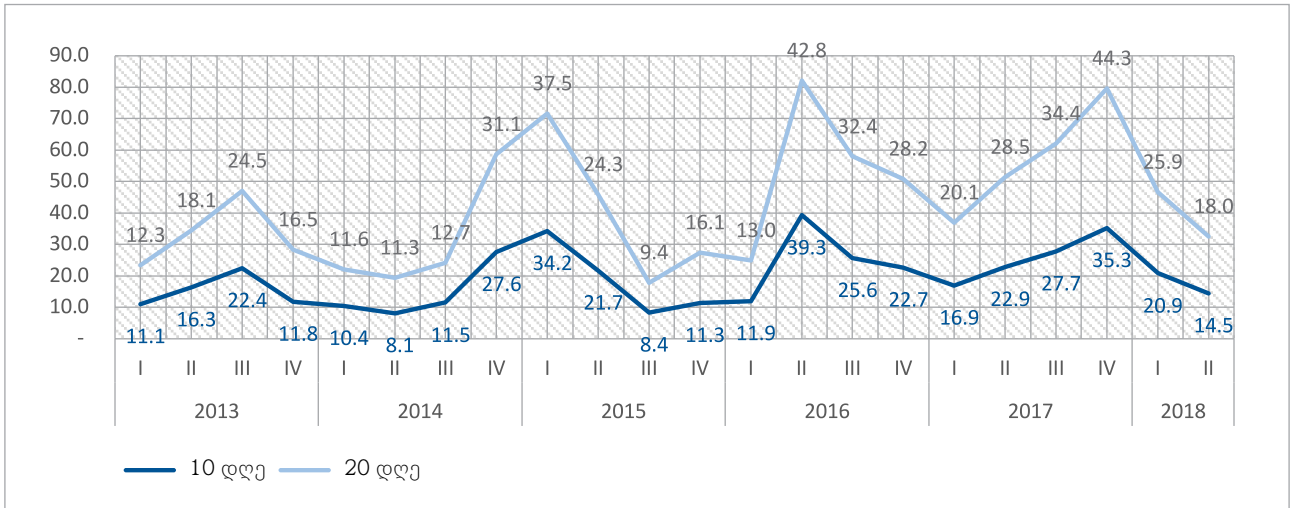
გრაფიკი №10





გრაფიკზე 11 ჩანს, რომ სექტორის მაქსიმალური VaR 10 დღიან პერიოდზე არის 39.3, ხოლო 20 დღიან პერიოდზე 44,3 მილიონი ლარი.

გრაფიკი №11



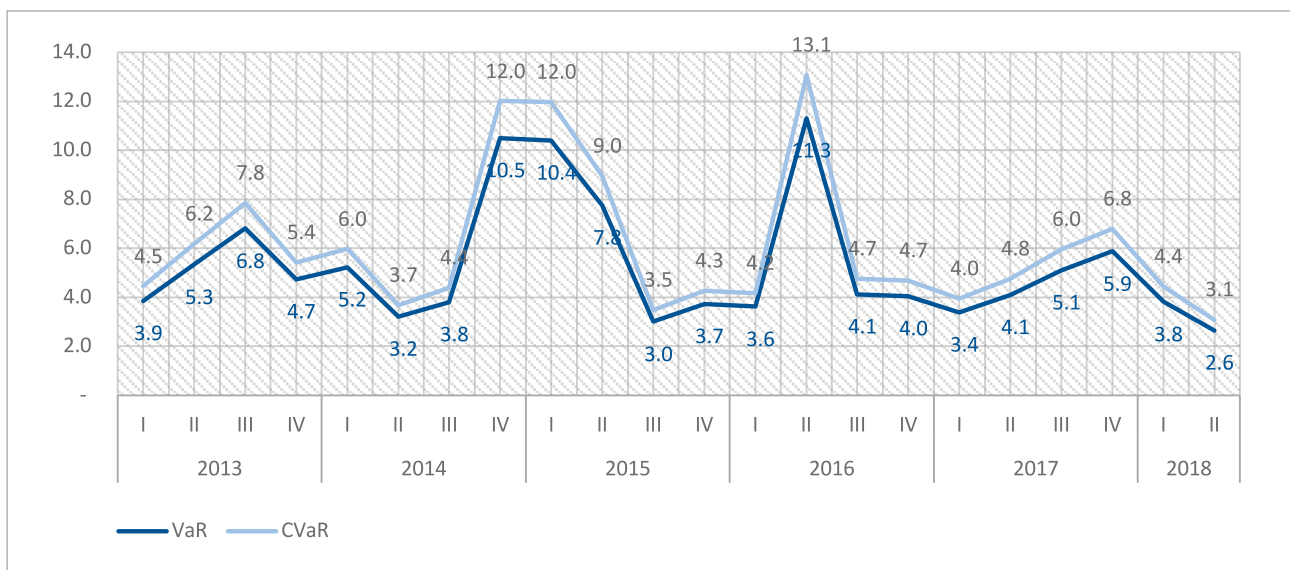
### მონტე-კარლოს სიმულაციის შედეგები

მონტე-კარლოს სიმულაციისთვის დავაგენერირეთ 10,000 შემთხვევითი სავალუტო კურსი და დავითვალეთ VaR და CVaR იმავე 22 კვარტლის პოზიციისთვის, რაც ისტორიულ სიმულაციაში. მაქსიმალური VaR 99% სანდოობით 2014 წლის მეოთხე, 2015 წლის პირველი და 2016 წლის მეორე კვარტლის პოზიციისთვის დაფიქსირდა 10,5 მლნ, 10,4 მლნ და 11,3 მლნ ლარის შესაბამისად.

ისტორიული სიმულაციის და მონტე-კარლოს სიმულაციის შედეგები ერთმანეთის მსგავსია, თუმცა მონტე-კარლოს სიმულაცია შეიძლება უფრო კონსერვატიულად ჩავთვალოთ, ვინაიდან უმეტეს შემთხვევაში მონტე-კარლოს სიმულაციით მიღებული VaR აჭარბებს ისტორიული სიმულაციით მიღებულ VaR-ს.

გრაფიკზე №12 ნაჩვენებია ერთდღიანი VaR და CVaR.

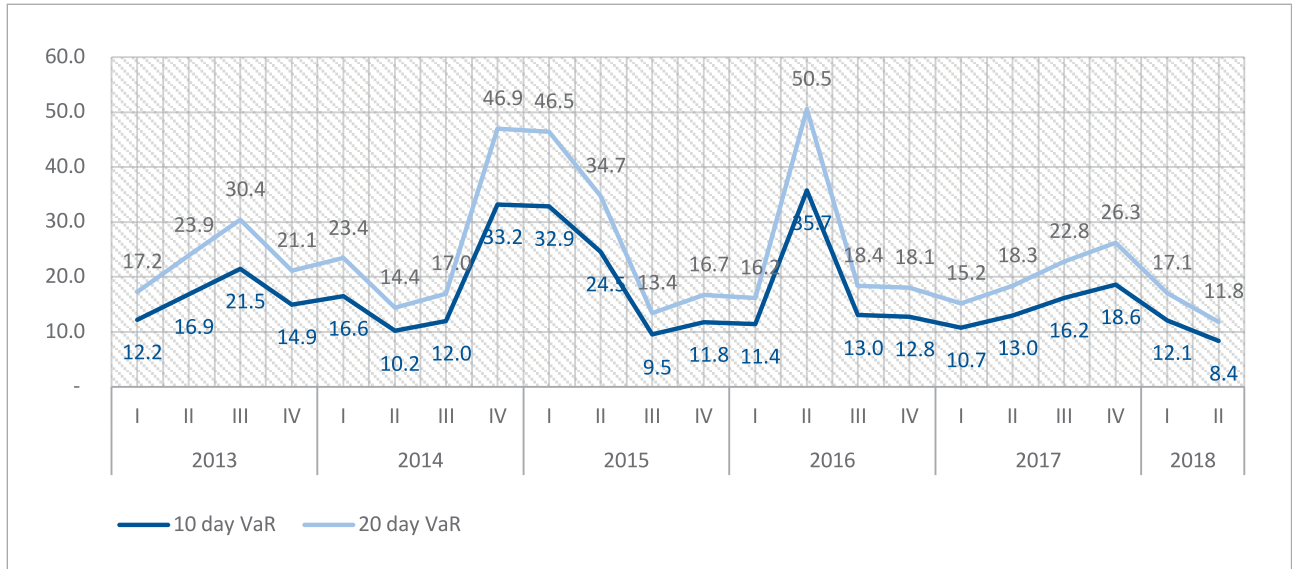
გრაფიკი №12



თუ კურსების არახელსაყრელი მერყეობა გრძელდება დიდი პერიოდის განმავლობაში, მივიღებთ, რომ 10-დღიანი და 20-დღიანი მაქსიმალური ზარალი

არ იქნება 35,7 მლნ და 50.5 მლნ ლარზე მეტი 99% სანდოობით (გრაფიკი 13).

გრაფიკი №13



### სიმულაცია უშუალოდ ბანკების მონაცემებით

საქართველოს საბანკო სექტორში უმნიშვნელოვანეს როლს „თიბისი ბანკი“ და „საქართველოს ბანკი“ თამაშობს. საქართველოს საბანკო სექტორში უმნიშვნელოვანეს როლს „თიბისი ბანკი“ და „საქართველოს ბანკი“ თამაშობს. კვლევის დროს ჩა-

ვატარეთ სიმულაციები ამ ორი ბანკის სავალუტო პოზიციებისთვის, რისთვისაც გამოყენებულ იქნა თიბისი ბანკის 2017 წლის წლიურ ანგარიშში გასაჯაროებული მონაცემები (ცხრილი 3), ხოლო საქართველოს ბანკისთვის გამოვიყენეთ უკუგამოვლით (Reverse Engineering) მიღებული ინფორმაცია პოზიციებს შესახებ.

ცხრილი №3

თიბისი ბანკის პოზიციები ვალუტების მიხედვით (ათას ლარებში)

	აქტივები	ვალდებულებები	საბალანსო პოზიცია
USD	6 475 155	6 299 024	176 131
EUR	816 565	805 153	11 412

სექტორის მონაცემთა ანალიზიდან გამოჩნდა, რომ უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ აქტივებში საშუალოდ 88% აშშ დოლარს, 10% ევროს, ვალდებულებებში კი 86% აშშ დოლარსა და 12% ევროს უჭირავს. იმ დაშვებით, რომ ბანკების

პოზიციებიც მსგავსია, მივიღეთ, რომ „საქართველოს ბანკის“ მონაცემებს 2017 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით შესაძლოა ცხრილ 4-ში მოცემული სახე ქონდეს.



ცხრილი №4

საქართველოს ბანკის შესაძლო პოზიციები ვალუტების მიხედვით

'000 ლარი	აქტივები	ვალდებულებები	საბალანსო პოზიცია
USD	5 880 357	5 652 313	228 044
EUR	668 222	788 695	(120 472)

ისტორიული სიმულაციის შედეგად, „თიბისი ბანკის“ ზარალი არ გადააჭარბებს 3.1 მლნ ლარს ევროსა და აშშ დოლარის პოზიციებისთვის (VaR), ხოლო თუ წაგებამ ამ ზღვარს გადააჭარბა, CVaR შეადგენს 4.4 მლნ ლარს. მონტე-კარლოს სიმულაციამაც მსგავსი რეზულტატი აჩვენა (2.9 და 3.4 მილიონი ლარი, შესაბამისად).

ისტორიული სიმულაციის მიხედვით, „საქართველოს ბანკის“ ზარალი არ გადააჭარბებს 2.3 მლნ ლარს ევროსა და აშშ დოლარის პოზიციებისთვის, ხოლო თუ წაგებამ ამ ზღვარს გადააჭარბა, მოსალოდნელი

ზარალი (CVaR) 2.9 მლნ ლარს შეადგენს. მონტე-კარლოს სიმულაციამაც მსგავსი რეზულტატი აჩვენა (3.3 და 3.8 მილიონი ლარი, შესაბამისად).

**სიმულაციით მიღებული შედეგები და ფაქტიური მონაცემები**

იმის გასარკვევად, მიიღო თუ არა ბანკებმა ეს ზარალი, რეალურად, გავანალიზეთ კვარტალური ანგარიშები. „საქართველოს ბანკსაც“ და „თიბისი ბანკსაც“ აქვთ მოგება სავალუტო სახსრების გადაფასებიდან. შედეგები მოცემულია ცხრილში 5.

ცხრილი №5

ბანკის დასახელება	საშუალო-დღეობა-კაპიტალი	აქტივები		ვალდებულებები		ლია საბალანსო პოზიცია	მოგება/ზარალი გადაფასებიდან
		ლარი	უცხოური ვალუტა	ლარი	უცხოური ვალუტა		
თიბისი ბანკი	1,885	5,565	7,041	3,903	7,121	(80)	10
საქართველოს ბანკი	1,644	5,446	6,451	4,026	6,572	(121)	0
ლიბერთი ბანკი	232	1,448	362	1,172	411	(49)	2
ვი-თი-ბი ბანკი	195	705	859	505	890	(31)	(4)
პროკრედიტ-ბანკი	217	357	996	156	1,018	(22)	(5)
ბაზის ბანკი	187	441	771	229	798	(27)	(0)
ქართუ ბანკი	454	397	797	139	826	(29)	(3)
ტერა ბანკი	122	359	469	271	442	27	(1)
კრედიტ ბანკი	120	507	179	388	183	(4)	2
ხალიკ-ბანკი	84	103	315	31	325	(10)	(0)
ბანკი ფინკა	42	214	79	147	110	(31)	(1)
პაშა ბანკი	102	123	149	20	147	3	0
იმ ბანკი	77	46	188	11	189	(1)	0
ზირაათ-ბანკი	31	41	53	9	54	(1)	(0)
აბერბაიჯანის საერთაშორისო ბანკი	56	45	33	3	37	(4)	(0)
სილქროუდ ბანკი	31	36	17	5	20	(3)	0
<b>ჯამი</b>	<b>5,480</b>	<b>15,833</b>	<b>18,761</b>	<b>11,016</b>	<b>19,143</b>	<b>(383)</b>	<b>0</b>

ჯამურად ყველა ბანკის მოგება/ზარალს თუ შევაჯამებთ, დავინახავთ, რომ ის თითქმის ნულის ტოლია. (2017 წლის მეოთხე კვარტლის პოზიციებისთვის VaR და CVaR იყო 5.8 და 6.8 მლნ მონტე-კარლოს სიმულაციით და 6.6 და 10 მლნ ისტორიული სი-

მულაციის მიხედვით) აქედან გამომდინარე, შეიძლება დავასკვნათ, რომ ბანკები ღია საბალანსო პოზიციას ნაწილობრივ აბალანსებენ გარესაბალანსო პოზიციითაც და სავალუტო რისკებს კიდევ უფრო ამცირებენ.

## დასკვნები და რეკომენდაციები

კვლევის ფარგლებში გაანალიზდა საქართველოს საბანკო სექტორის სავალუტო რისკის არსებობა. საერთაშორისო პრაქტიკების და აღიარებული მეთოდოლოგიების გამოყენებით განხორციელდა რისკის რაოდენობრივი შეფასება (VaR, CVaR) სექტორისა და ორი კომერციული ბანკის ინფორმაციაზე დაყრდნობით. ჩატარდა ისტორიული და მონტე კარლოს სიმულაცია და გამოვლინდა, რომ: ისტორიული სიმულაციის მიხედვით, 99% სანდოობით მთლიანი სექტორის ერთდღიანი დანაკარგი არ იქნება 7.9 მლნ-ზე მეტი. იმავე მეთოდითა და სანდოობით, 10-დღიანი პერიოდზე მაქსიმალური ზარალი 39.3 მლნ ლარია, ხოლო 20-დღიანზე - 44.3 მლნ.

მონტე კარლოს სიმულაციის მიხედვით, 99% სანდოობით, მთლიანი სექტორის ერთდღიანი დანაკარგი არ იქნება 11.3 მლნ-ზე მეტი, ხოლო 10-დღიანი და 20-დღიანი პერიოდებისთვის მაქსიმალური ზარალი არ იქნება 35,7 მლნ და 50.5 მლნ ლარზე მეტი.

იმის დასადგენად, თუ რამდენად არსებითია ეს შესაძლო ზარალი საბანკო სექტორისთვის, ის შევადარეთ მთლიანი აქტივების 1%-ს (წამყვანი აუდიტორული ფირმებისთვის მატერიალობის განსაზღვრის ერთ-ერთ მეთოდს). 22 კვარტლის საშუალო აქტივები 24.3 მილიარდია. შესაბამისად, ორივე მეთოდით დათვლილი ზარალი მთლიანი აქტივების 1%-ზე გაცილებით ნაკლებია. წმინდა მოგებასთან შედარებით (2017 წლის დეკემბრის მდგომარეობით, სექტორის წმინდა მოგება შეადგენდა დაახლოებით 973 მლნ ლარს), ზარალის ოდენობა დაახლოებით 5%-ია რაც, ასევე, არაარსებითად შეგვიძლია ჩავთვალოთ.

მიუხედავად იმისა, რომ წლების განმავლობაში როგორც აშშ დოლარის, ასევე ევროს გაცვლითი კურსი ლართან მიმართებით ორივე მიმართულებით ინტენსიურად მერყეობს (ისტორიულად დოლარის მაქსიმალური დღიური გამყარება 3.0% იყო, გაუ-

ფასურება - 3.7%, ხოლო ევროს მაქსიმალური დღიური გამყარება 3.1%, გაუფასურება კი 4.9%) შეიძლება ჩავთვალოთ, რომ გაცვლითი კურსის პირდაპირი რისკი, რომელიც უშუალოდ ბანკების ღია სავალუტო პოზიციებიდან გამომდინარეობს, სექტორისთვის არამატერიალურია.

ამის მიზეზი, ერთი მხრივ არის სხვადასხვა ბანკის გრძელი და მოკლე პოზიციების ერთმანეთთან გაბათილება (ერთ ბანკს აქვს გრძელი პოზიცია დოლარში, მეორეს მოკლე და ჯამური პოზიცია მცირდება) და, მეორე მხრივ, აქტივ-პასივების ვალუტების ბუნებრივი, შიდა დაბალანსება თითოეული ბანკში.

მაგრამ არ უნდა დაგვავიწყდეს, რომ საკურსო საფრთხე მხოლოდ პოზიციების ზომით არ შემოიფარგლება. არსებობს სავალუტო კურსთან დაკავშირებული სხვა ფაქტორებიც, რომელთაც შეუძლიათ დიდი გავლენა მოახდინონ ბანკების ფინანსურ მდგომარეობაზე. ასეთებია, მაგალითად, ეკონომიკური რისკი, პოლიტიკური სიტუაცია, მემობელი და პარტნიორი ქვეყნების გავლენა.

ბანკების პორტფელის დოლარიზაციის ჯერ კიდევ მაღალი დონიდან გამომდინარე, ეროვნული ვალუტის კურსის ცვლილება ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი რისკია, რომელსაც შეუძლია უარყოფითი გავლენა მოახდინოს საკრედიტო პორტფელის ხარისხზე და ირიბი გზებით მაინც მიაყენოს ბანკს ზიანი იმ მხრივ, რომ მომხმარებელს, რომლებსაც სესხი უცხოურ ვალუტაში აქვთ, შემოსავალი კი - ეროვნულ ვალუტაში, შეექმნებათ სესხის დაფარვის პრობლემა. მსგავსი სიტუაციებისგან თავის არიდება, რა თქმა უნდა, გაცილებით რთულია. სავალუტო კურსის ცვლილებით გამოწვეული საკრედიტო რისკი კვლევებისთვის საინტერესო საკითხია.

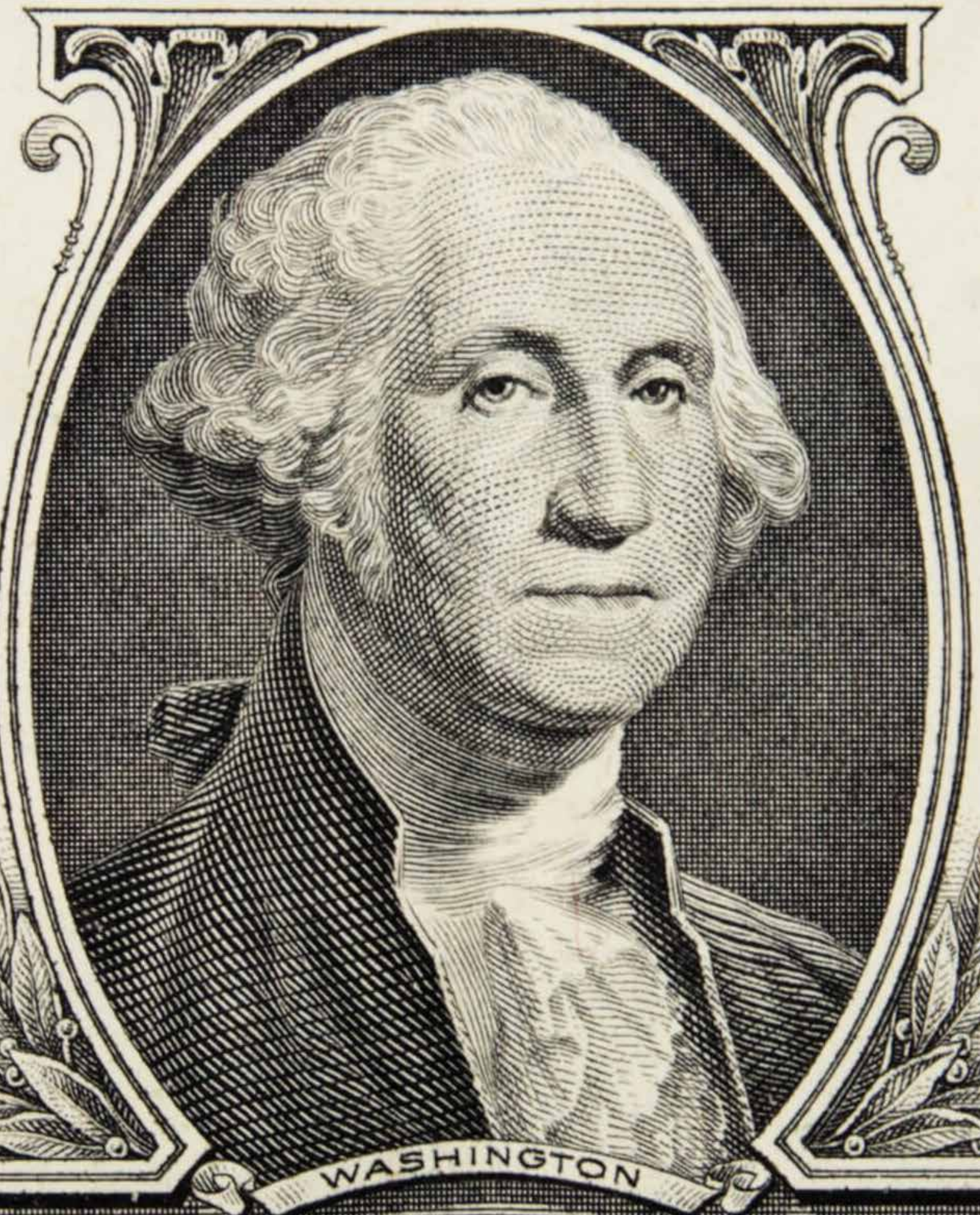
მიუხედავად იმისა, რომ სექტორისთვის პირდაპირი სავალუტო რისკი არაარსებითი აღმოჩნდა, რეკომენდირებულია რისკის შეფასების მოდელების დანერგვა და გამოყენება. კვლევაში გამოყენებული მეთოდები და სიმულაციების ანალიზი ბანკებისთვის პრაქტიკულ მაგალითს წარმოადგენს.





## ბიბლიოგრაფია

1. Berkowitz, J., & O'Brien, J. (2002). How accurate are value-at-risk models at commercial banks?. The journal of finance, 57(3), 1093-1111.
2. Dowd, K. (1998). Beyond Value at Risk: The New Science of Risk Management, Frontiers in Finance Series. John Wiley and Sons. England.
3. Eiteman, D. K., Stonehill, A. I., & Moffett, M. H. (2007). Multinational business finance.
4. Hull, J. (2012). Risk management and financial institutions,+ Web Site (Vol. 733). John Wiley & Sons.
5. Loderer, C., & Pichler, K. (2000). Firms, do you know your currency risk exposure? Survey results. Journal of Empirical Finance, 7(3-4), 317-344.
6. Madura, J. (2011). International financial management. Cengage Learning.
7. Mehta, A., Neukirchen, M., Pfetsch, S., & Poppensieker, T. (2012). Managing market risk: Today and tomorrow. McKinsey & Company McKinsey Working Papers on Risk, 32, 24.
8. Rejda, G. E. (2011). Principles of risk management and insurance. Pearson Education India.
9. Saunders, A., Cornett, M. M., & McGraw, P. A. (2006). Financial institutions management: A risk management approach (Vol. 8). New York: McGraw-Hill/Irwin.
10. Shapiro, A. C. (2008). Multinational financial management. John Wiley & Sons.
11. Uylangco, K., & Li, S. (2016). An evaluation of the effectiveness of Value-at-Risk (VaR) models for Australian banks under Basel III. Australian Journal of Management, 41(4), 699-718.
12. Van Deventer, D. R., Imai, K., & Mesler, M. (2013). Advanced financial risk management: tools and techniques for integrated credit risk and interest rate risk management. John Wiley & Sons.
13. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2006). საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება №201. ჩამოტვირთულია: <http://www.legal.nbg.gov.ge/ka/document/view/151>
14. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2018). მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში, თებერვალი 2018. ჩამოტვირთულია: [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/inflationreport/2018/publish\\_mr\\_february\\_2018.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/inflationreport/2018/publish_mr_february_2018.pdf)
15. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2017). წლიური ანგარიში. ჩამოტვირთულია: <https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2018/annual2017final.pdf>
16. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2018). თვის მიმობილვა. ჩამოტვირთულია: [https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/moneratyfiscal/2018/tebervali\\_2018.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/moneratyfiscal/2018/tebervali_2018.pdf)
17. საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2014). საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება No48/04. ჩამოტვირთულია: [https://www.nbg.gov.ge/uploads/legalacts/supervision/2014/saop\\_risk\\_20\\_06\\_14.pdf](https://www.nbg.gov.ge/uploads/legalacts/supervision/2014/saop_risk_20_06_14.pdf)  
თიბისი ბანკი. (2017). წლიური ანგარიში. ჩამოტვირთულია: [http://fr.zone-secure.net/5521/797249/pdfs/Annual\\_Report\\_2017.pdf](http://fr.zone-secure.net/5521/797249/pdfs/Annual_Report_2017.pdf)



WASHINGTON

MEMORIAL



## თამთა სოფრომაძე

საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკისა და სტატისტიკის დეპარტამენტის მაკროეკონომიკური კვლევების განყოფილების წამყვანი სპეციალისტი

# დე-დოლარიზაციის საერთაშორისო გამოცდილება

## შესავალი

საქართველოში არსებული მაღალი დოლარიზაციიდან გამომდინარე, დე-დოლარიზაციის ღონისძიებების შესახებ საერთაშორისო გამოცდილების ანალიზი საკმაოდ აქტუალურია. დოლარიზაციის დონის შემცირება საქართველოსათვის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი გამოწვევაა და ბოლო წლების განმავლობაში რიგი ღონისძიებები განხორციელდა ამ მიმართულებით. გასათვალისწინებელია, რომ როგორც საერთაშორისო გამოცდილება მოწმობს, დე-დოლარიზაცია ხანგრძლივი პროცესია და მისი შედეგები უმალვე ვერ მიიღწევა. სხვადასხვა ქვეყნის გამოცდილების ანალიზის მიხედვით,

მაკროეკონომიკური სტაბილურობის პირობებში თანმიმდევრული ღონისძიებების შედეგად დოლარიზაციის შემცირება მხოლოდ თანდათანობით არის შესაძლებელი.

წინამდებარე კვლევაში განხილულია დე-დოლარიზაციის საერთაშორისო გამოცდილება. სტატიაში წარმოდგენილია იმ ქვეყნების ანალიზი, რომლებმაც კომპლექსური ღონისძიებების შედეგად წარმატებით შეამცირეს დოლარიზაცია. ასევე, ისეთი ქვეყნების გამოცდილებაც, სადაც დე-დოლარიზაციის ღონისძიებების მიუხედავად დოლარიზაციის დონე კვლავ მაღალია. სტატიაში ასევე წარმოდგენილია საქართველოს დოლარიზაციის დინამიკა და განხილულია აქამდე განხორციელებული ლარიზაციის ხელშემწყობი ღონისძიებები.

## 1. დოლარიზაცია

დოლარიზაცია რეზიდენტების მიერ ეროვნული ვალუტის უცხოური ვალუტით ჩანაცვლებას გულისხმობს. აღსანიშნავია, რომ დოლარიზაცია არა მხოლოდ აშშ დოლარის, არამედ ზოგადად უცხოური ვალუტის გამოყენებას ნიშნავს. თუმცა რიგ შემთხვევებში აშშ დოლარს წამყვანი პოზიცია უჭირავს. დოლარიზაცია შესაძლებელია იყოს როგორც ოფიციალური, ასევე არაოფიციალური. ოფიციალური დოლარიზაციის შემთხვევაში ქვეყნის ლეგალურ ვალუტას და კანონიერი გადახდის საშუალებას სხვა ქვეყნის ფულადი ერთეული წარმოადგენს. ხოლო არაოფიციალური დოლარიზაციის დროს

ოფიციალურ ეროვნულ ვალუტასთან ერთად ეკონომიკაში ფულის დაზოგვის ფუნქციას უცხოური ვალუტა ითავსებს. ასევე გარკვეული ტიპის გადახდები და ტრანზაქციები შესაძლებელია უცხოური ვალუტით ხორციელდებოდეს. Kokenyne et al (2010) არაოფიციალური დოლარიზაციის სამ ძირითად ფორმას გამოყოფს: ფინანსური დოლარიზაცია, როდესაც ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული აქტივებისა და ვალდებულებების ჩანაცვლება ხდება უცხოური ვალუტით; რეალური დოლარიზაცია, როდესაც ადგილობრივი ტრანზაქციები გაცვლითი კურსით არის ინდექსირებული; ტრანზაქციული დოლარიზაცია, როდესაც უცხოური ვალუტა გამოიყენება როგორც გადახდის საშუალება.

ეკონომიკურ სამეცნიერო ლიტერატურაში ანალიზისათვის, დოლარიზაცია იზომება, როგორც ფინანსური ინსტიტუტების მიერ უცხოური ვალუტის აქტივებისა და ვალდებულების ფლობა. შესაბამისად, დოლარიზაციის მაჩვენებელი ფინანსური დოლარიზაციის დონეზე მიუთითებს.

### 1.1. დოლარიზაციის გამომწვევი მიზეზები

ზოგადად, ფულის ძირითადი ფუნქციები არის მისი, როგორც გადახდის, შენახვის და ღირებულების განსაზღვრის საშუალებად გამოყენება. ეროვნული ვალუტის რომელიმე ფუნქციის შესუსტება სხვადასხვა ტიპის დოლარიზაციას წარმოქმნის. პირველ რიგში, უნდა აღინიშნოს, რომ მაღალი ინფლაცია ფინანსური აქტივების რეალურ შემოსავლიანობას ამცირებს და ეროვნული ვალუტით დაზოგვას ნაკლებად მიმზიდველს ხდის. ასეთ დროს, ფულის შენახვის ფუნქციას უცხოური ვალუტა ითავსებს, რადგანაც მისი ფლობა ნაკლებ რისკებთან არის დაკავშირებული და საბოლოოდ ფინანსური დოლარიზაცია წარმოიქმნება. ანალოგიურად მაღალი ინფლაციური და ეროვნული ვალუტის გაუფასურების მოლოდინები ზრდის მოთხოვნას უცხოურ ვალუტაზე. დოლარიზაცია დამახასიათებელია ფულად გზავნილებზე დამოკიდებული ქვეყნებისათვის. დიდი მნიშვნელობა აქვს მაკროეკონომიკურ და პოლიტიკურ სტაბილურობას. არამდგრადი გარემოს პირობებში, ეკონომიკური გაურკვევლობიდან გამომდინარე, ნდობა ეროვნული ვალუტისადმი იკარგება და მისი უცხოური ვალუტით ჩანაცვლება ხორციელდება.

დოლარიზაციის გამომწვევ მიზეზებთან დაკავშირებით, საინტერესოა საერთაშორისო სავალუტო ფონდის კვლევის (Naceur, Hosny and Hadjian (2015)) შედეგი, რომელიც კავკასიისა და ცენტრალური აზიის ქვეყნებისათვის დამახასიათებელ სპეციფიკურ მიზეზებს გამოყოფს. ემპირიული კვლევის მიხედვით ამ რეგიონში დეპოზიტების დოლარიზაცია წარმოშობს სესხების დოლარიზაციასაც. უცხოური ვალუტით დენომინირებული დეპოზიტების მაღალი მაჩვენებლის პირობებში ბანკებს უჩნდებათ სესხების უცხოური ვალუტით გაცემის სტიმული, რათა შეინარჩუნონ დახურული სავალუტო პოზიცია.

### 1.2 დოლარიზაციის უარყოფითი მხარეები

დოლარიზაცია რიგ უარყოფით ფაქტორებთან არის

დაკავშირებული. პირველ რიგში, მაღალი დოლარიზაცია წარმოშობს სავალუტო რისკს ისეთი მსესხებლებისათვის, რომელთაც შემოსავალი ეროვნული ვალუტით, ხოლო ვალდებულება უცხოური ვალუტით აქვთ (არაჰეჯირებული მსესხებლები). მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში, რომელიც გარე შოკების მშთანთქმავ ფუნქციას ასრულებს, კურსის მერყეობა ბუნებრივ მოვლენას წარმოადგენს. თუმცა ადგილობრივი ვალუტის მაღალმა გაუფასურებამ შესაძლოა არაჰეჯირებული მსესხებლების გადახდისუუნარობა და, საბოლოოდ, საბანკო სისტემის პრობლემები გამოიწვიოს.

**დოლარიზაცია ამცირებს მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას.** ცენტრალურ ბანკებს მხოლოდ ეროვნული ვალუტის საპროცენტო განაკვეთებზე შეუძლიათ ზეგავლენის მოხდენა. შესაბამისად, მაღალი დოლარიზაციისას ცენტრალური ბანკის გადაწყვეტილებები მხოლოდ ნაწილობრივ გადაეცემა ეკონომიკას და სუსტდება მონეტარული პოლიტიკის ზეგავლენა ერთობლივ მოთხოვნასა და, საბოლოოდ, ინფლაციაზე.

**დოლარიზაცია ამცირებს გაცვლითი კურსის, როგორც შოკის შემარბილებლის როლს.** Yeyati (2005) აღნიშნავს, რომ დოლარიზებულ ქვეყანაში მაღალია გაცვლითი კურსის გავლენა ფასების დონეზე (Exchange rate pass through), რაც ამცირებს ადგილობრივი მონეტარული პოლიტიკის კონტრიკულურობას. შედეგად, წარმოიქმნება ინფლაციაზე მიწოდების მხრიდან მოქმედი ფაქტორები. ერთი მხრივ, მაღალი დოლარიზაციისას გაცვლითი კურსის გაუფასურება ზრდის ინფლაციურ მოლოდინებს. მეორე მხრივ, მწარმოებლებს უძვირდებათ შუალედური ხარჯები, რადგანაც იზრდება უცხოური ვალუტით სესხის გადახდის წნეხი, რაც გარკვეულწილად საბოლოოდ ფასებზე აისახება.

**დოლარიზაცია ზრდის ლიკვიდობის რისკებს.** ცენტრალური ბანკის შესაძლებლობა შეასრულოს ბოლო ინსტანციის მსესხებლის როლი მაღალი დოლარიზაციისას იზღუდება, რადგანაც ცენტრალურ ბანკს მხოლოდ ადგილობრივი ვალუტით შეუძლია მიაწოდოს ბანკებს ლიკვიდობა. ხოლო უცხოური ვალუტით დაფინანსება შეზღუდულია.

**დოლარიზებულ ეკონომიკაში მცირდება სენიორაჟიდან მისაღები შემოსავალი.** თავის მხრივ, შემცი-



რების სიდიდე დოლარიზაციის დონეზე არის დამოკიდებული. ამასთანავე, უცხოური ვალუტის მაღალი გამოყენებისას ქვეყანა ირიბად იხდის სენიორაჟის ნაწილს უცხოური ვალუტის მფლობელი ქვეყნისათვის.

### 1.3. დე-დოლარიზაციის ღონისძიებები

დე-დოლარიზაცია ხანგრძლივი პროცესია და სწორი და თანმიმდევრული ღონისძიებების გატარებას საჭიროებს. დე-დოლარიზაციის წარმატებით განხორციელებისთვის აუცილებელია ქვეყანაში მაკროეკონომიკური სტაბილურობის შენარჩუნება. თავის მხრივ, მაკროეკონომიკური სტაბილურობა დაბალი და სტაბილური ინფლაციის უზრუნველყოფას გულისხმობს. ფასების სტაბილურობა არის ფუნდამენტური ფაქტორი, რომელიც აუცილებელია მაღალი და სტაბილური ეკონომიკური ზრდის მისაღწევად. დაბალი ინფლაციის პირობებში ეკონომიკური სუბიექტების ნდობა ეროვნული ვალუტისადმი იზრდება, რაც აისახება დეპოზიტებისა და სესხების დოლარიზაციაზე. მაკროეკონომიკური სტაბილურობის შესანარჩუნებლად ღია, მცირე ზომის ეკონომიკებისათვის მნიშვნელოვანია მცურავი გაცვლითი კურსის არსებობა. მცურავი გაცვლითი კურსი ახდენს საგარეო შოკის შერბილებას, რის შედეგადაც საგარეო შოკები ნაკლებად აისახება ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდასა და დასაქმებაზე. შესაბამისად, მცურავი გაცვლითი კურსი დასაქმების სტაბილურობას უზრუნველყოფს. ამასთანავე, გაცვლითი კურსის მერყეობა ეხმარება ეკონომიკურ სუბიექტებს გაითავისონ სავალუტო რისკები და გაითვალისწინონ გადაწყვეტილების მიღების დროს. დაბალი ინფლაციისა და მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში მოსახლეობის შემოსავალი გამოხატული ეროვნული ვალუტით უფრო სტაბილურია, ვიდრე შემოსავალი გამოხატული უცხოური ვალუტით. შედეგად, იზრდება მოთხოვნა როგორც ეროვნული ვალუტის სესხებზე, ასევე ეროვნული ვალუტით დეპოზიტებზე. გარდა ამისა, დოლარიზაციის შესამცირებლად ქვეყნები მიმართავენ ხოლმე

დამატებით სხვადასხვა კომპლექსური ღონისძიებების გატარებას, როგორებიცაა: კაპიტალური ბაზრების განვითარება, ჰეჯირების ინსტრუმენტების დანერგვა, მაკროპრუდენციული მექანიზმების გამოყენება და ა.შ. აღნიშნული დე-დოლარიზაციის ღონისძიებები რამდენიმე კატეგორიად შეგვიძლია დავყოთ. ესენია: მაკროეკონომიკური სტაბილურობა, ბაზარზე დაფუძნებული და ადმინისტრაციული ღონისძიებები.

**მაკროეკონომიკური სტაბილურობა** - ინფლაციის თარგეთირება, დაბალი და სტაბილური ინფლაციის შესანარჩუნებლად ფართოდ გავრცელებული და წარმატებული პოლიტიკაა, რაც ადგილობრივი ვალუტის სანდობას ამაღლებს. Hardy and Pazarbasioglu (2006) აღნიშნავენ, რომ თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი, რომელიც როგორც გამყარების ასევე გაუფასურების რისკებს მოიცავს, უცხოური ვალუტის დეპოზიტებს ნაკლებად მიმზიდველს ხდის.

**ბაზარზე დაფუძნებული ღონისძიებები** - ფინანსური ბაზრების განვითარება, სახელმწიფო ვალის დე-დოლარიზაცია და ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარება დე-დოლარიზაციის წარმატებით განხორციელების მთავარ ღონისძიებებად მოიაზრება. ფართოდ არის გავრცელებული უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მაღალი სარეზერვო ნორმების დაწესება. გარკვეულ როლს თამაშობს ისეთი პრუდენციული მექანიზმები, როგორებიცაა ღია სავალუტო პოზიციის შეზღუდვა, უცხოური ვალუტის დეპოზიტებზე მაღალი ლიკვიდობის მოთხოვნებისა და უცხოური ვალუტის სესხებზე მაღალი კაპიტალური ნორმების დაწესება, უცხოური ვალუტის სესხებზე სესხის უფრო მკაცრი საკრედიტო კოეფიციენტების დაწესება.

**ადმინისტრაციული ღონისძიებები** - პირდაპირი ადმინისტრაციული რეგულაციები, როგორებიცაა: უცხოური ვალუტის დეპოზიტებისა და სესხების აკრძალვა, უცხოური ვალუტის დეპოზიტების კონვერტირება ადგილობრივ ვალუტაში.

## 2. საერთაშორისო გამოცდილება

დოლარიზაციის მაღალი დონე მრავალი ქვეყნისათვის არის დამახასიათებელი. იმის გათვალისწინებით, რომ დოლარიზაცია რიგ უარყოფით მოვლენებს უკავშირდება, ქვეყნები სხვადასხვა ღონისძიებით ცდილობენ მის შემცირებას. მიუხედავად იმისა, რომ მრავალი მათგანი შეეცადა დოლარიზაციის შემცირებას, მისი წარმატებით განხორციელება მხოლოდ რამდენიმე ქვეყანამ შეძლო. წარმატებული დე-დოლარიზაციის მაგალითებს ისრაელისა და პოლონეთის გამოცდილება წარმოადგენს. ორივე ქვეყანაში დოლარიზაციის შემცირება მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მიღწევით, ინფლაციის შემცირებით და მისი დაბალ დონეზე შენარჩუნებით დაიწყო. ისრაელის შემთხვევაში მნიშვნელოვანი როლი ითამაშა ალტერნატიული ფინანსური ინსტრუმენტებისა და ჰეჯირების ბაზრების განვითარებამ. პოლონეთისათვის დე-დოლარიზაციაში მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა ფინანსური სექტორის ლიბერალიზაციის შედეგად ადგილობრივი ვალუტის დეპოზიტებზე მაღალმა საპროცენტო განაკვეთებმა. ორივე ქვეყანაში ბაზარზე დაფუძნებული ღონისძიებების გარდა ადგილობრივი ვალუტის მიმზიდველობა პრუდენციულმა ღონისძიებებმაც გაზარდა. საინტერესოა ლათინური ამერიკის ქვეყნების გამოცდილების ანალიზი. ზოგადად ლათინური ამერიკის ქვეყნები სხვა რეგიონებთან შედარებით დოლარიზაციის შედარებით მაღალი დონით გამოირჩევიან. ლათინური ამერიკის ქვეყნებიდან დე-დოლარიზაციის წარმატებულ, თვალსაჩინო მაგალითებს პერუსა და ბოლივიის გამოცდილება წარმოადგენს. მათი გამოცდილება საინტერესოა იმ მხრივაც, რომ პირველ ეტაპზე დე-დოლარიზაციის პოლიტიკა წარუმატებელი აღმოჩნდა, რადგანაც მხოლოდ ადმინისტრაციულ ღონისძიებებზე იყო დაფუძნებული. თუმცა, შემდგომ ეტაპზე, როგორც პერუმ, ასევე ბოლივიამ, მაკროეკონომიკურ სტაბილურობასთან ერთად ბაზარზე დაფუძნებული კომპლექსური ღონისძიებებით შეამცირეს დოლარიზაციის დონე.

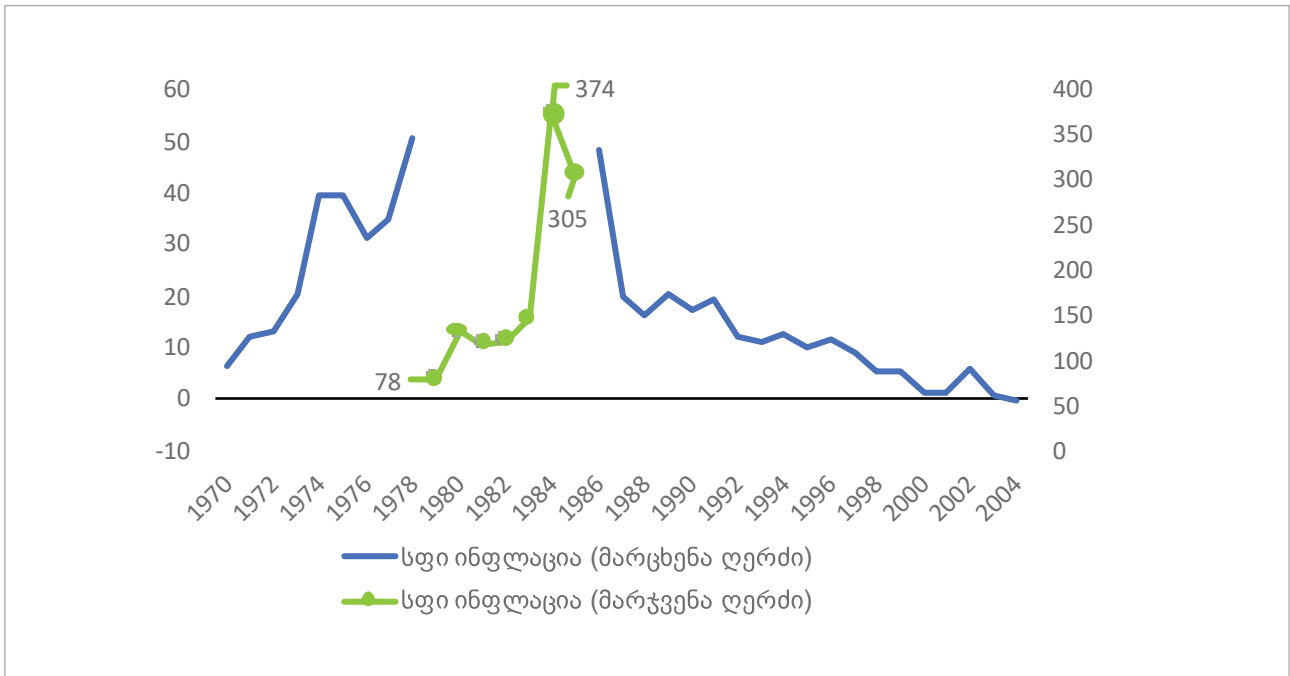
### 2.1. ისრაელი

სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემოს შექმნით და ინფლაციის შემცირებით დე-დოლარიზაციის განხორციელების ნათელ მაგალითს ისრაელის გამოცდილება წარმოადგენს. 1985 წელს ეკონომიკური რეცესიისა და ჰიპერინფლაციის დასარეგულირებლად ქსენეთმა ეკონომიკური სტაბილიზაციის პროგრამა შეიმუშავა, რომლის მთავარ მიზანს ინფლაციის და არა დოლარიზაციის შემცირება წარმოადგენდა. თუმცა ამ პროგრამის განხორციელების შედეგად სტაბილური გარემოს ფონზე ეროვნული ვალუტისადმი ნდობა და მისი გამოყენება თავისთავად გაიზარდა. ამასთანავე, დე-დოლარიზაციას ხელი შეუწყო ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზრების განვითარებამ, სახელმწიფო ვალის პოლიტიკამ და გარკვეული სახის პრუდენციულმა ღონისძიებებმა.

ისრაელში ინფლაციამ ზრდა 70-იანი წლებიდან დაიწყო (დიაგრამა 1). 1973 წელს ნავთობის ფასების ზრდის შედეგად გაუარესებულმა მიმდინარე ანგარიშის ბალანსმა და ომის შემდგომი სამხედრო ძალების დაფინანსებამ ადგილობრივი ვალუტა მნიშვნელოვნად გააუფასურა და ინფლაცია 40%-მდე გაიზარდა. ინფლაციის ზრდის ტენდენცია არასწორმა მაკროეკონომიკურმა პოლიტიკამ გაამწვავა და 80-იან წლებში სამინიშნა მაჩვენებლით განისაზღვრა. კერძოდ, 1970-1984 წლებში ბიუჯეტის დეფიციტის მონეტარული დაფინანსება მაღალ ინფლაციურ ზეწოლას ქმნიდა. ბიუჯეტის დეფიციტი საშუალოდ მშპ-ს 13%-ს უტოლდებოდა. ამას წინ უძღვოდა, 1948 წელს დამოუკიდებლობის მიღების შემდეგ განვითარებული ფინანსური რეპრესიები, რომელმაც გაურკვეველი ეკონომიკური გარემო შექმნა. ჰიპერინფლაციური პროცესებიდან გამომდინარე ადგილობრივი ვალუტა მაღალი ტემპებით კარგავდა მსყიდველობითუნარიანობას და დანაზოგები სწრაფად უფასურდებოდა. შედეგად, ეკონომიკა უფრო სტაბილური უცხოური ვალუტის გამოყენებაზე გადავიდა (დიაგრამა 2). ფინანსურ დოლარიზაციასთან ერთად ისრაელში ადგილობრივმა ვალუტამ ნაწილობრივ გადახდის ფუნქციაც დაკარგა. სხვადასხვა ფასი, განსაკუთრებით კი ისეთი არავაჭრობადი საქონელი როგორც არის უძრავი ქონება, კოტირებული იყო დოლარით.

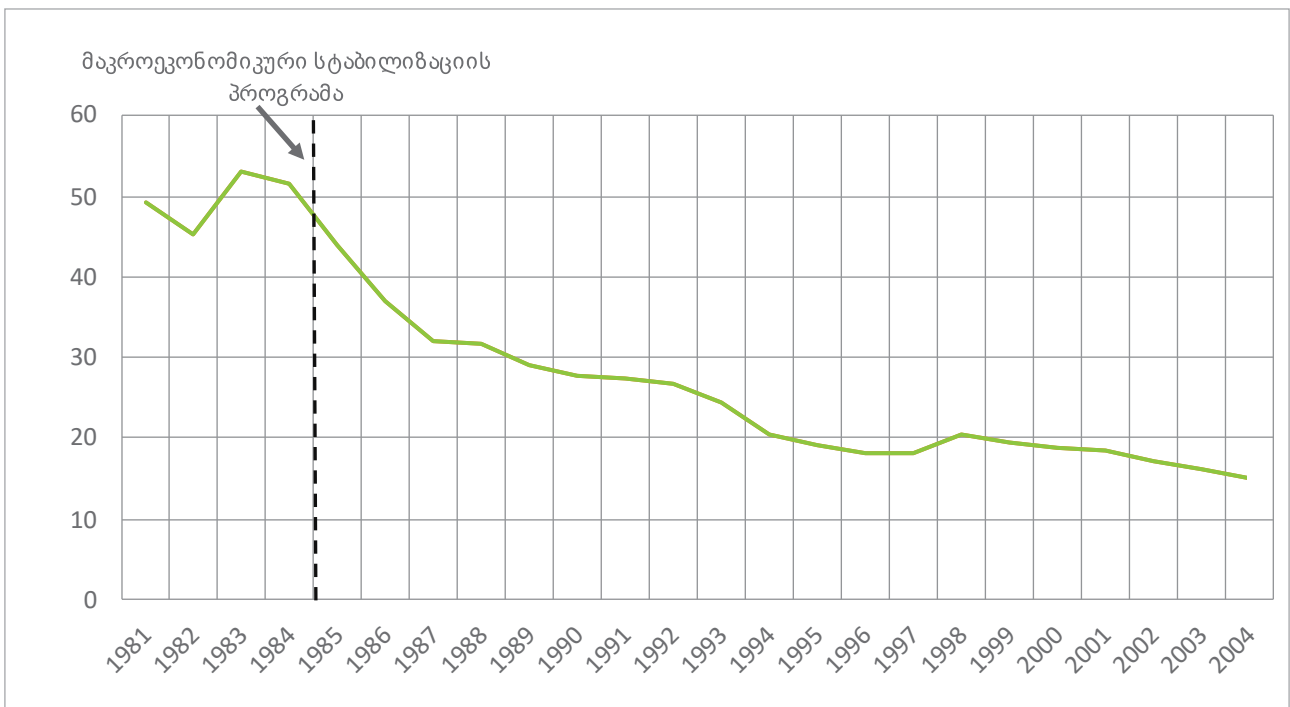


დიაგრამა №1  
სფი ინფლაცია ისრაელში



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

დიაგრამა №2  
დეპოზიტების დოლარიზაცია ისრაელში (პროცენტი)



წყარო: Ize and Yeyati (2003), "Financial Dollarization"

ინფლაციის შესამცირებლად 1985 წელს შემუშავებული მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის პროგრამა მკაცრი ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკის განხორციელებას მოიაზრებდა. ფისკალური კონსოლიდაციის პარალელურად ისრაელის ცენტრალური ბანკის შესახებ კანონში განხორციელებული ცვლილების საფუძველზე აიკრძალა ცენტრალური ბანკის მიერ მთავრობის დაფინანსება (ბანკის შესახებ კანონში განხორციელებულ ამ ცვლილებას „no-printing rule“-ს უწოდებენ). ამ რეგულაციამ შეამსუბუქა მონეტარული დაფინანსებით გამოწვეული ინფლაციური პროცესები. ინფლაციის დასარეგულირებლად განხორციელებული ღონისძიებებიდან ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი 1992 წელს ინფლაციის თარგეთირების შემოღება გახლდათ. თანდათანობით მცურავ გაცვლით კურსზე გადასვლასთან ერთად (2005 წლიდან სრულად თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი) ინფლაციის თარგეთირებამ მნიშვნელოვნად შეამცირა ინფლაციის დონე და გაზარდა ნდობა როგორც მონეტარული პოლიტიკის, ასევე ადგილობრივი ვალუტის მიმართ.

ეტაპობრივად, გაცვლითი კურსის მოქნილობის ზრდასთან ერთად, ვითარდებოდა სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტები და დოლარიზაციაზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებდა. ისრაელის ბანკმა ფინანსური ინსტრუმენტების ე.წ. სავალუტო წარმოებულების (დერივატივების)<sup>1</sup> დანერგვით მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა ჰეჯირების ბაზრების განვითარებაში. სავალუტო კურსის მერყეობიდან გამომდინარე სავალუტო სვოპების და ფორვარდების<sup>2</sup> ბაზარი ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლად განვითარდა. ხოლო, რაც შეეხება სავალუტო ოფციონებს<sup>3</sup>, 1989 წელს ისრაელის ცენტრალურმა ბანკმა ყოველკვირეულად აუქციონზე 3-თვიანი 24 მლნ დოლარის ღირებულების ოფციონები გამოუშვა. შემდგომში კი 6-თვიანი სავალუტო ოფციონები დაემატა ბაზარს. ამ პროცესების შედეგად ბაზარი სტაბილურად განვითარდა.

1990 წლიდან არასაბირჟო (over-the-counter) ბაზარმა დაიწყო ფუნქციონირება, ხოლო 1994 წლიდან

თელ-ავივის საფონდო ბირჟამ ოფციონებით ვაჭრობა დაიწყო. 1996 წელს ორივე ბაზარზე ბრუნვა მნიშვნელოვნად გაიზარდა. ბაზრების გაფართოებასთან ერთად ისრაელის ბანკის მიერ გამოშვებული ოფციონების წილობრივი მაჩვენებელი შემცირდა. 2005 წელს ისრაელის ცენტრალურმა ბანკმა შეწყვიტა სამთვიანი ოფციონების გამოშვება, თუმცა ამ დროისათვის ბაზარი იმდენად განვითარებული იყო რომ ცენტრალური ბანკის ოფციონების გამოშვების შეწყვეტამ უმნიშვნელო ზეგავლენა მოახდინა. ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარება სავალუტო რისკების შეფასებასა და მართვას აუმჯობესებდა. ნაკლებად წარმატებული აღმოჩნდა ცენტრალური ბანკის მიერ საპროცენტო განაკვეთის რისკის ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარება. თუმცა საპროცენტო განაკვეთთან დაკავშირებული რისკები სფი ინფლაციით ინდექსირებული და რეალური საპროცენტო განაკვეთებით დენომინირებული კონტრაქტებით იმართებოდა. მომავალი ინფლაციით გამოწვეული დანაკარგების თავიდან ასარიდებლად საზოგადოებამ აქტიურად აითვისა სფი ინფლაციით ინდექსირებული აქტივები.

ისრაელის დე-დოლარიზაციაში წვლილი სახელმწიფო ვალის პოლიტიკამაც შეიტანა, რაც საშინაო ვალდებულებებით ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსების წილობრივი მაჩვენებლის ზრდას გულისხმობდა. 1989 წელს მთავრობამ არაინდექსირებული სახაზინო ობლიგაციების გამოშვება დაიწყო. 1995 წლიდან მთავრობამ ფიქსირებულ განაკვეთიანი ორწლიანი ვადიანობის სახაზინო ობლიგაციები გამოუშვა. ამ ტიპის ობლიგაციების ვადიანობა დროთა განმავლობაში იზრდებოდა და დღესდღეობით ოცწლიანი სახაზინო ობლიგაციები ფართოდ არის ათვისებული.

დოლარიზაციის შესამცირებლად ისრაელის ცენტრალურმა ბანკმა უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მაღალი სარეზერვო მოთხოვნები, ხოლო ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მაღალი საპროცენტო განაკვეთის დარიცხვა დააწესა. გამკაცრდა პრუდენციული პოლიტიკაც: ბანკებს მოეთხოვებათ დააწესონ შედარებით

1. სავალუტო წარმოებულები (დერივატივები) წარმოადგენს კონტრაქტებს, მომავალში უცხოური ვალუტის შესყიდვის ან გაყიდვის შესახებ, წინასწარ განსაზღვრული კურსით  
2. სავალუტო ფორვარდი - კონტრაქტი მომავალში კონკრეტული ვალუტის შესყიდვის შესახებ წინასწარ დადგენილი კურსით  
3. სავალუტო ოფციონი - კონტრაქტი, რომლის მიხედვითაც მყიდველს გარკვეული პერიოდის განმავლობაში შეუძლია იყიდოს ან გაყიდოს კონკრეტული ვალუტა წინასწარ განსაზღვრული გაცვლითი კურსით





მკაცრი მოთხოვნები უცხოური ვალუტის სესხის გირაოზე ან განახორციელონ აქტიური ჰეჯირება ისეთი მსესხებლებისათვის, რომელთა შემოსავალი ადგილობრივი ვალუტით აქვთ.

აღსანიშნავია, რომ ისრაელმა მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის, ვალის მენეჯმენტისა და ფინანსური ბაზრების განვითარების პარალელურად გარკვეული სახის ადმინისტრაციული მეთოდებიც გამოიყენა. 1985 წელს მოკლევადიანი (ერთწლიანი) დოლარზე მიბმული დეპოზიტების განთავსება აიკრძალა (თუმცა რეგულაციის შემოღებამდე არსებული დეპოზიტები ხელმისაწვდომი იყო საწყისი პირობებით). ამასთანავე, 1990-2002 წლების განმავლობაში აკრძალული იყო უცხოური ვალუტით შიდა გადარიცხვების განხორციელება.

ისრაელის გამოცდილება უჩვენებს, რომ დაბალი ფასებისა და სანდო მაკროეკონომიკური გარემოს პირობებში, პრუდენციული და ადმინისტრაციულ ღონისძიებების თანხლებით შესაძლებელია დოლარიზაციის მნიშვნელოვნად შემცირება. ისრაელში დეპოზიტების დოლარიზაცია 2004 წლისათვის 15 %-მდე შემცირდა. საინტერესოა, რომ ისრაელში

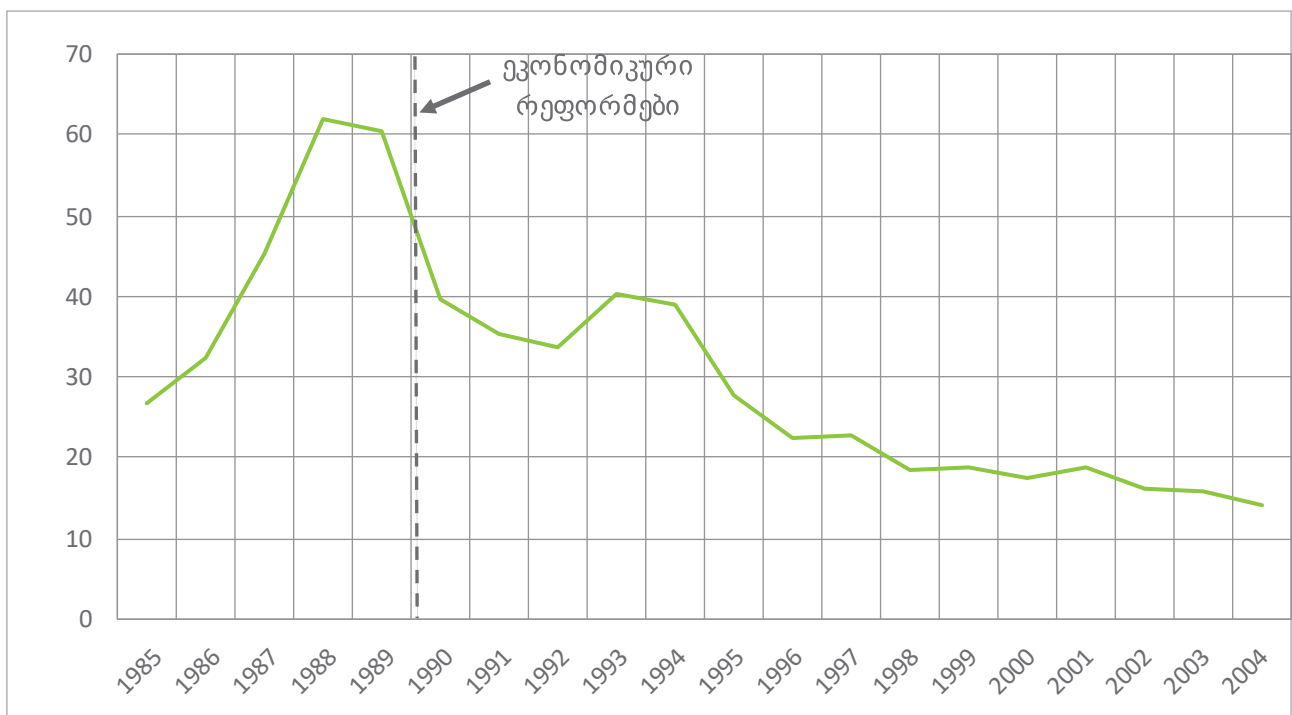
სესხების დოლარიზაციამ უფრო სწრაფად მოიკლო ვიდრე დეპოზიტების დოლარიზაციამ (Windischbauer, 2016), რაც მიუთითებს, რომ უცხოური ვალუტის ადგილობრივი ვალუტით ჩანაცვლებას დანაზოგების მხრივ უფრო ხანგრძლივი დრო სჭირდება.

## 2.2. პოლონეთი

80-იანი წლების ბოლოს, პოლონეთის საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პერიოდში, მაკროეკონომიკური მდგომარეობა მნიშვნელოვნად გაუარესდა და ინფლაციამ პიკს 1989-1990 წლებში მიაღწია. ინფლაციური ზეწოლის შედეგად ადგილობრივი ვალუტის მიმართ ნდობა დაიკარგა და ვალუტის ჩანაცვლების პროცესი დაიწყო. ამასთან, უცხოური ვალუტა გამოიყენებოდა ფასწარმოქმნისა და მსხვილი გადახდების დროს, როგორცაც, მანქანების, სახლების, მიწის შეძენა და ა.შ.

1990 წელს მაკროეკონომიკური გარემოს გასაუმჯობესებლად პოლონეთმა კომპლექსური რეფორმების განხორციელება დაიწყო. მიუხედავად იმისა, რომ თავდაპირველად რეფორმებმა რეცესია გამოიწვია, 1992 წლიდან ეკონომიკური ზრდის ტრენდი კვლავ განახლდა.

დიაგრამა №3  
დეპოზიტების დოლარიზაცია პოლონეთში



წყარო: Ize and Yeyati (2003), "Financial Dollarization"

პოლონეთში დე-დოლარიზაცია წარმატებულმა ეკონომიკურმა რეფორმებმა და მკაცრმა მონეტარულმა პოლიტიკამ წაახალისა. ისრაელის მსგავსად ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმმა თავისუფლად მცურავ გაცვლით კურსთან ერთად მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა დე-დოლარიზაციის წარმატებაში. 1989-1990 წლების ჰიპერინფლაციიდან გამომდინარე, საწყის ეტაპზე გაცვლითი კურსი დოლარის მიმართ დაფიქსირდა (1991), ხოლო შემდგომ წლებში კურსის მოქნილობა თანდათანობით გაიზარდა (1995-2000) და 2000 წლიდან ქვეყანა თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმზე გადავიდა. 1995 წელს ბაზარზე ახალი ბლოტი გამოვიდა, რომლის ერთი ერთეულის ღირებულებაც ძველი ღირებულების 10,000-თან ფარდობით განისაზღვრა. 1998 წლიდან პოლონეთის ეროვნული ბანკი ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადავიდა. პირველ ეტაპზე მიზნობრივი ინფლაცია 8-8.5%-ს შეადგენდა რომელიც თანდათანობით 2004 წლისათვის 2.5%-მდე შემცირდა.

პოლონეთის დე-დოლარიზაციაზე მნიშვნელოვანი ზეგავლენა მოახდინა ფინანსური ლიბერალიზაციის შედეგად ბლოტით დენომინირებულ დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდამ. 1991 წლიდან მთავრობამ ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული სახაზინო ობლიგაციების გამოშვება დაიწყო, რის შედეგადაც სახელმწიფო ვალის დოლარიზაცია შემცირდა.

პოლონეთის შემთხვევაში დოლარიზაციის შემცირებაში ასევე მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა საზედამხედველო ღონისძიებების განხორციელებამ. მაღალი დოლარიზაციიდან გამომდინარე გაძლიერდა ბანკების რისკის მენეჯმენტის ხარისხის მონიტორინგი. დამატებითი ყურადღება დაეთმო უცხოური ვალუტით განხორციელებული სესხების რისკების მენეჯმენტს. პერიოდულად ხორციელდებოდა კერძო ბანკების გამოკითხვები უცხოური ვალუტით გაცემულ სესხებთან დაკავშირებით, ასევე თუ რა ტიპის სესხები იყო ყველაზე მიმზიდველი მომხმარებლებისათვის, ჰეჯირების რა მექანიზმები იყო შეთავაზებული და ა.შ. ამ გამოკითხვების საფუძველზე ცენტრალური ბანკი დეტალურად აფასებდა ფინანსური სექტორის მდგომარეობას და გარკვეული პრობლემების აღმოსაფხვრელად შესაბამის ღონისძიებებს ატარებდა.

გარდა ზემოაღნიშნულისა, პოლონეთმა დოლარიზაციის შესამცირებლად ადმინისტრაციული მექანიზმიც გამოიყენა. 1996-1999 წლებში ადგილობრივების მიერ უცხოური ვალუტით ანგარიშის გასახსნელად საჭირო იყო სპეციალური თანხმობის მიღება, რაც ასეთ ანგარიშებს ნაკლებად მიმზიდველს ხდიდა.

პოლონეთში დეპოზიტების დოლარიზაცია 1988 წლიდან 2004 წლამდე 60 პროცენტოდან 14 პროცენტამდე შემცირდა, რაც დიდწილად მაკროეკონომიკური დისბალანსის აღმოფხვრამ და სტაბილური ეკონომიკური გარემოს შექმნამ განაპირობა. ისრაელისაგან განსხვავებით პოლონეთში დე-დოლარიზაციის პროცესში სესხების დოლარიზაციას გარკვეული მერყეობა ახასიათებდა, ხოლო დეპოზიტების დოლარიზაცია კლებად ტრენდს ინარჩუნებდა (Windischbauer, 2016). იყო ეპიზოდები, როცა დოლარიზაციამ კვლავ ზრდა დაიწყო, 2004 წლის მაისიდან ევროკავშირთან ინტეგრაციისა და 2008 წლის კრიზისის შემდგომ, თუმცა საბოლოო ჯამში სესხების დოლარიზაციაც შემცირდა.

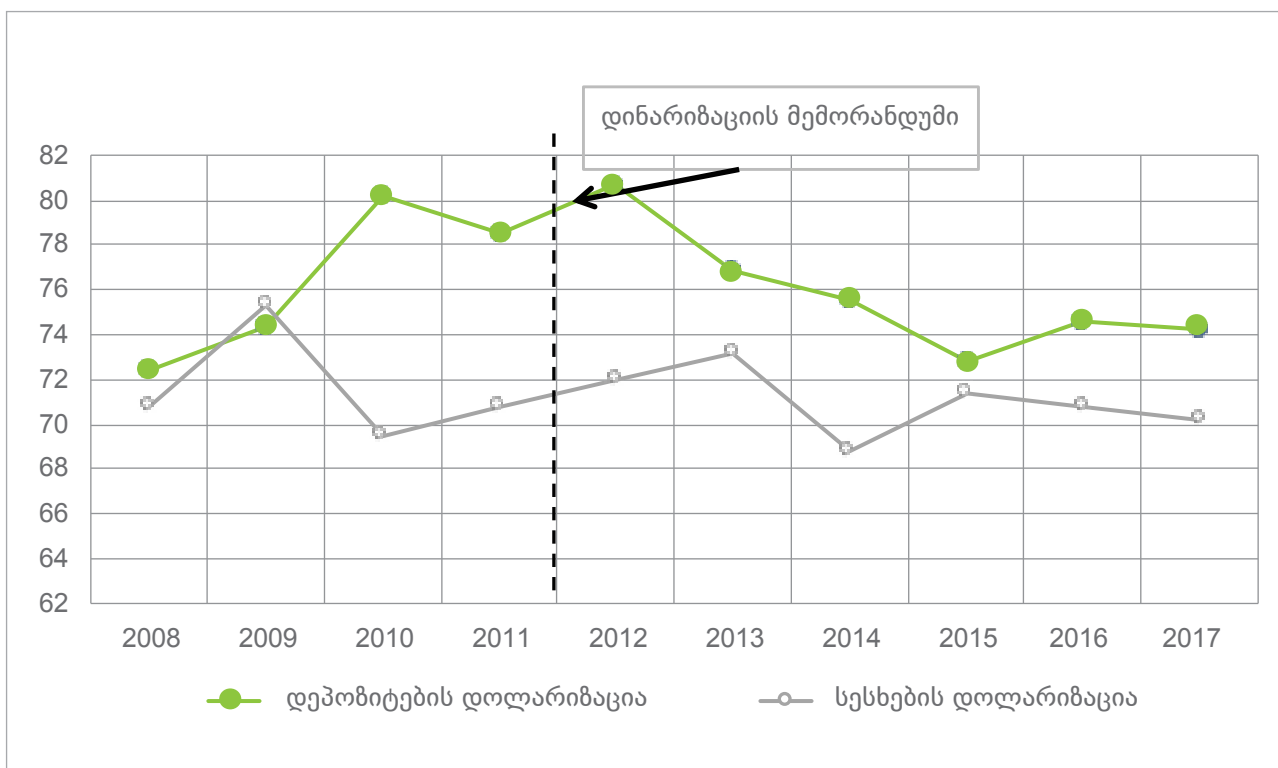
### 2.3. სერბეთი

საინტერესოა სერბეთის გამოცდილების ანალიზი, სადაც დე-დოლარიზაციის კომპლექსური ღონისძიებები მიმდინარეობს. ზოგადად ბალკანეთის ქვეყნები განსაკუთრებით კი სერბეთი დოლარიზაციის მაღალი დონით ხასიათდებიან. ევროკავშირთან ინტეგრაციიდან გამომდინარე ამ ქვეყნებში ევროს წამყვანი პოზიცია უჭირავს, ამიტომ ამ ქვეყნებში უცხოური ვალუტის გამოყენების ფენომენს „ევროზაციასაც“ უწოდებენ. 2012 წელს დოლარიზაციის შესამცირებლად სერბეთის ეროვნულმა ბანკმა და მთავრობამ ფინანსური სექტორის დინარიზაციის<sup>4</sup> მემორანდუმს მოაწერეს ხელი. მემორანდუმის ფარგლებში დაგეგმილი ღონისძიებები, ერთი მხრივ, მაკროეკონომიკური გარემოს გაუმჯობესებას, ხოლო, მეორე მხრივ, დინარით დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრების და ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარების გეგმას მოიცავს. მემორანდუმის მიღების შემდეგ 2012 წელთან შედარებით დეპოზიტების დოლარიზაცია შემცირდა, მაგრამ მისი დონე კვლავ მაღალია, ხოლო სესხების დოლარიზაციამ მცირედით მოიკლო (დიაგრამა 4).

4. დინარიზაცია - სერბეთის ვალუტის დინარის გამოყენების წილი სხვა ვალუტებთან მიმართებაში



დიაგრამა №4  
სერბეთის სესხებისა და დეპოზიტების დოლარიზაცია



წყარო: სერბეთის ეროვნული ბანკი

სერბეთში დოლარიზაცია 90-იან წლებში ჰიპერინფლაციისა და არასტაბილური პოლიტიკურ-ეკონომიკური მდგომარეობის შედეგად განვითარდა. 1994 წლის იანვარში თვიურმა ინფლაციამ პიკს მიაღწია და 313 მილიონ პროცენტს გაუტოლდა. მსყიდველობითუნარიანობის სწრაფი ვარდნის გამო, დინარი უცხოური ვალუტით ჩანაცვლდა. დოლარიზაციაზე ნაწილობრივ 2003 წელს სერბეთის ევროკავშირის კანდიდატის სტატუსის მიღებამაც იმოქმედა. ევროკავშირში გაწევრიანების პერსპექტივამ, შესაძლებელი გახადა ევროს ოფიციალურ ვალუტად შემოღება და ასევე ევროს დაზოგვის საშუალებად გამოყენების სტიმულირება გამოიწვია. ამასთან, ევროკავშირთან ინტეგრაციის გამო კორპორაციული სექტორი და ცალკეული შინამეურნეოები ფულად გზავნილებზე არის დამოკიდებული, რაც ხელს უწყობს მათი დანაზოგების დოლარიზაციას.

ჯერ კიდევ მემორანდუმის მიღებამდე დოლარიზაციის შესამცირებლად სერბეთის ეროვნულმა ბანკმა

პრუდენციული პოლიტიკის გამკაცრება დაიწყო. 2011 წლიდან უცხოური ვალუტით გაცემული ან უცხოური ვალუტით ინდექსირებული სესხის გაცემისას სავალდებულო პირველადი შენატანი სესხის ღირებულების 30%-ს შეადგენს. ამავე წელს სესხის გირაოსთან ფარდობის (loan-to-value) ლიმიტი ევროთი გაცემულ სესხებზე 80%-ით განისაზღვრა. ევროს გარდა სხვა ვალუტით სესხების გაცემა კი აიკრძალა.

მემორანდუმის ფარგლებში დინარიზაციის გასაზრდელად მთავრობა მთლიანი ვალის მოცულობაში საშინაო ვალის წილს ზრდის. საგადასახადო პოლიტიკა გარკვეულ როლს ასრულებს დინარიზაციაში. ეროვნული ვალუტით დაზოგვის წასახალისებლად საშემოსავლო გადასახადის მიხედვით კაპიტალური საპროცენტო შემოსავალი (capital gain on interest) ეროვნული ვალუტის დეპოზიტებზე გათავისუფლებულია გადასახადისაგან. ხოლო უცხოური ვალუტის დანაზოგებზე 2012 წლის 25 სექტემბრიდან საგადასახადო განაკვეთი 15 პროცენტს შეადგენს.

ეროვნულ ბანკს, თავის მხრივ, დინარიზაციისათვის უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მკაცრი სარეზერვო მოთხოვნები აქვს დაწესებული. 2 წლამდე ვადიანობის უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე სარეზერვო ნორმა 20%-ს შეადგენს, მაშინ როცა ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე 5%-ია. ბანკებს ასევე მოეთხოვებათ უცხოური ვალუტის რეზერვების 38%-ის დინარებში ფლობა. ეს უკანასკნელი ასტიმულირებს ბანკების მიერ დინარით დეპოზიტების მოზიდვას.

სერბეთის ეროვნული ბანკი აქტიურად ავითარებს სავალუტო ჰეჯირების ინსტრუმენტებს. ყოველ აუქციონზე ეროვნული ბანკი ერთი და იმავე რაოდენობის სავალუტო სვოპებს ყიდის და ყიდულობს.

მემორანდუმის ფარგლებში კომუნიკაციის გაუმჯობესების მხრივ სერბეთის ეროვნული ბანკი კვარტალურად აქვეყნებს ანგარიშს ფინანსური სისტემის დინარიზაციის შესახებ. ანგარიში მიმოიხილავს ფულადი ბაზრების ძირითად ტენდენციებს და დინარიზაციის ხელშესაწყობად განხორციელებულ და დაგეგმილ ღონისძიებებს. ფართო საზოგადოებისათვის ინფორმაციის ხელმისაწვდომობის ზრდა ამაღლებს ცნობიერებას ჰეჯირების ინსტრუმენტების აუცილებლობის შესახებ.

ბოლო წლების განმავლობაში სერბეთში დეპოზიტების დოლარიზაციამ შემცირება დაიწყო, თუმცა მისი დონე კვლავ მაღალია და 2016 წლის მეორე კვარტლის მდგომარეობით 73 პროცენტს უტოლდება. სესხების დოლარიზაციას მერყევი ტრენდი აქვს და 2016 წლის მეორე კვარტლის მდგომარეობით 71 პროცენტს შეადგენს. კომპლექსური ღონისძიებების მიუხედავად დოლარიზაციის მაღალი დონე შესაძლებელია, წლების განმავლობაში არსებულ არასტაბილურ მაკროეკონომიკურ მდგომარეობას უკავშირდებოდეს. 2011-2016 წლების საშუალო წლიური ინფლაცია 5.2 პროცენტს შეადგენდა, თუმცა ინფლაციის დონე წლების განმავლობაში მერყეობით ხასიათდებოდა. 2011-2013 წლების საშუალო წლიური ინფლაცია 8.8 პროცენტს შეადგენდა და აღემატებოდა ინფლაციის თარგეთის ზედა ზღვარს. ხოლო მას შემდეგ, რაც 4-პროცენტიანი თარგეთის ქვედა ზღვარზე ნაკლებია, 2013-2016 წლების საშუალოდ წლიური ინფლაცია 1.5 პროცენტს შეადგენდა. შუა 2014 წლამდე სერბეთის ეროვნული ბანკი სავალუტო ინტერვენციებით მართავდა გაცვლით კურსს. ამას-

თანავე, მაღალი სპრედი პოლიტიკის განაკვეთსა და საშუალო სარეზერვო რეპო განაკვეთს შორის მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობის შესახებ გაურკვეველობას აჩენდა. სერბეთის გამოცდილება ცხადყოფს, რომ დოლარიზაციის შესამცირებლად პირველ რიგში აუცილებელი პირობაა მაკროეკონომიკური სტაბილურობის უზრუნველყოფა და მხოლოდ ამის შემდგომ არის ეფექტიანი დამატებითი ღონისძიებების განხორციელება.

## 2.4. ლათინური ამერიკის ქვეყნები

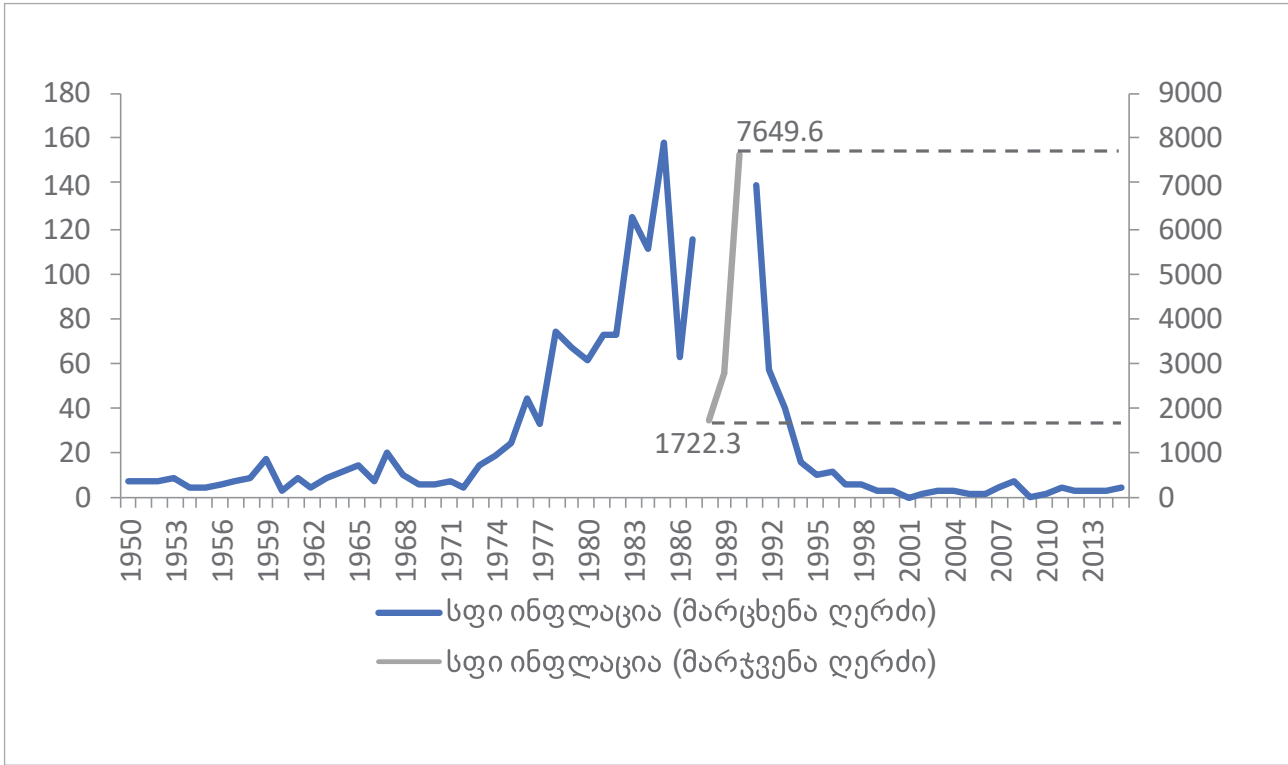
საინტერესოა ლათინური ამერიკის ქვეყნების გამოცდილების მიმოხილვა. ამ რეგიონის ქვეყნებში კერძო და სახელმწიფო სექტორის აქტივებისა და ვალდებულებების დოლარიზაცია ფართოდ გავრცელებული ფენომენია. Galindo and Leiderman (2005) აღნიშნავენ, რომ ლათინური ამერიკის ქვეყნებში ფინანსური ლიბერალიზაციის შედეგად მჭიდრო კავშირი დამყარდა აშშ დოლართან. ამას თან ერთვის ინფლაციის მაღალი დონე, ადგილობრივი მაკროეკონომიკური პოლიტიკის დაბალი სანდოობა და ბიუჯეტის დეფიციტის მონეტარული დაფინანსება. ლათინური ამერიკის ქვეყნების გამოცდილება მოწმობს, რომ წარმატებული დე-დოლარიზაციისათვის ღონისძიებები არა მარტო კერძო სექტორის, არამედ სახელმწიფო სექტორისკენაც უნდა იყოს მიმართული. Galindo and Leiderman (2005) კვლევის მიხედვით ბრაზილიამ, ჩილემ, კოლუმბიამ და ვენესუელამ წარმატებით მოთოკეს კერძო სექტორის დოლარიზაცია, თუმცა სახელმწიფო სექტორის აქტივების და ვალდებულებების დოლარიზაცია კვლავ მაღალი დარჩა. საყურადღებოა ბოლივიისა და პერუს გამოცდილება, რომლებიც ადმინისტრაციული მექანიზმებით დოლარიზაციის შემცირების წარუმატებელი მცდელობის მაგალითებს წარმოდგენენ. თუმცა ორივე ქვეყანამ შემდეგ ეტაპზე მაკროეკონომიკური სტაბილურობის დამყარებით, სანდო მონეტარული პოლიტიკის გატარებით და პრუდენციული ღონისძიებებით, თანდათანობით წარმატებით განახორციელა დე-დოლარიზაცია.

### 2.4.1. პერუ

პერუში დოლარიზაცია მაღალი ინფლაციური გე-წოლის შედეგად 70-იანი წლების შუა პერიოდში განვითარდა და პიკს 1988-1990 წლებში მიაღწია. მიუხედავად იმისა, რომ 1985 წელს გარკვეული ნაბიჯები გადაიდგა დე-დოლარიზაციის წასახალისებლად, ადმინისტრაციული მეთოდების გამო-



დიაგრამა №5  
სფი ინფლაცია პერუში

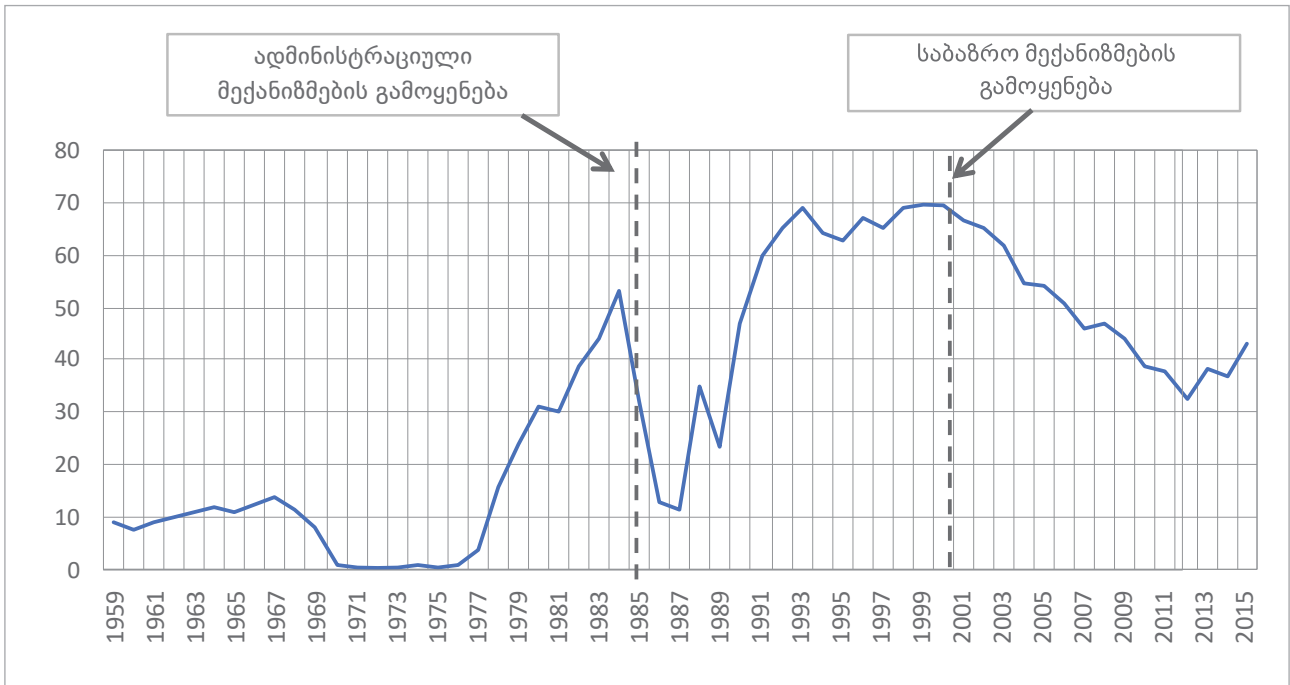


წყარო: პერუს ცენტრალური სარეზერვო ბანკი

ყენება კრახით დასრულდა. კერძოდ, 1985 წელს მაღალი ინფლაციის პირობებში, მთავრობამ უცხოური ვალუტით დენომინირებული დეპოზიტების ადგილობრივ ვალუტაში კონვერტირება მოითხოვა. შედეგად 1985-1987 წლებში დეპოზიტების დოლარიზაციის მაჩვენებელი შემცირდა, თუმცა უარყოფითი გვერდითი მოვლენები განვითარდა. პოლიტიკის გამტარებლების მიმართ დაბალმა ნდობამ და ადმინისტრაციული მეთოდით დეპოზიტების ეროვნულ ვალუტაში კონვერტირებამ კაპიტალის გადინება (capital flight) და ბანკებიდან ფულადი რესურსების გადინება (financial disintermedia-

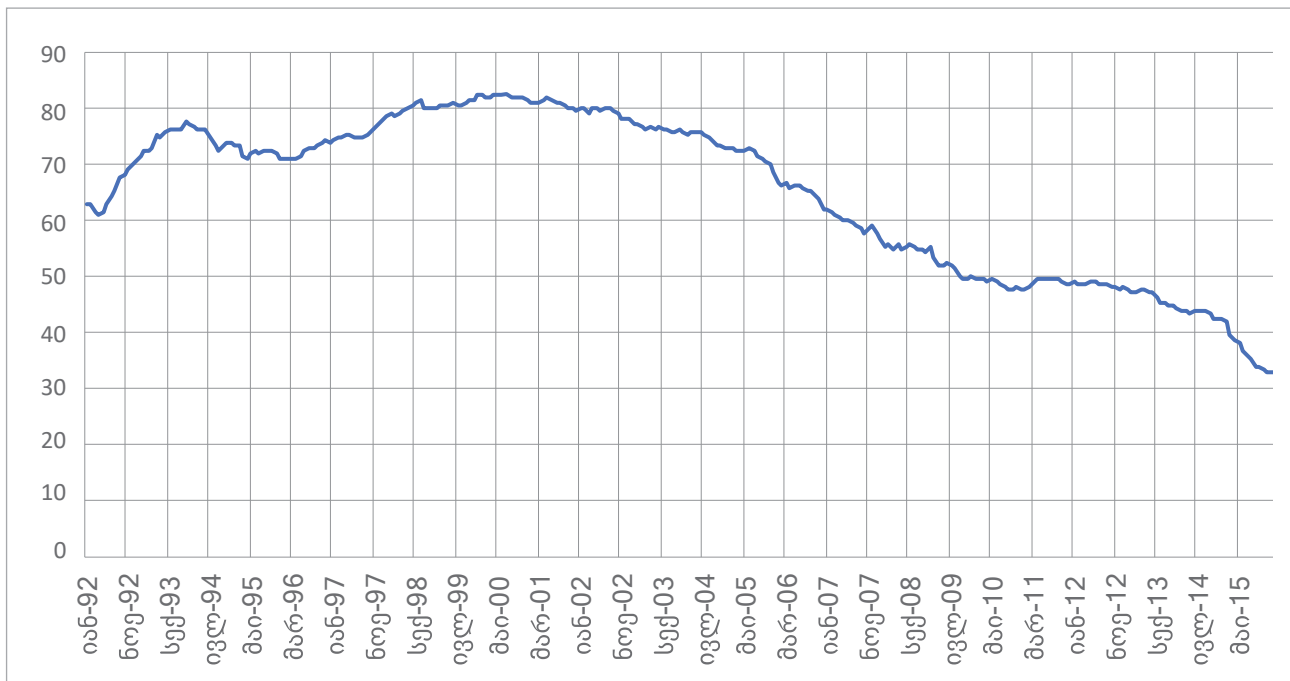
tion) გამოიწვია. აქედან გამომდინარე 1988 წელს უცხოურ ვალუტაზე დაწესებული შეზღუდვები მოიხსნა. პარალელურად მიმდინარეობდა მაღალი ინფლაციური პროცესები (დიაგრამა 5), რომელმაც პიკს 1990 წელს (7650%-წლიური სფი ინფლაცია) მიაღწია და დოლარიზაციის კვლავ ზრდა გამოიწვია (დიაგრამა 6). ფინანსურ დოლარიზაციასთან ერთად ტრანზაქციული დოლარიზაციაც გაიზარდა, რის შესამცირებლადაც პოლიტიკის გამტარებლებმა 1988-1989 წლებში უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ჩეკებზე 2%-იანი გადასახადი დააწესეს.

დიაგრამა №6  
დეპოზიტების დოლარიზაცია პერუში



წყარო: პერუს ცენტრალური სარეზერვო ბანკი

დიაგრამა №7  
კერძო სექტორზე გაცემული სესხების დოლარიზაცია პერუში



წყარო: პერუს ცენტრალური სარეზერვო ბანკი



წარმატებული გამოცდილების შემდეგ 2001 წლიდან პერუმ მაკროეკონომიკური სტაბილურობის დამყარება და ინფლაციის შემცირება დაისახა მიზნად. 2002 წლიდან ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის ამოქმედებამ წარმატებით შეამცირა ინფლაციის დონე. დაბალმა და სტაბილურმა ინფლაციამ, თავის მხრივ, ადგილობრივი ვალუტისადმი ნდობის ამაღლებას და დოლარიზაციის შემცირებას შეუწყობ ხელი. ასევე გავლენა იქონია ფისკალური პოლიტიკის ცვლილებამაც. 2006-2008 წლებში ფისკალურმა პროფიციტმა დაახლოებით მშპ-ს 2-3%-ს მიაღწია, ხოლო სახელმწიფო ვალი მშპ-ს 30%-მდე შემცირდა (2003 წელს 45%), რაც რეგიონში ყველაზე დაბალი მაჩვენებელი იყო. ამასთანავე, დე-დოლარიზაციის განხორციელებაში მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა პრუდენციულმა ღონისძიებებმა და ადგილობრივი ვალუტით კაპიტალის ბაზრების განვითარებამ.

პრუდენციული ღონისძიებების მხრივ 1996-2007 წლებში დიფერენცირებული სარეზერვო მოთხოვნები უცხოური ვალუტით და ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე დროთა განმავლობაში იცვლებოდა. საშუალოდ უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე სარეზერვო მოთხოვნები 34 პროცენტული პუნქტით მეტი იყო ვიდრე ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე. მაღალმა სარეზერვო მოთხოვნამ შეასუსტა ბანკების მიერ უცხოური ვალუტით სესხების გაცემის სტიმული. ამასთანავე, მაღალი საპროცენტო სარგებელი ერიცხებოდა ადგილობრივი ვალუტის რეზერვებს, რამაც ადგილობრივი ვალუტით სახსრების მოზიდვა უფრო მიმზიდველი გახადა.

დე-დოლარიზაციის განხორციელებას ხელი შეუწყობ დიფერენცირებული ლიკვიდობის მოთხოვნების დაწესებამაც. 1998 წლიდან ლიკვიდობის მოთხოვნა მოკლევადიან უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ვალდებულებებზე მინიმუმ 20%-ს შეადგენს, ხოლო ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული მოკლევადიან ვალდებულებებზე - 8%-ს.

დე-დოლარიზაციას ხელი შეუწყობ ეროვნული ვალუტის ობლიგაციების გამოშვებამ, რის შედეგად 2003 წლიდან გაიზარდა საშინაო სახელმწიფო ვალის წილობრივი მაჩვენებელი.

ადგილობრივ ვალუტაზე მოთხოვნის გასაზრდელად 2004 წელს მარეგულირებელი ცვლილება განხორციელდა. კერძოდ, მომხმარებელთა დაცვის კანონში

შევიდა ცვლილება, რომელიც საცალო მოვაჭრეებს (retailer) და ბითუმად მოვაჭრეებს (wholesaler) ავალდებულებს ფასების ადგილობრივი ვალუტით დაწესებას.

გემოაღნიშნული ღონისძიებების საშუალებით 2001 წლიდან პერუმში როგორც კრედიტების (დიაგრამა 7), ისე დეპოზიტების დოლარიზაციის დონე წარმატებით შემცირდა, თუმცა Horton et al (2015) მიუთითებს რომ დოლარიზაცია დღემდე მოწყვლადია. აქედან გამომდინარე, დროთა განმავლობაში დე-დოლარიზაციის ახალი სტრატეგიები და ღონისძიებები იგეგმება. Castillo et al (2016) აღნიშნავს, რომ 2011-2012 წლებში შემცირებული საერთაშორისო საპროცენტო განაკვეთებისა და გამყარებული პერუს ვალუტის ფონზე ზრდა დაიწყო დოლარით გაცემულმა სესხებმა და, შესაბამისად, შეფერხდა კრედიტების დე-დოლარიზაციის პროცესი. ამას გარდა, Smearman et al (2015) მიუთითებს, რომ 2013 წლიდან ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურებამ გაზარდა დეპოზიტების დოლარიზაცია. ეკონომიკური სუბიექტების სავალუტო შეუსაბამობის გამო ვალუტის კურსის მერყეობა საყურადღებო ფინანსურ რისკებს წარმოქმნის. ამის გამო, ცენტრალური ბანკი აქტიურად ახორციელებდა სავალუტო ინტერვენციებს, რაც ამცირებდა მცურავი გაცვლითი კურსის, როგორც შოკის შემარბილებელ ფუნქციას.

არსებული ვითარებიდან გამომდინარე, 2013 წელს პერუს ცენტრალურმა სარეზერვო ბანკმა აქტიური ღონისძიებების განხორციელება დაიწყო, რომელიც სარეზერვო მოთხოვნების გამკაცრებას და დოლარით გაცემულ სესხებზე გარკვეული ლიმიტების დაწესებას მოიცავდა. 2013 წლის მარტში დამატებითი სარეზერვო მოთხოვნები დაწესდა. იმ შემთხვევაში, თუ ბანკები უცხოური ვალუტის სესხებზე ცენტრალური ბანკის მიერ დაწესებულ ლიმიტს გადააჭარბებს. კერძოდ, როცა ფინანსური ინსტიტუტის მიერ იპოთეკურ და ავტო სესხების ნაშთის ზრდა 2013 წლის თებერვალთან შედარებით აღემატება 10 და 20 პროცენტთან ლიმიტს, ეს ექვემდებარება დამატებით სარეზერვო მოთხოვნებს, რომელიც, შესაბამისად, 0.75 და 1.5 პროცენტულ პუნქტს შეადგენს. 2013 წლის ოქტომბრიდან მსგავსი მოთხოვნა ამოქმედდა კერძო სექტორზე გაცემულ უცხოური ვალუტის სესხებზე (გარდა იმ კრედიტებისა, რომელიც დაკავშირებულია საერთაშორისო ვაჭრობის მიზნებთან). ამ შემთხვევაში დამატებითი სარეზერვო

მოთხოვნა 1.5 პროცენტულ პუნქტს შეადგენს თუ მთლიანი სესხების ნაშთი 5%-ით მეტია 2013 წლის სექტემბერის მდგომარეობით არსებულ ნაშთან შედარებით. შემდგომ ეტაპზე პერუს ცენტრალურმა სარეზერვო ბანკმა 2016 წლის დეკემბრისათვის დოლარით განხორციელებული მთლიანი სესხების ნაკადების 20%-მდე შემცირება, ხოლო იპოთეკურ და ავტო სესხებზე 30%-მდე შემცირება მოითხოვა. 2015 წელს კიდევ უფრო გამკაცრდა ზღვრული სარეზერვო მოთხოვნები უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე და ისტორიულად უმაღლეს ნიშნულს მიაღწია. 2015 წლის ივნისში დოლარით მოზიდულ სახსრებზე სარეზერვო მოთხოვნები 50 პროცენტიდან 70 პროცენტამდე გაიზარდა, ხოლო ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე 30 პროცენტიდან 6.5 პროცენტამდე შემცირდა. დამატებით, მოკლევადიანი სპეკულაციური კაპიტალური შემოდინების აღსაკვეთად ცენტრალურ ბანკს არარეზიდენტებისათვის ადგილობრივი ვალუტის დეპოზიტებზე სარეზერვო მოთხოვნები აქვს დაწესებული. გარდა ამისა, გადასახადი არის დაწესებული არაადგილობრივებისათვის სადეპოზიტო სერტიფიკატების ტრანსფერზე. კაპიტალური მოთხოვნები უცხოური ვალუტის სესხებზე თანდათანობით მკაცრდება. კაპიტალური მოთხოვნები განსხვავებულია ვალუტის, ვადიანობის და სესხის ტიპის მიხედვით. 2016 წელს საკრედიტო რისკის წონა უცხოურ ვალუტის კრედიტზე 102.8-დან (2012 წელი) 108 პროცენტამდე გაიზარდა.

საბოლოოდ 2000 წლიდან 2015 წლამდე უცხოური ვალუტის დეპოზიტების დოლარიზაცია 80%-დან 46%-მდე შემცირდა. საერთო ჯამში, დეპოზიტების დოლარიზაცია 2000 წელთან შედარებით შემცირებულია, თუმცა მას გარკვეული მერყეობა ახასიათებს. კერძოდ, 2013 წლის დასაწყისიდან დეპოზიტების დოლარიზაციის ტრენდი ზრდისკენ შეიცვალა. ამის საპასუხოდ პერუს ცენტრალურმა ბანკმა დამატებითი ღონისძიებების განხორციელება დაიწყო, რომელიც განსაკუთრებით მკაცრ მოთხოვნებს ითვალისწინებდა უცხოური ვალუტის სესხებზე. შედეგად, 2015 წლის ბოლოდან ფიზიკური და იურიდიული დეპოზიტების დოლარიზაციამ კვლავ შემცირება დაიწყო. რაც შეეხება კრედიტების დოლარიზაციას, მისმა დონემ 2000 წელთან შედარებით 80%-დან 32%-მდე მოიკლო.

პერუს გამოცდილებიდან გამომდინარე შეგვიძლია

დავასკვნათ, რომ დოლარიზაციის შესამცირებლად აუცილებელია საზოგადოების მხრიდან ეროვნული ვალუტის მიმართ ნდობის დამყარება, რისი წინაპირობაც სანდო მაკროეკონომიკური პოლიტიკაა. 2002 წლიდან ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის საშუალებით დაბალი და სტაბილური ინფლაციის შენარჩუნებამ მონეტარული პოლიტიკისა და ეროვნული ვალუტის მიმართ ნდობა გაიზარდა. თუმცა, ბოლო წლებში პერუში არსებული ვითარება მოწმობს, რომ მხოლოდ მაკროეკონომიკური სტაბილურობა არასაკმარისი შეიძლება აღმოჩნდეს დოლარიზაციის სრულად აღმოსაფხვრელად. აქედან გამომდინარე, დე-დოლარიზაცია მაკროეკონომიკურ მდგრადობასთან ერთად მოითხოვს ინტეგრირებულ მიდგომას, რომელიც დაფუძნებული იქნება მიკრო დონეზე გარკვეული რეგულაციების განხორციელებაზე და ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზრისა და ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარებაზე.

#### 2.4.2. ბოლივი

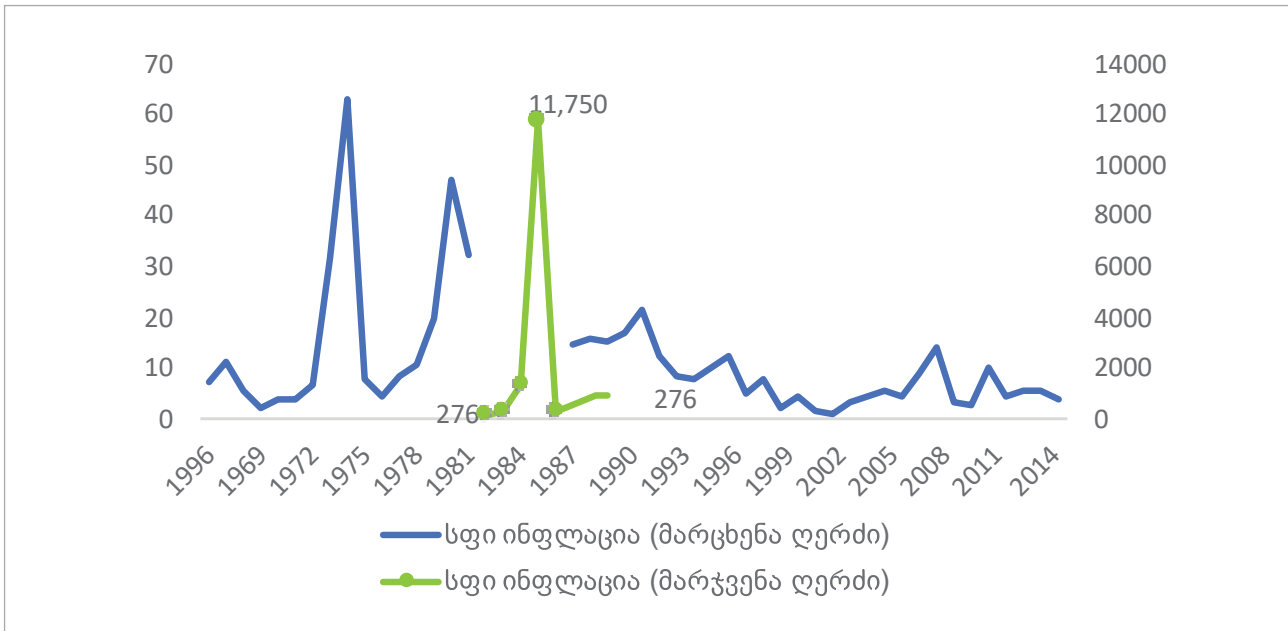
1970-80-იან წლებში ბოლივიის ფისკალური პოლიტიკა მიზნად ისახავდა სახელმწიფო საწარმოებით და სახელმწიფო ინვესტიციებით ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობას, რომელთა დაფინანსებაც უცხოური საბანკო კრედიტებით ხორციელდებოდა. 80-იანი წლების დასაწყისში მნიშვნელოვნად გაუარესდა სავაჭრო პირობები (დოლარის გლობალური გამყარება). ამის პარალელურად საერთაშორისო საპროცენტო განაკვეთებმა პიკს მიაღწია. ამ ფაქტორებმა წარმოქმნა ვალის სტაბილურობის პრობლემა, რის შედეგადაც 1981 წელს მთავრობამ საგარეო ვალის გადახდა გადაავადა. მაღალი ფისკალური დეფიციტისა და მცირე საგარეო დაფინანსების ფონზე ბიუჯეტის დაფინანსების მთავარ წყაროს ცენტრალური ბანკი წარმოადგენდა, რის შედეგადაც ჰიპერინფლაცია განვითარდა (დიაგრამა 8). ინფლაციური პროცესების ფონზე ფინანსურმა დოლარიზაციამ პიკს 70-იანი წლების ბოლოს მიაღწია.

1982 წელს დე-დოლარიზაციისათვის ხელისუფლებამ დოლარით დენომინირებული ფინანსური ინსტრუმენტების საბაზრო გაცვლითი კურსით ადგილობრივ ვალუტაში კონვერტირება მოითხოვა. ასევე დაწესდა კაპიტალის კონტროლი, საფასო კონტროლი და საპროცენტო განაკვეთების ჭერი (interest rate caps). მაღალი ინფლაციისა





დიაგრამა №6  
სფი ინფლაცია ბოლივიაში



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

და დოლარით დენომინირებული დეპოზიტების აკრძალვის ფონზე გაიზარდა კაპიტალის გადინება და ფინანსური შუამავლობა მნიშვნელოვნად შემცირდა. აღნიშნული პოლიტიკის შედეგად გამოწვეული უარყოფითი მოვლენებიდან გამომდინარე, 1985 წელს ხელისუფლებამ გააუქმა აკრძალვები უცხოური ვალუტის დეპოზიტებთან დაკავშირებით, რასაც დოლარიზაციის ზრდა მოჰყვა. არსებული მდგომარეობიდან გამომდინარე, ამავე წელს ეკონომიკის სტაბილიზაციის პროგრამა შემუშავდა, რომლის მიზანი ფისკალური დეფიციტის თარგეთირება და მონეტარული პოლიტიკის დამოუკიდებლობის ზრდა იყო. Mecagni et al (2015) მიუთითებს, რომ 2001 წლისათვის ბოლივიის საბანკო სექტორი თითქმის სრულად დოლარიზებული იყო. დეპოზიტების 6 პროცენტი და სესხების მხოლოდ 3 პროცენტი იყო დენომინირებული ადგილობრივი ვალუტით. 1985 წელს გატარებული ადმინისტრაციული მექანიზმებთან შედარებით ბაზარზე დაფუძნებულმა ლონისძიებებმა წარმატებული შედეგები გამოიღო. ინფლაცია ერთნიშნულიან მაჩვენებლამდე შემცირდა, აღმოიფხვრა ფისკალური და საგარეო დისბალანსი. შედეგად, მაკროეკონომიკურმა სტაბილურობამ გაზარდა ნდობა ადგილობრივი ვალუტისადმი. პრუდენციული პოლიტიკის მხრივ 2001 წლიდან დიფერენცირებული სარეზერვო

მოთხოვნები ხელს უწყობდა ბანკების მიერ ადგილობრივი ვალუტით სახსრების მოზიდვას. ასევე, 2005 წლიდან ლიკვიდობის მოთხოვნების დაწესება დე-დოლარიზაციის პროცესის ერთ-ერთი შემადგენელი ნაწილი იყო. კერძოდ, იმ შემთხვევაში თუ უცხოური ვალუტის დეპოზიტები 2005 წლის 31 მარტის მდგომარეობით არსებული მთლიანი დეპოზიტების (უცხოური და ადგილობრივი) 80 პროცენტს (2007 წელს 60%-მდე შემცირდა) გადააჭარბებდა, ზღვრული ლიკვიდობის მოთხოვნა 7.5%-ს შეადგენდა. დოლარიზაციაზე შემცირების მიმართულებით იმოქმედა 2003 წლიდან ინფლაციაზე ინდექსირებული ობლიგაციების გამოშვებამაც. განვითარდა კაპიტალის ბაზრები და ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული სახელმწიფო ობლიგაციების ვადიანობა თანდათანობით 15 წლამდე გაიზარდა.

საბოლოოდ ბოლივიაში დეპოზიტების დოლარიზაცია 93 პროცენტიდან 53 პროცენტამდე შემცირდა. ბოლივიის დე-დოლარიზაციის წარმატებული გამოცდილება უჩვენებს, რომ გრძელვადიან პერიოდში ბაზარზე დაფუძნებული ოპერაციები უფრო ეფექტიანი არის დოლარიზაციის შესამცირებლად, ვიდრე ადმინისტრაციული ლონისძიებების გამოყენება. ინფლაციის ერთნიშნა დონემდე შემცირებამ,

ფისკალური და საგარეო დისბალანსის აღმოფხვრამ თანდათანობით გააჩინა ნდობა ადგილობრივი ვალუტის მიმართ. დამატებით მაკროპრუდენციულმა პოლიტიკამ კი გაზარდა ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივების ფლობა.

## 2.5. სხვა ქვეყნები

გარდა ზემოაღნიშნული ქვეყნებისა, მრავალი ქვეყანა სხვადასხვა ღონისძიებით ცდილობს დოლარიზაციის შემცირებას. მაგალითად, რუმინეთში 2006 წლიდან სარეზერვო მოთხოვნები ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე 18%-ს, ხოლო უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე 40%-ს შეადგენს. ამასთან, 2000 წლიდან რეზერვებს დიფერენცირებული საპროცენტო სარგებელი ერიცხება. ასევე, 2008 წელს გამკაცრდა საზედამხებელო მოთხოვნები უცხოური ვალუტის სესხებზე არაჰევირებული მსესხებლებისათვის.

საინტერესოა ხორვატიის მაგალითი, სადაც, მიუხედავად ეკონომიკური სტაბილურობისა და სხვადასხვა საზედამხებელო და პრუდენციული ღონისძიებებისა, დოლარიზაციის მზარდი ტენდენცია მოთოკეს, თუმცა მისი დონე მაინც მაღალია. 1999 წელს რეზერვებზე დიფერენცირებული საპროცენტო სარგებლის დარიცხვა, ხოლო 2000

წელს დიფერენცირებული სარეზერვო მოთხოვნები დაწესდა. 2006 წელს რისკის წონა უცხოური ვალუტით დენომინირებულ სესხებზე არაჰევირებული მსესხებლებისთვის 25 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა. ბანკების ზედამხებელებმა 2006 წელს ბანკებისათვის შეადგინეს სახელმძღვანელო, რომელიც სავალუტო რისკების იდენტიფიცირების, გაზომვის, კონტროლისა და მონიტორინგის ყოვლისმომცველი სისტემის დანერგვას და პროცედურებს აღწერდა. 2008 წელს ღია სავალუტო პოზიციის ახალი ფორმით იდენტიფიცირება დაინერგა. კერძოდ, დაემატა ოფციონები და ასიმეტრიულად ინდექსირებული კონტრაქტები. ღია სავალუტო პოზიციის გამკაცრების შედეგად აღმოჩნდა, რომ ბევრი ბანკი აჭარბებდა 20%-იან ლიმიტს. შემდგომ ეტაპზე ღია სავალუტო პოზიციის შეზღუდვა 30%-მდე გაიზარდა. 2009 წლიდან გამკაცრდა სარეზერვო მოთხოვნები. ბანკებს მოეთხოვებოდა, რომ უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე სარეზერვო ნორმების 75%-ს ადგილობრივი ვალუტით ფლობდნენ (გამკაცრებამდე აღნიშნული ნორმა 50%-ს შეადგენდა).

ზემოაღნიშნული ღონისძიებების გარდა სხვა ტიპის დე-დოლარიზაციის ღონისძიებები წარმოდგენილია ქვემოთ მოცემულ ცხრილში.

ცხრილი №1:  
დე-დოლარიზაციის ღონისძიებები სხვადასხვა ქვეყნებში

დოლარიზაციის ტიპი	მექანიზმი	ქვეყნები
ფინანსური დოლარიზაცია	უცხოური ვალუტის სესხებისა და დეპოზიტების ფარდობაზე ჭერის დაწესება	ლიბანი (1994-200) - უცხოური ვალუტის სესხების მაქსიმალური მოცულობა უცხოური ვალუტის დეპოზიტების 60%-ს შეადგენდა. უგანდა (2008) - უცხოური ვალუტის სესხებს არ უნდა მიეღწია უცხოური ვალუტის დეპოზიტების 80%-ისთვის.
	უცხოური ვალუტის სესხებისა და ვალდებულებების ფარდობაზე ჭერის დაწესება	ჭაიტი (2008) - უცხოური ვალუტის სესხებს არ უნდა გადაეჭარბებინა უცხოური ვალუტის ვალდებულებების 50%-ს
სესხების დოლარიზაცია	უცხოური ვალუტის სესხების შეზღუდვა - უცხოური ვალუტის სესხებზე სპეციალური თანხმობის საჭიროება	უკრაინა (2002) - ცენტრალური ბანკის წერილობითი თანხმობა და ბანკის ლიცენზია არის საჭირო უცხოური ვალუტის სესხებისათვის მაროკო (2005) - უცხოური ვალუტის ანგარიშებზე ოვერდრაფტები არ არის ნებადართული



	უცხოური ვალუტის სესხები დასაშვებია მხოლოდ სპეციფიკური საქმიანობებისათვის	<p>თურქეთი (1999) - უცხოური ვალუტის სესხები გაცემა დაშვებულია მხოლოდ ექსპორტიორებისათვის, ინვესტიორებისათვის, თურქი მეწარმეებისათვის, რომლებიც საზღვარგარეთ მუშაობენ, რეზიდენტებისათვის რომელთა ბიზნეს საქმიანობა დაკავშირებულია საერთაშორისო ტენდერებთან და ისეთი ბიზნესისათვის, რომელიც თავდაცვის ინდუსტრიას უკავშირდება.</p> <p>პაკისტანი (1994) - უცხოური ვალუტის სესხები დასაშვებია მხოლოდ ექსპორტიორებისათვის</p> <p>კორეა (2008) - უცხოური ვალუტის სესხები, რომლებიც საზღვრებს გარეთ ტრანზაქციებს აფინანსებს, შეზღუდულია</p> <p>ნეპალი (2000) - უცხოური ვალუტის სესხები გაცივმა მხოლოდ ექსპორტიორებზე, ტურიზმთან დაკავშირებულ ბიზნესებზე და სპეციფიკურ ინდუსტრიებზე.</p>
	უცხოური ვალუტის სესხების შეზღუდვა არაჰევირებული მსესხებლისათვის	<p>პერუ (1985-1987)</p> <p>თურქეთი (1999 – 2003) - უცხოური ვალუტის სესხები გაცივმოდა მხოლოდ ჰევირებულ მსესხებელზე</p> <p>დომინიკის რესპუბლიკა (2008) - უცხოური ვალუტის სესხების 85% უნდა ყოფილიყო ჰევირებული მსესხებლებისათვის</p>

წყარო: Kokenyne, Ley and Veyrune (2010), „Dedollarization“

### 3. ლარიზაცია

საერთაშორისო გამოცდილება გვიჩვენებს, რომ წარმატებული დე-დოლარიზაციის განსახორციელებლად ერთმნიშვნელოვანი მიდგომა არ არსებობს, თუმცა სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემო დე-დოლარიზაციის განხორციელების მთავარ წინაპირობას წარმოადგენს. ასევე დაბალი და სტაბილური ინფლაცია ზრდის ეროვნული ვალუტის სანდობას. ამასთან დაკავშირებით მნიშვნელოვან როლს თამაშობს ცენტრალური ბანკების დამოუკიდებლობა და მის მიმართ საზოგადოებრივი სანდობის მაღალი დონე. თავის მხრივ, ცენტრალური ბანკების მიერ სწორი და თანმიმდევრული კომუნიკაციის სტრატეგიის შემუშავება და გატარება ამაღლებს მის სანდობას.

საერთაშორისო პრაქტიკაზე დაყრდნობით შესაძლოა გამოვყოთ რამდენიმე მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტი, რომელიც დე-დოლარიზაციის წარმატებით განხორციელებას უწყობს ხელს. პირველ რიგში, მნიშვნელოვანია ბაზარზე არსებული უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივების ალტერნატიული ფინანსური ინსტრუმენტების განვითარება. ადგილობრივი ვალუტის აქტივების წასახალისებლად დიფერენცირებული სარეზერვო

მოთხოვნების დაწესება ადგილობრივი და უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე დე-დოლარიზაციის ფართოდ გავრცელებულ მიდგომას წარმოადგენს. მიზანშეწონილია სარეზერვო მოთხოვნების დაცვის შემთხვევაში დიფერენცირებული საპროცენტო სარგებლის დარიცხვა. დოლარიზაციას გარკვეულწილად პრუდენციული მექანიზმებიც ამცირებს, როგორცაა ადგილობრივი ვალუტის სასარგებლოდ დიფერენცირებული ლიკვიდობის მოთხოვნების დაწესება, ღია სავალუტო პოზიციის შეზღუდვა, არაჰევირებულ სესხებზე მეტი კაპიტალის მოთხოვნა. დოლარიზაციის შესამცირებლად მნიშვნელოვანია ადგილობრივი ვალუტის გამოყენების ზრდა. ადგილობრივი ვალუტა უნდა იყოს გადახდის ერთადერთი საშუალება.

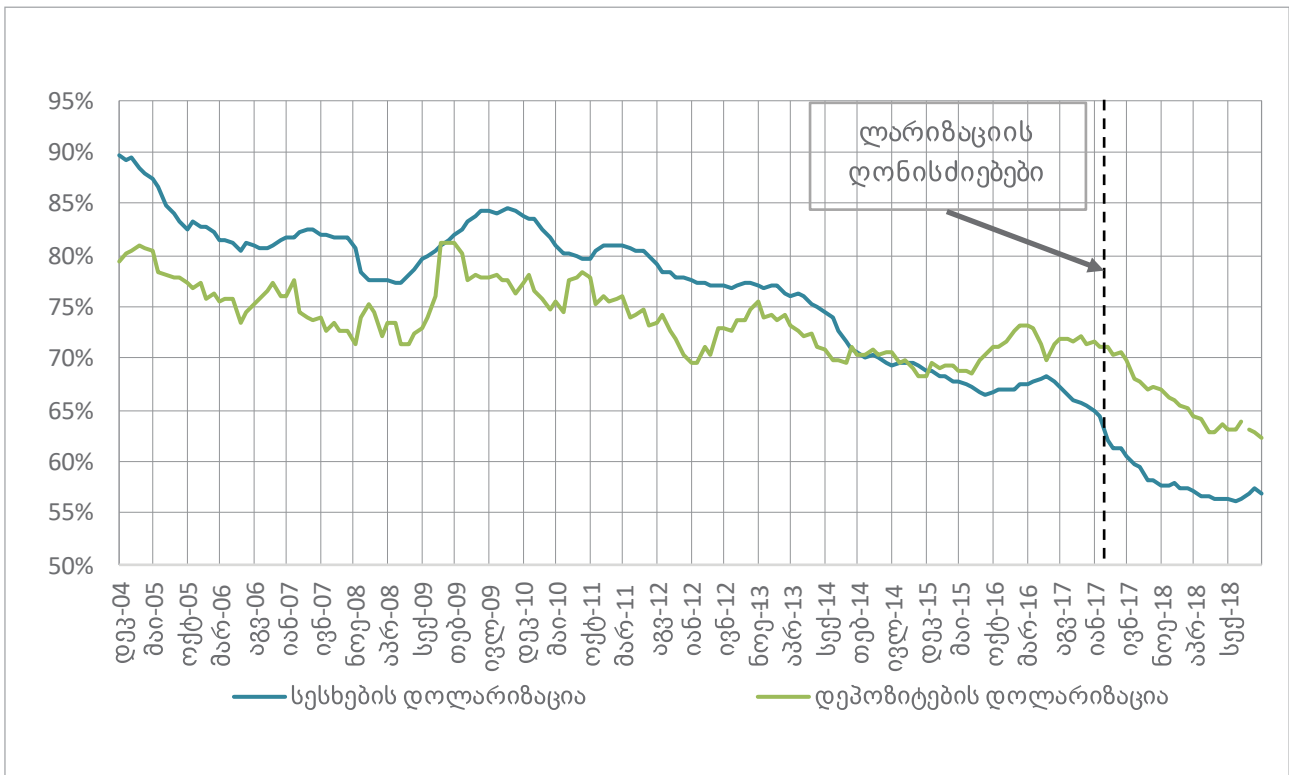
საქართველოს ეკონომიკის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან გამოწვევას დოლარიზაციის მაღალი დონე წარმოადგენს. 2019 წლის თებერვლის მდგომარეობით დეპოზიტების დოლარიზაცია 62.3 პროცენტს შეადგენს, ხოლო სესხების დოლარიზაცია - 56.8 პროცენტს (დიაგრამა 9).

საქართველოში დოლარიზაციის განვითარების რამდენიმე მიზეზი არსებობს, რომელიც ქვეყანაში მაკროეკონომიკური და პოლიტიკური არასტაბი-

ლურობის ისტორიულ გამოცდილებას უკავშირდება. 90-იან წლებში საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პერიოდში განვითარებული ჰიპერინფლაციისა და არასტაბილური პოლიტიკურ-ეკონომიკური მდგომარეობის შედეგად დაიკარგა ნდობა ეროვნული ვალუტისადმი. შედეგად, ეროვნული ვალუტის, როგორც დაზოგვის და გადახდის საშუალებად

გამოყენების ფუნქციები უცხოურმა ვალუტამ შეითავსა. ამავე პერიოდში განუვითარებელი ფინანსური ბაზრები ხელს უშლიდა ეკონომიკურ სუბიექტებს ესარგებლათ ეროვნული ვალუტის ფინანსური ინსტრუმენტებით. დეპოზიტების დოლარიზაციას უცხოეთიდან გამოგზავნილი ფულად ტრანსფერებზე მაღალი დამოკიდებულებაც განაპირობებს.

დიაგრამა №9  
სესხებისა და დეპოზიტების დოლარიზაცია საქართველოში<sup>5</sup>



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ეროვნული ვალუტისადმი ნდობის გასაზრდელად საჭიროა ხანგრძლივი მაკროეკონომიკური მდგრადობა და სტაბილური ინფლაციის შენარჩუნება. თავის მხრივ, დაბალი და სტაბილური ინფლაციის უზრუნველყოფა საქართველოს ეროვნული ბანკის მთავარი მიზანია.

როგორც უკვე აღინიშნა, დოლარიზაცია წარმოქმნის ფინანსური სტაბილურობის რისკებს და ამცირებს მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას. აქედან გამომდინარე, ეროვნული ბანკის ერთ-ერთ მთავარ ამოცანას ლარიზაციის ზრდა წარმოადგენს.

2016 წელს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა და მთავრობამ ერთობლივად შეიმუშავეს ლარიზაციის მხარდამჭერი ღონისძიებები. ეროვნულმა ბანკმა მანამდეც გარკვეული ცვლილებები განახორციელა, რაც ლარიზაციის ზრდას უწყობდა ხელს. თუმცა გასათვალისწინებელია, რომ ლარიზაცია ხანგრძლივი პროცესია და სწორი და თანმიმდევრული ღონისძიებების გატარებასთან ერთად მისი დონე თანდათანობით გაიზრდება.

საერთაშორისო პრაქტიკაზე დაყრდნობით, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი მცურავ გაცვლით

5. გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით.



კურსთან ერთად დე-დოლარიზაციის მნიშვნელოვან წინაპირობას ქმნის. საქართველოში ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი 2009 წლიდან მოქმედებს. ინფლაციის თარგეთირებამ ფასები უფრო სტაბილური გახადა. 2009 წლიდან წლიური ინფლაცია საშუალოდ 3.4 პროცენტს უტოლდება. ამასთან, აუცილებელია მცურავი გაცვლითი კურსის შენარჩუნება, რომელიც საგარეო შოკების მშთანთქავ ფუნქციას ასრულებს და უზრუნველყოფს ეროვნული ვალუტით გამოხატული შემოსავლის სტაბილურობას უცხოური ვალუტით გამოხატულ შემოსავალთან შედარებით. დაბალი და სტაბილური ინფლაცია დროდადრო გაზრდის ეროვნული ვალუტისადმი ნდობას. ხოლო როგორც Hardy and Pazarbasioglu (2006) აღნიშნავს მცურავი გაცვლითი კურსი უცხოური ვალუტის სესხებსა და დეპოზიტებს ნაკლებად მიმზიდველს ხდის. მომავალი გაცვლითი კურსი არაპროგნოზირებადია და შესაძლებელია, როგორც ზრდის, ასევე შემცირების მიმართულებით შეიცვალოს. შესაბამისად, უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივებისა და ვალდებულებების ფლობა სარისკოა.

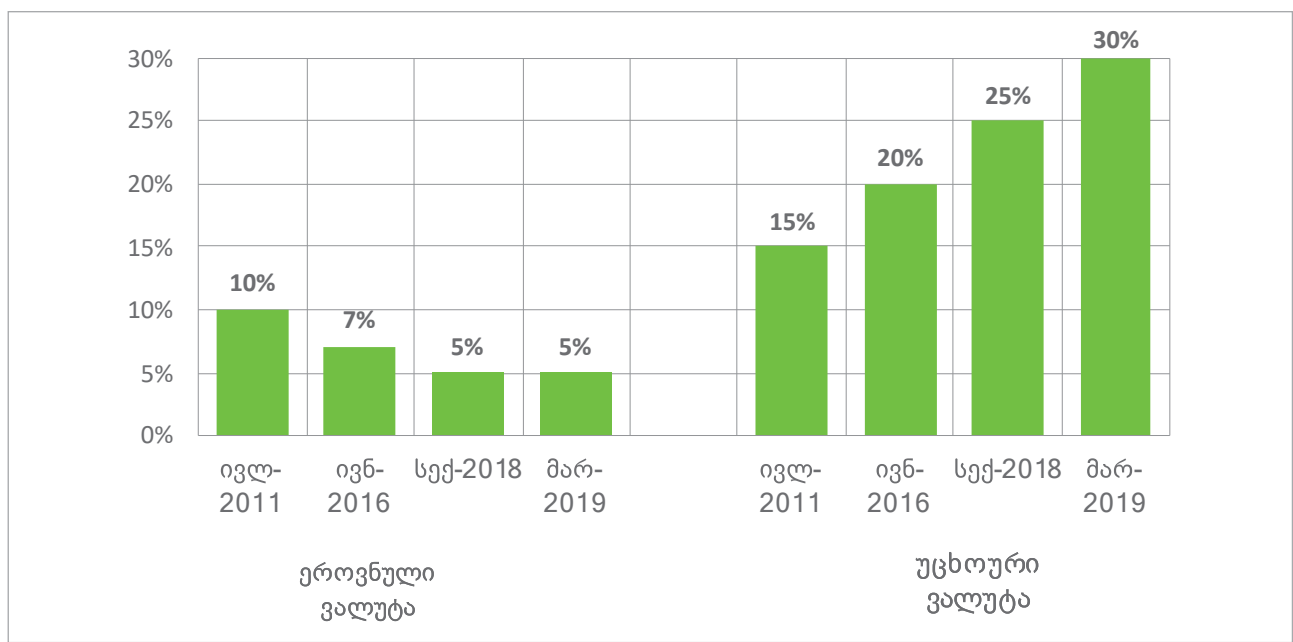
დოლარიზაციას საფინანსო სექტორის ლიკვიდობის მართვის გაუმჯობესებაც ამცირებს, რადგანაც ბანკები უფრო აქტიურად იყენებენ ადგილობრივი ვალუტის რესურსებს. ლარის ლიკვიდობის ეფექტიანი მართვით მცირდება მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის მერყეობა ბანკთაშორის ბაზარზე, რაც,

საბოლოოდ, გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს გადაეცემა. 2008 წელს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა ერთკვირიანი რეფინანსირების სესხები, ხოლო შემდგომ 2010 წელს მუდმივმოქმედი რეფინანსირების სესხები და ერთდღიანი სესხები/დეპოზიტები აამოქმედა. შედეგად, ბანკთაშორის ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა შემცირდა.

ეროვნული ვალუტის მიმზიდველობის გასაზრდელად მიზანშეწონილია სესხებზე საპროცენტო განაკვეთების სპრედის შემცირება. ამ მხრივ, ფართოდ გამოყენებული ინსტრუმენტია უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე ადგილობრივ ვალუტასთან შედარებით მაღალი სარეზერვო მოთხოვნების დაწესება. ამ შემთხვევაში ბანკებს უძვირდებათ უცხოური ვალუტით რესურსის მოზიდვის ხარჯები და ზრდიან საპროცენტო განაკვეთებს უცხოური ვალუტით გაცემულ სესხებზე. საქართველოში დიფერენცირებული სარეზერვო მოთხოვნები მოქმედებს და 2016 წელს განსხვავება კიდევ უფრო გაღრმავდა. უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნა 15%-დან 20%-მდე გაიზარდა, ხოლო ეროვნული ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე 10%-დან 7%-მდე შემცირდა, ხოლო დღეისთვის ეს მაჩვენებლები 30%-ის და 5%-ის დონეზეა, შესაბამისად (დიაგრამა 10).

დიაგრამა №10

მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნები საქართველოში (ერთ წლამდე ნარჩენი ვადიანობის სახსრებზე)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

2016 წელს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა მთავრობასთან ერთად შეიმუშავა ლარიზაციის 10-პუნქტიანი გეგმა, რომელიც ლარის გრძელვადიანი რესურსის ხელმისაწვდომობის ზრდას, სავალუტო რისკების ადეკვატურ გადანაწილებასა და ლარით ფასდადების ხელშემწყობ ღონისძიებებს მოიცავს. საყურადღებოა, რომ სწორად მოხდეს სავალუტო რისკის შეფასება და ადეკვატური გადანაწილება ეკონომიკურ სუბიექტებს შორის. საქართველოში უცხოური ვალუტის სესხებით ძირითადად ისეთი მსესხებლები სარგებლობენ, რომლებიც შემოსავალს ეროვნული ვალუტით იღებენ. შესაბამისად, მსესხებლების მიერ არ ხდება სავალუტო რისკების გათვალისწინება გადაწყვეტილების მიღების დროს. აქედან გამომდინარე, 10-პუნქტიანი გეგმის ფარგლებში განხორციელდა საკანონმდებლო ცვლილება, რომლის მიხედვითაც 200,000 ლარამდე სესხების გაცემა მხოლოდ ეროვნული ვალუტით არის შესაძლებელი. აღნიშნული რეგულაციის მიზანია, იმ მსესხებლებიდან მომდინარე სისტემური რისკების შემცირება, რომელთაც არ აქვთ შესაძლებლობა შეაფასონ ან/და მართონ სავალუტო რისკი.

ლარიზაციის წასახალისებლად საჭიროა ბაზარზე გრძელვადიანი ლარის რესურსის არსებობა. ამისათვის კი მნიშვნელოვანია კაპიტალის ბაზრების განვითარება და ბაზარზე ეროვნული ვალუტით დენომინირებული გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების არსებობა. 2016 წელს ეროვნულმა ბანკმა და მთავრობამ შეიმუშავა კაპიტალის ბაზრების განვითარების ერთობლივი სტრატეგია. ამ კუთხით ეროვნული ბანკი გეგმავს გააფართოოს გირაოს ბაზა. კომერციული ბანკებისათვის ფინანსური გირაოს მოცულობის ზრდა ამცირებს ლიკვიდობის მართვის ხარჯებს. შესაბამისად, ბანკები უფრო აქტიურად სთავაზობენ მომხმარებლებს ლარის სესხებს დაბალი საპროცენტო განაკვეთებით. 2016 წელს ეროვნულმა ბანკმა გააფართოვა გირაოს ბაზა და მასში ლარით გამოშვებული კორპორატიული სასესხო ფასიანი ქაღალდები ჩართო. კორპორატიული ობლიგაციების გირაოდ გამოყენების შესაძლებლობა, რაც ასეთი ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობას ზრდის და კაპიტალის ბაზრის განვითარებას უწყობს ხელს. ლარის გრძელვადიანი რესურსის ზრდას საპენსიო რეფორმის განხორციელებაც შეუწყობს ხელს, რადგანაც გაიზრდება მოთხოვნა გრძელვადიანი ინსტრუმენტზე. შესაბამისად, კაპიტალის ბაზარზე

გრძელვადიანი ლარის რესურსი გაჩნდება. ამასთანავე, საპენსიო რეფორმა დანაზოგებს გაზრდის. შედეგად, შემცირდება სხვაობა ინვესტიციებსა და დანაზოგებს შორის, რაც მიმდინარე ანგარიშის ბალანსს გააუმჯობესებს.

ცალკე აღნიშვნის ღირსია, მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტების დანერგვა, რომელიც რისკისაგან დაუცველი მსესხებლისათვის (უცხოური ვალუტის სესხის შემთხვევაში) დამატებითი ბუფერების არსებობას უზრუნველყოფს. კერძოდ, ამოქმედდა სესხის მომსახურების მაქსიმალური კოეფიციენტები<sup>6</sup>, რომელიც რისკისგან დაუცველი (არაპეჯირებული) მსესხებლისათვის უფრო მკაცრია. ასევე კოეფიციენტები განსხვავებულია სხვადასხვა შემოსავლის მქონე მსესხებლებისათვის. ამას გარდა, ძალაში შევიდა სესხის უზრუნველყოფის მაქსიმალური კოეფიციენტები<sup>7</sup>, რომელიც უცხოური ვალუტის სესხებისათვის უფრო მკაცრია. კერძოდ, ლარში გაცემული სესხებისათვის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი უფრო მაღალია.

საქართველოში ლარიზაციის შემაფერხებელ კიდევ ერთ მიზეზს უძრავი ქონების ფასების აშშ დოლარით კოტირება წარმოადგენს. ასეთი ფასდადებიდან გამომდინარე ჩნდება სესხებისა და დეპოზიტების დოლარიზაციის სტიმულირება მოსახლეობის იმ ნაწილისათვის რომელთაც თანხა სწორედ უძრავი ქონების შესაძენად სჭირდებათ. მიუხედავად იმისა, რომ უძრავი ქონების ფასწარმოქმნა ეროვნული ვალუტით ხდება (მასზე მოთხოვნას წარმოქმნის ძირითადად ეროვნული ვალუტის შემოსავლის მქონე პირი და, ასევე, მშენებლობის ხარჯების დიდი ნაწილი ეროვნული ვალუტით არის დენომინირებული) წლების განმავლობაში ჩამოყალიბებული ჩვევების გამო, ბაზარზე ფასი უცხოური ვალუტით ცხადდება, რაც კურსის მერყეობის პირობებში ბაზრის მუშაობას აფერხებს. პერუს გამოცდილებიდან გამომდინარე, ისეთი რეგულაციების შემოღება, რომელიც უძრავი ქონების ფასებს ადგილობრივი ვალუტით შეცვლის, ხელს უწყობს დოლარიზაციის შემცირებას. საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ ორგანულ კანონში განხორციელდა ცვლილება, რომლის მიხედვითაც 2017 წლის პირველი ივლისიდან იურიდიული პირებისათვის ნებისმიერი საქონლის ან მომსახურების ფასის გამოცხადება სავალდებულოა ლარით.

6. მსესხებლის/თანამსესხებლის სესხზე ჯამური ყოველთვიური გადასახდევლებისა და ყოველთვიური წმინდა შემოსავლების თანაფარდობა.  
7. უძრავი ქონებით უზრუნველყოფილი სესხ(ებ)ის და იმ უძრავი ქონების სახით არსებული უზრუნველყოფის საშუალების საბაზრო ღირებულების თანაფარდობა, რომელიც გამოიყენება აღნიშნული სესხ(ებ)ის უზრუნველსაყოფად.



ცხრილი №2:  
ლარიზაციის 10-პუნქტიანი გეგმა

ლარის გრძელვადიანი სესხების ხელმისაწვდომობის ზრდა	
1	კომერციულ ბანკებს უნდა ჰქონდეთ საკმარისი ლიკვიდური აქტივები მოკლევადიანი დეპოზიტების გრძელვადიან სესხებად გადასაქცევად. ეროვნული ბანკი გეგმავს გაზარდოს გადაცემის მექანიზმის მოქნილობა და გააფართოოს გირაოს ბაზა.
2	საერთაშორისო სავალუტო ფონდის რეკომენდაციის შესაბამისად, ეროვნული ბანკი გეგმავს, შემოიღოს ბაზელ III-ის შესაბამისი ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტი, სადაც უპირატესობა ექნება ეროვნულ ვალუტას.
3	კაპიტალის ბაზრების განვითარებისათვის აუცილებელია კომპანიებს შეეძლოთ გრძელვადიანი ობლიგაციების გამოშვება და კაპიტალის მიღება. საქართველოს მთავრობამ და ეროვნულმა ბანკმა შეიმუშავეს ერთობლივი სტრატეგია და ერთობლივად მიმდინარეობს მისი განხორციელება.
4	კაპიტალის ბაზრის განვითარების წინაპირობაა განვითარებული ადგილობრივი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. საქართველოს მთავრობა, ეროვნულ ბანკთან ერთად, გააგრძელებს ამ მიმართულებით ნაბიჯების გადადგმას. კერძოდ, დაიწყება ა) მაღალი ლიკვიდურობის მქონე ფასიანი ქაღალდების გამოშვება (ე.წ. "ბენჩმარკ" ქაღალდები), რომლის მთავარი მახასიათებელია მაღალი ლიკვიდობა და წინასწარ პროგნოზირებადობა და რომლის შედეგადაც ბაზრის მონაწილეებს ეცოდინებათ შემდეგი ხუთი წლის განმავლობაში სავარაუდო ემისიის კალენდარი. ბ) ამუშავდება პირველადი დილერების ინსტიტუტი, რაც ნიშნავს, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველად აუქციონზე მონაწილე ბანკებს ექნებათ ვალდებულება ხელი შეუწყონ მეორადი ბაზრის ლიკვიდურობას ბაზრის ყველა მონაწილისათვის.
5	საპენსიო რეფორმის განხორციელება, ერთი მხრივ, გაზარდოს სოციალურ უსაფრთხოებას, და ამავე დროს, ხელს შეუწყობს ეკონომიკურ ზრდას, რადგან გაიზრდება მოთხოვნა გრძელვადიან ინსტრუმენტებზე, რაც განაპირობებს ლარის გრძელვადიანი რესურსის ზრდას.
სავალუტო რისკების ადეკვატური გადანაწილება	
6	იმისათვის რომ მსესხებელი დაცული იყოს სავალუტო რისკებისაგან, განხორციელდა საკანონმდებლო ცვლილება, რომლის შედეგად მცირე ზომის სესხები (100 ათას ლარამდე 2017 წლის 17 იანვრიდან, ხოლო 200 ათას ლარამდე 2019 წლიდან) გაიცემა მხოლოდ ეროვნული ვალუტით.
7	მთავრობამ, ეროვნულ ბანკთან ერთად, განახორციელა ერთჯერადი სესხების გალარების პროგრამა, რომლის მიხედვითაც ხელი შეეწყო 2015 წლის 1 იანვრამდე გაცემული სესხების გალარებას. ეს წარმოადგენდა ერთჯერად სოციალურ ღონისძიებას იმ მსესხებლებისათვის, ვინც ყველაზე მეტად დაზარალდა გაცვლითი კურსის გაუფასურებით.
8	საერთაშორისო სავალუტო ფონდის რეკომენდაციის შესაბამისად, ეროვნული ბანკი მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტების მეშვეობით უზრუნველყოფს სავალუტო რისკისგან დაუცველ (არაპეჯირებულ) მსესხებლებზე უცხოურ ვალუტაში სესხების შემთხვევაში ადეკვატური ბუფერების არსებობას.
ლარით ფასდადება	
9	საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ ორგანულ კანონში განხორციელდა ცვლილება, რომლის მიხედვითაც, 2017 წლის პირველი ივლისიდან იურიდიული პირებისათვის ნებისმიერი საქონლის ან მომსახურების ფასის გამოქვეყნება სავალდებულო არის მხოლოდ ლარით.
10	მთავრობისა და ეროვნული ბანკის ხელშეწყობით, კომერციულ ბანკებში დაინერგება უძრავი ქონების ყიდვა-გაყიდვის დაცული მომსახურება (ე.წ. "escrow" მომსახურება), რომელიც მიზნად ისახავს უძრავი ქონების ყიდვა-გაყიდვისას საფასურის გადახდისა და ქონების დასაკუთრებასთან დაკავშირებული რისკების აცილებასა და ხარჯების შემცირებას როგორც გამყიდველისთვის ასევე მყიდველისთვის. აღნიშნული მომსახურება განხორციელდება საჯარო რეესტრთან თანამშრომლობით და მომხმარებლისთვის იქნება ნებაყოფლობითი. ეს სერვისი დამატებითი სტიმული იქნება უძრავი ქონების ლარით ანგარიშსწორებისათვის.

საქართველოსათვის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ამოცანას სამთავრობო ანგარიშის დოლარიზაციის შემცირებაც წარმოადგენს, რადგანაც საგარეო ვალდებულებები სახელმწიფო ვალის დაფინანსების ძირითადი წყაროა. ამ მხრივ მნიშვნელოვანია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება. მაღალლიკვიდური ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ასევე ხელს შეუწყობს კერძო ფასიანი ქაღალდების განვითარებასაც. 2009 წლიდან საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ ფასიანი ქაღალდების გამოშვება დაიწყო. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია რეგულარულად ხორციელდება და ვადიანობა ნახევრიდან 10-წლამდე არის განსაზღვრული. ლარის ბაზრის განვითარებისათვის საჭიროა ფასიანი ქაღალდების ემისიის გაზრდა, რაც ასევე ბიუჯეტის დეფიციტის საშინაო ვალდებულებებით დაფინანსებას გაზრდის.

ლარიზაციის განხორციელებაში განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს ეროვნული ბანკის მიმართ სანდოობის მაღალი დონე. ამ მიზნით ეროვნული ბანკი ბოლო წლების განმავლობაში აუმჯობესებს საზოგადოებასთან კომუნიკაციის სხვადასხვა არხებს. ეროვნულმა ბანკმა გაზარდა მედია საშუალებების ჩართულობა მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციაში. ეროვნული ბანკის საქმიანობისა და ამოცანების შესახებ საზოგადოებრივი ცნობადობის გასაზრდელად ტარდება შეხვედრები ანალიტიკოსებთან, სტუდენტებთან და ფინანსური სექტორის წარმომადგენლებთან. ასევე, მოსახლეობის ფინანსური განათლების ამაღლებით ერთ-ერთი ეროვნული ბანკი აქტიურად არის ჩართული

სხვადასხვა საგანმანათლებლო ვიდეოებისა და რეპორტების გამოცემაში.

საბოლოოდ, საქართველოში არსებული მაკროეკონომიკური ვითარებიდან გამომდინარე შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ დე-დოლარიზაციის მნიშვნელოვანი წინაპირობა არსებობს. ბოლო წლების განმავლობაში ინფლაციის სტაბილურობა თანდათანობით გაზრდის ნდობას ეროვნული ვალუტის მიმართ. ასევე, ხელისშემწყობი ფაქტორია მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის არსებობა, რაც ორმხრივი სავალუტო რისკების გამო უცხოური ვალუტის დეპოზიტებსა და სესხებს ნაკლებად მიმზიდველს ხდის. როგორც საერთაშორისო გამოცდილების ანალიზი ცხადყოფს, პირველ ეტაპზე დოლარიზაციის შესამცირებლად აუცილებელია სწორედ მაკროეკონომიკური სტაბილურობის არსებობა. აქედან გამომდინარე, ამ ეტაპზე შესაძლებელი იყო დამატებითი ინსტრუმენტების ამოქმედება. შესაბამისად, ეროვნულმა ბანკმა საქართველოს მთავრობასთან ერთად დაიწყო ლარიზაციის ხელშემწყობი ახალი ღონისძიებების განხორციელება. ლარიზაციის პროცესი უკვე აისახა საბანკო მაჩვენებლებზე. 2017 წლის დასაწყისიდან სესხების დოლარიზაციის მაჩვენებელი 8.5 პროცენტული პუნქტით, ხოლო დეპოზიტების დოლარიზაციის მაჩვენებელი 9.1 პროცენტული პუნქტით შემცირდა. ამასთანავე, უნდა აღინიშნოს, რომ დე-დოლარიზაცია ხანგრძლივი პროცესია და თანმიმდევრული ღონისძიებების განხორციელების შედეგად მისი დონე თანდათანობით შემცირდება.





## ბიბლიოგრაფია

1. Balino, T., Bennet, A. and Borensztein, E. (1999). Monetary Policy in Dollarized Economies. International Monetary Fund Occasional Paper
2. Castillo, B, Vega, V, Serrano E. and Burga, C. (2016). De-dollarization of Credit in Peru: the Role of Unconventional Monetary Policy Tools. Central Reserve Bank of Peru
3. Catão, L. and Terrones, M. (2016). Financial De-Dollarization: A Global Perspective and the Peruvian Experience. International Monetary Fund Working Paper WP/16/97
4. Chailloux, A. Ohnsorge, F. and Vavra, A. (2010). Euroisation in Serbia. European Bank of Reconstruction and Development Working Paper No. 120
5. Galindo, A. and Leiderman, L. (2005). Living with Dollarization and the Route to Dedollarization. Inter-American Development Bank Working Paper #526
6. Ebrill, L., Chopra, A., Christofides, C., Mylonas, P., Otker, I., and Schwartz, G. (1994). Poland The Path to a Market Economy. International Monetary Fund Occasional Paper
7. Hardy, D. and Pazarbasioglu, C. (2006). De-dollarization the Hard Way. Financial Dollarization—The Policy Agenda, Procyclicality of Financial Systems in Asia, pp. 273-308
8. Horton. M.; Samiei, H.; Epstein. N and Kevin R. (2015). Exchange Rate Developments and Policies in the Caucasus and Central Asia. International Monetary Fund
9. Ize, A., and E. L. Yeyati (1998). Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications. IMF Working Paper, WP/98/28
10. Ize, A., and E. L. Yeyati (2003). Financial Dollarization. Journal of International Economics, Vol. 59, pp. 323–347
11. Ize, A., and E. L. Yeyati (2005). Financial Dollarization: Is It for Real? IMF Working Paper WP/05/187
12. Kokenyne, A.; Ley, J.,; and Veyrune, R. (2010). Dedollarization. International Monetary Fund Working Paper
13. Martin, S. (2015). Monetary Policy Analysis in Serbia. Journal of Central Banking Theory and Practice, vol. 3, pp. 147-180
14. Mecagni, M.; Corrales, S.; Dridi, J.; Garcia-Verdu, R.; Imam, P.; Matz, J.; Macario, C.; Maino, R.; Mu, Y.; Moheput, A.; Narita, F.; Pani, M.; Rosales, M.; Weber, S.; and Yehoue E. (2015). Dollarization in Sub-Saharan Africa. International Monetary Fund
15. Mercedes Garcia-Escribano, (2010). Peru: Drivers to De-dollarization; International Monetary Fund Working Paper
16. Memorandum on the strategy of Dinarisation of the Serbian Financial System. National Bank of Serbia, Government of the Republic of Serbia.
17. Naceur, S, Hosny, A., and Hadjian, G. (2015). How to De-Dollarize Financial Systems in the Caucasus and Central Asia?. International Monetary Fund Working Paper
18. Offenbacher, E. and Stein, R. (2003). Dollarisation and Indexation in Israel’s Inflation and Disinflation: ‘There’s more than one way to skin a cat’. Comparative Economic Studies, 2003, 45, (278–305)
19. Otker-Robe, I, Vavra, D. and team of economists (2007). Moving to Greater Exchange Rate Flexibility Operational Aspects Based on Lessons From Detailed Country Experiences. International Monetary Fund
20. Reinhart, C., R. Rogoff, and M. Savastano, (2003). Addicted to Dollars. NBER Working Paper No. 10015 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
21. Savastano, M., (1996). Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues. IMF Working Paper 96/4 (Washington: International Monetary Fund).
22. Smearman, J., Aracena, R. (2015). Peru: The De-Dollarization Push. Institute of International Finance Windischbauer. U. (2016). Strengthening the Role of Local Currencies in EU candidate and Potential Candidate Countries. European Central Bank Occasional Paper Series, No 170
23. Yeyati, E. L. (2006). Financial Dollarization: Evaluating the Consequences. Economic Policy, Vol. 21, No. 45, pp. 61-118
24. Otker-Robe, and Vavra, . (2007). Exchange Rate Flexibility Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences. International Monetary Fund Occasional Paper
24. Sahay, R. and Vegh, C. (1995). Dollarization in transition economies: Evidence and policy implications. IMF Working Paper, WP/95/96

