

ეკონომიკა და საბუნკო საქმე

2017. ტომი 5, N1



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

ԵՅՏԵՐԵԹՅՈՒՆ ԵՄ

ՏՆԹՆԵՅՏ

ՏՆԿԹԵ

2017. ԵՐԵՎԱՆ 5, N1



სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი
„ეკონომიკა და საბანკო საქმე“

მთავარი რედაქტორი:

გიორგი ბაქრაძე

სარედაქციო კოლეგია:

კობა გვენეტაძე

არჩილ მესტვირიშვილი

მურთაზ კიკორია

ლაშა ჯუღელი

მერაბ კაკულია

ვლადიმერ შაპავა

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

თეონა კონტრიძე

ფინანსური ჯგუფების გადამხედველობა
და რეგულირება..... 5

ალექსანდრე ერგეშიძე, ნათო კაბულაშვილი

კაპიტალის დამატებითი ბუფერის მოთხოვნა
სისტემური ბანკებისთვის 21

აკაკი ლიქოკელი

კოტენციური ზრდის შეფასება
საქართველოს ეკონომიკისთვის 31

თამარ მდივნიშვილი

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის
მექანიზმი საქართველოში:
ფინანსური გახსნილობის და
ფინანსური განვითარების მაჩვენებლები 53

შალვა მხატრიშვილი

დე-დოლარიზაცია: რატომ? 71

საქართველოს ეკონომიკის მოზაიკა 85

ინფორმაცია ავტორებისთვის 97



ფინანსური ჯგუფების გეგმავლობა და რეგულირება

შესავალი

ინდუსტრიის სასიცოცხლო ციკლის მოდელის მიხედვით (Hill, C & Jones, G 2008), ტრადიციული საბანკო საქმიანობის პირობებში ეფექტიანობის მიღწევასა და კონკურენციის ზრდასთან ერთად რთულდება მაღალი ამონაგების მიღება. შესაბამისად, ხშირია შემთხვევები, როდესაც ბანკის აქციონერები მოგების მაქსიმიზაციას საქმიანობის სხვადასხვა სექტორებში დივერსიფიკაციის გზით ცდილობენ. აღნიშნული ზრდის საბანკო და არასაბანკო სექტორების ურთიერთკავშირებს. თავის მხრივ, მსგავსი კავშირები გარკვეული გამოწვევების წინაშე აყენებს რეგულირებადი სუბიექტების ზედამხედველებს. ფინანსური სექტორის განვითარების შედეგად წარმოქმნილი ახალი გამოწვევების საპასუხოდ, იცვლება საგადასხედველო პოლიტიკა და საბანკო ზედამხედველობის კუთხით არსებული მიდგომები.

მოცემულ სტატიაში თავდაპირველად გაანალიზებულია ის რისკები, რომლებიც რეგულირებადი და არარეგულირებადი სუბიექტებისაგან შედგენილ ფინანსურ ჯგუფებს/კონგლომერატებს ახასიათებთ. ასევე, მიმოხილულია ჯგუფების ზედამხედველობასთან დაკავშირებული ძირითადი გამოწვევები. შემდგომ, აღწერილია ფინანსური ჯგუფის ზედამხედველობის მიდგომები და მათ ზედამხედველობასთან დაკავშირებული გამოწვევების საპასუხოდ სხვადასხვა ქვეყნის მიერ შემუშავებული საგადასხედველო ჩარჩო და გამოცდილება. დასკვნის სახით წარმოდგენილია შეჯამება ფინანსური ჯგუფების ზედამხედველობის ეფექტიანი ჩარჩოს შესახებ.

ფინანსური ჯგუფის რისკები და გეგმავლობის გამომწვევები

ფინანსური ჯგუფი ან კონგლომერატი წარმოადგენს საერთო კონტროლს დაქვემდებარებულ ეკონომიკური აგენტების ჯგუფს, რომლებიც ფინანსური სექტორის გარდა სხვა სექტორშიც საქმიანობენ და ამავე დროს ფინანსური სექტორის წარმომადგენელი ამ ჯგუფის მნიშვნელოვანი ნაწილია.

ერთი მხრივ, ფინანსურ ჯგუფებს მნიშვნელოვანი წვლილი შეაქვთ ეკონომიკის განვითარებასა და ეფექტიანობის ამაღლებაში. მეორე მხრივ, რეგულირებული და არარეგულირებული ინსტიტუტებისაგან შექმნილმა შერეულმა ფინანსურმა ჯგუფებმა შეიძლება შექმნან მნიშვნელოვანი ფინანსური რისკები და ამ მხრივ გამოწვევების წინაშე დააყენონ რეგულირებადი სუბიექტების ზედამხედველი, რომელიც ფინანსურ სტაბილურობაზე ზრუნავს. ფინანსური სტაბილურობის რისკები განსაკუთრებით იზრდება კონცენტრირებული საბანკო სექტორის შემთხვევაში მცირე ქვეყნებში (იხ. ისრაელის მაგალითი ფინანსური ჯგუფების ზედამხედველობასთან დაკავშირებული საერთაშორისო პრაქტიკის მიმოხილვის ნაწილში).

ტორონტოს ცენტრის ნაშრომის (Toronto Leadership Centre, 2016) მიხედვით, მსხვილი კონგლომერატი საბანკო ზედამხედველობას აყენებს სამი მნიშვნელოვანი გამოწვევის წინაშე: მთავარ გამოწვევას ბანკთან აფილირებული კომპანიებისა და ჯგუფებისგან მომავალი რისკების, მათ შორის გარესაბალანსო პოზიციებიდან/პირობითი ვალდებულებებიდან



გამოწვეული რისკების, არასათანადოდ შეფასება ან შეუმჩნეველობა წარმოადგენს. მეორე გამოწვევა ჯგუფის სტრუქტურის კომპლექსურობას უკავშირდება. მესამე გამოწვევა ჯგუფების სისტემური მნიშვნელობაა. ფინანსური ჯგუფები, ხშირ შემთხვევაში, მათი სიდიდის გამო გავლენიანები არიან. ასეთი ჯგუფის უკან მდგომი ფიზიკური პირები, როგორც წესი, ქვეყნების პოლიტიკურ და სოციალურ ეკონომიკურ ცხოვრებაში გავლენიან პირებს წარმოადგენენ. აღნიშნული ტენდენცია განსაკუთრებით შეიმჩნევა ისეთ ჯგუფებში, რომლებიც ფინანსურთან ერთად კომერციულ-ინდუსტრიულ სფეროში არიან ჩართული და ე.წ. შერეული ფინანსური საქმიანობის ჯგუფებს წარმოადგენენ.

გასათვალისწინებელია, რომ ისეთ ფინანსურ ჯგუფებს, რომლებშიც კომერციულ ბანკთან ერთად სხვა რეალური სექტორის წარმომადგენლებიც არიან, ტრადიციული საბანკო სექტორისათვის დამახასიათებელი ფინანსური რისკების გარდა, დამატებით ახასიათებს შემდეგი რისკები:

- **გამჭვირვალობის რისკი** – ფართო ჯგუფთან ასოცირებამ შესაძლოა სტანდარტული საზედამხებველო ინდიკატორები არასწორად წარმოაჩინოს, მაგალითად, გაზვიადებულად შეფასდეს ჯგუფის მოგება ან/და კაპიტალი, ხოლო შემცირებულად ჯგუფის წმინდა რისკები. კაპიტალის ადეკვატურობის შეფასებისას გასათვალისწინებელია, მაგალითად:

- კაპიტალის მრავალჯერადი გამოყენება – ერთი და იმავე კაპიტალის ინსტრუმენტების ჯგუფის წევრი საწარმოების საზედამხებველო კაპიტალში ერთზე მეტჯერ ჩართვა.
- ჯგუფის წევრებს შორის ჯვარედინი დაფინანსების პირობებში კაპიტალის არასწორად/გადაჭარბებულად წარმოჩენა – ამის მაგალითი შეიძლება იყოს ბანკის მიერ ჯგუფის რომელიმე წევრზე გაცემული სესხი, რომელიც, თავის მხრივ, კაპიტალის ინსტრუმენტად ბრუნდება ბანკში.
- რისკი, რომ ბანკმა ვერ შეძლოს ჯგუფში შემავალ პირებს შორის ტრანზაქციის ან ტრანზაქციათა ერთობლიობის პოტენციური გავლენის სწორად შეფასება თავის კაპიტალის ადეკვატურობის მაჩვენებლებზე.

- **„გადადების“ რისკი**¹ – პრობლემები, რომელიც შეიძლება შეექმნას („გადაედოს“) ბანკს რომელიმე რეგულირებული ან არარეგულირებული ჯგუფის წევრის ან მათი დაკავშირებული მხარისგან, მათ შორის აფილირებული, ტრასტის ან სხვა საწარმოებისგან. აღნიშნული გულისხმობს ბანკზე როგორც ფინანსური სირთულეების, ასევე რეპუტაციული და სამართლებრივი რისკების გადადებას.

- **ავტონომიის რისკი** – ბანკის სამეთვალყურეო საბჭო და მენეჯმენტი, შესაძლოა შედგებოდეს ფიზიკური პირებისაგან, რომლებიც ასევე წარმოდგენილი არიან ჯგუფის სათავო საწარმოს ან ჯგუფის სხვა წევრ ორგანიზაციებში. შედეგად, აღნიშნული პირების დამოუკიდებლობა და მათი ფიდელიტარული ვალდებულებები², ასევე მათი მომხმარებლებისა და მინორიტარი აქციონერების ინტერესების დაცვის ვალდებულება ინტერესთა კონფლიქტის შემცველი ხდება, მათ შორის მოგების, ფასწარმოქმნისა და ხარჯების ეფექტიანობის მიღწევის სტიმულების არსებობის გამო.

- **არბიტრაჟის რისკი** – წარმოიქმნება სხვადასხვა სექტორების (საბანკო, ფასიანი ქაღალდების, სადაზღვევო, კომერციული და ინდუსტრიული) მარეგულირებელი წესების არაერთგვაროვნებისა და არაშედარებითობის გამო. აღნიშნული ტრანზაქციების განხორციელებას შესაძლებელს ხდის ისეთი გზებით, რომლითაც ჯგუფის წევრები იმსუბუქებენ ან თავიდან ირიდებენ რეგულაციებისა და საზედამხებველო კუთხით განსაზღვრული მოთხოვნებისა და შეზღუდვების შესრულებას.

- **ინტერესთა კონფლიქტის რისკები** – ხშირ შემთხვევებში, ბანკების ინტერესები შეიძლება არ ემთხვეოდეს ჯგუფის სხვა წევრი კომპანიების ინტერესებს. მაგალითად, ბანკი ჰოლდინგური კომპანიის მიერ შესაძლოა, განიცდიდეს წნეხს დივიდენდის განაწილებასთან დაკავშირებით, მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნული ქმედება ზრდის ბანკისა და დეპოზიტარების ინტერესების დაზარალების რისკებს. ინტერესთა კონფლიქტთან დაკავშირებული რისკები თავს იჩენს არა მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როდესაც ერთი და იმავე მენეჯმენტის წევრები ჯგუფის სხვადასხვა საწარმოში არიან წარმოდგენილი (იხ. ავტონომიის რისკი),

¹ ე.წ. Contagion risk

² ფიდელიტარული ვალდებულებები წარმოიშობა მას შემდეგ, რაც პირი არჩეული იქნება ან დაინიშნება ბანკის მმართველობის ან აღმასრულებელ ორგანოში გარკვეული საქმიანობის შესასრულებლად. საქართველოში მოქმედი კანონმდებლობის მიხედვით, კომპანიის (მათ შორის ბანკის) ხელმძღვანელი პირები ვალდებული არიან საქმეს გაუძღვნენ კეთილსინდისიერად, კერძოდ, ზრუნავდნენ ისე, როგორც ზრუნავს ანალოგიურ თანამდებობაზე და ანალოგიურ პირობებში მყოფი ჩვეულებრივი, სალად მოაზროვნე პირი, და მოქმედებდნენ იმ რწმენით, რომ მათი ეს მოქმედება ყველაზე ხელსაყრელია კომპანიისთვის (ბანკისთვის) (საქართველოს ბანკების ასოციაცია, 2009, კორპორაციული მართვის კოდექსი კომერციული ბანკებისათვის).

არამედ მაშინაც, როდესაც ბანკის მენეჯმენტისა და საბჭოს წევრებს არ გააჩნიათ სათანადო დამოუკიდებლობა ჰოლდინგის დონეზე მიღებულ გადაწყვეტილებებზე შემოქმედების კუთხით.

• **ეფექტური რეზოლუციის გართულების რისკი** – კომპლექსური ჯგუფის სტრუქტურა, მათ შორის შიდაჯგუფური ტრანზაქციები, კრიზისულ პერიოდში, დამატებით ბარიერებს უქმნის, როგორც ბანკის მიერ შემუშავებული გაჯანსაღების გეგმის ამოქმედებას, ასევე ზედამხედველის მიერ ბანკის ეფექტური რეზოლუციის განხორციელებას.

ფინანსური ჯგუფების კომპლექსურობისა და ზემოაღნიშნული სხვა ფაქტორების გამო, მათი რისკების შეფასების პროცესი მოითხოვს მულტიდისციპლინებულ უნარებსა და რესურსებს. შესაბამისად, რთულდება ასეთი ჯგუფის შემადგენლობაში მყოფი ბანკის ზედამხედველობა. საზედამხედველო პროცესის ეფექტიანად წარმართვისას შესაბამისი უნარებისა და რესურსების არსებობასთან ერთად, იზრდება საზედამხედველო ორგანოსა და ზედამხედველის დამოუკიდებლობის მნიშვნელობა. დამოუკიდებელმა ზედამხედველმა საზედამხედველო პროცესში და გადაწყვეტილებების მიღებისას უნდა შეძლოს ფინანსური ჯგუფების ზემოთ განხილული გავლენებისა და პოლიტიკური წნეხის დაძლევა.

ფინანსური ჯგუფის ზედამხედველობასთან დაკავშირებული მიდგომები

საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტის ძირითადი პრინციპების თანახმად (BCBS, 2012), საბანკო ზედამხედველობის მთავარ ამოცანას ბანკისა და საბანკო სისტემის ჯანსაღი და უსაფრთხო ფუნქციონირება უნდა წარმოადგენდეს. მოცემული ამოცანის შესრულების მიზნით, აუცილებელია კომერციული ბანკის ფინანსური ჯგუფის წევრობით გამოწვეული ზემოთ ჩამოთვლილი რისკების ბანკსა და საბანკო სისტემაზე ზეგავლენის შეფასება და შესაბამისი საზედამხედველო ღონისძიებების განხორციელება. აღნიშნულისათვის საზედამხედველო ორგანოს უნდა გააჩნდეს შესაბამისი უფლებამოსილება. საზედამხედველო უფლებამოსილება საშუალებას უნდა იძლეოდეს საზედამხედველო ინსტრუმენტები გავრცელდეს იმ რისკებზე საპასუხოდ, რომლებიც გამოწვეულია როგორც ინდივიდუალური ბანკის, ასევე ბანკის მიერ განხორციელებული ინვესტიციებიდან, აფილირებული ფინანსური ჯგუფიდან და მასთან დაკავშირებული

საწარმოებიდან. შესაბამისად, საერთაშორისო პრაქტიკით, საზედამხედველო ორგანოები კომერციული ბანკების ზედამხედველობას ინდივიდუალურ დონესთან ერთად კონსოლიდირებულ და ფინანსური ჯგუფის დონეზეც ახორციელებენ.

კონსოლიდირებული ზედამხედველობა

კონსოლიდირებულ ზედამხედველობა გულისხმობს საზედამხედველო მოთხოვნების დაწესებას ბანკსა და მის ჯგუფში შემავალ საწარმოებზე ერთობლივად. კონსოლიდირებული ზედამხედველობის ფარგლებში მოთხოვნების განსაზღვრისათვის აუცილებელია:

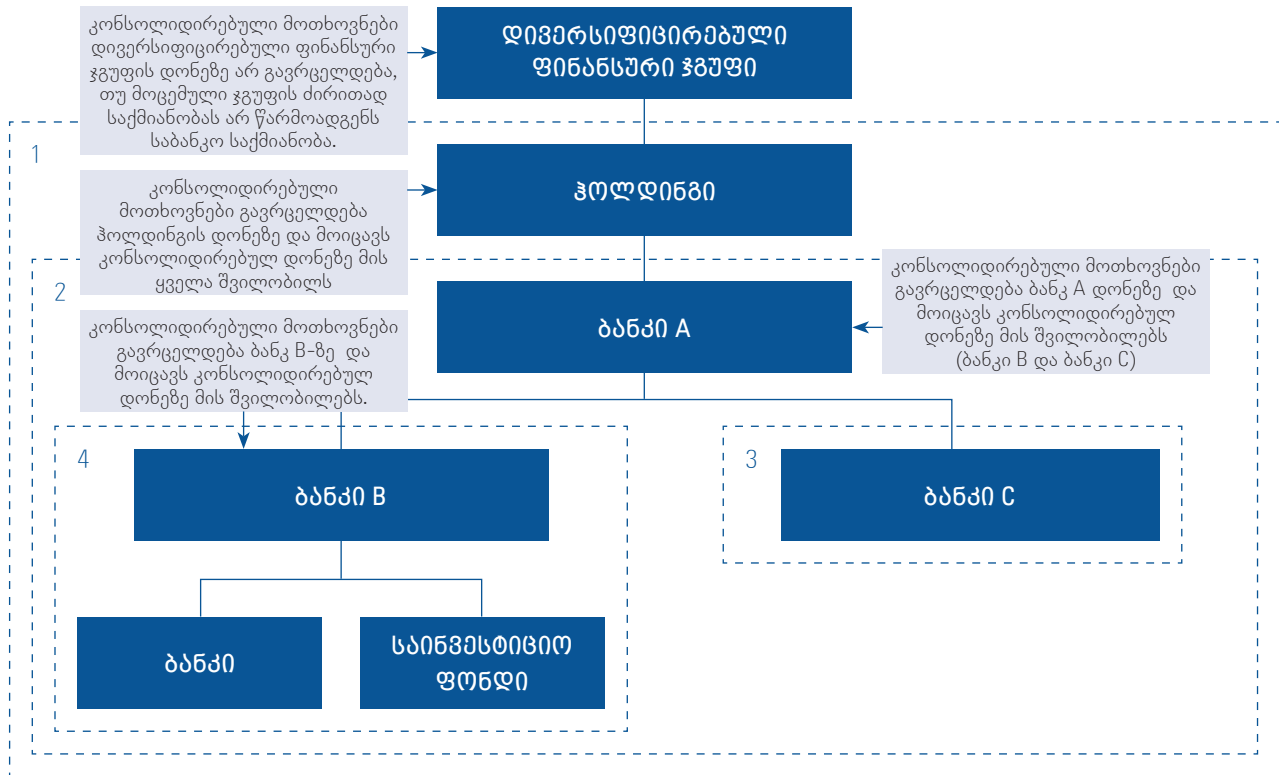
- საბანკო ჯგუფის განსაზღვრა – საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტის განმარტებით (BCBS, 2012), საბანკო ჯგუფი იურიდიული პირებისაგან შემდგარი ჯგუფია, რომელიც მოიცავს კომერციულ ბანკს, მის სათავეო საწარმოს, მათ შვილობილ, ასოცირებულ და ერთობლივ საწარმოებს, როგორც ქვეყნის შიგნით, ისე მის ფარგლებს გარეთ.
- საბანკო ჯგუფის ძირითად საქმიანობას წარმოადგენდეს საბანკო საქმიანობა. ჯგუფის ძირითადი საქმიანობა საბანკო საქმიანობად მიიჩნევა, თუ ჯგუფის აქტივების 50 პროცენტს ან მეტს საბანკო აქტივები შეადგენს, ან/და ჯგუფი შემოსავლების 50 პროცენტს ან მეტს იღებს საბანკო საქმიანობიდან.

კონსოლიდირებული საზედამხედველო მოთხოვნები ეფუძნება კონსოლიდირებულ ფინანსურ ანგარიშგებასა და აღნიშნულის საფუძველზე გამოთვლილ რიცხვებს, რომელიც შესაძლოა, მოიცავდეს ბანკის სათავეო საწარმოსა და მის ყველა შვილობილ, ასოცირებულ ან ერთობლივ საწარმოს. როგორც წესი, ზედამხედველები კონსოლიდირებულ დონეზე აწესებენ კაპიტალის ადეკვატურობასთან, ლიკვიდობასთან, დაკავშირებული მხარეების ტრანზაქციებთან და მსხვილ რისკებთან დაკავშირებულ მოთხოვნებსა და ლიმიტებს. აღსანიშნავია, რომ კონსოლიდირებული მოთხოვნების დაწესებისას გაითვალისწინება ჯგუფში შემავალი კომპანიების საქმიანობა. კონსოლიდირებულ დონეზე სხვადასხვა მოთხოვნის დაწესებისას შესაძლოა, იცვლებოდეს ჯგუფების შემადგენლობა. მაგალითად, კაპიტალის ადეკვატურობის მოთხოვნა კონსოლიდირებულ დონეზე წესდება მხოლოდ ფინანსურ საქმიანობაში ჩართული ორგანიზაციებისათვის, გარდა სადაზღვევო ორგანიზაციისა (იხ.



ილუსტრაცია N1.

კონსოლიდირებულ დონეზე კაპიტალის ადეკვატურობის მოთხოვნების ჩარჩოს დაქვემდებარებული სუბიექტები



წყარო: BCBS

ილუსტრაცია N1). ამასთან, ზედამხედველს აქვს უფლებამოსილება გარკვეული მოთხოვნები გაავრცელოს არაფინანსურ საქმიანობაში ჩართული ჯგუფის წევრების მიმართ.

აღსანიშნავია, რომ კონსოლიდირებული ზედამხედველობა საფინანსო სისტემაში, საბანკო სექტორის გარდა, გამოიყენება სადაზღვევო ორგანიზაციებისა და საინვესტიციო ფირმებისათვისაც.

**ფინანსური კონგლომერატის
ზედამხედველობა**

ფინანსური კონგლომერატების ზედამხედველობა გულისხმობს ზედამხედველობის გავრცელებას ისეთ ჯგუფებზე, რომლებიც სხვადასხვა (არაჰომოგენურ) ფინანსურ სექტორში საქმიანობენ. აღნიშნულის ძირითად მიზანს წარმოადგენს ზედამხედველობისა და რეგულირების გავრცელებით იმ საკითხების დაფარვა, რომელსაც სათანადოდ არ

მოიცავს სექტორული წესები და რომლებიც ზრდიან ფინანსური სტაბილურობისა და სხვა დაკავშირებულ რისკებს (იხ. ფინანსური ჯგუფის რისკები და ზედამხედველობის გამოწვევების ნაწილი).

ფინანსური კონგლომერატების ზედამხედველობის ძირითადი პრინციპების განსაზღვრის მიზნით, საერთო ფორუმმა³ 1999 წელს შეიმუშავა და 2012 წელს განაახლა ფინანსური კონგლომერატების ზედამხედველობის პრინციპები (იხ. დანართი 2). ამასთან, ევროკავშირის მასშტაბით მოქმედებს დირექტივა ფინანსური კონგლომერატების დამატებითი ზედამხედველობის შესახებ, რომლის მიხედვითაც ბანკის, სადაზღვევო ორგანიზაციის ან საინვესტიციო ფირმის ერთ ჯგუფში ყოფნის შემთხვევაში აუცილებელია კონგლომერატის დონეზე დამატებითი პრუდენციული მოთხოვნების, მათ შორის კაპიტალის ადეკვატურობასთან, რისკის კონცენტრაციასთან, შიდა ჯგუფურ ტრანზაქციებსა და კორპორაციულ მართვასთან დაკავშირებული მოთხოვნების, განსაზღვრა.

³ Joint Forum - დაარსდა 1996 წელს საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტის, სადაზღვევო ზედამხედველობის საერთაშორისო ასოციაციისა და ფსიანი ქალაქების კომისიის საერთაშორისო ორგანიზაციის მიერ საბანკო, სადაზღვევო და ფსიანი ქალაქებთან დაკავშირებული საერთო საკითხების, მათ შორის ფინანსური კონგლომერატების ზედამხედველობის საკითხის, გადაწყვეტის მიზნით.

აღსანიშნავია, რომ ფინანსური კონგლომერატების ზედამხედველობის წესები არ ანაცვლებს ცალკეული ინსტიტუტისა თუ სექტორისათვის განსაზღვრულ მოთხოვნებს. ამასთან ფინანსური ჯგუფის დონეზე ზედამხედველობა უფრო ფართო ცნებაა, ვიდრე კონსოლიდირებული ზედამხედველობა და ცდება კონსოლიდირებულ ანგარიშგებაზე დაყრდნობით პრუდენციული ლიმიტების დაწესების მოთხოვნებს. აღნიშნული, სხვა საკითხებთან ერთად, მოიაზრებს მთლიანი ჯგუფის სიძლიერის შეფასებას ყველა იმ რისკის გათვალისწინებით, რამაც შესაძლოა გავლენა იქონიოს ბანკზე, მიუხედავად იმისა აღნიშნული რისკები ბანკის მიერ არის გამოწვეული, თუ ჯგუფის წევრი სხვა ორგანიზაციის მიერ.

ფინანსური ჯგუფების ზედამხედველობასთან დაკავშირებული საქართველოს პრაქტიკის მიმოხილვა

საინტერესოა სხვადასხვა ქვეყნის პრაქტიკა და გამოცდილება ფინანსური ჯგუფის ზედამხედველობისა და არარეგულირებადი წევრებიდან გამოწვეული ნეგატიური გავლენის შემცირების მიზნით გამოყენებულ მიდგომებთან დაკავშირებით. ამ კუთხით, აღსანიშნავია, რომ პრაქტიკაში გამოიყენება როგორც შემოღობვის (ე.წ. ring-fencing) მიდგომა, რაც საბანკო ჯგუფის მიერ, მათ შორის ბანკის მშობელი საწარმოს მიერ, არასაფინანსო კომპანიებში ინვესტიციების აკრძალვას გულისხმობს, ასევე, საზედამხედველო უფლებამოსილების მთლიანი ჯგუფის დონეზე გავრცელების მიდგომა. ამასთან, ეფექტიანი ზედამხედველობის განხორციელების მიზნით, ჯგუფის სტრუქტურის ცვლილების მოთხოვნა ტრადიციულ და პრაქტიკაში მრავალჯერ გამოცდილ საზედამხედველო ინსტრუმენტს წარმოადგენს. აღნიშნულ ინსტრუმენტთან შედარებით ახალ მიდგომას ჯგუფის დონეზე საზედამხედველო უფლებამოსილების გავრცელება წარმოადგენს.

ევროკავშირი

ევროკავშირის წევრ ქვეყნებში კაპიტალის ადეკვატურობასთან, ლიკვიდობასთან, დაკავშირებული მხარეების ტრანზაქციებთან, მსხვილ რისკებთან

დაკავშირებული მოთხოვნებისა და ლიმიტების დაწესება სავალდებულოა კონსოლიდირებულ დონეზე. განსაზღვრულია ფინანსური კონგლომერატების დამატებითი ზედამხედველობის წესებიც. აღნიშნულ მოთხოვნებს შესაბამისი ღირებულებები აწესრიგებს. ამასთან, ეფექტიანი ზედამხედველობის განხორციელების მიზნით, ევროკავშირის ქვეყნების საზედამხედველო ორგანოები არ არიან შეზღუდული დააწესონ უფრო მკაცრი წესები ან ჰქონდეთ ფართო დისკრეციული უფლებამოსილება მოთხოვნების დაწესებაზე. შესაბამისად, ჯგუფის დონეზე ეფექტიანი ზედამხედველობის განხორციელების, მიზნებისათვის სხვადასხვა ქვეყანას შემუშავებული აქვთ საკუთარი ჩარჩო.

დიდი ბრიტანეთი

დიდ ბრიტანეთში ფინანსური მომსახურების აქტში 2012 წელს განხორციელებული ცვლილებებით, გაიზარდა საბანკო ზედამხედველობის ორგანოს (PRA – Prudential Regulation Authority) უფლებამოსილება, რითაც PRA-ს საშუალება მიეცა ბანკის კვალიფიციური სათავო საწარმოს ან კვალიფიციური ავტორიზებული პირის მიმართ დააწესოს გარკვეული მოთხოვნები და შეზღუდვები. აღნიშნული სამ ძირითად მიმართულებას⁴ მოიცავს:

- ინსტრუქციის განსაზღვრის უფლებამოსილება;
- ინფორმაციის მიწოდებაზე მოთხოვნათა წესების განსაზღვრის უფლებამოსილება;
- ინსტრუქციის ან ინფორმაციის მიღების მოთხოვნის შეუსრულებლობაზე დისციპლინური ჯარიმის დაკისრების უფლებამოსილება.

კვალიფიციური სათავო საწარმო ან კვალიფიციური ავტორიზებული პირი შეიძლება იყოს დიდ ბრიტანეთში დაარსებული პირი ან პირი, რომელიც საქმიანობის უდიდეს ნაწილს ახორციელებს ბრიტანეთის ტერიტორიაზე. აღნიშნული შეიძლება წარმოდგენილი იყოს სადაზღვევო ჰოლდინგური კომპანიის, ფინანსური ჰოლდინგური კომპანიის ან/და შერეული ფინანსური ჰოლდინგური კომპანიის (მათ შორის, კონგლომერატი) სახით. თავისი უფლებამოსილების განსახორციელებლად, როგორც წესი, ასეთ სათავო საწარმოდ PRA საბო-

⁴ a power of direction (1), a rule-making power for information gathering (2), a supporting disciplinary power to fine or censure for breaches of a direction or information rule (3)



ლოო მესაკუთრე რგოლს განსაზღვრავს. თუმცა პრაქტიკაში შეიძლება იყოს შემთხვევები, როდესაც ასეთ საწარმოდ მიიჩნევა ის საწარმო, რომელზეც შესაძლებელია ეფექტიანი ზედამხედველობის და დაწესებული მოთხოვნების აღსრულება.

PRA-ს მიერ დისკრეციული უფლებამოსილება დააწესოს მოთხოვნები სათავო საწარმოზე მის მიერ განსაზღვრულ შემთხვევებში. ასეთი შემთხვევები შეიძლება მოიცავდეს და არ შემოიფარგლებოდეს შემდეგით: არასაკმარისი ხარისხის ან რაოდენობის კაპიტალის ან ლიკვიდური აქტივების არსებობა ინდივიდუალურ ან კონსოლიდირებულ დონეზე; შიდა ჯგუფური ტრანზაქციები, რომლებიც არ შეესაბამება PRA-ს მოლოდინებს; ჯგუფის დონეზე შემუშავებული გაჯანსაღების გეგმა, რომელიც არ აკმაყოფილებს PRA-ს სტანდარტებს; PRA-სთვის მიუღებელი ჯგუფის დონეზე არსებული ანაზღაურების პრაქტიკა; მშობელი საწარმოს საინვესტიციო გადაწყვეტილება, რომელიც PRA-ს შეფასებით გაართულებს კონსოლიდირებულ ან ჯგუფის დონეზე ზედამხედველობას; კომპლექსური ან რთული ჯგუფის სტრუქტურა, რომელიც ხელს უშლის PRA-ს შეფასოს რისკები; არასაკმარისი გამჭვირვალობა; PRA-ის მიერ განსაზღვრული შემთხვევები, როდესაც არარეგულირებადი საწარმოებიდან მომავალი რისკები ხელს უშლის რეგულირებადი სუბიექტების ან მთლიანი ჯგუფის ფინანსურ სტაბილურობას; ჯგუფის რისკების მართვისა და კონტროლის სისტემები, რომლებიც არ შეესაბამება PRA-ს მოთხოვნებს; შემთხვევები, როდესაც ჯგუფის დონეზე კორპორაციულ მართვასთან, მათ შორის დირექტორატის წევრებთან, დაკავშირებული მოთხოვნები არ აკმაყოფილებს საერთაშორისოდ მიღებულ და PRA-ს სტანდარტებს; შემთხვევები, როდესაც გაჯანსაღებისა და რეზოლუციის სცენარები ზრდის გადასახდელების გადამხდელთა თანხების გამოყენების ალბათობას.

ზემოთ ჩამოთვლილ შემთხვევებში PRA-ს დისკრეციულად შეუძლია განახორციელოს ქმედებები, რომლებიც შესაძლოა მოიცავდეს და არ შემოიფარგლებოდეს შემდეგით: გარკვეული მოთხოვნის დაწესება კონსოლიდირებულ დონეზე; კორპორაციულ ან რისკების მართვასთან დაკავშირებული სისტემების გაუმჯობესების მოთხოვნა კონსოლიდირებული ზედამხედველობის ეფექ-

ტიანად გაუმჯობესების მიზნით; დივიდენდების ან კაპიტალის სხვა ინსტრუმენტების გადახდების შეჩერება ჯგუფში; რისკებზე საპასუხოდ გარკვეული სახსრების ან აქტივების გადატანის მოთხოვნა; ჯგუფის სტრუქტურის ცვლილება ზედამხედველობის გამარტივების მიზნით; ჯგუფის დონეზე ინვესტიციის განხორციელების შეზღუდვა ან ლიმიტების დაწესება; კაპიტალის ზრდის მოთხოვნა; სათავო საწარმოს ადმინისტრატორების გადაყენება, თუ ისინი არ შეესაბამებიან PRA-ს დადგენილ შესაფერისობის კრიტერიუმებს; ვალდებულებების ჩამოწერის ან კაპიტალში კონვერტაციის მოთხოვნები.

მნიშვნელოვანია, რომ ფინანსური ზედამხედველობის აქტში შეტანილი ზემოთ აღნიშნული ცვლილებები დადებითად შეაფასა საერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის ერთობლივმა საფინანსო სექტორის შეფასების პროგრამის (FSAP) მისიამ. შეფასების დოკუმენტის თანახმად, 2012 წელს ფინანსური მომსახურების აქტში შეტანილმა ცვლილებებმა გამოასწორა საზედამხედველო უფლებამოსილების კუთხით არსებული სისუსტეები, რადგან საზედამხედველო ორგანოებს ჰოლდინგური კომპანიების ზედამხედველობის კუთხით, მიეცათ ახალი უფლებამოსილებები.

შვეიცარია

საფინანსო სექტორის შეფასების პროგრამის (FSAP) ფარგლებში, საერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის ერთობლივმა მისიამ 2014 წელს შეაფასა შვეიცარიის საზედამხედველო მიდგომები. შეფასების დოკუმენტის თანახმად, მიუხედავად FINMA⁵-ს მიერ დანერგილი მაღალი ხარისხის კონსოლიდირებული ზედამხედველობისა, აღნიშნულ ჩარჩოს ესაჭიროება იურიდიული გამტკიცება. შვეიცარიაში მოქმედი ზედამხედველობის იურიდიული ჩარჩო არ მოიცავს ბანკის ან კონგლომერატის ჯგუფის მფლობელი ჰოლდინგური კომპანიის დონეზე ზედამხედველობის განხორციელების უფლებამოსილებას. მისიის რეკომენდაციის მიხედვით, აუცილებელია კანონმდებლობის გაუმჯობესება, იმგვარად რომ მუდმივი და დროებითი ღონისძიებების აღსრულება შესაძლებელი იყოს FINMA-ს მიერ დაწესებული ჰოლდინგური კომპანიების დონეზე.

⁵ Swiss Financial Market Supervisory Authority - შვეიცარიის ფინანსური ბაზრების ზედამხედველობის სააგენტო

ამერიკის შეერთებული შტატები

აშშ-ს საზედამხედველო ორგანოს შემუშავებული აქვს საბანკო ჰოლდინგური კომპანიების აქტი, რომელიც განსაზღვრავს ჰოლდინგური კომპანიებისათვის ნებადართულ არასაბანკო საქმიანობებს. საბანკო ჰოლდინგური კომპანია გულისხმობს ნებისმიერ კომპანიას (მათ შორის ბანკს), რომელსაც პირდაპირი ან არაპირდაპირი კონტროლი აქვს ბანკზე. ბანკის ჰოლდინგური კომპანიას ან მის შვილობილ საწარმოებს ეკრძალებათ ნებისმიერი სახის პირდაპირი ან არაპირდაპირი წილის, ხმის უფლების მქონე ფასიანი ქაღალდების ან აქტივების ფლობა ნებისმიერ საწარმოში, გარდა საბანკო საქმიანობასთან, ან ისეთ საქმიანობასთან დაკავშირებულ საწარმოში, რომელიც განუყოფელია საბანკო საქმიანობისგან ან წარმოადგენს საბანკო საქმიანობის დამხმარე საქმიანობას.

სამხრეთ კორეა

სამხრეთ კორეაში კომერციულ ბანკებს შეზღუდული აქვთ არასაფინანსო კომპანიებში ინვესტიციების განხორციელება. კერძოდ, ბანკებს ეკრძალებათ არასაფინანსო კომპანიის აქციების 15%-ზე მეტი წილის ქონა. არასაფინანსო ინვესტიციების აკრძალვა, ასევე, მოქმედებს ბანკის აქციონერებისა და მათთან დაკავშირებულ პირებისთვისაც. კერძოდ, ბანკის აქციონერებს ან მათთან დაკავშირებულ პირებს ესაჭიროებათ ზედამხედველის თანხმობა, იმ შემთხვევაში, თუ მათი არაფინანსური ინვესტიცია აჭარბებს 4%-ს. აღნიშნული შეზღუდვების შესაბამისად, სამხრეთ კორეაში გავრცელებულ უმსხვილესი კონგლომერატების ე.წ. „ჩაეობლების“ ჯგუფში, გადადებისა და სხვა რისკების არსებობის გამო, აკრძალულია კომერციული ბანკების ყოფნა.

ისრაელი

ისრაელში 2013 წელს ინიცირებული „კონკურენციის ხელშეწყობისა და კონცენტრაციის შემცირების შესახებ კანონის“ მეშვეობით მნიშვნელოვნად იცვლება კომერციული ბანკების მფლობელობის სტრუქტურა. აღნიშნული კანონი შეიცავს მატერიალური ფინანსური და არაფინანსური კორპორაციების გამიჯვნის მოთხოვნას. ორგანიზაციებმა, რომლებიც კანონის მიღებამდე ფლობდნენ

მატერიალურ წილებს არაფინანსურ და ფინანსურ კორპორაციებში, კანონმდებლობის მოთხოვნები უნდა შეასრულონ 4-დან 6 წლამდე გარდამავალ პერიოდში, რომელიმე სექტორის წილების გაყიდვის გზით. კერძოდ, 2019 წლამდე აუცილებელია დაკმაყოფილდეს შემდეგი პირობები:

- მატერიალურ არასაფინანსო (რეალურ) კორპორაციას არ უნდა ჰქონდეთ ნებისმიერი მატერიალური ფინანსური ორგანიზაციის 10%-ზე მეტი;
- მატერიალური არასაფინანსო (რეალურ) კორპორაციის 5%-ზე მეტი წილის მფლობელს ეკრძალება ნებისმიერი მატერიალურ ფინანსურ ორგანიზაციაში მაკონტროლებელი წილის ქონა.
- მატერიალური ფინანსური ორგანიზაცია – გულისხმობს საინვესტიციო, საბანკო და სხვა ფინანსური მომსახურების განმახორციელებელ იურიდიულ პირებს, რომლებთა აქტივები არანაკლებ 40 მილიარდი შეკელია.
- მატერიალური არასაფინანსო (რეალური) კორპორაცია – გულისხმობს მშენებლობის, კვების ინდუსტრიის და სხვა რეალურ სექტორის წარმომადგენლებს, რომელთა მთლიანი გაყიდვების ბრუნვა წელიწადში არანაკლებ 6 მილიარდ შეკელს შეადგენს (მონოპოლისტური საქმიანობის შემთხვევაში არანაკლებ 2 მილიარდს).

ზემოაღნიშნული მოთხოვნების ეტაპობრივი შესრულება უკვე დაწყებულია. ისრაელის უდიდესი ბანკის მაკონტროლებელი წილის მფლობელმა არისონ ჰოლდინგსმა, რომელიც აგრეთვე ჩართულია წყლის, მარილის, უძრავი ქონების და სხვა კომერციულ ბიზნესში, 2015 წელს ბანკში წილი 20%-მდე შეამცირა. 2016 წელს ასევე გამოქვეყნდა ინფორმაცია, რომ ჯგუფის მიერ დარჩენილი წილის არანაკლებ ნახევრამდე შემცირებაზე წყაროს თანახმად, ჯგუფი მოლაპარაკებას აშშ-ს საინვესტიციო ფონდთან მართავს და აღნიშნული მოლაპარაკები შესაძლოა ბანკში დარჩენილი წილის მთლიანი გაყიდვით დასრულდეს.

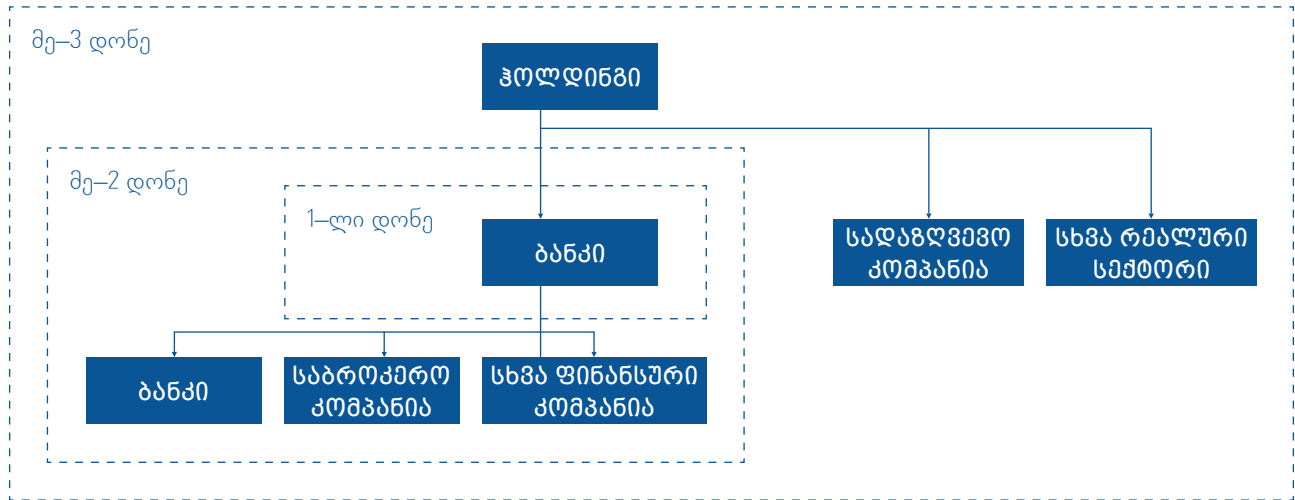
ავსტრალია

ავსტრალიის საზედამხედველო ორგანოს (APRA) შემუშავებული აქვს ე.წ. სამდონიანი ზედამხედვე-



ილუსტრაცია N2.

APRA-ს 3 დონიანი საზედამხედველო ჩარჩოს მიდგომა



წყარო: APRA

ლობის მიდგომა (იხ. ილუსტრაცია N2). 1-ლი დონე გულისხმობს ინსტიტუტის (ბანკი, სადაზღვევო ან სხვა რეგულირებადი სუბიექტი) ინდივიდუალურ დონეზე რეგულირებასა და ზედამხედველობას, მე-2 დონე ერთ ინდუსტრიაში ჩართული ჯგუფის რეგულირებასა და ზედამხედველობას, ხოლო მე-3 დონე რამდენიმე ინდუსტრიაში წარმოდგენილი კონგლომერატის რეგულირებასა და ზედამხედველობას. აღნიშნული რეგულირება და ზედამხედველობა დაფუძნებულია სამ ძირითად პრინციპზე:

- გამჭვირვალე საინფორმაციო გარემო – გულისხმობს ზედამხედველისა და სამეთვალყურეო საბჭოსთვის ყველა ინფორმაციის გაზიარებას, მათ შორის ყველა მატერიალური რეგულირებადი თუ არარეგულირებადი საწარმოებისა და მატერიალური შიდა ჯგუფური ტრანზაქციების საკითხების გამჟღავნებას;
 - ჯანსაღი რისკების მართვის გარემო – გულისხმობს რისკების დაბალანსებული მართვის მოთხოვნებს, მათ შორის მატერიალური არარეგულირებადი საწარმოებისათვის;
 - კაპიტალის მოთხოვნები – აღნიშნული მოთხოვნა მე-3 დონისთვის სავალდებულო ხდება იმ შემთხვევაში, თუ: ჯგუფი დიდია; ზედამხედველის შეფასებით, კაპიტალი არასაკმარისია; ჯგუფი მოიცავს არარეგულირებად საწარმოებს, მატერიალურ და ფიქტიურ შიდა ჯგუფურ ტრანზაქციებს.

აღნიშნული პრინციპების გათვალისწინებით, APRA ეფექტიანი ზედამხედველობის განხორციელების მიზნით, იყენებს შემდეგ სამ მიდგომას:

- სამეთვალყურეო საბჭოს გაძლიერება – APRA თანამშრომლობს სამეთვალყურეო საბჭოსთან, რომელიც, თავის მხრივ, მე-3 დონის კონგლომერატების შემთხვევაში განსაზღვრავს ჯგუფის კაპიტალისა და რისკების მართვის გეგმებს, მენეჯმენტის მოტივაციებისა და წახალისების სისტემებს.
- პრაგმატული სიმარტივე – გულისხმობს მე-3 დონის კონგლომერატების იდენტიფიცირებას და კაპიტალის მოთხოვნის განსაზღვრას. კაპიტალის მოთხოვნის დაწესებისას ნაკლები კაპიტალი გაითვალისწინება ჯგუფის მიერ სხვადასხვა სექტორში საქმიანობის დივერსიფიკაციისა და რისკების მართვის შემთხვევაში, ხოლო მეტი კაპიტალი მოითხოვება, კონცენტრირებული რისკების მართვის, გადადების რისკების, ფიქტიური შიდა ჯგუფური ტრანზაქციებისა და ჯგუფის კომპლექსურობის შემთხვევაში.
- მოქნილი, პროაქტიული ზედამხედველობა – გულისხმობს 1-ლი და მე-2 დონის მსგავსი ზედამხედველობის გავრცელების უფლებამოსილებას მე-3 დონის საწარმოებისათვის. მოცემული მიდგომა გულისხმობს დისკრეციული უფლებამოსილებების გამოყენებას, აქცენტი გადატანილია მთლიან

ჯგუფზე, რომლის დონეზე ზედამხედველის მიერ დაწესებულ მოთხოვნებთან შესაბამისობა აუცილებელია, თუმცა არასაკმარისია რისკების მიტიგაციისა და ეფექტიანი ზედამხედველობის მიზნებისათვის.

APRA-ს დაკვირვების მიხედვით:

- კომპლექსური სტრუქტურების ზედამხედველობისათვის აუცილებელი არ არის კომპლექსური წესების შემუშავება;
- საზედამხედველო ორგანოს უნდა ჰქონდეს ჯგუფის დონეზე ჰოლდინგური კომპანიების რეგულირების შესაძლებლობა;
- მნიშვნელოვანია სამეთვალყურეო საბჭოს გაძლიერება;
- გამჭვირვალე საინფორმაციო გარემო და რისკების მართვა არანაკლებ მნიშვნელოვანია, ვიდრე კაპიტალი;
- საზედამხედველო რეჟიმის პროაქტიულობა კრიტიკულად მნიშვნელოვანია.

დასკვნა

საერთაშორისო პრინციპებისა და სხვადასხვა ქვეყნის გამოცდილების განხილვის შედეგად, შეიძლება დავასკვნათ, რომ საზედამხედველო ორგანოს დაკისრებული ფუნქციებისა და მისი მთავარი მანდატის – ბანკისა და საბანკო სისტემის უსაფრთხო და ჯანსაღი ფუნქციონირების ხელშეწყობა – შესასრულებლად, ესაჭიროებათ ფინანსურ ჯგუფების ზე-

დამხედველობასთან დაკავშირებული შესაბამისი უფლებამოსილებები. ამასთან, კომპლექსური ფინანსური ჯგუფების ზედამხედველობისა და რეგულირებისათვის შეიძლება ჰალდანის (Haldane A. 2012) ცნობილი პრინციპის გამოყენება, რომლის მიხედვითაც კომპლექსურ ფინანსურ რისკებზე საპასუხოდ აუცილებელი არ არის ასეთივე კომპლექსური საზედამხედველო მიდგომების შემუშავება და უფრო მიზანშეწონილი მარტივი მიდგომების გამოყენებაა.

Modern finance is complex, perhaps too complex. Regulation of modern finance is complex, almost certainly too complex. That configuration spells trouble. As you do not fight fire with fire, you do not fight complexity with complexity. Because complexity generates uncertainty, not risk, it requires a regulatory response grounded in simplicity, not complexity. (Haldane, A, 2012, The dog and the frisbee, Speech, Jackson Hole, Wyoming)

საზედამხედველო ორგანოს დისკრეციულად უნდა შეეძლოს როგორც მოქმედი მოთხოვნებისა და შეზღუდვების გავრცელება, ისე ახალი მოთხოვნებისა და შეზღუდვების დაწესება ფინანსური ჯგუფის დონეზე, რაც საუკეთესო შემთხვევაში, ჯგუფის სათავო ჰოლდინგზე წვდომას გულისხმობს. თავის მხრივ, ჯგუფის დონეზე მოთხოვნების დაწესება, გულისხმობს არა არარეგულირებად სუბიექტებზე ზედამხედველობის განხორციელების დაწყებას, არამედ ასეთი არარეგულირებადი საწარმოებიდან მომავალი რისკების ბანკზე გეგავლენის შეფასებას და მათი მიტიგაციის მიზნით, შესაბამისი ნაბიჯების განხორციელებას.

გამოყენებული ლიტერატურა

- Hill, C & Jones, G, 2008, External Analysis: The Identification of Opportunities and Threats, Strategic Management: An Integrated Approach, Houghton Mifflin Co, Boston, MA.
- Toronto Leadership Centre, 2016, Toronto Centre Supervisory Guidance Series, Group-Wide Consolidated Supervision in Bank and Financial Groups, <<https://res.torontocentre.org/guidedocs/Group-Wide%20Consolidated%20Supervision%20in%20Bank%20and%20Financial%20Groups%20FINAL.pdf>>
- საქართველოს ბანკების ასოციაცია, 2009, კორპორაციული მართვის კოდექსი კომერციული ბანკებისათვის, <www.abg.org.ge/docs/cg-code-for-banks-final-geo.doc>
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), 2012, Core Principles for Effective Banking Supervision <<http://www.bis.org/publ/bcbs230.pdf>>
- BCBS, Joint Forum, 2012, Principles for the supervision of financial conglomerates, <<http://www.bis.org/publ/joint29.pdf>>



- Directive 2002/87/EC of the European Parliament and of the Council of 16 December 2002 on the supplementary supervision of credit institutions, insurance undertakings and investment firms in a financial conglomerate and amending Council Directives 73/239/EEC, 79/267/EEC, 92/49/EEC, 92/96/EEC, 93/6/EEC and 93/22/EEC, and Directives 98/78/EC and 2000/12/EC of the European Parliament and of the Council <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:02002L0087-20130717>>
- PRA, 2013, Statement of Policy, The power of direction over qualifying parent undertakings, <<http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/prapowerdirection.pdf>>
- IMF, 2016, Country Report No. 16/166, United Kingdom: Financial Sector Assessment Program–Basel Core Principles for Effective Banking Supervision–Detailed Assessment Report, <<http://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=43977.0>>
- UK Financial Services and Markets Act 2000, <<http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2000/8/pdfs/ukpga-20000008-en.pdf>>
- IMF, 2014, Country Report No. 14/264, Switzerland: Detailed Assessment of Compliance–Basel Core Principles for Effective Banking Supervision, <<https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=41880.0>>
- Board of Governors of the Federal Reserve System, Division of Banking Supervision and Regulation, last updated 2016, Bank Holding Company Supervision Manual <<https://www.federalreserve.gov/boarddocs/supmanual/bhc/bhc.pdf>>
- Board of Governors of the Federal Reserve System, Bank holding companies and change in bank control (regulation Y), <<https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=4b75a79ee2e9cd38a9cc46ba4bcd7187&mc=true&node=pt12.3.225&rgn=div5>>
- Banking Act, South Korea, last amended in 2013, <<http://www.fsc.go.kr/downManager?bbsid=BBS0086&no=106380>>
- IMF, 2014, Country Report No. 14/310, Republic of Korea: Financial Sector Assessment Program–Detailed Assessment of Compliance on the Basel Core Principles for Effective Banking Supervision, <<https://www.imf.org/external/pubs/cat/longres.aspx?sk=42390.0>>
- Israel Government Decision 5772 no. 706 p. 1084, 2013, The Law for Promotion of Competition and Reduction of Concentration, <<http://www.antitrust.gov.il/eng/subject/215.aspx>>
- APRA, 2010, The Australian Approach to Conglomerate Supervision <<http://ec.europa.eu/internal-market/financial-conglomerates/docs/conference20100607/littrel-en.pdf>>
- Bloomberg.com, 2015, Billionaire Arison Mulls Stake Sale in Israel Bank Hapoalim <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-20/arison-considers-selling-stake-in-israel-s-bank-hapoalim>>
- Bank of Israel, 2013, Annual Report – Developments in the Banking System, <<http://www.boi.org.il/en/NewsAndPublications/RegularPublications/Banking%20SupervisioS/BankingSystemAnnualReport/Skira2013/CHAP%201-2013.pdf>>
- themarker.com, 2016, Arison negotiating to sell half of its holdings in Hapoalim to a US fund <<http://www.themarker.com/markets/1.2951805>>
- Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012, <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:02013R0575-20150118>>
- Regulation (EU) No 575/2013 of the European Parliament and of the Council of 26 June 2013 on prudential requirements for credit institutions and investment firms and amending Regulation (EU) No 648/2012, <<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex:02013R0575-20150118>>
- BCBS, 2006, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, <<http://www.bis.org/publ/bcbs128.pdf>>
- Haldane, A, 2012, The dog and the frisbee, Speech, Jackson Hole, Wyoming, <<http://www.bis.org/review/r120905a.pdf>>

დანართი 1. საბანკო ჯგუფის რეგულირებასთან დაკავშირებული ზედამხედველობის ძირითადი პრინციპები საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტის მიხედვით

მისათვის რომ საზედამხედველო ორგანოებმა შეძლონ ზედამხედველობის მთავარი მანდატის (ბანკისა და საბანკო სექტორის უსაფრთხო და ჯანსაღი ფუნქციონირების ხელშეწყობა) შესრულება აუცილებელია, მათ გააჩნდეთ შესაბამისი უფლებამოსილებები. საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტს შემუშავებული აქვს საბანკო ზედამხედველობის ძირითადი პრინციპები (BCBS, 2012), რომელიც 29 პრინციპისგან შედგება. აღსანიშნავია, რომ მათში გათვალისწინებულია საბანკო ჯგუფის დონეზე ზედამხედველობასთან დაკავშირებული საკითხებიც. ქვემოთ ჩამოთვლილია აღნიშნულ საკითხთან დაკავშირებული პრინციპების ჩანაწერები.

პრინციპი 1. პასუხისმგებლობა, მიზნები და უფლებამოსილება

- ზედამხედველის უფლებამოსილება პრუდენციული ლიმიტების ბანკისა და საბანკო ჯგუფებზე დაწესებაზე უზრუნველყოფილი უნდა იყოს კანონმდებლობით. ზედამხედველს უნდა შეეძლოს აღნიშნული პრუდენციული მოთხოვნების ზრდა ბანკისა და საბანკო ჯგუფის რისკის პროფილისა და სისტემური მნიშვნელობის გათვალისწინებით.
- ზედამხედველს უნდა ჰქონდეს შეუზღუდავი წვდომა ბანკისა და საბანკო ჯგუფთან დაკავშირებულ ყველა ინფორმაციაზე, მათ შორის ბანკისა და მისი სათავო ორგანიზაციის სამეთვალყურეო საბჭოსა და მენეჯმენტის ჩანაწერებზე. საზედამხედველო ორგანოს უნდა შეეძლოს საბანკო ჯგუფის საქმიანობების შემოწმება როგორც ქვეყნის შიგნით, ისე მის ფარგლებს გარეთ. ბანკის მშობელი კომპანიისა და მშობელ კომპანიებთან აფილირებული საწარმოების ბანკისა და საბანკო ჯგუფის უსაფრთხო და ჯანსაღ ფუნქციონირებაზე ზეგავლენის შესაფასებლად, ზედამხედველს უნდა ჰქონდეს წვდომა ბანკის სათავო ორგანიზაციისა და მასთან აფილირებული ყველა კომპანიის საქმიანობებზე.

პრინციპი 2. დამოუკიდებლობა, ანგარიშვალდებულება, რესურსები და ზედამხედველობის სამართლებრივი დაცვა

- ზედამხედველს უნდა ჰქონდეს სრული დისკრეტია განახორციელოს ნებისმიერი საზედამხედველო ქმედება ბანკისა და საბანკო ჯგუფის მიმართ.
- ზედამხედველობის ფუნქციის მქონე თანამშრომლებისათვის უზრუნველყოფილი უნდა იყოს სათანადო ბიუჯეტი კვალიფიკაციის ასამაღლებლად, ბანკისა და საბანკო ჯგუფის რისკების შეფასებისათვის.

პრინციპი 7. ინვესტიციები

- ზედამხედველი უნდა იცნობდეს იმ რისკებს, რომლებიც გამოწვეულია ჯგუფის არასაბანკო ორგანიზაციებიდან და ჰქონდეს უფლებამოსილება განახორციელოს საზედამხედველო ქმედებები აღნიშნული რისკების მიტიგაციის მიზნებისათვის.

პრინციპი 11. სანქციებისა და მაკორექტირებელი ღონისძიებების გატარების უფლებამოსილება

- ზედამხედველს უნდა ჰქონდეს უფლებამოსილება განახორციელოს მაკორექტირებელი საზედამხედველო ქმედებები, მათ შორის ბანკის მისი სათავო საწარმოს, შვილობილების ან სხვა აფილირებული და დაკავშირებული მხარეებისგან შემოღობვის გზით, იმ შემთხვევებში როდესაც საფრთხე ექმნება ბანკის ან საბანკო ჯგუფის უსაფრთხო და სტაბილურ ფუნქციონირებას.

პრინციპი 12. კონსოლიდირებული ზედამხედველობა

- ზედამხედველი უნდა იცნობდეს ბანკისა და საბანკო ჯგუფის სტრუქტურას, ერკვეოდეს ყველა ძირითად საქმიანობაში (მათ შორის არასაბანკო საქმიანობებში), რომლებსაც ახორციელებენ ჯგუფის წევრი ორგანიზაციები, მათ შორის როგორც ქვეყნის შიგნით, ასევე მის საზღვრებს გარეთ. ზედამხედველმა უნდა მიიღოს სათანადო ზომები, ჯგუფის რისკების შესამცირებლად, მათ შორის გადადებისა და რეპუტაციული რისკების შემთხვევებში, როდესაც შესაძლოა საფ-



როზე შეექმნას ბანკისა და საბანკო სისტემის უსაფრთხო ფუნქციონირებას.

- ზედამხედველი უნდა აწესებდეს პრუდენციულ ლიმიტებს, აგროვებდეს და აანალიზებდეს ფინანსურ და სხვა ინფორმაციას საბანკო ჯგუფის კონსოლიდირებულ დონეზე. აღნიშნული უნდა ვრცელდებოდეს კაპიტალის ადეკვატურობის, ლიკვიდობის, მსხვილი სესხების, დაკავშირებულ მხარეებზე გაცემულ რისკის პოზიციების ლიმიტების შემთხვევებში და ჯგუფის სტრუქტურასთან დაკავშირებულ მოთხოვნებზე.
- ზედამხედველმა უნდა დააწესოს ლიმიტები კონსოლიდირებულად ჯგუფის დონეზე განსახორციელებელ საქმიანობებზე, იმ შემთხვევებში, თუ:
 - აღნიშნული იწვევს ბანკისა და საბანკო ჯგუფის მიერ ჭარბი რისკების აღებას ან აღებული რისკები არასათანადოდ იმართება;
 - ჯგუფის წევრი სხვა ზედამხედველის მიერ განხორციელებული ზედამხედველობა არასაკმარისად არის შეფასებული;
 - საქმიანობა აფერხებს კონსოლიდირებულ დონეზე ეფექტიანი ზედამხედველობის განხორციელებას.

პრინციპი 14. კორპორაციული მართვა

- ზედამხედველი უნდა აწესებდეს კორპორაციულ მართვასთან დაკავშირებულ მოთხოვნებს, მათ შორის სათავო ორგანიზაციის სამეთვალყურეო საბჭოს შემადგენლობაზე.
- ზედამხედველი უნდა აფასებდეს რამდენად ერკვევა ბანკის სამეთვალყურეო საბჭო და მენეჯმენტი ბანკისა და მთლიანი ჯგუფის რისკებში, მათ შორის ისეთ რისკებში, რომლებმაც შესაძლოა გაზარდოს გამჭვირვალობის რისკები.

პრინციპი 28. გამჟღავნება და გამჭვირვალობა

- ზედამხედველი უნდა განსაზღვრავდეს ინდივიდუალური ბანკის და კონსოლიდირებულ დონეზე საბანკო ჯგუფის მიერ გამოსაქვეყნებელი ინფორმაციის მოთხოვნებს. ზედამხედველს კანონმდებლობა საშუალებას უნდა აძლევდეს მოსთხოვოს ბანკს ჯგუფის სტრუქტურასთან დაკავშირებული ყველა მატერიალური ინფორმაციის გამჟღავნება.

დანართი 2. ფინანსური კონგლომერატის გადამხედველობის პრინციპები საერთო ფორუმის მიხედვით

საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტის, სადაზღვევო ზედამხედველობის საერთაშორისო ასოციაციისა და ფასიანი ქაღალდების კომისიის საერთაშორისო ორგანიზაციის მიერ შემდგარმა საერთო ფორუმმა 2012 წელს განაახლა ფინანსური კონგლომერატის ზედამხედველობის პრინციპები (Joint Forum, 2012). დოკუმენტის მიხედვით, ფინანსური კონგლომერატი განმარტებულია, როგორც საერთო კონტროლს ან მნიშვნელოვან გავლენას დაქვემდებარებული კომპანიების ჯგუფი, რომლებიც საბანკო, სადაზღვევო ან ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სექტორებიდან მინიმუმ ორ რეგულირებად ფინანსურ სექტორში საქმიანობენ. დოკუმენტის ძირითადი პრინციპები მოიცავს შემდეგს:

პრინციპი 1. ფინანსური კონგლომერატის ზედამხედველობის სამართლებრივი ჩარჩო ზედამხედველს უნდა უზრუნველყოფდეს ჯგუფის დონეზე ყოვლისმომცველი ზედამხედველობისათვის საჭირო უფლებამოსილებით.

პრინციპი 2. ფინანსური კონგლომერატის ზედამხედველობის სამართლებრივი ჩარჩო ზედამხედველებს ეფექტური და ეფექტიანი თანამშრომლობის, კოორდინაციისა და ინფორმაციის გაზიარების უფლებამოსილებით უნდა უზრუნველყოფდეს.

პრინციპი 3. ფინანსური კონგლომერატის ზედამხედველობის სამართლებრივი ჩარჩო, ზედამხედველის პასუხისმგებლობასა და ანგარიშვალდებულების სისტემის განსაზღვრასთან ერთად, უნდა უზრუნველყოფდეს ზედამხედველის საოპერაციო დამოუკიდებლობას.

პრინციპი 4. ფინანსური კონგლომერატის ზედამხედველები ადეკვატურად უნდა იყვნენ აღჭურვილი საჭირო რესურსებით, ისე რომ საფრთხე არ ემუქრებოდეს ზედამხედველის დამოუკიდებლობას.

პრინციპი 5. ჯგუფის დონეზე ეფექტიანი და ყოვლისმომცველი ზედამხედველობის განხორციელების მიზნით, ზედამხედველებმა უნდა უზრუნველყონ მკაფიო წესების, როლებისა და პასუხისმგებლობების განსაზღვრა-გადანა-

წილება. აღნიშნული მათ შორის უნდა მოიცავდეს ჯგუფის დონეზე ზედამხედველის იდენტიფიკაციისა და მასთან თანამშრობლობის პროცესებს.

პრინციპი 6. ინფორმაციის ეფექტიანი გაზიარების, თანამშრობლობისა და კოორდინაციის მიზნით, ზედამხედველებმა უნდა უზრუნველყონ შესაბამისი როლებისა და პასუხისმგებლობების სისტემის ჩამოყალიბება.

პრინციპი 7. ზედამხედველებმა უნდა დანერგონ და შეინარჩუნონ ყოვლისმომცველი ჩარჩო, რომელიც განსაზღვრავს ფინანსური კონგლომერატების რისკზე ორიენტირებული ზედამხედველობის მინიმალურ პროდენციულ სტანდარტებს.

პრინციპი 8. სხვადასხვა საზედამხედველო ღონისძიების განხორციელების მეშვეობით ზედამხედველები მუდმივად უნდა იცნობდნენ და ერკვეოდნენ ფინანსური კონგლომერატების საქმიანობაში.

პრინციპი 9. საჭიროების შემთხვევაში, ზედამხედველებმა უნდა გამოიყენონ საზედამხედველო ინსტრუმენტები, იმისათვის რომ ფინანსური კონგლომერატი შეესაბამებოდეს დაწესებულ პროდენციულ მოთხოვნებს.

პრინციპი 10. ზედამხედველი უნდა დარწმუნდეს, რომ ფინანსურ კონგლომერატებს ჯგუფის დონეზე დანერგილი აქვთ ყოვლისმომცველი და მათთვის შესაფერისი კორპორაციული მართვის ჩარჩო, რომელიც მათ შორის მოიცავს არარეგულირებად კომპანიებსაც.

პრინციპი 11. ზედამხედველი უნდა დარწმუნდეს, რომ კონგლომერატს აქვს გამჭვირვალე ორგანიზაციული და მართვის სტრუქტურა, რომელიც შესაბამისობაშია ჯგუფის მთლიან სტრატეგიასა და რისკის პროფილთან, კარგად ესმის კონგლომერატის სათავო საწარმოს სამეთვალყურეო საბჭოსა და უმაღლეს მენეჯმენტს.

პრინციპი 12. ზედამხედველი უნდა დარწმუნდეს, რომ ფინანსური კონგლომერატის სხვადასხ-





ვა კომპანიის დონეზე კონტროლის ფუნქციების მექანიზმების დანერგვა, უმაღლეს მენეჯმენტს და სხვა მატერიალური გავლენის მექანიზმებს საკუთარი ფუნქცია-მოვალეობების შესასრულებლად და დამოუკიდებლად გადაწყვეტილების მისაღებად გააჩნიათ საკმარისი კომპეტენცია, გამოცდილება და კვალიფიკაცია.

პრინციპი 13. ზედამხედველმა ფინანსური კონგლომერატის სათავო საწარმოს სამეთვალყურეო საბჭოს უნდა მოთხოვოს ფინანსური კონგლომერატის დონეზე სტრატეგიის, რისკის აპეტიტის განსაზღვრა და დამტკიცება. ასევე, დამტკიცებული სტრატეგიის შესრულების მონიტორინგი როგორც რეგულირებად, ასევე არარეგულირებად საწარმოებში.

პრინციპი 14. ზედამხედველებმა ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა დაუწესონ რისკის პროფილთან შესაბამისი ანაზღაურების სისტემის განსაზღვრის მოთხოვნები. ანაზღაურების პოლიტიკა უნდა ითვალისწინებდეს ორგანიზაციის ყველა მატერიალურ რისკს მათი თანამშრომლების საქმიანობით გამოწვეული რისკების ჩათვლით.

პრინციპი 15. ზედამხედველმა ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა მოთხოვოს:

- ჯგუფის დონეზე კაპიტალის ადეკვატური დონისა და საკმარისი ბუფერის შენარჩუნება, რომელმაც უნდა უზრუნველყოს ჯგუფის რისკების შთანთქმა.
- კაპიტალის მართვის პოლიტიკის შემუშავება, რომელიც სამეთვალყურეო საბჭოს მხრიდან დაეჭვმდებარება მუდმივ გადახედვას. აღნიშნული პოლიტიკა უნდა მოიცავდეს კაპიტალის დაგეგმვის პროცესებს, რომლებიც უზრუნველყოფს ჯგუფის დონეზე კაპიტალის ადეკვატურობის მოთხოვნასთან შესაბამისობას.
- ჯგუფის დონეზე რისკის პროფილის შეფასება კაპიტალის მართვის პროცესებში.

პრინციპი 16. ზედამხედველებმა ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა მოთხოვონ კაპიტალის ადეკვატურობის შეფასებამ მოიცვას ჯგუფის დონეზე არსებული რისკები, არარეგულირებადი კომპანიების მიერ გამოწვეული რისკების ჩათვლით. აღნიშნული შეფასება ასევე უნდა ითვალისწინებდეს ჯგუფის წევრ კომპანიებში მესამე მხარის მიერ მინორიტარული წილის მფლობელობის საკითხებს.

პრინციპი 17. ზედამხედველებმა კაპიტალის ადეკვატურობის შეფასებისა და გაანგარიშებისას ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა მოთხოვონ ერთი და იმავე კაპიტალის მრავალჯერადი ჩართვის გამორიცხვის გათვალისწინება.

პრინციპი 18. ზედამხედველებმა კაპიტალის ადეკვატურობის შეფასებისა და გაანგარიშებისას ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა მოთხოვონ ჭარბი ლევერიჯისა და სათავო საწარმოს მიერ აღებული სესხით შვილობილი კაპიტალის ზრდის საკითხების გამორიცხვის გათვალისწინება.

პრინციპი 19. ზედამხედველებმა ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა მოთხოვონ ჯგუფის შიგნით კაპიტალის მოძრაობის შეფასება და ტექნიკა, რომელიც უნდა ითვალისწინებდეს ისეთ ფაქტორებს, რომლებმაც შესაძლოა შეაფერხოს კაპიტალის მოძრაობა და ხელი შეუშალოს მათ კაპიტალში ჩართვას.

პრინციპი 20. ზედამხედველებმა ფინანსური კონგლომერატის სათავო საწარმოს უნდა მოთხოვოს ლიკვიდობის რისკების მუდმივი იდენტიფიცირება, შეფასება, მონიტორინგი და მართვა. ზედამხედველმა უნდა მოითხოვოს ფინანსური კონგლომერატის ჯგუფის დონეზე როგორც ჩვეულებრივ პირობებისათვის, ასევე სტრესულ პერიოდისათვის საკმარისი ლიკვიდური სახსრების არსებობა.

პრინციპი 21. ზედამხედველებმა ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა დაუდგინონ დამოუკიდებელი, ყოვლისმომცველი და ეფექტიანი რისკების მართვის ჩარჩოს არსებობის მოთხოვნები, რომლებიც მათ შორის მოიცავს შიდა კონტროლის, შიდა აუდიტისა და შესაბამისობის ფუნქციების მოთხოვნებს.

პრინციპი 22. ზედამხედველებმა ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა მოთხოვონ პროცესებისა და პროცედურების გამართვა იმგვარად, რომ ჯგუფის დონეზე უზრუნველყოფილი იყოს სათანადო რისკის კულტურის შენარჩუნება.

პრინციპი 23. ზედამხედველებმა ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა დაუდგინონ სამეთვალყურეო საბჭოს მიერ რისკის აპეტიტის და რისკების ლიმიტების დამტკიცების მოთხოვნები.

პრინციპი 24. ზედამხედველებმა ახალი საქმიანობის დაწყების შემთხვევაში ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა მოთხოვონ რისკების სრულყოფილი შეფასების ჩატარება.

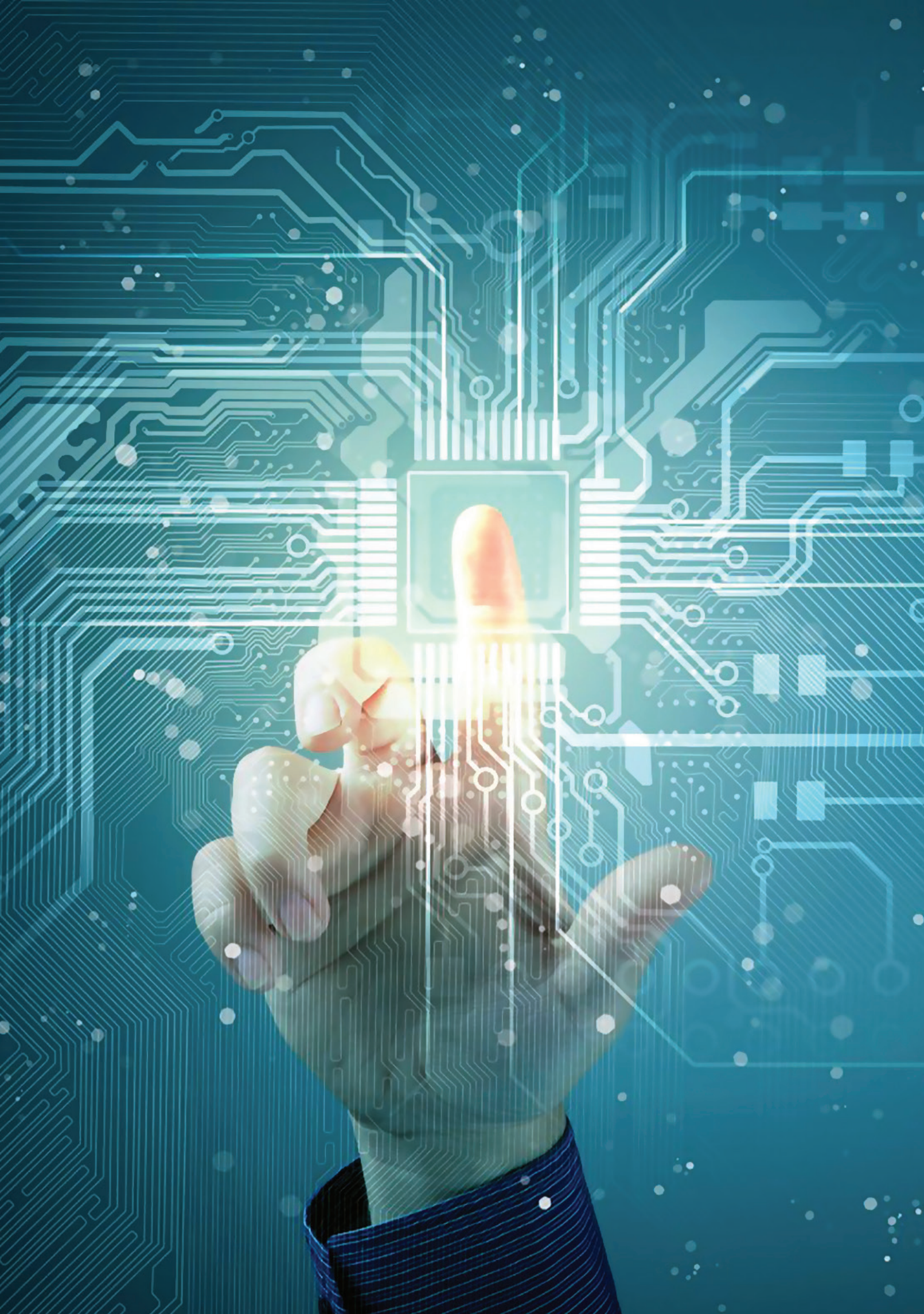
პრინციპი 25. ფინანსური კონგლომერატის მიერ გარკვეული ფუნქციის აუთსორსინგზე გატანის შემთხვევაში, ზედამხედველი უნდა დარწმუნდეს, რომ კონგლომერატს შეფასებული აქვს აუთსორსინგთან დაკავშირებული რისკები და აუთსორსინგზე გატანის მიზანშეწონილობა.

პრინციპი 26. ზედამხედველებმა, საჭიროების შემთხვევაში, ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა მოთხოვონ ჯგუფის დონეზე სტრეს-ტესტების ჩატარება შესაბამისი სცენარებისა და მათი ძირითადი რისკების წყაროების გათვალისწინებით.

პრინციპი 27. ზედამხედველებმა ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა დაუწესონ ჯგუფთან დაკავშირებული ყველა რისკის აგრეგაციის მოთხოვნები.

პრინციპი 28. ზედამხედველებმა ფინანსურ კონგლომერატებს უნდა დაუწესონ ჯგუფის დონეზე რისკების კონცენტრაციის, შიდა ჯგუფური ტრანზაქციებისა და რისკის პოზიციების მართვის ეფექტიანი სისტემებისა და პროცესების მოთხოვნები.

პრინციპი 29. ზედამხედველებმა, გარესაბაღანსო ოპერაციების განხორციელება, საჭიროების შემთხვევაში, შეიძლება მოითხოვონ ჯგუფის დონეზე ზედამხედველობის ფარგლებში.



კაპიტალის დამატებითი ბუფერის მოთხოვნა სისტემური ბანკებისთვის¹

I. შესავალი

გლობალური ფინანსური კრიზისის დასრულების შემდეგ ერთ-ერთი მთავარი კითხვა, რომელიც ფინანსური სექტორისა და სხვა დაინტერესებული პირების მიერ დაისვა არის ის თუ როგორ უნდა დარეგულირდეს საბანკო სისტემები და რა უნდა გაკეთდეს სამომავლოდ ასეთი კრიზისების თავიდან ასაცილებლად. დისკუსიის ერთ-ერთი მთავარი საკითხი იყო ის, თუ როგორ უნდა გაეთვალისწინებინათ სექტორის მარეგულირებლებს ფინანსური ინსტიტუტების ზომა, მნიშვნელობა და, შესაბამისად, შედეგები, რომლებიც მათ რღვევას მოჰყვება ფინანსური შუამავლებისა და მთლიანად ეკონომიკისათვის. შედეგად, 2011 წლის ნოემბერში საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტმა გამოაქვეყნა მეთოდოლოგია, რომელიც განსაზღვრავს ბანკის გლობალურ სისტემურ მნიშვნელობას და წარმოადგინა რეკომენდირებული ღონისძიებები, რომლებიც მარეგულირებლებმა უნდა გაატარონ გლობალური სისტემური მნიშვნელობის მქონე ბანკებისათვის (BCBS 2011a).

გარდა იმ მეთოდოლოგიისა, რომელიც გლობალური სისტემური მნიშვნელობის მქონე ბანკების აღმოჩენასა და მათ დარეგულირებას შეეხება, ბაზელის კომიტეტმა 2012 წელს გამოაქვეყნა დოკუმენტი, რომელიც შეიცავს კრიტერიუმებს, რომლებითაც ხდება ქვეყნის შიდა ბანკების ადგილობრივი სისტემური მნიშვნელობის განსაზღვრა

ეკონომიკისათვის (BCBS, 2012). თუმცა, გემოთხსენებული დოკუმენტისაგან განსხვავებით, აღნიშნულ დოკუმენტში რეგულატორებს მეტი მოქნილობა ეძლევათ თავად განსაზღვრონ კონკრეტული მეთოდოლოგია და შესაბამისი მარეგულირებელი ღონისძიებები ქვეყნისათვის დამახასიათებელი სპეციფიკური ფაქტორების გათვალისწინებით.

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, სისტემური ბანკების იდენტიფიკაციისა და მათთვის კაპიტალის ბუფერის დაწესების მთავარ მიზანს წარმოადგენს მათი გაკოტრების აღბათობის შემცირება და, შედეგად, ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობისა და მდგრადობის ხელშეწყობა. აღსანიშნავია, აგრეთვე, კაპიტალის ბუფერის როლი არასწორი განზრახვებისა და მორალური საფრთხის (Moral Hazard)² შესუსტებაში, ასევე კონკურენციის ხელშეწყობაში, რაც დეკონცენტრაციის შედეგი იქნება და, საბოლოოდ, აისახება გადასახადების გადამხდელების შემცირებულ პოტენციურ ტვირთში, რაც შეიძლება თან სდევდეს სისტემური ბანკების ფინანსურ პრობლემებს.

სტატიაში წარმოდგენილია მეთოდოლოგია, რომელიც ემსახურება საქართველოსათვის სისტემური მნიშვნელობის მქონე ბანკების აღმოჩენასა და მათთვის შესაბამისი დამატებითი კაპიტალის ბუფერის დაწესებას. სისტემური ბანკების მნიშვნელობის განსაზღვრისათვის გამოყენებულია ბაზელის კომიტეტის მიერ წარმოდგენილი

¹ სტატიაში განხილული საკითხები და შერჩეული მიდგომები აღებულია მხოლოდ ამ სტატიის მიზნებისთვის, წარმოადგენს ავტორების მოსაზრებას და არ გამოხატავს ამ საკითხებზე სეპ-ის პოზიციას.
² მაგალითად, მენაბრე ან ინვესტორი ბანკის შერჩევას ნაკლებად შეაფასებს მის რისკიანობას, თუ იგი სისტემურია, რადგან ეცოდინება, რომ მთავრობა არ დაუშვებს მის გაკოტრებას.



მეთოდოლოგია, რომელშიც შეტანილია მცირე ცვლილებები ქვეყნის საბანკო სისტემის სპეციფიკიდან გამომდინარე, რომლის საშუალებასაც იძლევა აღნიშნული დოკუმენტი. ასევე უნდა აღინიშნოს, რომ კაპიტალის დამატებითი ბუფერის დაწესების წარმოდგენილი მეთოდი ერთ-ერთია იმ მეთოდებს შორის, რომელიც გამოიყენება საერთაშორისო პრაქტიკაში სხვადასხვა ქვეყნების მიერ და ეფუძნება კონკრეტული მოდელის გამოყენებას – რისკის მიხედვით შეწონილ აქტივებთან ფარდობის ისტორიულ განაწილებას – RORWA³ (Kuritzkes and Schuermann, 2010 & Skorepa and Seidler, 2012) განსხვავებით იმ ქვეყნებისგან, რომლებიც კაპიტალის დამატებითი ბუფერის დასაწესებლად სხვა, მსგავსი მახასიათებლებისა და პარამეტრების მქონე ქვეყნების გამოცდილებას ეყრდნობა.

სტატიაში თავდაპირველად წარმოდგენილია ბაზელის კომიტეტის პრინციპები და კრიტერიუმები სისტემურად მნიშვნელოვანი ბანკების დასარეგულირებლად. შემდეგ აღწერილია გზები, თუ როგორ შეიძლება აღნიშნული პრინციპების მორგება ქართული საბანკო სისტემისათვის და, შესაბამისად, როგორ ხდება კაპიტალის დამატებითი ბუფერის ოდენობის განსაზღვრა იმ ბანკებისათვის, რომლებიც აკმაყოფილებენ აღნიშნულ კრიტერიუმებს. საბოლოოდ კი, წარმოდგენილია შედეგები და რეკომენდაციები.

II. სისტემური მნიშვნელობის განსაზღვრა ქართული ბანკებისათვის

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტი გამოყოფს ბანკების სისტემური მნიშვნელობის ორ ტიპს: გლობალურსა და შიდას. გამომდინარე იქიდან, რომ საქართველოში მოქმედ არც ერთ ბანკს არ აქვს გლობალური სისტემური მნიშვნელობა, სტატიაში განხილული იქნება მხოლოდ შიდა სისტემური მნიშვნელობის განსაზღვრა და, შესაბამისად, დამატებითი კაპიტალის ბუფერის დაწესება ასეთი ტიპის ბანკებისათვის. მიუხედავად იმისა, რომ ბაზელის კომიტეტს არ შემუშავებია დეტალური კრიტერიუმები შიდა სისტემური მნიშვნელობის განსაზღვრისათვის, რეკომენდირებულია რამდენიმე ზოგადი კრიტერიუმი, რომლითაც უნდა იხელმძღვანელონ ქვეყნებმა. ესენია: 1) ზომა; 2) ჩანაცვლებადობა; 3) კომპლექსურობა და 4) ურთიერთკავშირი. საილუსტრაციოდ, ქვემოთ (ცხრილში 1.) მოცემულია ევროკავშირის ქვეყნებისთვის შესაბამისი კრიტერიუმები და მათი ხვედრითი წონები (EBA, 2014).

აღნიშნული კრიტერიუმისთვის რეგულატორი ითვლის ბანკის წილს სისტემაში და ამრავლებს შესაბამის წონებზე, მიღებულ შედეგებს აჯამებს და გამოყავს საერთო ქულა თითოეული ბანკისთვის.

ცხრილი 1.
სისტემური ბანკების განსაზღვრის კრიტერიუმები ევროკავშირში

კრიტერიუმი	მაჩვენებლები	ხ3. წონა
ზომა (25%)	მთლიანი აქტივები	25%
ჩანაცვლებადობა (25%)	ადგილობრივი საგადახდო ტრანზაქციები	8.3%
	კერძო სექტორის დეპოზიტები ეკ.-დან ⁴	8.3%
	კერძო სექტორის სესხები ეკ.-დან.	8.3%
კომპლექსურობა (25%)	არასაბირჟო დერივატივების ნომინალი	8.3%
	ქვეყნის გარეთ ვალდებულებები	8.3%
	ქვეყნის გარედან მისაღები თანხები	8.3%
ურთიერთკავშირი (25%)	ბანკთაშორისი სისტემის აქტივები	8.3%
	ბანკთაშორისი სისტემის ვალდებულებები	8.3%
	გამომშვებული სავალო ფასიანი ქაღალდები	8.3%

წყარო: European Banking Authority

³ RORWA – Return on Risk-Weighted Assets.

⁴ ეკ. – ევროკავშირი;

ცხრილი 2.

სისტემური ბანკების განსაზღვრის კრიტერიუმები საქართველოში

კრიტერიუმი	მაჩვენებლები	ხ3. წონა
ზომა (55%)	რისკის მთლიანი პოზიცია მომხმარებელთა დეპოზიტები მთლიანი შემოსავალი	20% 20% 15%
ჩანაცვლებადობა (25%)	ფილიალების რაოდენობა აგრო სექტორის დაფინანსება	20% 5%
კომპლექსურობა (5%)	ინვესტიციები კაპიტალში	5%
ურთიერთკავშირი (15%)	ბანკთაშორისი სისტემის აქტივები ბანკთაშორისი სისტემის ვალდებულებები საბითუმო დაფინანსება	5% 5% 5%

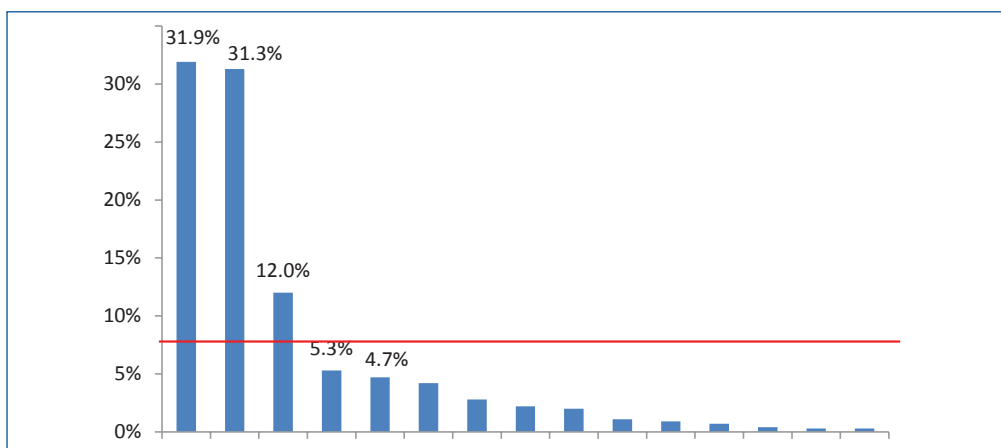
ქართული საბანკო სექტორისათვის დამახასიათებელი თავისებურებების გასათვალისწინებლად, ეს კრიტერიუმები და მათი ხვედრითი წონები მცირედით დაკორექტირებულია (ცხრილი 2). კერძოდ, ფინანსური სექტორის განვითარების მიმდინარე ეტაპისთვის ქართული ბანკების საქმიანობა ძირითადად სტანდარტული კომერციული საბანკო სერვისების შეთავაზებით შემოიფარგლება და დერივატიული ინსტრუმენტები და ქვეყნის გარეთ ოპერაციები უმნიშვნელოა; შესაბამისად, კომპლექსურობის წილი შემცირებულია და მხოლოდ კაპიტალში ინვესტიციებს მოიცავს. ფინანსური ინსტიტუტების ურთიერთკავშირისა

და დამოკიდებულების მაჩვენებელიც შერბილებულია, რადგან ბანკთაშორისი ბაზარი და მასზე დამოკიდებულება განვითარებულ ფინანსურ ცენტრებთან შედარებით დაბალია. შედეგად, გაიზარდა ბანკის ზომის წილი, რაც, რეალურად, ყველაზე უკეთ აჩვენებს მის სისტემურ მნიშვნელობას. ასევე, ჩანაცვლებადობაში დაემატა ფილიალების რაოდენობა და აგროსექტორის დაფინანსება, რაც რევიონებში ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის კუთხით მნიშვნელოვან ფაქტორად რჩება.

ამ კრიტერიუმების მიხედვით გამოთვლილი სისტემური მნიშვნელობა ინდივიდუალური ბანკებისათვის ასეთია:

გრაფიკი 1.

სისტემური მნიშვნელობის მაჩვენებელი ქართული ბანკებისათვის⁵ (ჰორიზონტალურ ღერძზე მითითებულია ბანკები, ვერტიკალურზე კი სისტემური მნიშვნელობის ქულა)



წყარო: სებ-ი, ავტორების კალკულაციები

⁵ მოცემული კალკულაციების მიზნებისთვის, სს ბანკი „რესპუბლიკა“ გაერთიანებულია სს „თიბისი ბანკთან“, რადგან მათი შერწყმა გაცხადებულია და მოსალოდნელია, რომ მიმდინარე წელს დასრულდება.



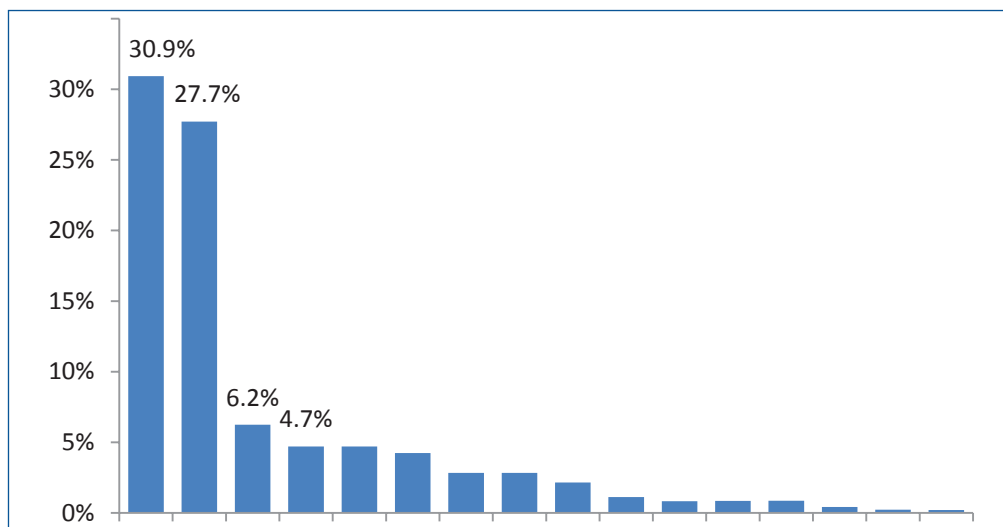
იმისათვის რომ დავადგინოთ რომელი ბანკები შეიძლება შეფასდეს სისტემურად მნიშვნელოვნად, საჭიროა, დადგინდეს ზღვარი, რომლის შემთხვევაში ბანკები კვალიფიცირდებიან, როგორც სისტემურად მნიშვნელოვანი. ასეთი ზღვრის დადგენის მკაცრად განსაზღვრული კრიტერიუმები არ არსებობს და როგორც საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტის დოკუმენტშია მითითებული (BCBS, 2012), განპირობებულია ქვეყნისათვის დამახასიათებელი სპეციფიკური ფაქტორებით. დოკუმენტში აღნიშნულია, აგრეთვე, რომ მარეგულირებელს ენიჭება უფლებამოსილება, თავად გადაწყვიტოს ასეთი საზღვარი ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობის მიზნებიდან გამომდინარე. ევროკავშირის პრაქტიკით, 3.5%-ზე მეტი ქულის ბანკები კლასიფიცირდება სისტემურად, თუმცა ცალკეული ქვეყნის საზედამხედველო ორგანოს აქვს უფლება ეს ზღვარი დაწიოს 2.75%-მდე ან აწიოს 4.25%-მდე. მეორე მხრივ, გონივრულ დაშვებად ითვლება, რომ სისტემურად კლასიფიცირებული ბანკის წილი მეტი უნდა იყოს საშუალო სისტემურობის ბანკის (Reference Bank) წილზე მთლიან სექტორში⁶. საილუსტრაციოდ, შემოაღნიშნული

კალკულაციებით საშუალო ქართული ბანკის წილი გამოდის 6.7%⁷. რადგან გრაფიკზე მესამე და მეოთხე ბანკის წილებს შორის სხვაობა საკმაოდ მაღალია, და საერთაშორისო პრაქტიკაც მოქნილობის საშუალებას იძლევა, შეგვიძლია ნაკლებად კონსერვატიული მიდგომით პირობითად გადავჭრათ 10%-ზე. ეს რეალურად 1.5-ჯერ მეტია (შემდგომში, აღვნიშნავთ როგორც q კოეფიციენტს) ზემოთ გამოთვლილ საშუალო სისტემურობის ბანკის მაჩვენებელ ქულაზე (6.7%-ზე). მიღებულია, რომ, როგორც წესი, q>1-ზე, თუმცა მისი ზუსტი მნიშვნელობა არ არის განსაზღვრული, მათ შორის, საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტის რეკომენდაციებით, და დამოკიდებულია მარეგულირებლის შეხედულებებზე, მიზნებსა და ქვეყნის სპეციფიკურ ფაქტორებზე⁸.

შედეგად, მიმდინარე პერიოდში 3 ბანკს ექნება სისტემური სტატუსი, თუმცა აღნიშნული სტატუსი პირობითია და მომავალში თუ რომელიმე ბანკი შეიცვლის სისტემურობის მნიშვნელობას ზემოთ მოყვანილი მეთოდოლოგიის შესაბამისად, მაშინ იმავე საზედამხედველო მიდგომების პირობებში, მას შეეცვლება ეს სტატუსი.

გრაფიკი 2.

ბანკების აქტივების წილი მთლიან შიდა პროდუქტში (2016)
(ჰორიზონტალურ ღერძზე მითითებულია ბანკები, ხოლო ვერტიკალურზე მათი აქტივების წილი მშპ-ში).



წყარო: საქსტატი, სეზ-ი, ავტორების კალკულაციები

⁶ რადგან, თუ საშუალოზე მცირე ბანკია სისტემური, მაშინ ბევრად ფართე საზედამხედველო ღონისძიებების განხილვა საჭიროა, რაც ამ ნაშრომის მიზნებს სცილდება.
⁷ დათვლილია, როგორც 100% გაყოფილი ბანკების რაოდენობაზე, 15-ზე. ბანკების მცირე რაოდენობის გამო ასეთი მაღალი მაჩვენებელი ბუნებრივია.
⁸ მაგალითად, იმავე მოდელის გამოყენებისას ჩეხეთის ცენტრალური ბანკი იყენებს q=2-ს, რისი გადმოღებაც ქართულ ბაზარზე ბანკების სიმცირისა და კონცენტრაციის გათვალისწინებით, ზედმეტად არაკონსერვატიული იქნებოდა.

გარდა აღნიშნულისა, საერთაშორისო პრაქტიკითა და ბაზელის კომიტეტის რეკომენდაციით, მარეგულირებლებმა სისტემური ბანკების მნიშვნელობის შეფასებისა და ილუსტრაციისთვის შეიძლება გამოიყენონ ისეთი მარტივი მიდგომა, როგორცაა, მაგალითად, ბანკების ზომის განსაზღვრა ქვეყნის ეკონომიკასთან მიმართებაში, რაც გაიზომება ბანკის მთლიანი აქტივების შეფარდებით მთლიან შიდა პროდუქტთან.

როგორც გრაფიკიდან ჩანს, რამდენიმე ბანკის აქტივების შეფარდება მთლიან შიდა პროდუქტთან გამორჩეულად მაღალია, რაც კიდევ ერთხელ ადასტურებს იმას, რომ საქართველოში ზოგიერთი ბანკის სისტემური მნიშვნელობა დიდია ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობისა და მდგრადობის შენარჩუნების თვალსაზრისით.

III. დამატებითი კაპიტალის ბუფერის გამოთვლის მეთოდოლოგია

სისტემური ბანკების მიმართ გასატარებელი ღონისძიებების საკითხი ფართო დისკუსიის საგანია სამეცნიერო ლიტერატურასა და საერთაშორისო საზღვარგარეთ პოლიტიკის ინსტიტუტების ნაშრომებში. საკითხის აქტუალურობა კიდევ უფრო გაიზარდა გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ, რადგან სწორედ ამ ბანკების გადარჩენა გახდა საჭირო გადასახადების გამამხდელთა სახსრებით. ასევე, ცალკეული შეფასებებით, არასტრესულ პერიოდებშიც საშუალოდ მსხვილი ბანკების კაპიტალის ადეკვატურობის, სტაბილური ფონდირების და რისკ-პროფილის მასასიათებლები უარესია იმავე რეგიონში მცირე ზომის ბანკებთან შედარებით (Laeven et al., 2014). ამ პრობლემების გადაჭრის გზებზე განსხვავებული შეხედულებები არსებობს. ერთი მოსაზრებით, ასეთ ბანკებს უნდა შეეზღუდოთ რისკიანი ბიზნეს პრაქტიკა (Vickers, 2011; Liikanen, 2012), ან, სულაც, დაწესდეს ლიმიტი ბანკის მაქსიმალურ მისაღებ

ზომამდე. თუმცა, ნათელია, რომ მკაცრი მიდგომა შეასუსტებს ფინანსური რესურსების ეფექტიან განაწილებას და ნეგატიურად აისახება რეალურ ეკონომიკაზე (Kashyap, Stein, and Hanson, 2010; Aiyar, Calomiris, and Wieladek, 2013). სხვა მკვლევარები მეტ აქცენტს აკეთებენ „გაუკოტრებელი“ სისტემური ბანკებისთვის („Too big to fail“) არსებული პირობითი სუბსიდიების შემცირებაზე, უკეთესი რეგულაციის ჩარჩოსა⁹ და კაპიტალის მოზიდვის საგანგებო გეგმების განვითარების სახით (Farhi and Tirole, 2012; Kashyap, Rajan, and Stein, 2010; and Stein, 2013).

ამ დისკუსიაში, დღეისათვის, ძირითადი კონსენსუსი ბაზელის საბანკო ზედამხედველობის კომიტეტის, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (IMF, 2010) თუ სხვა ავტორიტეტული ორგანიზაციების მხრიდან, სისტემური ბანკებისთვის კაპიტალის დამატებითი ბუფერის მოთხოვნისკენ იხრება. აღნიშნული რეკომენდაციების შემდგომ, 2014 წლიდან ევროპის ქვეყნებში აქტიურად დაიწყო სისტემური ბანკებისა და სხვა სისტემურად მნიშვნელოვანი ინსტიტუტების გამოვლენისა და მათთვის დამატებითი კაპიტალის ბუფერის დაწესების ღონისძიებები. პირველ ეტაპზე შემოიღეს „სისტემური რისკის ბუფერი“ („Systemic Risk Buffer (SRB)“), რომლის ფორმალური მიზანია გრძელვადიანი, არაციკლური, სისტემური ხასიათის იმ რისკების მიტიგაცია, რომელსაც კაპიტალის მინიმალური მოთხოვნების ჩარჩო არ მოიცავს. პარალელურად, ინერგება კაპიტალის მოთხოვნები „სხვა“¹⁰ სისტემური მნიშვნელობის ინსტიტუტების („Other Systemically Important Institutions (O-SIIs)“) მიმართ. უმეტეს შემთხვევაში, სისტემური ბანკები იცავენ ორივე ამ ბუფერს. აქედან, ზოგიერთ ქვეყანაში ეს ბუფერები კუმულატიურია და იკრიბება, ზოგჯერ კი მხოლოდ მათგან უმაღლესის დაცვაა სავალდებულო. ქვემოთ მოცემულია დაწესებული ბუფერების მიმდინარე მოცულობები და ბანკების რაოდენობა, რომლებსაც ეს ეხება. ბოლო სვეტშია ბუფერის მაქსიმალური ჯამური ოდენობა, რომელიც ყველაზე მსხვილ ბანკებს უწესდება.

⁹ მეტი დეტალებისთვის, იხილეთ ფინანსური სტაბილურობის საბჭოს (FSB) პოლიტიკის დოკუმენტი: Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions (2014).

¹⁰ სისტემურობის საკითხზე ბაზელის საბანკო ზედამხედველობის კომიტეტის პირველი რეკომენდაცია შეეხებოდა „გლობალურად სისტემური მნიშვნელობის ბანკებს“ („Global Systemically Important Banks (G-SIBs)“), ამიტომ შემდგომში ადგილობრივი ბანკებისთვის ევროკავშირში დაინერგა ტერმინი „სხვა“ სისტემურად მნიშვნელოვანი. სხვადასხვა ქვეყანაში, იმავე მნიშვნელობით გამოიყენება ტერმინი „ადგილობრივი სისტემური მნიშვნელობის ბანკი“ („Domestic Systemically Important Banks (D-SIBs)“).



ცხრილი 3.

ბანკების სისტემური რისკებისა და სხვა სისტემურად მნიშვნელოვანი ინსტიტუტების ბუფერები ევროპის ქვეყნებში

ქვეყანა	SRB	ბანკები	O-SIIs	ბანკები	დაჯამება	სულ მაქს.
ხორვატია	1.5%-3.0%	ყველა	0.2%-2.0%	9	კუმულატ.	5.0%
ბულგარეთი	3.0%	ყველა	0.5%-1.0%	10	კუმულატ.	4.0%
უნგრეთი	0.5%-2.0%	8	0.5%-2.0%	8	კუმულატ.	4.0%
სლოვაკეთი	1.0%-2.0%	4	1.0%-2.0%	5	კუმულატ.	4.0%
დანია	1.0%-3.0%	6	0	6	-	3.0%
ჩეხეთი	1.0%-3.0%	5	0	6	-	3.0%
ესტონეთი	1.0%	ყველა	2.0%	2	კუმულატ.	3.0%
ჰოლანდია	3.0%	3	1.0%-2.0%	5	უმაღლესი	3.0%
ნორვეგია	3.0%		2.0%		უმაღლესი	3.0%
შვედეთი	3.0%	4	2.0%	4	უმაღლესი	3.0%
ლატვია			1.5%-2.0%	6	-	2.0%
ლიტვა			0.5%-2.0%	4	-	2.0%
საფრანგეთი			0.25%-1.5%		-	2.0%
გერმანია			0.5%-1.5%		-	2.0%
რუმინეთი	1.0%	2	1.0%	11	უმაღლესი	1.0%
პოლონეთი			0.25%-1.0%	10	-	1.0%
სლოვენია			0.25%-1.0%	8	-	1.0%

წყარო: European Systemic Risk Board (2017).

ბუფერის მოცულობის დადგენისას, საზედამხებდველო ორგანოები ითვალისწინებენ შესაძარი ქვეყნების პრაქტიკას და იყენებენ საკუთარ დისკრეციას, დააწესონ მათთვის მისაღები მოცულობა. ცალკეულ შემთხვევებში გათვლები მოდლების საშუალებით ხდება. წინამდებარე სტატიის მიზნებისთვის, აღებულია ამ კუთხით ჩეხეთის ცენტრალური ბანკის მიერ შერჩეული მიდგომა (Michal Skorepa and Jakub Seidler, 2013) და დათვლილია სისტემური ბანკებისთვის კაპიტალის პოტენციური ბუფერის მოცულობა.

კალკულაციები ეყრდნობა რამდენიმე დაშვებას:

1) თითოეული ბანკი უნდა აკმაყოფილებდეს საზედამხებდველო კაპიტალის ადეკვატურობის კოეფიციენტის მინიმალურ მოთხოვნას (k_{min}), მათ შორის, სტრესულ პერიოდში ზარალიანობის პირობებში;

2) სისტემურ ბანკს აგრეთვე უნდა გააჩნდეს კაპიტალის დამატებითი ბუფერი ($k(sib)$ ¹¹). შესაბამისად, ასეთი ბანკის კაპიტალი არ უნდა ჩამოცდეს $k_{min} + k(sib)$ მაჩვენებელს.

დამატებითი კაპიტალის ბუფერი სისტემურად მნიშვნელოვანი ბანკებისთვის განისაზღვრება „თანაბარი მოსალოდნელი ზეგავლენის პრინციპით“

¹¹ კოეფიციენტი – რისკის მიხედვით შეწონილი აქტივების მამრავლი.

(Skorepa, M. & Siedler, J., 2012), რაც შემდეგს ნიშნავს: მოსალოდნელი დანახარჯები ქვეყნისათვის, რომელიც სისტემურად უფრო მნიშვნელოვანი ბანკის რღვევის შედეგად შეიძლება მიადგეს ეკონომიკას უნდა უდრიდეს დანახარჯებს, რომელიც მარეგულირებლის მიერ მიჩნეული საშუალო სისტემური მნიშვნელობის მქონე ბანკის (Reference Bank) ჩამოშლას მოყვება თან.

თანაბარი მოსალოდნელი ზეგავლენის პრინციპის თანახმად, დამატებითი კაპიტალის ბუფერის მოთხოვნის მთავარი მიზანია, შეამციროს სისტემურად მნიშვნელოვანი ბანკის რღვევის ალბათობა $P(\text{sib})$ ისე, რომ მოსალოდნელი დანახარჯები $C(\text{sib}) * P(\text{sib})$, სადაც $C(\text{sib})$ სისტემური ბანკის რღვევის შედეგად მიღებულ ხარჯებს აღნიშნავს, გაუტოლდეს იმ ბანკის რღვევის შედეგად მიღებულ მოსალოდნელ დანახარჯებს, რომელიც მარეგულირებლის მიერ მიჩნეულია, როგორც საშუალო მნიშვნელობის ბანკად (sib^R). ცხადია, კაპიტალის ბუფერი საშუალო მნიშვნელობისა და მასზე ნაკლებად მნიშვნელოვანი ბანკებისათვის ნულს უნდა უდრიდეს.

მოსალოდნელი ზეგავლენის პრინციპი ფორმალურად ასე შეიძლება ჩაიწეროს:

ყველა სისტემური ბანკისათვის ($\text{sib} \geq \text{sib}^R$)¹², $P(\text{sib})$ უნდა აკმაყოფილებდეს:

$$P(\text{sib}) * C(\text{sib}) = P(\text{sib}^R) * C(\text{sib}^R) \quad (1)$$

$$P(\text{sib}) = P(\text{sib}^R) / [C(\text{sib}) / C(\text{sib}^R)]$$

იმისათვის, რომ გამოვთვალოთ $P(\text{sib})$ და, შესაბამისად, კაპიტალის ბუფერი $k(\text{sib})$, პირველ რიგში საჭიროა, განისაზღვროს $P(\text{sib}^R)$ -ის მნიშვნელობა. როგორც უკვე განვიხილეთ, საქართველოსათვის sib^R -ის დონე, პირობითად, განვსაზღვრეთ 10%-ად.

ხსენებული დაშვებებისა და იმის გათვალისწინებით, რომ საშუალო სისტემურობის ბანკს შესაბამისი ბუფერი არ მოეთხოვება ($k(\text{sib}^R)=0$), მივიღებთ, რომ $P(\text{sib}^R)$ შეესაბამება იმის ალბათობას, რომ ბანკი საანგარიშგებო პერიოდს დაასრულებს ზარალით. ეს სტატისტიკურად დაახლოებით იგივეა, რაც ისტორიულ RORWA-ს განაწილებაში ფარდობით

ბიტი სიხშირე შემთხვევებისა, როდესაც $\text{RORWA} \leq 0\%$. თუ RORWA-ს ისტორიული განაწილება მომავალშიც იგივე შენარჩუნდება, მაშინ მივიღებთ, რომ

$$P(\text{sib}^R) = P(\text{RORWA} \leq 0)$$

$P(\text{sib})$ -ის მნიშვნელობის დასადგენად (1)-დან საჭიროა, დადგინდეს $C(\text{sib})/C(\text{sib}^R)$ -ის მნიშვნელობა, რომელიც საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტის თანახმად (BCBS, 2011b), სიმარტივისთვის შესაძლებელია, უხეშად, sib/sib^R მაჩვენებლის სახით შეფასდეს. ისტორიული RORWA-ს განაწილებით კი შეგვიძლია გამოვთვალოთ კაპიტალის მოსალოდნელი დანაკარგი $P(\text{sib})$ -ის თითოეული მნიშვნელობისათვის.

საბოლოოდ, კაპიტალის მოთხოვნა განსაზღვრული უნდა იყოს იმ ოდენობით, რომ ზემოთ აღნიშნული დანაკარგი დაიფაროს. აქედან განისაზღვრება დამატებითი კაპიტალის მოთხოვნის ოდენობა $K(\text{sib})$ სისტემურად მნიშვნელოვანი ბანკებისათვის.

IV. მონაცემები და შედეგები

გამოთვლები მოიცავს საქართველოში მოქმედ კომერციულ ბანკებს, რომელთა აქტივების წილი სისტემაში 1%-ზე მეტია (ასეთი სულ 9 ინსტიტუტია). მცირე ზომის ბანკების მონაცემები გამოუსადეგარია, რადგან უმეტესად მოკლე ისტორია აქვთ, მაღალი მერყეობით ხასიათდებიან და ძირითადად მათი მოგება-ზარალის მაჩვენებლები უფრო იდიოსინკრატული ფაქტორებითაა გამოწვეული, ვიდრე ბიზნესის საოპერაციო საქმიანობიდან. სტატისტიკისთვის აღებულია 2005 წლის ბოლოდან 2017 წლის დასაწყისამდე აღნიშნული ბანკების კვარტალური RORWA-ს მაჩვენებლები, რომელიც გამოითვლება, როგორც დაბეგვრის შემდეგ დარჩენილი მოგების შეფარდება რისკის მიხედვით შეწონილ აქტივებთან. ამ უკანასკნელში არ გაითვალისწინება უცხოური ვალუტის არაჰეჯირებული სესხებისთვის სავალუტო კურსის ცვლილებით გამოწვეული საკრედიტო რისკის გამო დამატებითი 75%-იანი შეწონვა, რადგან თავისი შინაარსით, ეს ცალკე მაკროპრუდენციული ბუფერია და ბანკის სისტემურ მნიშვნელობაზე არაა დამოკიდებული¹³.

¹² სადაც, sib აღნიშნავს ბანკებისათვის სისტემური მნიშვნელობის მაჩვენებელ ქულას (მაგ., იხილეთ გრაფიკი 1).
¹³ ასევე, მისი ჩათვლის შემთხვევაში მოდელის შედეგები არ იქნება შესაძარი სხვა ქვეყნების მაგალითებთან.



მითითებულ პერიოდში უარყოფითი კვარტალური მოგება დაფიქსირდა 15.9% შემთხვევებში ($P(sib^R)=15.9\%$). $P(sib^R)$ -ის დონეზე დაყრდნობით განისაზღვრა $P(sib)$ -ის მაჩვენებელი თითოეული სისტემური ბანკისთვის (5%, 5.10% და 13.2%). $P(sib)$ -ის მაჩვენებლის შესაბამისად, კვარტალური ROR-WA-ს განაწილებაზე დაყრდნობით, დადგინდა მოსალოდნელი კაპიტალის დანაკარგი თითოეული სისტემური ბანკისთვის. საშუალო კაპიტალის დანაკარგებმა ორი უმსხვილესი ბანკისთვის 4.2% შეადგინა, ხოლო ერთი ბანკისთვის 2.1%. ეს შედეგები რომ მოვარგოთ კაპიტალის დღევანდელ ჩარჩოს, რომელიც ზემოაღნიშნულ 75%-იან შეწონვასაც მოიცავს, საჭიროა მათი შემცირება ჯამურად ყველა რისკის მიხედვით შეწონილ აქტივებში ამ უკანასკნელის პროპორციის შესაბამისად, – დაახლოებით 30%-ით უმსხვილესი ბანკებისთვის და 2%-ით¹⁴ მესამე ბანკის შემთხვევაში. საბოლოოდ, ორი ყველაზე მსხვილი ბანკისთვის სისტემურობის გამო კაპიტალის ბუფერის ადეკვატური მოცულობა 2.5-3.0%, ხოლო მესამე ბანკისთვის 1.5-2.0% გამოვა.

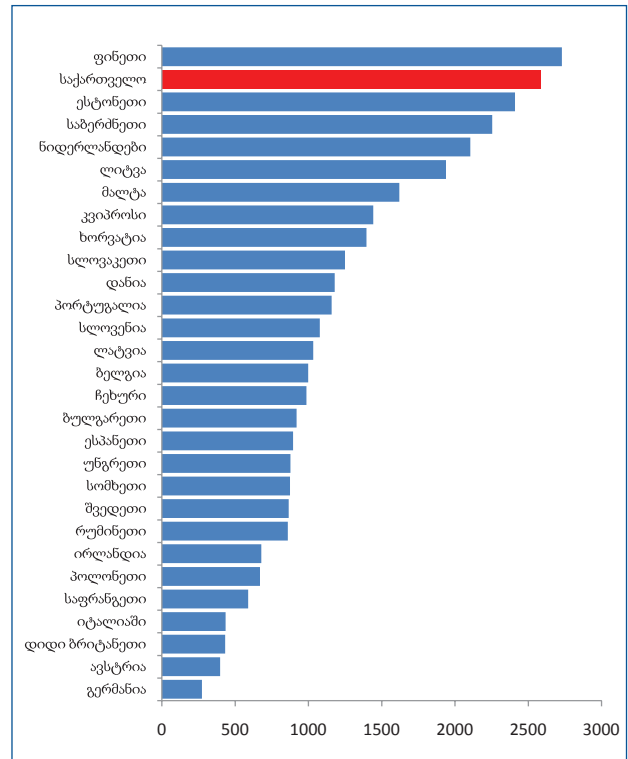
კაპიტალის დამატებითი ბუფერის ეს მოცულობები თანხვედრაშია ევროპის ქვეყნებში გავრცელებულ პრაქტიკასთან (ცხრილი 3). ამასთან, ნიშანდობლივია, რომ ქართული საბანკო სისტემის კონცენტრაცია მაღალია (გრაფიკი 3), რაც მაღალი ბუფერის შემოღების კიდევ ერთი არგუმენტია; თუმცა, საპირისპიროდ, აქვე გასათვალისწინებელია, რომ ქართული ბანკებისთვის რეგულატორის მიერ მოთხოვნილი კაპიტალის ადეკვატურობის კოეფიციენტისა და საშუალოდ აქტივების რისკების მიხედვით შეწონვის განაკვეთები უფრო მკაცრია.

V. დასკვნა

სტატიაში აღწერილია მეთოდი, რომლითაც ხდება ბანკის სისტემური მნიშვნელობის გამოთვლა და მიღებული შედეგების საფუძველზე დამატებითი კაპიტალის ბუფერის განსაზღვრა სისტემური მნიშვნელობის მქონე ბანკებისათვის. წარმოდგენილი მეთოდი სრულ თანხვედრაშია საბანკო ზედამხედველობის ბაზელის კომიტეტის მიერ წარმოდგენილ ძირითად პრინციპებთან და

გრაფიკი 3.

საბანკო სექტორის ჰერფინდალ-ჰირშმანის ინდექსი (HHI)¹⁵.



წყარო: ECB (2016)

კრიტერიუმებთან, თუ როგორ უნდა განისაზღვროს აღნიშნული მაჩვენებლები.

შედეგები ცხადყოფს, მათი ზომიდან გამომდინარე, ცალკეული ბანკების გავლენა ფინანსური სექტორის სტაბილურობასა და მდგრადობაზე საკმაოდ მაღალია. გამოიკვეთა, რომ შერჩეული კრიტერიუმებით სისტემური მნიშვნელობისაა სამი კომერციული ბანკი და, საერთაშორისო პრაქტიკის შესაბამისად, საჭიროა მათთვის დამატებითი კაპიტალის ბუფერის განსაზღვრა. მისი განსაზღვრისათვის გამოყენებული მეთოდი ეფუძნება ისტორიულ, მოგებისა და რისკის მიხედვით შეწონილი აქტივების დროით მწკრივებს, და მიღებული შედეგებით, დამატებითი კაპიტალის ბუფერის ადეკვატური ოდენობა შეფასებულია რისკის მიხედვით შეწონილი აქტივების 2.5-3.0%, 2.5-3.0% და 1.5-2.0%-ად ორი ყველაზე მსხვილი და ერთი შედარებით ნაკლებად მსხვილი ბანკისათვის, შესაბამისად.

¹⁴ რადგან ამ ბანკის აქტივების დოლარიზაცია ძალიან დაბალია.

¹⁵ ამ სტატისტიკით, ევროპაში ყველაზე მაღალი კონცენტრაცია ფინეთშია, სადაც 3 უმსხვილეს ინსტიტუტზე საბანკო სისტემის სესხების 78% მოდის (OP Financial Group (36%), Nordea Bank Finland (28), Danske Bank Group (14%).

გამოყენებული ლიტერატურა

- Aiyar, S., Calomiris, C., & Wieladek, T. (2013). Does macro-pru lea? *Journal of Money, Credit and Banking*.
- Barth, R.J., Brummer, C., Li, T., & Nolle, E.D. (2013). Systematically Important Banks (SIBs) in the Post-Crisis Era: “The Global Response and Responses around the Globe for 135 Countries.
- BCBS (2011a): Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems (Revision June 2011), Basel Committee on Banking Supervision, November 2011.
- BCBS (2012): A Framework for dealing with Domestic Systematically Important Banks, Basel Committee on Banking Supervision, October 2012.
- European Banking Authority (EBA) (2014): Guidelines on Criteria of the Assessment of O-SIIS.
- European Central Bank (2016) Report on Financial Structures.
- Farhi, Emmanuel and Tirole, J. (2012). Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts. *American Economic Review*12(1), 60-93.
- Kashyap, A. K., Jeremy C.S. & Samuel G. H. (2010). An Analysis of the impact of substantially heightened capital requirements on large financial institutions. Working Paper, Harvard University.
- Komarkova, Z., Hausenblas, V., Frait, J. (2012): How to Identify Systematically Important Financial Institutions, *Financial Stability Report 2011/2012*, Czech National Bank, pp. 100-111.
- Kuritzkes, A., Schuermann, T. (2010): What We Know, Don’t Know and Can’t know About Bank Risk: A View from the Trenches, chapter 6 in Diebold, F.X., Doherty, N.A., Herring. R.J. (eds): *The Known, and the Unknown in Financial Risk Management: Measurement and Theory Advancing Practice*, Princeton University Press.
- Laevan, Luc Ratnovski, L & Tong, H (2014). Bank Size and Systemic Risk. *IMF staff Discussion Note 14/04*.
- Laevan, L. Ratnovski, L. & Tong, H (2015). Bank Size, Capital, and Systemic Risk: Some International Evidence. *Journal of Banking & Finance*.
- Liikanen & Erkki (Chair) (2012). *The High-Level Expert Group on Reforming the Structure of the EU Banking Sector: Final Report*.
- Siedler, L. (2008); *Implied Market Loss Given Default: Structural-Model Approach*, IES Working No. 26/2008.
- Skorepa, M., Siedler, J. (2012). An additional Capital Requirement Based on the Domestic Systemic Importance of a Bank.
- Stein, J. (2013). *Regulating Large Financial Institutions*. Speech at the “rethinking Macro Policy II,” conference, International Monetary Fund, Washington, D.C.



Sep

Oct

Nov

Dec

პოტენციური ზრდის შეფასება საქართველოს ეკონომიკისთვის

შესავალი

პოტენციური გამოშვება წარმოადგენს წარმოების დონეს, რომელიც გრძელვადიან პერიოდში მიიღწევა ეკონომიკური კაპიტალის სრული დატვირთვის პირობებში. მისი სწორი და საიმედო შეფასება მნიშვნელოვანია გამოშვების მიმდინარე დონის პოტენციურისგან გადახრის განსაზღვრისთვის, რაც მონეტარული პოლიტიკის შემუშავების ერთ-ერთი ამოსავალი წერტილია. გარდა ამისა პოტენციური გამოშვების დინამიკაზე დაკვირვებით შესაძლებელია შეფასდეს მის ზრდაში ძირითადი საწარმოო ფაქტორების და მათი პროდუქტიულობის წვლილი.

პოტენციური ზრდის დეკომპოზიცია საწარმოო ფაქტორების მიხედვით, საშუალებას იძლევა შევავსოთ მოცემულ პერიოდში ეკონომიკის პოტენციურ ზრდაში რა წვლილი ჰქონდა თითოეულ ამ ფაქტორს. აღნიშნული ანალიზის შედეგები საყურადღებოა, როგორც მონეტარული და ფისკალური, ასევე, ზოგადად, სტრუქტურული ეკონომიკური რეფორმების გატარებისთვის, რათა სწორად შეფასდეს რამდენად ეფექტიანად ხდება საწარმოო ფაქტორების ათვისება და როგორ შეიძლება ხელი შევუწყოთ გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდას.

პოტენციური ეკონომიკური ზრდისა და მისი განმსაზღვრელი ფაქტორების შეფასებამ განსაკუთრებული მნიშვნელობა შეიძინა 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ. ამ პერიოდში როგორც განვითარებულ, ასევე განვითარებად ქვეყნებში დაფიქსირდა ეკონომი-

კური ზრდის მკვეთრი შენელება. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია გაანალიზდეს, თუ რამდენად ასახავს ეს პროცესები ეკონომიკის გრძელვადიანი პოტენცილის გაუარესებას და რომელი სტრუქტურული ფაქტორებია ამ ტენდენციაზე პასუხისმგებელი. აღნიშნულმა გლობალურმა ცვლილებებმა ზრდის შენელების თვალსაზრისით ასახვა ჰპოვა საქართველოს ეკონომიკაზეც, რომლის მიმდინარე ზრდის ტემპი კვლავ ჩამორჩება კრიზისამდელ მაჩვენებელს. ამ პირობებში მნიშვნელოვანია გამოვლინდეს რამდენად არსებითია გლობალური პროცესები საქართველოს ეკონომიკის პოტენციალის დასახასიათებლად, რამდენად განაპირობებს სტრუქტურული ფაქტორები მიმდინარე ზრდის არცთუ სახარბიელო ტემპს და რა ღონისძიებები შეიძლება გატარდეს ეკონომიკის პოტენციური ზრდის გასაუმჯობესებლად.

ლიტერატურის მიმოხილვა

ეკონომიკის პოტენციური გამოშვების შეფასება და მისი ზრდის დეკომპოზიცია აქტიური განხილვის თემატია ეკონომიკურ ლიტერატურაში. პოტენციურ ზრდაში საწარმოო ფაქტორების წვლილის შეფასებას განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისათვის, მათ მიერ რესურსების გამოყენების ეფექტიანობისა და ზრდის პერსპექტივების ანალიზისთვის. ამასთანავე არანაკლებ საყურადღებოა კვლევები, რომლებიც მიზნად ისახავს შეფასას სიმძლავრეების ათვისება და პოტენციური ზრდის ტენდენციები განვითარებული ქვეყნებ-



ისთვის. აღნიშნული საკითხების ანალიზი ხორციელდება შემდეგ ძირითად თეორიულ ჩარჩოებში: ეკონომიკური ზრდის აღრიცხვის მიდგომა, პანელური რეგრესიის მეთოდი და კონტეგრაციული ანალიზი.

ირადიანი (2007) საკუთარ ნაშრომში ეკონომიკური ზრდის აღრიცხვის მეთოდზე დაყრდნობით ცდილობს შეაფასოს პოტენციური ზრდის ძირითადი განმაპირობებელი ფაქტორები აღმოსავლეთ ევროპისა და ცენტრალური აზიის გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებში. წარმოების პროცესის დასახასიათებლად იგი იყენებს კობ-დუგლასის საწარმოო ფუნქციას, რომელიც ეკონომიკის გამოშვებას ხსნის კაპიტალის არსებული მარაგის, დასაქმებისა და ნარჩენობითი წევრის მეშვეობით. ამ უკანასკნელში ასახვას ჰპოვებს მრავალი ფაქტორი, რომელიც კაპიტალისა და სამუშაო ძალის პროდუქტიულობას განაპირობებს. ავტორი კობ-დუგლასის საწარმოო ფუნქციის პარამეტრებს ინსტრუმენტული ცვლადის გამოყენებით აფასებს, რაც გარკვეულწილად ანეიტრალებს ენდოგენურობის პრობლემას.

აღნიშნული კვლევის შედეგები მიუთითებს, რომ გამოშვების ელასტიურობა კაპიტალის მიმართ გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებში საგრძნობლად მაღალია ვიდრე ეს წინა კვლევებში იყო მიჩნეული და იგი 0.4-0.7 ფარგლებში მერყეობს. ავტორი აგრეთვე ასკვნის, რომ განხილულ ქვეყნებში პოტენციური გამოშვების ზრდაში ყველაზე მნიშვნელოვანი იყო საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის წვლილი, რაც ერთი მხრივ, განპირობებული იყო გეგმიური ეკონომიკიდან საბაზრო სისტემაზე გადასვლის შემდეგ ეფექტიანობის ზრდით და სექტორებს შორის რესურსების გადანაწილების ოპტიმიზაციით. მეორე მხრივ, აღნიშნულ ქვეყნებში პროდუქტიულობის ზრდას ხელი შეუწყო ტექნოლოგიის მწირი საწყისი დონის გამო ინოვაციების შედარებით მაღალმა ზღვრულმა უკუგებამ და ბოლოს, მაკროეკონომიკურმა სტაბილიზაციამ და საბაზრო რეფორმებმა აგრეთვე დადებითი გავლენა იქონიეს ზრდაში საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის მაღალ წვლილზე.

მიღებულ შედეგებზე დაყრდნობით, ავტორი ასაბუთებს, რომ გარდამავალი პერიოდის მიწურულს, როდესაც აღნიშნულ ქვეყნებში ტექნოლოგიის დონე

დასავლურ ნიშნულს დაუახლოვდება, კონვერგენციის პროცესში მიღწეული პროდუქტიულობის ზრდა საკუთარ თავს ამოწურავს. ამ ეტაპზე კი მეტ დატვირთვას შეიძენს საბაზრო რეფორმების გატარებითა და ინსტიტუტების გაძლიერებით, აგრეთვე კაპიტალისა და სამუშაო ძალის ხარისხობრივი გაუმჯობესებით მიღწეული ზრდა.

პოტენციური გამოშვების შეფასება და მისი ზრდის დეკომპოზიცია წარმოადგენს კვლევის მთავარ საგანს ჰაჯკოვასა და ჰურვიკის (2007) სტატიაშიც, რომელიც ანალიზებს მიწოდების მხარის ეფექტიანობას ჩეხეთის ეკონომიკისთვის. აღნიშნულ კვლევაში ავტორები გამოთქვამენ ვარაუდს, რომ კობ-დუგლასის საწარმოო ფუნქციის სტანდარტული სპეციფიკაციით გამოყენება კონვერგენციის პროცესში მყოფი ეკონომიკისთვის შესაძლოა არ იყოს გამართლებული. ფუნქციის სტანდარტულ ფორმაში ნაგულისხმევი მუდმივი პარამეტრები და დაშვება საწარმოო ფაქტორების კონკურენტული ბაზრების შესახებ განაპირობებს გამოშვებაში დასაქმებისა და კაპიტალის წილის მუდმივობას. ეს უკანასკნელი კი არამართლზომიერი დაშვებაა გარდამავალი ეკონომიკისთვის, რომელსაც ჯერ არ მიუღწევია გრძელვადიანი წონასწორობისთვის. ამ დაშვების საწინააღმდეგოდ მეტყველებს ემპირიული მონაცემებიც. კერძოდ, ჩეხეთში დასაქმების წილი გამოშვებაში სტაბილურად იზრდებოდა 1995-2005 წლებში.

იმის დასადგენად, თუ რამდენად რელევანტურია სტანდარტული კობ-დუგლასის საწარმოო ფუნქცია პოტენციური გამოშვების შესაფასებლად გარდამავალ ეკონომიკაში, ავტორები იყენებენ ალტერნატიულ, განზოგადებულ, საწარმოო ფუნქციას და მიღებულ შედეგებს კობ-დუგლასის შემთხვევას ადარებენ. საბოლოოდ, ისინი ასკვნიან, რომ კვლევით მოცულ პერიოდში (1995-2005) კობ-დუგლასის ფუნქციით მიღებული პოტენციური გამოშვება არამნიშვნელოვნად განსხვავდება განზოგადებული შემთხვევისგან. ეს შედეგი კი იმაზე მიუთითებს, რომ გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებისთვის, როგორც მაგალითად საქართველოა, პოტენციური გამოშვების შესაფასებლად და მისი ზრდის დეკომპოზიციისთვის შეიძლება დავეყრდნოთ სტანდარტულ კობ-დუგლასის ფუნქციას.

ჩეხეთის ეკონომიკის პოტენციური გამოშვებისა და მის ზრდაში საწარმოო ფაქტორების წვ-

ლილის შეფასების შემდეგ ჰაჯკოვა და ჰურვიკი წარმოადგენენ მიღებული შედეგების საინტერესო ინტერპრეტაციას. ავტორები ასაბუთებენ, რომ გამოშვებაში დაკვირვებადი საწარმოო ფაქტორის წვლილის ზრდა მხოლოდ მაშინაა ეფექტიანი, როდესაც მას თან ახლავს ნარჩენობითი წევრით შეფასებული საწარმოო ფაქტორების პროდუქტიულობის ზრდა. ამ მტკიცების კვალობაზე ავტორები ასკვნიან, რომ 1995-2000 წლებში, როცა პოტენციური ზრდა მხოლოდ კაპიტალით საზრდოობდა, ხოლო დასაქმებისა და პროდუქტიულობის წვლილი უმნიშველო იყო, ეკონომიკის მიწოდების მხარე არაეფექტიანობით ხასიათდებოდა. რაც შეეხება 2001-2005 წლების პერიოდს, როდესაც საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის სტაბილურად მაღალ წვლილს თან ახლდა კაპიტალისა და დასაქმების მზარდი კონტრიბუცია პოტენციური გამოშვების ზრდაში, ავტორები მიუთითებენ, რომ ეკონომიკის მიწოდების მხარე ეფექტიანად ფუნქციონირებდა და რესურსების გამოყენებაც ახლოს იყო ოპტიმალურთან.

პოტენციური გამოშვების დასახასიათებლად საწარმოო ფუნქციის გამოყენებას არამიმანუშეწონილად მიიჩნევენ შეიხი და მოუდადი (2004). ისინი ეჭვქვეშ აყენებენ, როგორც აგრეგირებული საწარმოო ფუნქციის კონცეფციას, ასევე უმუშევრობის ბუნებრივი დონის ცნებას. ავტორები ეკონომიკის პოტენციალის აღსაწერად ეყრდნობიან სიმძლავრეების ათვისების მიდგომას და განმარტავენ კაპიტალის ეკონომიკურ უტილიზაციას, როგორც გამოშვების დონეს, რომელიც მიიღწევა კაპიტალის ეკონომიკურად სასურველი დოზით, მაქსიმალური მოგების შესაბამისი დატვირთვის პირობებში. ამ განსაზღვრების შესაბამისად, არსებობს გრძელვადიანი კავშირი პოტენციურ გამოშვებასა და კაპიტალის მარაგებს შორის, რომელიც კონტეგრაციის მეთოდით შეიძლება დახასიათდეს. ეს უკანასკნელი ორი ერთი და იმავე რიგის არასტაციონალურ პროცესს შორის გრძელვადიანი ურთიერთკავშირის აღსაწერად გამოიყენება. პოტენციური გამოშვების დასახასიათებლად ამ მეთოდის გამოყენების კიდევ ერთი უპირატესობაა ის, რომ იგი იყენებს მონაცემებს მხოლოდ ერთი საწარმოო ფაქტორის, კაპიტალის მარაგის შესახებ.

კონტეგრაციის გზით ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების (OECD) ჯგუფის

ქვეყნებისთვის პოტენციური გამოშვების შეფასების შემდეგ ავტორები მიღებულ შედეგებს ადარებენ საერთაშორისო მონეტარული ფონდის ალტერნატიულ კვლევებს, რომლებიც პოტენციური გამოშვების შესაფასებლად საწარმოო ფუნქციის მიდგომას ეყრდნობა. შედარების შედეგად ვლინდება, რომ კვლევაში მოცული განვითარებული ქვეყნებისთვის კონტეგრაციის გზით შეფასებული პოტენციური გამოშვება შესამჩნევად განსხვავდება საწარმოო ფუნქციით მიღებული შეფასებისგან. მეტიც, კაპიტალის პოტენციურ გამოშვებასთან თანაფარდობა, რაც კაპიტალის ეფექტიანობის შებრუნებული სიდიდეა, უფრო გლუვ ტრაექტორიას მისდევს კონტეგრაციის მეთოდის გამოყენებისას, ვიდრე საწარმოო ფუნქციის შემთხვევაში. ეს გარემოება პოტენციური გამოშვების შეფასებისას კონტეგრაციის მეთოდის უპირატესობას ამჟღავნებს, ვიანიდან კაპიტალის პროდუქტიულობა ტექნოლოგიური პროგრესის თანმდევი და სამართლიანია ვივარაუდოთ, რომ მას მოკლევადიანი რყევები ნაკლებად უნდა ახასიათებდეს.

მიუხედავად კონტეგრაციის მეთოდის აღნიშნული უპირატესობისა პოტენციური გამოშვების შესაფასებლად მისი გამოყენება მოითხოვს კაპიტალის მარაგისა და გამოშვების საკმარისი რაოდენობის საიმედო მონაცემებს (მინიმუმ 20-25 წელი), რათა გამოიკვეთოს მათ შორის გრძელვადიანი ურთიერთკავშირი. სამწუხაროდ, გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებში, როგორცაა საქართველო, საკმარისი ხანგრძლივობის მონაცემების არ არსებობა ამ მეთოდს არახელმისაწვდომს ხდის.

იმნაიშვილი (2010) სადისკუსიო ნაშრომში საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის პოტენციური დონის შესაფასებლად იყენებს რამდენიმე ალტერნატიულ მეთოდს. მათ შორისაა HP ფილტრი, კალმანის ფილტრი, საწარმოო ფუნქცია და ვექტორული ავტორეგრესია. როგორც ავტორი მიუთითებს, მონაცემთა სიმწირისა და არადაკვირვებადი ცვლადების არსებობის გამო შედეგები მაღალი სიზუსტით არ ხასიათდება, თუმცა აღსანიშნავია, რომ გამოყენებული ალტერნატიული მეთოდები მსგავს შედეგებს იძლევა და შეფასებული სხვაობა პოტენციურ და ფაქტობრივ გამოშვებას შორის კარგად აღწერს ინფლაციის დინამიკას.



პოტენციური გამოშვების დონის კიდევ ერთი ალტერნატიული შეფასება წარმოდგენილია საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშში (2012). აღნიშნული შეფასება იყენებს სიმძლავრეების ათვისების მეთოდს და ეფუძნება გამოშვების დონესა და კაპიტალის მარაგს შორის გრძელვადიან კავშირს. კვლევის შედეგების მიხედვით 2008-2009 წლებში ფაქტობრივი გამოშვება პოტენციურს ჩამორჩება; 2010-2012 წლებში კი იგი საშუალოდ პოტენციურის დონეზეა.

პოტენციური ზრდის შეფასებისა და საწარმოო ფაქტორების მიხედვით მისი დეკომპოზიციის შემდეგი ეტაპია იმ ფაქტორების გამოვლენა და ანალიზი, რომლებიც ეკონომიკის ზრდის პოტენციალს ზღუდავს. ჰაუსმანი, როდიკისა და ველასკო (2008) თავიანთ ნაშრომში „ეკონომიკური ზრდის დიაგნოსტიკა“ აყალიბებენ ანალიზის ჩარჩოს, რომელშიც პოტენციური ზრდის შეფერხება ვლინდება კერძო ინვესტიციებისა და სამეწარმეო აქტივობის შემცირებაში. ეს უკანასკნელი თავის მხრივ შეიძლება განპირობებული იყოს როგორც დაბალი უკუგებით, ასევე დაფინანსების მაღალი ხარჯებით. თითოეული მათგანი კი იერარქიულად დაიყვანება კონკრეტულ ზრდის შემაფერხებელ ფაქტორებზე. აღნიშნული მეთოდის უპირატესობაა მაქსიმალური თავსებადობა ადგილობრივ პირობებთან, თუმცა ზრდის შემზღუდავი ფაქტორების გამოვლენა ტექნიკურად საკმაოდ რთული ამოცანაა ურთიერთკავშირებისა და მრავალგანზომილებიანი ამონახსნების არსებობის გამო.

ზრდის დიაგნოსტიკის მეთოდოლოგია საქართველოს შემთხვევისთვის თავიანთ კვლევაში გამოიყენეს ბაბიჩმა და ფიუნფცივმა (2012). ზრდის შემზღუდავი ფაქტორების ანალიზის შედეგად, მათ დაასკვნეს, რომ საქართველოს შემთხვევაში ეკონომიკურ ზრდას აფერხებს არა იმდენად ადამიანური კაპიტალის და ინფრასტრუქტურის არაჯეროვანი განვითარება, არამედ პოლიტიკურ და ინსტიტუციურ სტაბილურობასთან, რეგიონულ კონფლიქტებთან და კანონის უზენაესობასთან დაკავშირებული საკითხები. ავტორები ამავე კვლევაში ახდენენ საქართველოსთვის პოტენციური ზრდის დეკომპოზიციას საწარმოო ფუნქციის მეთოდით და ასკვნაან, რომ 2004-2009 წლებში პოტენციური გამოშვების ზრდას უმეტესწილად საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობა გან-

აპირობებდა. კაპიტალის წვლილი იყო უმნიშვნელო, ხოლო სამუშაო ძალის - უარყოფითი.

საქართველოსთვის პოტენციური ზრდის დეკომპოზიცია ასევე მოცემულია მსოფლიო ბანკის მიმოხილვაში (2013). წარმოდგენილი შედეგების მიხედვით 1999-2012 წლებში ზრდის მთავარი განმსაზღვრელი საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობაა, თუმცა ბაბიჩის და ფიუნფცივის (2012) შედეგებისგან განსხვავებით ზრდაში კაპიტალის წვლილი უფრო მაღალია, სამუშაო ძალის კი - უმნიშვნელო, მაგრამ დადებითი.

2008 წლის მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის შემდგომ პოტენციური ზრდის შემცირების კვალობაზე არაერთი კვლევა მიეძღვნა ამ შემცირების მიზეზებს. საერთაშორისო მონეტარული ფონდის 2015 წლის ეკონომიკური მიმოხილვის მიხედვით კრიზისის შემდგომ პერიოდში პოტენციური ზრდის ტემპი შემცირდა როგორც განვითარებად, ასევე განვითარებულ ქვეყნებში.

განვითარებულ ქვეყნებში კრიზისის შემდგომ პერიოდში პოტენციური ზრდა საშუალოდ 0.5 პროცენტული პუნქტით დაბალი იყო წინა პერიოდთან შედარებით, რაც ძირითადად ინვესტიციების შემცირებულ ნაკადებს და შესაბამისად ზრდაში კაპიტალის დაბალ წვლილს ასახავს. განვითარებად ქვეყნებში კიდევ უფრო დიდია სხვაობა კრიზისამდე და კრიზისის შემდგომ პოტენციურ ზრდაში და იგი 2 პროცენტულ პუნქტს უტოლდება. ამ შემთხვევაში ზრდის შენელების ძირითად მიზეზად გვევლინება საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის შემცირებული წვლილი პოტენციურ ზრდაში.

საერთაშორისო მონეტარული ფონდის პროგნოზით 2015-2020 წლებისთვის განვითარებულ ქვეყნებში პოტენციური ზრდა აჩქარდება ინვესტიციების ზრდისა და გამოშვების გაჯანსაღების კვალობაზე, თუმცა კრიზისამდე მაჩვენებელს ვეღარ მიაღწევს. განვითარებადი ქვეყნების შემთხვევაში კი მოსალოდნელია პოტენციური ზრდის ტემპის კიდევ უფრო შენელება, რასაც განაპირობებს დემოგრაფიული ფაქტორები (მოსახლეობის დაბერება), სტრუქტურული შემზღუდავები და რაც ყველაზე მნიშვნელოვანია ტექნოლოგიური განვითარების დონის დაახლოება განვითარებულ ქვეყნებთან.

მეთოდოლოგია

ზინაიდან პოტენციური გამოშვება არადაკვირვებადი სიდიდეა, მის შესაფასებლად გამოიყენება როგორც სტრუქტურული ასევე ეკონომეტრიკული მეთოდები. საქართველოს ეკონომიკის შემთხვევაში, თუ გავითვალისწინებთ მონაცემთა სიმწირეს და გარდამავალი პერიოდისთვის დამახასიათებელ რყევებს, სტრუქტურული მიდგომის გამოყენება უფრო საიმედო შედეგებს მოგვცემს.

ეკონომიკის გამოშვების მიმდინარე დონის დასახასიათებლად გამოიყენებულია კობ-დუგლასის საწარმოო ფუნქცია შემდეგი სპეციფიკაციით:

$$Y_t = A_t \cdot K_t^\alpha \cdot L_t^\beta \quad (1)$$

სადაც Y_t გამოშვების მიმდინარე დონეა, L_t ახასიათებს ქვეყანაში დასაქმებულთა რაოდენობას, K_t კი აღწერს კაპიტალის მარაგს მოცემული პერიოდის დასაწყისში. A_t ნარჩენობითი წევრია, რომელიც საწარმოო ფაქტორთა მიმდინარე პროდუქტიულობას გამოხატავს და საკუთარ თავში მოიცავს როგორც ტექნოლოგიურ, ასევე რესურსების სწორი განთავსებით მიღწეულ ეფექტიანობას. მასში თავმოყრილია ყველა ის ფაქტორი, რომლებიც კაპიტალისა და სამუშაო ძალის ეფექტიანობას განაპირობებს. α და β საწარმოო ფუნქციის პარამეტრებია, რომლებიც გამოშვების, შესაბამისად, კაპიტალისა და სამუშაო ძალის მიმართ ელასტიურობას გვიჩვენებს.

საწარმოო ფუნქციის სპეციფიკაცია (1) ითვალისწინებს შემდეგ დაშვებებს: კაპიტალი და სამუშაო ძალა ხასიათდება კლებადი ზღვრული პროდუქტიულობით ($\alpha, \beta \in (0, 1)$), ხოლო წარმოება - მასშტაბის მუდმივი უკუგებით ($\alpha + \beta = 1$). α პარამეტრის მნიშვნელობად აღებულია 0.4 ირიდიანის (2007) კვლევაზე დაყრდნობით, რომელიც გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებს მოიცავს. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ კაპიტალისა და შრომის კონკურენტული ბაზრების პირობებში საწარმოო ფუნქციის α და β პარამეტრები მთლიან შემოსავლებში, შესაბამისად, კაპიტალური და შრომითი შემოსავლების წილებს განსაზღვრავს. სვანიშვილის (2015) კვლევის მიხედვით 2003-2015 წლებში კაპიტალური შემოსავლების წილი მთლიან შე-

მოსავლებში საშუალოდ 40%-ის ფარგლებში იყო, რაც შესაბამისობაშია აღნიშნული პარამეტრისათვის ჩვენ მიერ შერჩეულ მნიშვნელობასთან. თუმცა როგორც ავტორი მიუთითებს, შრომითი შემოსავლებისთვის თვითდასაქმებულთა შემოსავლების მიკუთვნება კაპიტალური შემოსავლების წილის შეფასებაში ცდომილებას იწვევს, რადგან თვითდასაქმებულთა შემოსავლების გარკვეული ნაწილი კაპიტალურ შემოსავლებს შეადგენს. ამგვარად, სამართლიანია ვივარაუდოთ, რომ კაპიტალური შემოსავლების წილი და შესაბამისად საწარმოოს ფუნქციის α პარამეტრი შესაძლოა 0.4-ს აღემატებოდეს. ამ შესაძლებლობის გასათვალისწინებლად მოცემულ კვლევაში მივმართავთ სენსიტიურობის ანალიზსა და შედეგებს ვაფასებთ α პარამეტრის უფრო დიდი მნიშვნელობისთვისაც.

ვინაიდან კაპიტალის მარაგის რეგულარული აღრიცხვა არ ხდება (იგი არადაკვირვებადი სიდიდეა), საჭიროა მოვახდინოთ მისი შეფასება. კაპიტალის მარაგის შეფასების ერთ-ერთი გავრცელებული მიდგომაა მუდმივი მარაგების მეთოდი¹, რომელიც უშვებს, რომ კაპიტალის მარაგი იზრდება მასში განხორციელებული ინვესტიციების შესაბამისად. კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიცია მუდმივად რჩება მარაგში და მფლობელს უზრუნველყოფს შესაბამისი მომსახურებით. თუმცა ამ მომსახურების მოცულობა დროთა განმავლობაში მცირდება მარაგების ცვეთის კვალობაზე. ამგვარად, მუდმივი მარაგების მეთოდის მიხედვით კაპიტალის მარაგი მოცემული პერიოდის დასაწყისში დამოკიდებულია წინა პერიოდის დასაწყისში არსებულ მარაგზე, ცვეთის კოეფიციენტსა და წინა პერიოდში განხორციელებულ ინვესტიციებზე:

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t \quad (2)$$

სადაც δ კაპიტალის ცვეთის კოეფიციენტი, ხოლო I_t კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიციების მოცულობას გამოხატავს. მაშასადამე, საწყისი მარაგის ცოდნის შემთხვევაში ფორმულა (2)-ის მეშვეობით შესაძლებელია კაპიტალის მარაგის დროითი მწკრივის შეფასება. საწყისი მარაგის შესაფასებლად მოცემულ კვლევაში ვიყენებთ ბერლემანისა და ვესელჰოფტის (2014)

¹Perpetual Inventory Method.



მიდგომას (აღნიშნული მიდგომა და კაპიტალის მარაგის დროითი მწკრივის შეფასების დეტალური პროცედურა წარმოდგენილია დანართი 1-ში).

კაპიტალის მარაგის დროითი მწკრივის შესაფასებლად ინვესტიციების მნიშვნელობად ვიღებთ მოცემულ პერიოდში მთლიანი კაპიტალის ფორმირებას² (2010 წლის მუდმივ ფასებში). ცვეთის კოეფიციენტს კი მინიჭებული აქვს 5%-იანი მნიშვნელობა გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებისთვის ჩატარებული კვლევის შესაბამისად³.

კაპიტალის მარაგის შეფასების შემდეგ (1) განტოლებიდან შეგვიძლია შევავსოთ საწარმოო ფაქტორთა მიმდინარე პროდუქტიულობა. შემდეგ ეტაპზე კი განვსაზღვრავთ პოტენციურ გამოშვებას:

$$\tilde{Y}_t = \tilde{A}_t \cdot K_t^\alpha \cdot \tilde{L}_t^\beta \quad (3)$$

სადაც \tilde{Y}_t პოტენციურ გამოშვებას წარმოადგენს. მისი დონე დამოკიდებულია საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის ტრენდზე (\tilde{A}_t), კაპიტალის მარაგსა (K_t) და პოტენციურ დასაქმებაზე (L_t). ლიტერატურაში პოტენციური დასაქმება გაიგივებულია დასაქმების დონესთან, რომელიც ინფლაციამდე წნეხის არმქონე უმუშევრობის (NAIRU) პირობებში მიიღწევა⁴. თუმცა, ვინაიდან საქართველოს შემთხვევაში აღნიშნული ინდიკატორი არა შეფასებული⁵, პოტენციური დასაქმების შესაფასებლად გამოყენებულია დასაქმების ტრენდი.

როგორც საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის, ასევე დასაქმების ტრენდი დამოკიდებულია შერჩეული ფილტრის მეთოდოლოგიაზე. წინამდებარე ანალიზში გამოყენებულია კალმანის ფილტრი, რომელიც საშუალებას იძლევა თეორიულად დასაბუთებული სტრუქტურული კავშირებისა და ემპირიული მონაცემების საფუძველზე შეფასდეს არადაკვირვებადი სიდიდეები, როგორებიცაა საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის ტრენდი და პოტენციური გამოშვება.

შედეგები

კაპიტალის მარაგის შეფასება

ღიაგრამა 1-ზე გამოახულია მუდმივი მარაგების მეთოდით შეფასებული კაპიტალის მთლიანი შიდა პროდუქტთან თანაფარდობა, იგივე კაპიტალის კოეფიციენტი, რომელიც გვიჩვენებს ქვეყანაში ერთი ერთეული გამოშვების საწარმოებლად საჭირო კაპიტალის მოცულობას. როგორც დიამგრამიდან იკვეთება, კაპიტალის კოეფიციენტი არ ხასიათდება გამოკვეთილი მერყეობით, რაც შესაბამისობაშია ეკონომიკურ თეორიასთან და კაპიტალის მარაგის მიღებული შეფასების სანდოობაზე მეტყველებს.

ბერლემანისა და ვესელჰოფტის (2014) კვლევის თანახმად, ბოლო ორ ათწლეულში შეინიშნება ქვეყნებს შორის კაპიტალის კოეფიციენტების დაახლოების ძლიერი ტენდენცია 3-ის ტოლი გლობალური საშუალოსკენ. მაღალი შემოსავლის მქონე ქვეყნებში კი კაპიტალის კოეფიციენტი საშუალოდ 3.5-ს უტოლდება, რაც გვაძლევს საფუძველს ვივარაუდოთ, რომ სწორედ ეს ნიშნული წარმოადგენს კაპიტალის მშპ-სთან თანაფარდობის მდგრად მდგომარეობას. საქართველოს შემთხვევაში გლობალურ საშუალოზე დაბალი კაპიტალის კოეფიციენტი ადგილობრივ წარმოებაში კაპიტალტევადი ტექნოლოგიების სიმწირეზე მიუთითებს და კაპიტალში შემდგომი ინვესტირებით პოტენციური ზრდის გაუმჯობესების შესაძლებლობაზე მეტყველებს.

პოტენციური გამოშვების შეფასება

კაპიტალის მარაგის შეფასების შემდეგ კალმანის ფილტრის მეთოდოლოგიით შეფასდა პოტენციური გამოშვება. შესაბამის სტრუქტურულ მოდელში აღიწერა როგორც (1) და (3) განტოლებებით მოცემული იგივეობები, ასევე კაპიტალისა და დასაქმების ტრაექტორიები. მოდელს დაკვირვებად სიდიდეებად გადაეცა კვარტალური სიხშირის

² წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, 2016.

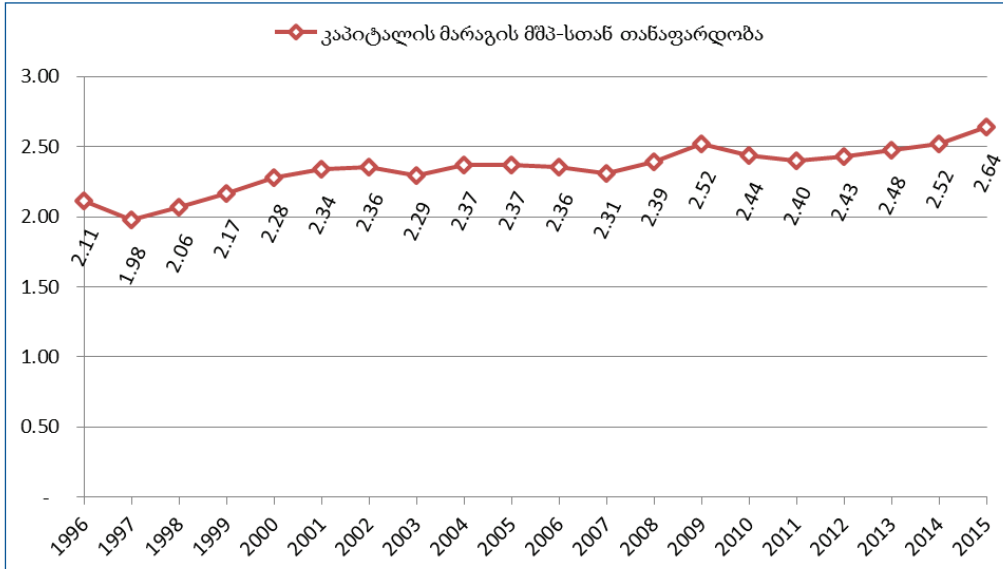
³ Iradian, G. (2007). Rapid Growth in Transition economies: Growth-accounting approach. IMF Working Paper.

⁴ Hajkova, D., & Hurnik, J. (2007). Cobb-Douglas Production Function: The Case of Converging Economy, Czech Journal of Economics and Finance, 57, no.9-10.

⁵ NAIRU-ს შეფასება სტრუქტურული მოდელის აგებას და პარამეტრების მქსიმალური დასაჯერისობის მეთოდით შეფასებას მოითხოვს, რაც მნიშვნელოვნად სცდება წარმოდგენილი კვლევის არეალს. თუმცა იგი საინტერესო თემაა სამომავლო კვლევებისათვის.

დიაგრამა 1.

კაპიტალის მარაგის მშპ-სთან თანაფარდობა საქართველოს ეკონომიკისთვის (1996-2015).



წყარო: ავტორის გამოთვლები

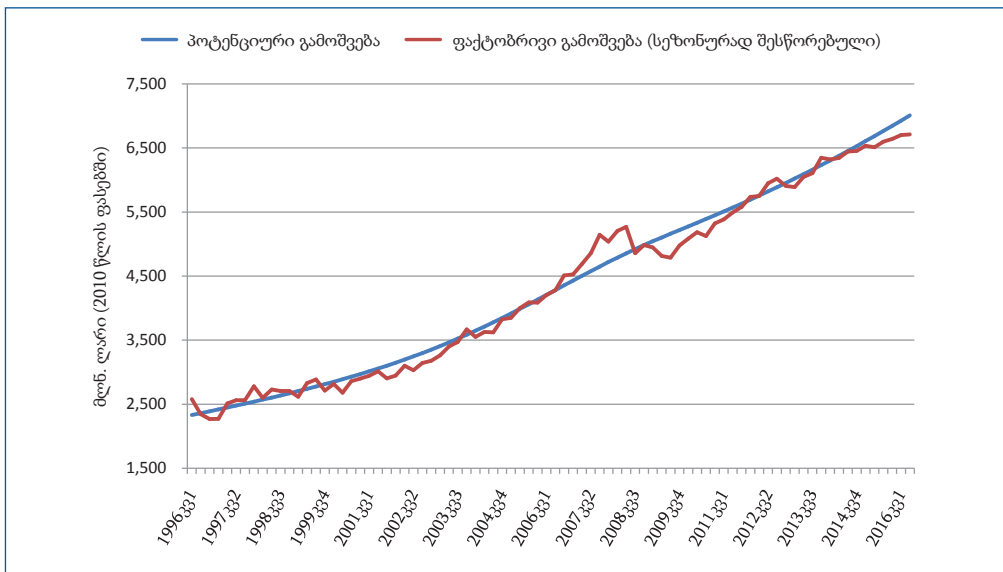
დასაქმებისა და სეზონურად შესწორებული მშპ-ის დროითი მწკრივები (წყარო: საქსტატი, 2016). მიღებული პოტენციური გამოშვების კვარტალური შეფასება წარმოდგენილია დიაგრამა 2-ზე.

დიაგრამიდან ნათლად ჩანს, რომ 2006-2007 წლების ეკონომიკურ აღმავლობას, რასაც თანახლდა პოტენციურ გამოშვებაზე მაღალი ფაქ-

ტობრივი მთლიანი შიდა პროდუქტი, 2008-2009 წლების რეცესია მოჰყვა უარყოფითი მშპ-ის გეპით. ის ფაქტი, რომ დიაგრამაზე წარმოდგენილი დინამიკა ადეკვატურად ასახავს საქართველოს ეკონომიკის ბოლოდროინდელ მერყეობებს, კიდევ ერთხელ ადასტურებს შერჩეული მეთოდისა და მოდელის გამოყენებული სპეციფიკაციის სანდოობას.

დიაგრამა 2.

პოტენციური და ფაქტობრივი გამოშვება საქართველოში (1996 კვ.1 -2016 კვ.2).



წყარო: ავტორის გამოთვლები



მოცემული დიაგრამის მიხედვით ასევე ცხადი ხდება, რომ 2014 წლის მეორე კვარტლიდან ფაქტობრივი გამოშვება ჩამორჩება პოტენციურ დონეს და არსებული სხვაობა გაღრმავების ტენდენციას ავლენს. როგორც ცნობილია ეკონომიკური თეორიიდან, სუსტი მიმდინარე გამოშვება ძირითადად მოთხოვნის მხარეს არსებული ფაქტორებითაა განპირობებული, მაშინ როცა პოტენციური გამოშვების დონეს მიწოდების მხარეს მდგომი ფაქტორები განსაზღვრავს.

ვინაიდან ამ კვლევის ფოკუსი პოტენციური გამოშვება და მისი გაუმჯობესების გზებია, ანალიზს სწორედ პოტენციური ბრდის დეკომპოზიციით განვაგრძობთ საწარმოო ფაქტორების მიმართ. დიაგრამა 3-ზე წარმოდგენილია საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის, კაპიტალისა და დასაქმების წვლილი პოტენციურ ბრდაში წლების მიხედვით. კვლევით მოცული პერიოდის განმავლობაში (1997-2015) საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის წვლილი პოტენციურ ბრდაში საშუალოდ 2.58 პროცენტული პუნქტი იყო, კაპიტალის კონტრიბუციაც 2.58 პ.პ.-ს შეადგენდა, დასაქმებაზე კი მხოლოდ 0.31 პროცენტული პუნქტი მოდიოდა.

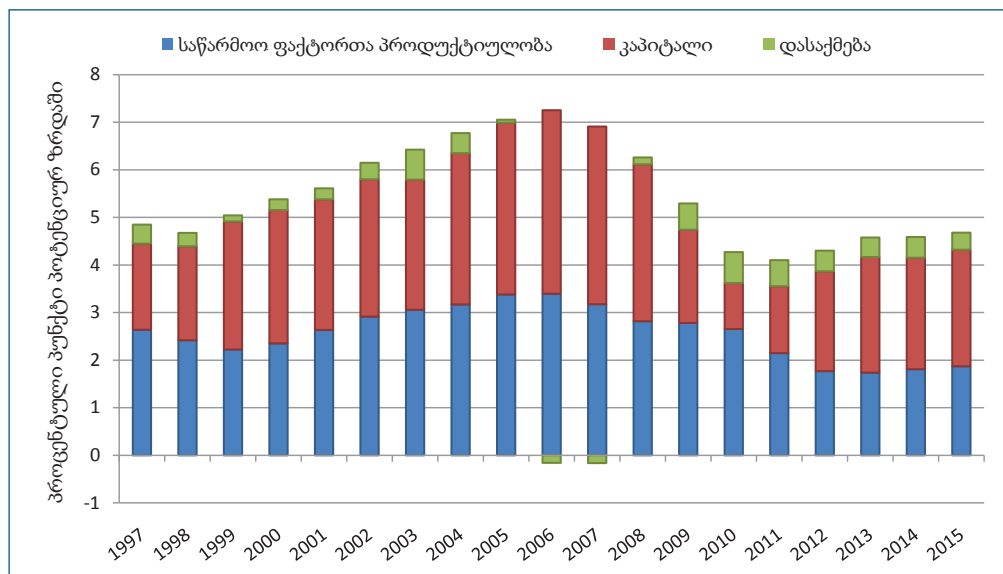
დიაგრამიდან ნათელი ხდება პოტენციურ ბრდაში საწარმოო ფაქტორთა კონტრიბუციების დინამიკა ბოლო ოცწლეულის განმავლობაში. 90-იანი წლების მიწურულს ეკონომიკის პოტენციური ბრდის

მთავარ მამოძრავებელს საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობა წარმოადგენდა, რომელიც ეტაპობრივად ადგილს უთმობდა კაპიტალს. დასაქმების წვლილი კი უმნიშვნელო იყო.

სიტუაცია მკვეთრად იცვლება 2000-იანი წლების დასაწყისიდან, როდესაც საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის წვლილი იწყებს მკვეთრ ზრდას, რასაც თან ახლავს კაპიტალის კონტრიბუციის მატებაც. დასაქმების წვლილი კი კვლავ უმნიშვნელოა და 2006-2007 წლებში უარყოფითიც კი ხდება. აღნიშნული დინამიკა შეიძლება აიხსნას ამ პერიოდში გატარებული საბაზრო და ინსტიტუციური რეფორმებით, რამაც ინვესტიციების მკვეთრ ზრდას მისცა ბიძგი და ეკონომიკის შესამჩნევად გაუმჯობესებულ პოტენციალში აისახა. დასაქმების უმნიშვნელო და ზოგ შემთხვევაში უარყოფითი წვლილი კი შეიძლება აიხსნას ერთი მხრივ დახასიათებულ პერიოდში საჯარო სტრუქტურებში რესურსების ოპტიმიზაციის თანმხლები სამუშაო ადგილების შემცირებით, ხოლო მეორე მხრივ სამუშაო ძალის პროდუქტიულობის ზრდის ხელშემწყობი ინვესტიციების ნაკლებობით.

პოტენციური ბრდის სურათი კვლავ შეიცვალა 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისისა შემდეგ. ამ პერიოდში საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის წვლილის ეტაპობრივ შემცირებას თან დაერთო ბრდაში კაპიტალის კონტრიბუციის მკვე-

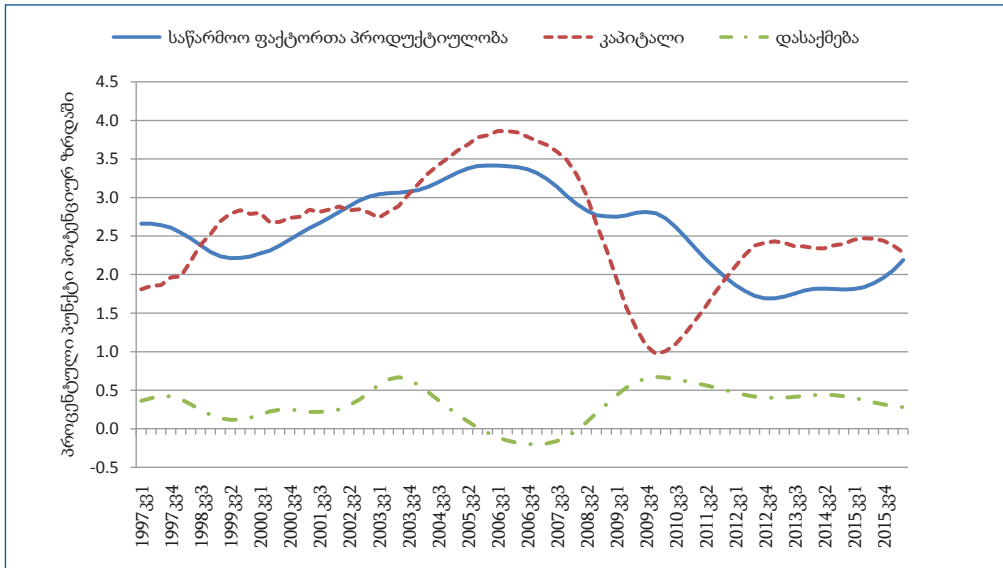
დიაგრამა 3.
პოტენციური გამოშვების ბრდის დეკომპოზიციის საქართველოში (1997-2015).



წყარო: ავტორის გამოთვლები

დიაგრამა 4.

პოტენციურ ზრდაში საწარმოო ფაქტორთა წვლილების ტრაექტორია (1997 კვ.1–2016 კვ.2).



წყარო: ავტორის გამოთვლები

ეთრი დაცემა, რაც ძირითადად შემცირებული ინვესტიციების გამოვლინება იყო. 2011 წლიდან იწყება ეკონომიკის პოტენციალის გაჯანსაღების პროცესი, რაც გამოიხატება პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის წვლილის თანმიმდევრული მატებით. 2013 წლიდან კი ზრდის ტენდენცია მიეცა საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის კონტრიბუციასაც. რაც შეეხება სამუშაო ძალას, მისი წვლილი უკანასკნელ წლებში 0.4 პროცენტული პუნქტის ფარგლებში ნარჩუნდება.

როგორც ლიტერატურის მიმოხილვაში აღინიშნა, პოტენციურ ზრდაში საწარმოო ფაქტორთა კონტრიბუციების ტრაექტორიით შეგვიძლია ვიმსჯელოთ საწარმოო პროცესში მათი გამოყენების ეფექტიანობაზე. დიაგრამა 4-ზე წარმოდგენილია პოტენციურ ზრდაში საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის, კაპიტალისა და დასაქმების წვლილების ტრაექტორიები.

დიაგრამიდან ირკვევა, რომ 2003-2007 წლებში კაპიტალის წვლილის ზრდასთან ერთად იზრდებოდა საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის კონტრიბუციაც, რაც ამ პერიოდში კაპიტალის ეფექტიან უტილიზაციაზე მიუთითებს. რაც შეეხება კრიზისის შემდგომ პერიოდს, დიაგრამაზე ნათლად ჩანს, რომ 2010 წლის დასაწყისიდან, ეკონომიკის

გაჯანსაღების პროცესში, ზრდაში კაპიტალის წვლილის მატებას თან არ ახლდა საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის ზრდა. ეს კი მიანიშნებს იმაზე, რომ აღნიშნულ პერიოდში განხორციელებულ ექსტენსიურ ინვესტიციებს თან არ სდევდა ტექნოლოგიური ცოდნის აქტიური ტრანსფერი ან გენერირება. ბუნებრივია, ასეთ პირობებში კაპიტალის უტილიზაცია ვერ ჩაითვლება ეფექტიანად. ამასთან, 2014-2015 წლების განმავლობაში საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის წვლილის მკვეთრი ზრდა ამ თვალსაზრისით ოპტიმიზმის საფუძველს იძლევა.

საბოლოო ჯამში, გამოიკვეთა, რომ კრიზისის შემდგომ პერიოდში საქართველოს ეკონომიკაში შეინიშნება დადებითი ტენდენციები გაჯანსაღების კუთხით, რაც პოტენციურ ზრდაში კაპიტალისა და დასაქმების კონტრიბუციების თანმიმდევრულ ზრდაში გამოიხატება. თუმცა, მეორე მხრივ, ზრდა არ შეინიშნება საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის წვლილში. ეს შეიძლება მიანიშნებდეს როგორც ადგილობრივი წარმოების პროცესში რესურსების არაეფექტიან განთავსებაზე, ასევე ტექნოლოგიური ინოვაციების დანერგვის ტემპის შენელებაზე. გარდა ამისა, იგი შეიძლება აგრეთვე ასახავდეს ე.წ. „წამოწვევითი ზრდის“⁶ პოტენციალის ამოწურვას.

⁶ წამოწვევითი ზრდა (catch-up growth) ეკონომიკურ ლიტერატურაში გამოიყენება იმ მკვეთრი ზრდის პერიოდის აღსაწერად, რომელიც ახასიათებს სუსტი საწყისი პირობების მქონე ეკონომიკას წარმატებული საბაზრო რეფორმების გატარების შემთხვევაში.



მთლიანობაში პოტენციური გამოშვების საშუალო ზრდის ტემპმა საქართველოში კრიზისის შემდგომ პერიოდში 4.5% შეადგინა, რაც 2.8 პროცენტული პუნქტით ჩამორჩება კრიზისამდე მაჩვენებელს. ამ მხრივ საქართველო გამონაკლისს არ წარმოადგენს. აღსანიშნავია, რომ გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდეგ პოტენციური ზრდის ტემპები შემცირებულია როგორც განვითარებულ, ასევე განვითარებად და გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებში. აღნიშნული ტენდენცია გაანალიზებულია საერთაშორისო მონეტარული ფონდის ეკონომიკურ მიმოხილვაში, რომლის მოკლე შეჯამებაც ჩანართის სახითაა წარმოდგენილი.

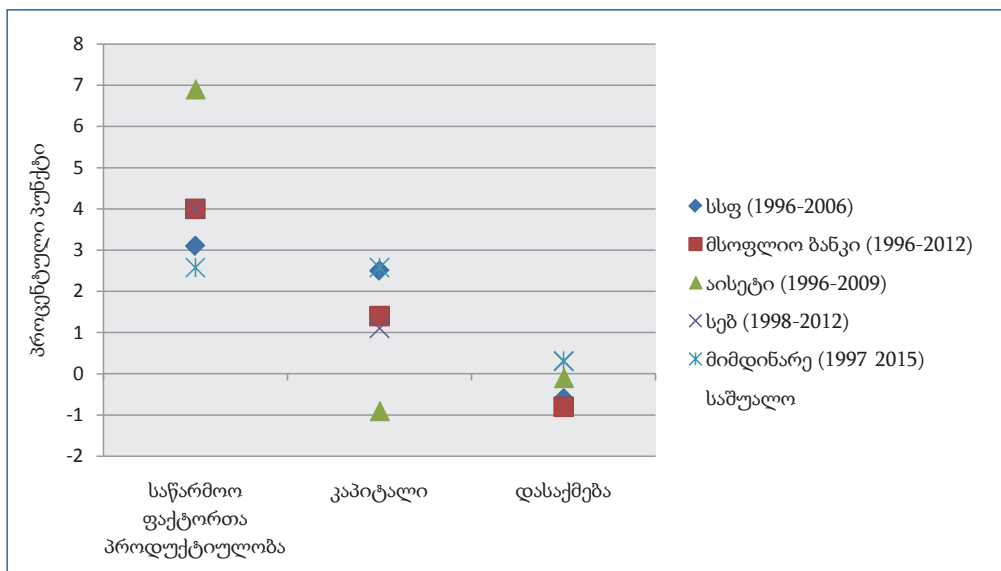
გემოთ მოყვანილი პოტენციური ზრდის დეკომპოზიციიდან (იხ. დიაგრამა 2) ცხადი ხდება, რომ საქართველოს შემთხვევაშიც კრიზისის შემდგომ პერიოდში პოტენციური ზრდის შენელება იმავე მიზეზებით იყო განპირობებული, რაც სხვა განვითარებადი ქვეყნებისთვის: კერძოდ, 2009 წლის შემდეგ საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის საშუალო წვლილი პოტენციურ ზრდაში 2 პროცენტულ პუნქტს შეადგენდა, რაც 1.5 პროცენტული პუნქტით ჩამოუვარდება კრიზისამდე მაჩვენებელს. ეს ტენდენცია შეიძლება აიხსნას ერთი მხრივ ადგილობრივი ეკონომიკის ტექნოლოგიური კონვერგენციით, რაც პროდუქტიულობის ზრდის ამ დამატებით წყაროს ზღუდავს. მეორე მხრივ იგი შეიძლება მიუთითებდეს კრიზისის შემდგომ პე-

რიოდში ეკონომიკაში რესურსების არაეფექტიან განთავსებაზე.

ანალიზის შედეგების შედარება ალტერნატიული კვლევების დასკვნებთან წარმოდგენილია დიაგრამა 5-ზე. თუკი შედარებისთვის ავიღებთ საქართველოს ეროვნული ბანკის წინა კვლევის (2012) შედეგებს, პროდუქტიულობის წვლილი პოტენციურ ზრდაში შემცირებულია, კაპიტალის კონტრიბუცია - გაზრდილი, ხოლო დასაქმების - თითქმის უცვლელი. საშუალოდ, მოყვანილი კვლევების შედეგების შეჯერებით, 1996-2015 წლების განმავლობაში პროდუქტიულობის წვლილი პოტენციურ ზრდაში იყო 4.1 პროცენტული პუნქტი, კაპიტალის - 1.3 პპ, ხოლო საშუალო ძალის - -0.2 პპ.

ბოლო ეტაპზე, როგორც მეთოდოლოგიის ნაწილში აღინიშნა, საჭიროა მოცემული კვლევის შედეგების სენსიტიურობის ანალიზი საწარმოო ფუნქციის α პარამეტრის უფრო დიდი მნიშვნელობისთვის, რასაც კაპიტალის მარაგის მიმართ გამოშვების დონის უფრო მაღალი ელასტიურობა და მთლიან შემოსავლებში უფრო მაღალი კაპიტალური შემოსავლების წილი შეესაბამება. როგორც ცხრილი 1-დან ირკვევა, თუკი α პარამეტრის მნიშვნელობას 0.6-მდე გავზრდით, კვლევით მოცული პერიოდის განმავლობაში კაპიტალის მარაგი გახდება პოტენციური ზრდის განმსაზღვრელი დომინანტური ფაქტორი. ამ შემთხვევაში კაპიტალის საშუალო

დიაგრამა 5.
შედარება წინა კვლევების შედეგებთან.



წყარო: სსგ; მსოფლიო ბანკი; ეკონომიკის საერთაშორისო სკოლა ISET, საქართველოს ეროვნული ბანკი

ცხრილი 1.

საწარმოო ფაქტორების საშუალო წვლილი პოტენციურ ზრდაში საწარმოო ფუნქციის პარამეტრის ალტერნატიული მნიშვნელობებისთვის.

საწარმოო ფაქტორის წვლილი პოტენციურ ზრდაში (პროცენტული პუნქტი)	საბაზისო ($\alpha = 0.4$)	ალტერნატიული ($\alpha = 0.6$)
საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობა	2.8	1.7
კაპიტალი	2.8	3.8
დასაქმება	0.3	0.2

წყარო: ავტორის გამოთვლები

წვლილი საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის კონტრიბუციას საშუალოდ 2.2-ჯერ აღემატება, რაც საკმაოდ არარეალისტური თანაფარდობაა გარდამავალი ტიპის ეკონომიკისთვის, რომელიც წამოწვევითი ზრდის პროცესში იმყოფება. შესაბამისად, არ გვაქვს საფუძველი ეჭვი შევიტანოთ საწარმოო ფუნქციის α პარამეტრის ვალიდურობაში.

პოტენციური ზრდის გაუმჯობესების გზები

ზინაიდან პოტენციური ზრდა განმარტების თანახმად წარმოადგენს ეკონომიკურ ზრდის გრძელვადიან ნიშნულს, რომელიც მიიღწევა საწარმოო რესურსების სრულად დატვირთვის პირობებში. მოკლევადიან პერიოდში ფაქტორი-

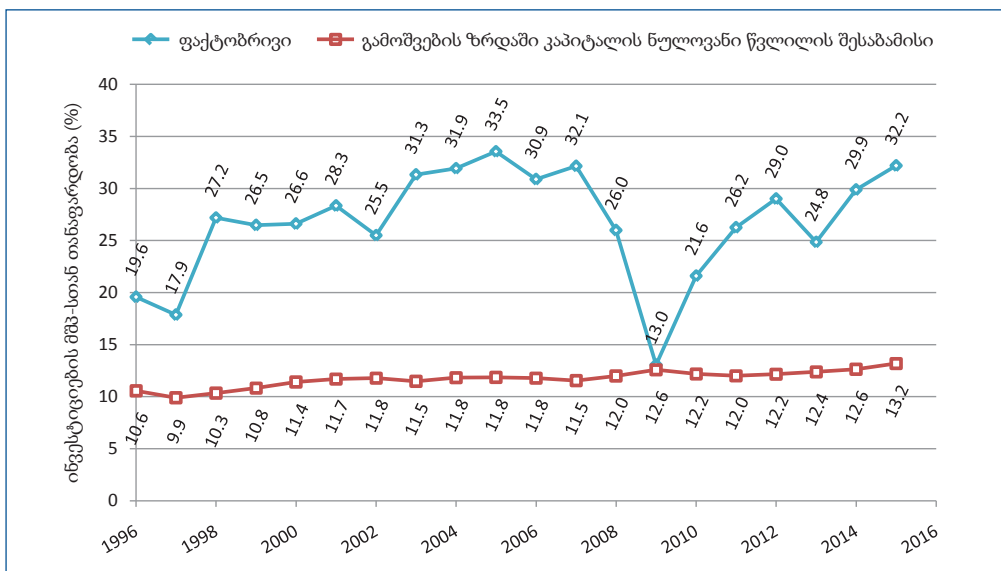
ვი ზრდის გადახრას პოტენციურიდან ბიზნეს ციკლთან დაკავშირებული მერყეობები განაპირობებს, რასაც თან ახლავს საწარმოო ფაქტორების არამდგრადი ტემპებით დატვირთვა.

მას შემდეგ, რაც სტრუქტურული მიდგომის გამოყენებით რაოდენობრივად შევაფასეთ პოტენციური ზრდის ტემპი საქართველოს ეკონომიკისთვის, საჭიროა შესაბამისი საწარმოო ფაქტორების იმ მახასიათებლების განსაზღვრა, რომლებიც საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში ზრდის ასეთი მაჩვენებლის მისაღწევად აუცილებელია.

პოტენციურ ზრდაში საწარმოო ფაქტორების კონტრიბუციის ანალიზს ვიწყებთ კაპიტალის მარაგით, რომლის მოცულობასაც განტოლება (2)-ის შესაბამისად ინვესტიციების ნაკადი და ცვე-

დიაგრამა 6.

ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობა (1996-2015).



წყარო: საქსტატი; ავტორის გამოთვლები



თის კოეფიციენტი განსაზღვრავს. დიაგრამა ნ-ზე წარმოდგენილია ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობის ფაქტობრივი და პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის ნულოვანი წვლილის შესაბამისი მნიშვნელობები. ეს უკანასკნელი შეესაბამება ინვესტიციების იმ მოცულობას, რომელიც საჭიროა კაპიტალის არსებული მარაგის ცვეთის კომპენსაციისთვის. შესაბამისად, იგი ინვესტიციების მშპ-სთან ის მინიმალური თანაფარდობაა, რაც პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის არაუარყოფით წვლილს განაპირობებს.

როგორც დიაგრამიდან ირკვევა, კვლევით მოცული პერიოდის განმავლობაში ინვესტიციების ფაქტობრივი თანაფარდობა გამოშვებასთან ყოველთვის აღემატებოდა აღნიშნულ მინიმალურ დონეს, თუ არ ჩავთვლით 2009 წელს, როცა იგი ამ მინიმუმს გაუთანაბრდა. იმის გათვალისწინებით, რომ კრიზისამდე პერიოდში (2003-2007) ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობა საშუალოდ 30%-ის ფარგლებში მერყეობდა და 2014 წლიდან იგი კვლავ დაუბრუნდა ამ დონეს, სამართლიანია ვივარაუდოთ რომ ინვესტიციების ეს თანაფარდობა იქნება მდგრადი კონვერგენციის პერიოდში. ინვესტიციების მდგრადი ნაკადის განსაზღვრის შემდეგ შეფასდა მისი შესაბამისი კაპიტალის მარაგის წვლილი პოტენციურ ზრდაში.

პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის წვლილსა და ინვესტიციების გამოშვებასთან თანაფარდობას შორის დამოკიდებულების შეფასება დეტალურად აღწერილია დანართი 2-ში. შეფასების შედეგ-

ბი მიუთითებს, რომ 2015 წლისთვის აღნიშნული დამოკიდებულება წრფივთან მიახლოებულია: ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობის ზრდას 5 პროცენტული პუნქტით თან ახლავს გამოშვების ზრდაში კაპიტალის წვლილის საშუალოდ 0.75 პროცენტული პუნქტით ზრდა.

აღნიშნული დამოკიდებულება რაოდენობრივად წარმოდგენილია ცხრილი 2-ში.

როგორც ცხრილიდან ირკვევა, ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობის მდგრად 30%-იან მაჩვენებელს, საშუალოდ, პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის 2.5 პროცენტულ პუნქტიანი წვლილი შეესაბამება. თუმცა ასევე გასათვალისწინებელია, რომ ეროვნული დანაზოგების დონე არაა საკმარისი ინვესტიციების ამ თანაფარდობის მისაღწევად. 2014-2015 წლებში საქართველოში დანაზოგების დონე საშუალოდ 19% იყო⁷. შესაბამისად, ასეთ პირობებში პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის 2.5 პროცენტულ პუნქტიანი წვლილი მოითხოვს წლიურად მიმდინარე ანგარიშის 11%-იან დეფიციტს, როგორც ინვესტიციების დაფინანსების გარე წყაროს. ცხადია, რომ მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის ეს მნიშვნელობა ვერ შენარჩუნდება გრძელვადიან პერიოდში. შესაბამისად, პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის 2.5 პროცენტულ პუნქტიანი მდგრადი წვლილის მისაღწევად საჭიროა ერთი მხრივ რეინვესტირების, ხოლო მეორე მხრივ დანაზოგების სტიმულირება, რაც თავის მხრივ ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის განვითარებას მოითხოვს.

ცხრილი 2.

შეფასებული დამოკიდებულება ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობასა და გამოშვების ზრდაში კაპიტალის წვლილს შორის 2015 წელს.

ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობა (%)	გამოშვების ზრდაში კაპიტალის წვლილი (პროცენტული პუნქტი)
15	0.27
20	1.02
25	1.77
30	2.50
35	3.23
40	3.95
45	4.66

წყარო: ავტორის გამოთვლები

⁷წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის სტატისტიკური მონაცემები.



აღსანიშნავია, რომ მაღალი პოტენციური ზრდის შესაბამისი ინვესტიციების დაფინანსება ვერ მოხდება მხოლოდ ადგილობრივი წყაროებით და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი, როგორც დაფინანსების გარე წყარო, შეინარჩუნებს თავის მნიშვნელობას. ამასთან, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი უნდა შენარჩუნდეს ისეთ დონეზე, რომელიც არ გაზრდის გარე შოკებისადმი ეკონომიკის მოწყვლადობას. გარდა ამისა, მნიშვნელოვანია, რომ მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი უმეტესწილად დაფინანსდეს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებით, რომლებიც ვაჭრობადი სექტორებისკენ იქნება მიმართული. ეს ერთი მხრივ შეზღუდავს საგარეო ვალდებულებების ზრდას, ხოლო მეორე მხრივ ადგილობრივ წარმოებაში პროდუქტიულობის ზრდის მეტ შესაძლებლობას შექმნის.

აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ენდოგენური ზრდის თეორიების მიხედვით, კაპიტალის აკუმულაციას პოტენციურ ზრდაში შეაქვს დამატებითი წვლილიც საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის გაუმჯობესების გზით.

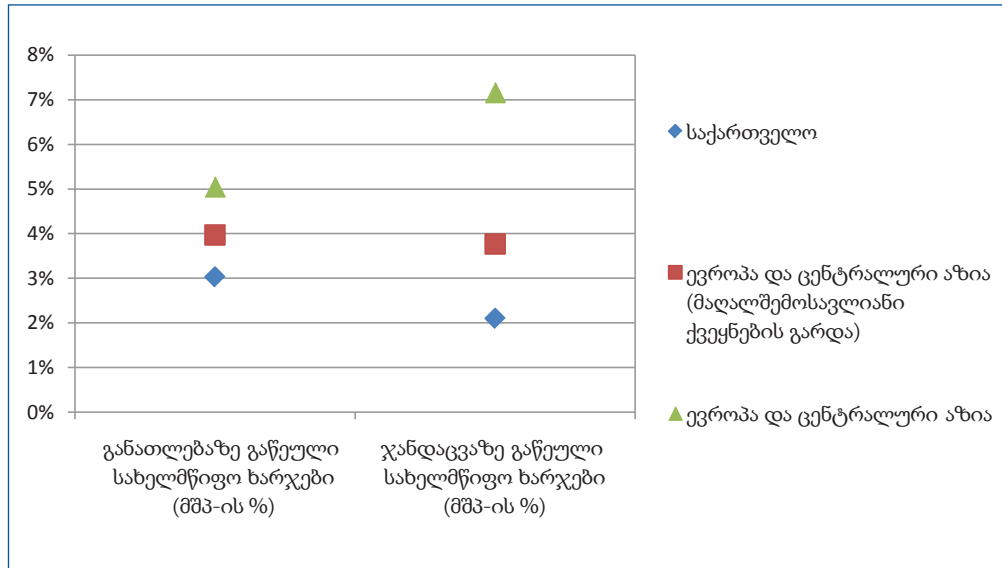
რაც შეეხება დასაქმების წვლილს პოტენციურ ზრდაში, იგი სტაბილურად დაბალია და 2010-2015 წლების განმავლობაში 0.5 პროცენტულ პუნქტიანი ნიშნულის ქვემოთ რჩება. ბუნებრივია, ამგვარი დინამიკა სამუშაო ძალის არაეფექტიან განთავსებაზე მიუთითებს. მიუხედავად იმისა, რომ უკანასკნელ წლებში (2009-2015) უმუშევრობის დონე სტაბილურად მცირდება, დასაქმებულთა განაწილება ეკონომიკის სექტორების მიხედვით მდგრადობას ინარჩუნებს. კერძოდ, საქსტატის მონაცემების მიხედვით, 2015 წლისთვის დასაქმებულთა ხვედრითი წილი სოფლის მეურნეობასა და მასთან დაკავშირებულ დაბალი პროდუქტიულობის მქონე საქმიანობებში 51%-ს აღემატება.

როგორც 2016 წლის აზიის განვითარების ხედვაში აღნიშნული, დასაქმებულთა სტაბილურად მაღალი ხვედრითი წილი შედარებით დაბალი პროდუქტიულობის მქონე დარგებში ქვეყანაში სტრუქტურული გარდაქმნის პროცესის შეფერხებაზე მიუთითებს. თავის მხრივ, სტრუქტურული გარდაქმნის პროცესის ტემპი დამოკიდებულია ეკონომიკური ზრდის ტემპზე, რასაც თან ახლავს



დიაგრამა 7.

განათლებასა და ჯანდაცვაზე გაწეული სახელმწიფო ხარჯები (2010-2015 წლების საშუალო).



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო; მსოფლიო ბანკი

სექტორების შედარებით პროდუქტიულობის ზრდა და ცვლილებები მოთხოვნის შემადგენლობაში. გარდა ამისა, ეკონომიკის სტრუქტურული გარდაქმნის პროცესზე მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს სახელმწიფო პოლიტიკის ეფექტიანობა და საბაზრო ჩავარდნების არსებობა.

საქართველოს შემთხვევაში სტრუქტურული გარდაქმნის ხელშეწყობისა და ამ გზით სამუშაო ძალის პროდუქტიულობის ამაღლებისთვის მნიშვნელოვანია ეფექტიანი სახელმწიფო პოლიტიკის გატარება ორი ძირითადი მიმართულებით. ერთი მხრივ, ეს გულისხმობს საბაზრო რეფორმებს, რომლებიც ხელს შეუწყობს დაბალი ეფექტიანობის მქონე სექტორებში წარმოების მასშტაბების ზრდას და სამუშაო ძალის გამოთავისუფლებას. მეორე მხრივ, საჭიროა ადამიანური კაპიტალის განვითარების ხელშეწყობა, რათა გამოთავისუფლებულმა სამუშაო ძალამ შეძლოს მაღალი ეფექტიანობის მქონე დარგებში დასაქმება.

ადამიანური კაპიტალის განვითარების ხელშეწყობის კუთხით მნიშვნელოვანია სახელმწიფოს მიერ გაწეული ხარჯები ჯანდაცვასა და განათლებაზე (განსაკუთრებით პროფესიული და უმაღლესი განათლების პროგრამებზე). დიაგრამა 7-ზე წარმოდგენილია განათლებასა და ჯანდაცვაზე გაწეული სახელმწიფო ხარჯების თანაფარდო-

ბა მშპ-სთან საქართველოსთვის და ევროპისა და ცენტრალური აზიის შესადარისი ქვეყნების ჯგუფებისათვის.

დიაგრამიდან ცხადი ხდება, რომ 2010-2015 წლებისათვის საქართველოში როგორც განათლებაზე, ასევე ჯანდაცვაზე გაწეული სახელმწიფო ხარჯები მნიშვნელოვნად ჩამორჩება ევროპისა და ცენტრალური აზიის განვითარებადი ქვეყნების საშუალო მაჩვენებლებს. ეს კი ცხადად მიუთითებს, რომ ქვეყანაში სამუშაო ძალის არაეფექტიანი განთავსების ერთ-ერთი ძირითადი მიზეზი ადამიანურ კაპიტალში არასათანადო ინვესტიციებია.

ამრიგად, პოტენციურ ზრდაში დასაქმების წვლილის გასაუმჯობესებლად საჭიროა ეკონომიკის სტრუქტურული გარდაქმნების ხელშეწყობა და ამავდროულად ადამიანური კაპიტალის განვითარების მხარდაჭერა. ეს უკანასკნელი კი შესადარისი ქვეყნების მაჩვენებლებიდან გამომდინარე გულისხმობს როგორც განათლებაზე, ასევე ჯანდაცვაზე გაწეული სახელმწიფო ხარჯების ზრდას მშპ-ის 4%-მდე. თუმცა, ვინაიდან სტრუქტურული ტრანსფორმაცია საკმაოდ ხანგრძლივად პროცესია და ადამიანურ კაპიტალში განხორციელებულ ინვესტიციებსაც გარკვეული პერიოდი სჭირდება უკუგებისთვის, აღნიშნული ღონისძიებების წარმატებით განხორციელების

შემთხვევაშიც კი არ უნდა ველოდოთ პოტენციურ ზრდაში დასაქმების კონტრიბუციის მკვეთრმატებას უახლოეს პერიოდში. სამართლიანია ვივარაუდოთ, რომ ეფექტიანი პოლიტიკის პირობებში გრძელვადიან პერიოდში პოტენციურ ზრდაში დასაქმების წვლილი შეიძლება გაიზარდოს 0.75-1 პროცენტულ პუნქტამდე.

და ბოლოს, პოტენციურ ზრდაში საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის წვლილის შემცირების გლობალური ტენდენცია საქართველოზეც აისახა. თუმცა ნაკლებად სავარაუდოა, რომ საქართველოს შემთხვევაში ამის მთავარი განმაპირობებელი იყოს ტექნოლოგიური განვითარების დონის დაახლოება განვითარებული ქვეყნების ნიშნულთან, რაც ამ შემცირების ძირითად მიზეზად სახელდება სწრაფად მზარდ ეკონომიკებში. ამ ვარაუდის საფუძველს იძლევა ქვეყანაში ჯერ კიდევ ფართოდ გავრცელებული წარმოების ექსტენსიური ტექნოლოგიები სოფლის მეურნეობისა და მრეწველობის დარგებში. შესაბამისად, საქართველოს შემთხვევაში საწარმოო ფაქტორების პროდუქტიულობის წვლილის შემცირება უფრო მეტად განპირობებულია პროდუქტიული საწარმოო ტექნოლოგიების იმპორტისა და დანერგვის დაბალი ტემპებით ვიდრე კონვერგენციის პროცესით.

ასეთ შემთხვევაში სახელმწიფო პოლიტიკა მიმართული უნდა იყოს იმ ფაქტორების გამოვლენისა და აღმოფხვრისკენ, რომლებიც შესაძლოა აფერხებდეს მაღალპროდუქტიული ტექნოლოგიების იმპორტისა და დანერგვის პროცესს. ამის განვითარების ხედვაში (2016) ეს ფაქტორები ორი ძირითადი ტიპის საბაზრო ჩავარდნებთანაა დაკავშირებული. პირველი მოიაზრებს გარეგან ეფექტებს, რომლებიც ახალ ტექნოლოგიებსა და საწარმოო პროცესებში ინვესტირებისას განაპირობებენ განსხვავებას კერძო და საზოგადოებრივ უკუგებას შორის. ვინაიდან ინოვაციური საკუთარ თავზე იღებს ახალი ტექნოლოგიის დანერგვასთან დაკავშირებულ რისკებს, ხოლო ინვესტიციის წარმატების შემთხვევაში ბაზარზე შემოდიან სხვა მონაწილეები და ამცირებენ მის მოგებას, საწყისი ინვესტიცია შეიძლება საერთოდ არ განხორციელდეს, თუკი ინოვაციორს არ ექნება შესაძლებლობა გარკვეული პერიოდის განმავლობაში შეზღუდოს კონკურენცია. მეორე ტიპის საბაზრო ჩავარდნა კი უკავშირდება ინფორ-

მაციის ასიმეტრიულობას საკრედიტო ბაზარზე. არახელსაყრელი შერჩევისა და მორალური საფრთხის პრობლემების გამო ნაკლებგანვითარებული საკრედიტო ბაზრები ვერ უზრუნველყოფენ მომგებიანი ინოვაციური და ტექნოლოგია ტევადი პროექტების სათანადო დაფინანსებას. შედეგად ვიღებთ ტექნოლოგიებში არასაკმარის ინვესტიციებს.

აღნიშნული საბაზრო ჩავარდნების აღმოსაფხვრელად აუცილებელია პირველ რიგში შესაბამისი საკანონმდებლო და ინსტიტუციური ბაზის მომზადება ინტელექტუალური საკუთრების დაცვისა და მისი ვაჭრობის სფეროებში. ამასთან, ინფორმაციის ასიმეტრიულობის პირობებში მნიშვნელოვანია სახელმწიფოს თანამონაწილეობა ინოვაციური პროექტების დაფინანსებაში. რა თქმა უნდა, აღნიშნული ღონისძიებების პარალელურად საჭიროა ინფრასტრუქტურის მუდმივი გაუმჯობესება და ინსტიტუტების გამართული ფუნქციონირების უზრუნველყოფა, რათა საინვესტიციო გარემო იყოს კონკურენტული და შეესაბამებოდეს ინვესტორთა მოთხოვნებს.

მიღებულ შედეგებზე დაყრდნობით შეგვიძლია წარმოვადგინოთ საქართველოსთვის პოტენციური მთლიანი შიდა პროდუქტის გრძელვადიანი ზრდის ალტერნატიული სცენარები. აღნიშნული სცენარები ვრცელდება მომდევნო 10-15 წელიწადზე. ამ პერიოდის განმავლობაში ადგილობრივი ეკონომიკა განაგრძობს განვითარებულ ეკონომიკებთან დაახლოების პროცესს, რომელსაც თანახლავს უკვე არსებული საწარმოო ტექნოლოგიების ათვისებით და ინსტიტუტების გაძლიერებით მიღწეული დამატებითი ზრდის პოტენციალი. სცენარებს პირობითად სამ კატეგორიად ვაჯგუფებთ: საშუალო, კარგი და ძალიან კარგი.

საშუალო სცენარის პირობებში ადგილობრივი დანაზოგები შეესაბამება რეგიონის საშუალო მაჩვენებელის (მშპ-ის 23%), ხოლო მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი ნარჩუნდება მშპ-ის 7%-ის დონეზე და მისი დაფინანსების ძირითად წყაროს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები წარმოადგენს. ამრიგად, მივიღებთ ინვესტიციების მშპ-სთან 30%-იან თანაფარდობას, რაც ზემოთ წარმოდგენილი შედეგების მიხედვით პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის 2.5 პროცენტულ პუნქტიან წვლილს უზრუნველყოფს. სტრუქტურული გარდაქმნების



დაბალი ტემპი და შეზღუდული საბიუჯეტო რესურსი ადამიანური კაპიტალის განვითარებისთვის სამუშაო ძალის წვლილი პოტენციურ ზრდაში 0.5 პროცენტულ პუნქტიან მაჩვენებელზე ტოვებს. საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობა კი პოტენციური ზრდის 1-2 პროცენტულ პუნქტზე აგებს პასუხს. საბოლოო ჯამში, საშუალო სცენარში მივიღებთ 4-დან 5 პროცენტამდე პოტენციური ზრდის მაჩვენებელს.

კარგი სცენარის შესაბამისად ადგილობრივი დანაზოგები იზრდება საშუალოზე დაბალი შემოსავლების მქონე ქვეყნების საშუალო მაჩვენებელამდე (მშპ-ის 28%), მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი კი უმჯობესდება და მშპ-ის 5%-ს შეადგენს, რომელიც უმეტესწილად პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებით ფინანსდება. ეს მოგვცემს ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობის 33%-იან მაჩვენებელს, რომელიც პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის 3 პროცენტულ პუნქტიან წვლილს განაპირობებს. სამუშაო ძალის წვლილი წინა სცენარის შესაბამის დონეზე რჩება (0.5 პროცენტული პუნქტი), ვინაიდან მისი გასაუმჯობესება კომპლექსურ და მაღალი ეფექტიანობის მქონე რეფორმებთანაა დაკავშირებული. ტექნოლოგიების გაზრდილი ხელმისაწვდომობა და ჯანსაღი ინსტიტუციური გარემო საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის წვლილს პოტენციურ ზრდაში 1.5-2.5 პროცენტულ პუნქტამდე ზრდის. საბო-

ლოოდ, კარგ სცენარში პოტენციური ზრდა 5-6 პროცენტს აღწევს.

ძალიან კარგი სცენარის შემთხვევაში პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის წვლილი წინა სცენარის ანალოგიურია და 3 პროცენტულ პუნქტს შეადგენს. მისი კიდევ უფრო გაუმჯობესება მიმდინარე ანგარიშის მდგრადობის პირობებში დაკავშირებულია ადგილობრივი დანაზოგების მშპ-სთან თანაფარდობის 28%-ზე უფრო მაღალ მაჩვენებელთან, რაც არარეალისტურია და არც დასტურდება შესაძარისი ქვეყნების გამოცდილებით. ეფექტიანი სტრუქტურული რეფორმებით და ადამიანურ კაპიტალში მნიშვნელოვნად გაზრდილი ინვესტიციებით სამუშაო ძალის წვლილი პოტენციურ ზრდაში 1 პროცენტულ პუნქტს აღწევს. ინტელექტუალური საკუთრების სფეროში სავაჭრო გარემო უმჯობესდება. ამას თან ახლავს ტექნოლოგიების გაზრდილი ხელმისაწვდომობა, ფინანსურ სექტორში ასიმეტრიული ინფორმაციის პრობლემის შემსუბუქება და ინსტიტუტების კიდევ უფრო ეფექტიანი ფუნქციონირება, რაც საერთო ჯამში საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის წვლილს 2-3 პროცენტულ პუნქტამდე აუმჯობესებს. ამრიგად, ძალიან კარგი სცენარის პირობებში მიიღწევა პოტენციური ზრდის 6-7 პროცენტთან მაჩვენებელი.

მოყვანილი სცენარები რაოდენობრივად შეჯამებულია ცხრილი 3-ში.

ცხრილი 3.
საქართველოს პოტენციური მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის სცენარები.

პოტენციური ზრდა	ადგილობრივი დანაზოგები (მშპ-ის %)	მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი (მშპ-ის %)	ინვესტიციები (მშპ-ის %)	აბაზთა ლის წვლილი (ერთეული ერთეული ერთეული)	სამუშაო ძალის წვლილი (ერთეული ერთეული ერთეული)	სანარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის წვლილი (ერთეული ერთეული ერთეული)	პოტენციური ზრდა
საშუალო	23%	7%	30%	2.5	0.5	1 – 2	4% – 5%
კარგი	28%	5%	33%	3	0.5	1.5 – 2.5	5% – 6%
ძალიან კარგი	28%	5%	33%	3	1	2 – 3	6% – 7%

წყარო: ავტორის გამოთვლები

დასკვნა

წარმოდგენილ კვლევაში შეფასებულია პოტენციური გამოშვება და მისი ზრდის დეკომპოზიცია საწარმოო ფაქტორების მიხედვით. ანალიზი დაფუძნებულია კობ-დუგლასის საწარმოო ფუნქციასა და არადაკვირვებად სიდიდეებზე როგორებიცაა საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის ტრენდი და პოტენციური გამოშვება, რომელიც იყენებს კალმანის ფილტრს.

პოტენციური გამოშვების შეფასების შედეგად გამოიკვეთა, რომ 2014 წლის მეორე კვარტლიდან მიმდინარე გამოშვება ჩამორჩება პოტენციურ დონეს და არსებული სხვაობა გაღრმავების ტენდენციით ხასიათდება. ასევე გამოვლინდა, რომ კრიზისის შემდგომ პერიოდში (2009-2015) პოტენციური ზრდის საშუალო ტემპმა 4.4%-ს შეადგინა, რაც 1.5 პროცენტული პუნქტით ჩამორჩება კრიზისამდელ მაჩვენებელს. პოტენციური ზრდის დეკომპოზიციამ კი აჩვენა, რომ კვლევით მოცულ პერიოდში (1997-2015) საშუალოდ საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის წვლილი პოტენციურ ზრდაში 2.6 პროცენტული პუნქტია, კაპიტალის საშუალო წვლილსაც 2.6 პროცენტული პუნქტი შეესაბამება, ხოლო დასაქმება საშუალოდ პოტენციური ზრდის მხოლოდ 0.3 პროცენტულ პუნქტზე აგებს პასუხს.

პოტენციური ზრდის ამხსნელი ფაქტორების ტრექტორიების ანალიზის შედეგად გამოვლინდა, რომ კრიზისის შემდგომ პერიოდში საქართველოში პოტენციური ზრდის შენელების ძირითადი მიზ-

ები არა იმდენად ტექნოლოგიური კონვერგენციის პროცესი, არამედ რესურსების არაეფექტიანი განთავსებაა. შესაბამისად, საწარმოო ფაქტორების პროდუქტიულობის ამაღლების ხელშეწყობით შესაძლებელია პოტენციური ზრდის მაჩვენებლის გაუმჯობესება. ამისათვის კი საჭიროა თანმიმდევრული ღონისძიებების განხორციელება კონკრეტული მიმართულებებით. კერძოდ, მნიშვნელოვანია დანაზოგების ფორმირებისა და რეინვესტირების ხელშეწყობა პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის წვლილის შესანარჩუნებლად. ასევე აუცილებელია ადამიანური კაპიტალის განვითარების მხარდაჭერა განათლებასა და ჯანდაცვაზე გაწეული ხარჯების ზრდით რეგიონის შესაძარისი ქვეყნების შესაბამის ნიშნულებამდე. და ბოლოს, საწარმოო ფაქტორთა პროდუქტიულობის ზრდის უზრუნველსაყოფად მნიშვნელოვანია ინოვაციური და ტექნოლოგიატევადი პროექტების მხარდაჭერა. ეს კი ერთი მხრივ დაფინანსების ხელმისაწვდომობის გაუმჯობესებას, ხოლო მეორე მხრივ ინტელექტუალური საკუთრების დაცვის უზრუნველყოფას მოითხოვს.

საბოლოო ჯამში, იმის მიხედვით თუ რამდენად გაუმჯობესდება პოტენციური ზრდის განმაპირობებელი თითოეული კომპონენტი, წარმოვადგინეთ პოტენციური მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის სამი ალტერნატიული სცენარი. საშუალო სცენარში მივიღეთ 5-6 პროცენტის პოტენციური ზრდის ტემპი მომდევნო 10-15 წლის მანძილზე, კარგ სცენარს შეესაბამება 6-7 პროცენტი, ხოლო ძალიან კარგი სცენარის პირობებში მიიღწევა 7-8 პროცენტის პოტენციური ზრდა.



გამოყენებული ლიტერატურა

- იმნაიშვილი, ა. (2010). საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის პოტენციური ღონის შეფასება. სადისკუსიო ნაშრომი. საქართველოს ეროვნული ბანკი.
- საქართველოს ეროვნული ბანკი. (2012). ათვისებული სიმძლავრეების შეფასება და პოტენციური გამოშვების განსაზღვრა საქართველოს ეკონომიკისთვის. ინფლაციის მიმოხილვა. გვ. 20-21.
- სვანიშვილი, ნ. (2015). შრომითი და კაპიტალური შემოსავლები. ეკონომიკა და საბანკო საქმე. 3(3). გვ. 26-40.
- Asian Development Bank (2016). Asia's Potential Growth. Asian Development Outlook. pp. 43-84.
- Babych, Y., & Fuenfzig, M. (2012). An Application of the Growth Diagnostics Framework: The Case of Georgia. ISET Policy Institute.
- Berlemann, M. & Wesselhoft, J. (2014). Estimating Aggregate Capital Stocks Using the Perpetual Inventory Method. Review of Economics, 65. pp. 1-34.
- Dybczak, K., Flek, V., Hajkova, D., & Hurnik, J. (2006). Supply-Side Performance and Structure in the Czech Republic. Czech National Bank Working Paper Series.
- Hajkova, D., & Hurnik, J. (2007). Cobb-Douglas Production Function: The Case of Converging Economy, Czech Journal of Economics and Finance, 57, no.9-10.
- Hausmann, R., Rodrik, D., & Velasco, A. (2008). Growth diagnostics. The Washington consensus reconsidered: Towards a new global governance, 324-355.
- IMF. (2015). Uneven Growth: Short- and Long-Term Factors. World Economic Outlook.
- Shaikh, A. M., & Moudud, J. K. (2004). Measuring Capacity Utilization in OECD Countries: A Cointegration Method. Working Paper No. 415. The Levy Economic Institute of Bard College.
- The World Bank. (2013). Georgia Rising: Sustaining Rapid Economic Growth. Country economic memorandum.

დანართი 1. კაპიტალის მარაგის შეფასება საქართველოს ეკონომიკისთვის

კაპიტალის მარაგის შესაფასებლად გამოყენებულია მუდმივი მარაგების მეთოდი (Perpetual Inventory Method), რომლის მიხედვითაც კაპიტალის მარაგის ღირებულება მოცემული პერიოდის დასაწყისში უტოლდება წინა პერიოდის ნარჩენი კაპიტალის ღირებულებისა (ცვეთის გათვალისწინებით) და მოცემულ პერიოდში განხორციელებული ინვესტიციების ჯამს:

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t \quad (A1)$$

სადაც K_t გამოხატავს კაპიტალის მარაგის ღირებულებას t პერიოდის დასაწყისში, δ კაპიტალის ცვეთის კოეფიციენტი, ხოლო I_t კაპიტალში განხორციელებული ინვესტიციების მოცულობას ასახავს t პერიოდის განმავლობაში.

მოცემული ფორმულის გარდაქმნით შეგვიძლია გამოვსახოთ კაპიტალის მარაგის ზრდის ტემპი t -დან $t+1$ პერიოდამდე:

$$g_{K,t+1} \equiv \frac{K_{t+1} - K_t}{K_t} = -\delta + \frac{I_t}{K_t} \quad (A2)$$

სადაც $g_{K,t+1}$ კაპიტალის მარაგის ზრდის ტემპია t -დან $t+1$ პერიოდამდე.

(A2)-დან კი შეგვიძლია ჩავწეროთ კაპიტალის მარაგის ღირებულება t პერიოდის დასაწყისში:

$$K_t = \frac{I_t}{g_{K,t+1} + \delta} \quad (A3)$$

კაპიტალის საწყისი მარაგის შეფასება სწორედ ფორმულა (A3)-ზეა დაფუძნებული. როგორც ფორმულიდან ჩანს, იგი დამოკიდებულია საწყის პერიოდში განხორციელებული ინვესტიციების მოცულობაზე. ბიზნეს ციკლებისთვის დამახასიათებელმა რყევებმა კი შეიძლება მოგვცეს საწყის

პერიოდში ინვესტიციების ტრენდიდან გადახრილი მნიშვნელობა, რაც კაპიტალის საწყისი მარაგის არაზუსტ შეფასებამდე მიგვიყვანს (ამ შემთხვევაში აღმოჩნდება, რომ კაპიტალის მარაგი ბიზნეს ციკლის მიმართ ისეთივე მგრძობიარეა, როგორც ინვესტიციების მოცულობა, რაც არარეალისტურია). ამ შესაძლო უზუსტობის გამოსასწორებლად ბერლემანი და ვესელჰოფტი (2014) ინვესტიციების საწყისი მოცულობის ნაცვლად იყენებენ ლოგ-წრფივი რეგრესიით შეფასებულ ინვესტიციების ტრენდულ მნიშვნელობას, რათა გამორიცხონ მიმდინარე ბიზნეს ციკლის გავლენა კაპიტალის საწყის მარაგზე.

რაც შეეხება კაპიტალის მარაგის ზრდის ტემპს საწყის პერიოდში, ავტორები მის მიახლოებად იმავე ლოგ-წრფივი რეგრესიით შეფასებულ ინვესტიციების გრძელვადიანი ზრდის ტემპს იღებენ. ამრიგად, ბერლემანისა და ვესელჰოფტის (2014) მიდგომის მიხედვით კაპიტალის საწყისი მარაგი შეიძლება შეფასდეს როგორც:

$$K_0 = \frac{\hat{I}_0}{g_I + \delta} \quad (A4)$$

სადაც K_0 კაპიტალის მარაგის საწყისი მნიშვნელობაა, g_I ინვესტიციების მოცულობის გრძელვადიანი ზრდის ტემპი, ხოლო \hat{I}_0 საწყისი პერიოდის ინვესტიციების შეფასებული მნიშვნელობაა შემდეგი ლოგ-წრფივი რეგრესიიდან:

$$\ln(I_t) = a + bt + u_t \quad (A5)$$

საქართველოს ეკონომიკისთვის (A5) განტოლების შეფასება განხორციელდა 1996-2016 პერიოდისთვის კაპიტალის ფორმირების სეზონურად შესწორებული და მუდმივ ფასებში გამოხატული კვარტალური მონაცემების გამოყენებით (წყარო: საქსტატი, 2016). რეგრესიის შედეგები წარმოდგენილია ცხრილი (T1)-ში.

როგორც ცხრილიდან ირკვევა, განტოლება (A5)-ის შეფასება საქართველოს ეკონომიკისთვის შემდეგი სახისაა:

$$\widehat{\ln(I_t)} = 6.1399 + 0,0161t(A6) \quad (A6)$$

შესაბამისად, კაპიტალის ფორმირების საწყისი შეფასებული მნიშვნელობა 1996 წლის პირველი კვარტლისთვის (2010 წლის მუდმივ ფასებში) მოიცემა შემდეგნაირად:

$$\hat{I}_{1996Q1} = e^{6.1399+0.0161 \cdot 0} = 555.49 \text{ მლნ. ლარი}$$

ხოლო ინვესტიციების მოცულობის გრძელვადიანი ზრდის ტემპის (g_I) შეფასებას კი წარმოადგენს (A6) განტოლებაში დროითი ტრენდის აღმნიშვნელი ცვლადის წინ მდგომი წევრი: $g_I = 0.0161$.

დიაგრამა T1.

კაპიტალის ფორმირებისა და დროითი ტრენდის რეგრესიული ანალიზი.

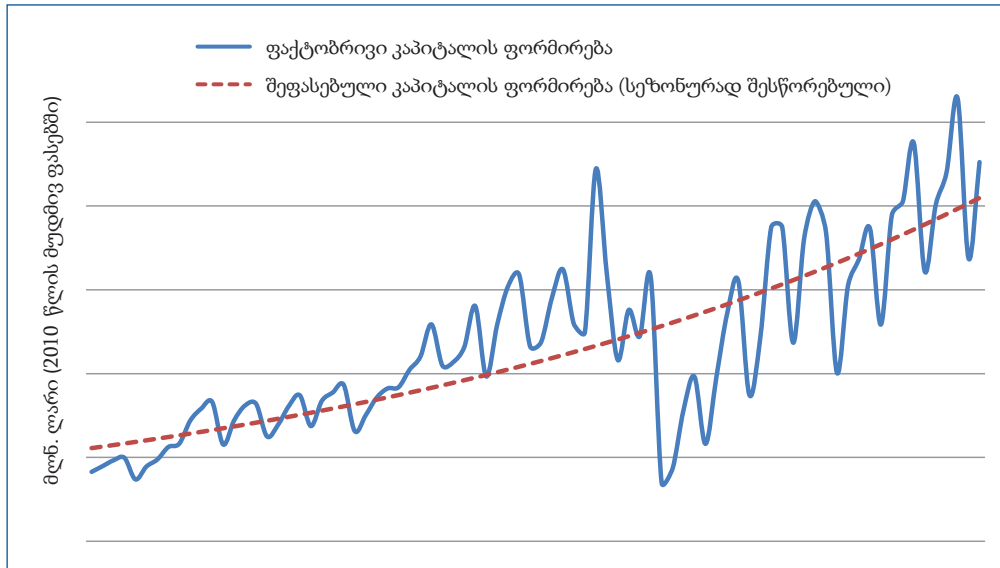
Dependent Variable: LOG_INVEST_D11
 Method: Least Squares
 Date: 10/05/16 Time: 14:46
 Sample: 1996Q1 2016Q2
 Included observations: 82

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	6.319855	0.056212	112.4295	0.0000
@TREND	0.016104	0.001198	13.43874	0.0000
R-squared	0.693016	Mean dependent var		6.972053
Adjusted R-squared	0.689178	S.D. dependent var		0.460689
S.E. of regression	0.256841	Akaike info criterion		0.143367
Sum squared resid	5.277373	Schwarz criterion		0.202067
Log likelihood	-3.878038	Hannan-Quinn criter.		0.166934
F-statistic	180.5996	Durbin-Watson stat		0.424871
Prob(F-statistic)	0.000000			



დიაგრამა D1.

კაპიტალის ფაქტობრივი და შეფასებული ფორმირება (1996-2016).



კაპიტალის ფორმირების ფაქტობრივი და შეფასებული დროითი მწკრივები გამოსახულია დიაგრამა (D1)-ზე.

$$K_{1996Q1} = \frac{I_{1996Q1}}{g_I + \delta} = \frac{555.49}{0.0161 + 0.0127} = 19,257.8 \text{ მლნ. ლარი}$$

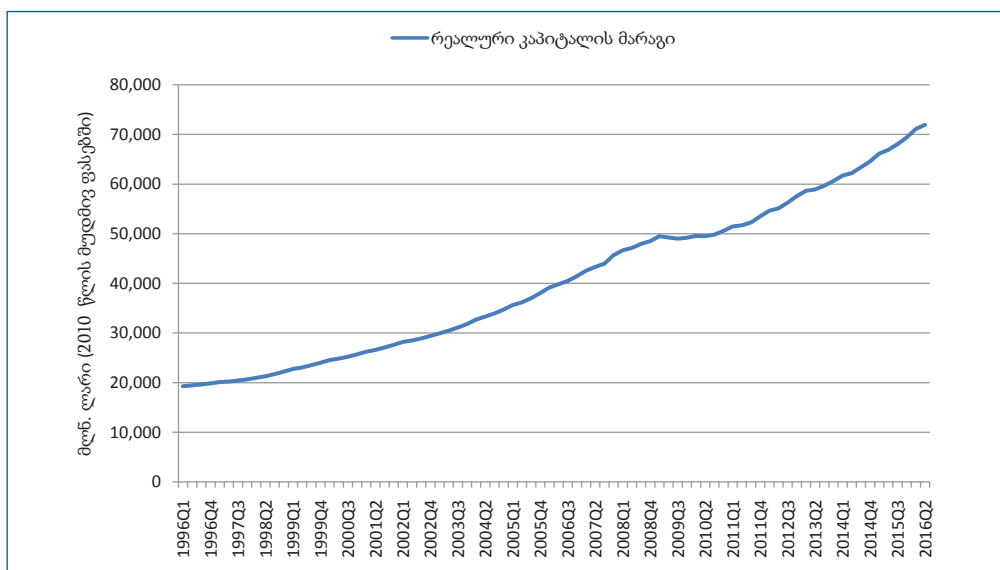
თუ კაპიტალის წლიურ ცვეთის კოეფიციენტად ავიღებთ 5%-ს, რომელსაც კვარტალური ცვეთის 1.27% შეესაბამება, საქართველოს ეკონომიკისთვის კაპიტალის საწყისი მარაგის ღირებულება 1996 წლის პირველი კვარტლის დასაწყისში (2010 წლის მუდმივ ფასებში) შემდეგნაირად გამოითვლება:

შემდეგი პერიოდებსთვის კი კაპიტალის მარაგის მნიშვნელობები დათვლილია (A1) განტოლების გამოყენებით.

საბოლოოდ, რეალური კაპიტალის შეფასებული დროითი მწკრივი წარმოდგენილია დიაგრამა (D2)-ზე.

დიაგრამა D2.

კაპიტალის შეფასებული მარაგი საქართველოს ეკონომიკისთვის (1996-2016)



**დანართი 2. პოტენციური გამოშვების
ზრდაში კაპიტალის წვლილის შეფასება
ინვესტიციები/მშპ თანაფარდობის
სხვადასხვა მნიშვნელობისთვის**

კაპიტალის აკუმულაციის ზოგადი განტოლებიდან ($K_{t+1} = [1 - \delta]K_t + I_t$) შეგვიძლია ჩავწეროთ დამოკიდებულება კაპიტალის მარაგის ზრდის ტემპსა ($g_{K,t+1}$) და ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობას ($i_t = I_t/Y_t$) შორის:

$$g_{K,t+1} = \frac{K_{t+1} - K_t}{K_t} = -\delta + \frac{Y_t}{K_t} i_t \quad (A7)$$

ამ უკანასკნელიდან კი შეგვიძლია გამოვსახოთ პოტენციური გამოშვების ზრდაში კაპიტალის წვლილის ფორმულა, რომელიც კობ-დუგლასის საწარმოო ფუნქციაზეა დაფუძნებული:

$$\rho_{K,t+1} = (1 + g_{K,t+1})^\alpha - 1 \quad (A8)$$

სადაც $\rho_{K,t}$ წარმოადგენს $t+1$ პერიოდში პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის წვლილს.

საბოლოოდ, ფორმულა (A7)-ის შეტანით ფორმულა (A8)-ში მივიღებთ დამოკიდებულებას მოცემულ პერიოდში პოტენციურ ზრდაში კაპიტალის წვლილსა ($\rho_{K,t}$) და ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობას (i_t) შორის:

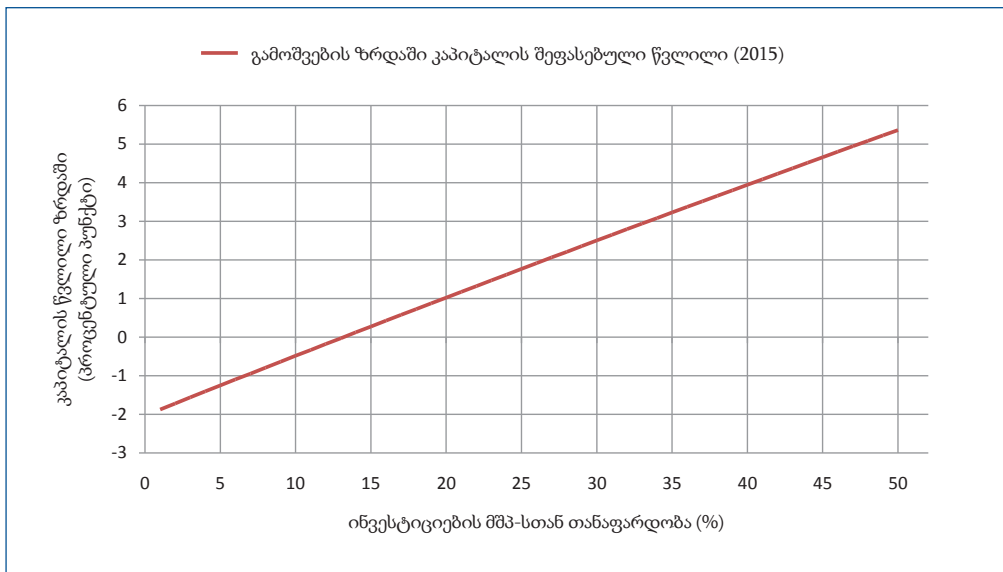
აღნიშნული დამოკიდებულება 2015 წლისთვის წარმოდგენილია დიაგრამა D3-ზე.

როგორც დიაგრამიდან ჩანს, 2015 წელს ინვესტიციების მშპ-სთან ფაქტობრივი თანაფარდობა (32%) შეესაბამებოდა გამოშვების ზრდაში კაპიტალის 2.6 პროცენტულ პუნქტიან წვლილს.

ასევე ცხადი ხდება, რომ აღნიშნული დამოკიდებულება წრფივად მიახლოებულია: ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობის ზრდას 5 პროცენტული პუნქტით თან ახლავს გამოშვების ზრდაში კაპიტალის წვლის საშუალოდ 0.75 პროცენტული პუნქტით ზრდა.

დიაგრამა D3.

შეფასებული დამოკიდებულება ინვესტიციების მშპ-სთან თანაფარდობასა და გამოშვების ზრდაში კაპიტალის წვლილს შორის 2015 წელს.





200



საქართველო
ეროვნული

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმი საქართველოში: ფინანსური გახსნილობის და ფინანსური განვითარების მაჩვენებლები

ანოტაცია

კვლევის მიზანია მონეტარული გადაცემის მექანიზმის შესწავლა საქართველოსთვის, რისთვისაც განვიხილავთ მონეტარული გადაცემის მექანიზმის სიძლიერის განმსაზღვრელ ინდიკატორებს; კერძოდ კი, აღვწერთ ფინანსური გახსნილობისა და ფინანსური განვითარების მაჩვენებლებს. ფინანსური გახსნილობის აღსაწერად განვიხილავთ ჩინ-იტოს ინდექსს – კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობის ინდიკატორს, აგრეთვე ქვეყნის ინსტიტუციური განვითარების და ფინანსური განვითარების მაჩვენებლებს.

მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის რაოდენობრივად შესასწავლად 2009–2017 პერიოდისათვის გამოვიყენეთ ძირითადი კომპონენტების ანალიზი (Principal Components Analysis) და აგრეთვე, შევაფასეთ სტრუქტურული ავტორეგრესია (SVAR) მონეტარული პოლიტიკის ინტრუმენტებისა და აგრეთვე, კონსტრუირებული ინდექსების გამოყენებით. ძირითადი კომპონენტების ანალიზით ვაჩვენებთ, რომ მონეტარული პოლიტიკა ზეგავლენას ახდენს ერთობლივ მოთხოვნაზე, ხოლო ვექტორული ავტორეგრესიით რაოდენობრივად შევაფასეთ გადაცემის სიძლიერე. მონეტარული პოლიტიკის ინტრუმენტების მაჩვენებლად განვიხილავთ სარეზერვო მოთხოვნების ფარდობას ნაღდ ფულთან და ლიკვიდობას. აგრეთვე, ვაჩვენებთ მონეტარული მდგომარეობის ინდექსისა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის

დინამიკას და მათგან აგებულ ინდექსებს. შედეგები და კვლევის გაუმჯობესების შესაძლებლობები აღწერილია დასკვნის სახით.

შესავალი

საქართველოში მონეტარული გადაცემის მექანიზმის რამდენიმე ემპირიული კვლევა არსებობს, რომელიც უმნიშვნელო განსხვავებებით სტატისტიკურად მსგავს მიდგომას (ვექტორულ ავტორეგრესიის) იყენებს. ვექტორული ავტორეგრესიით მონეტარული გადაცემის მექანიზმის შეფასება საშუალებას იძლევა თვისობრივად და ხარისხობრივად განვსაზღვროთ მონეტარული პოლიტიკის შოკების ზეგავლენა ეკონომიკაზე. ამ მიდგომით შესაძლებელია, აგრეთვე, ეკონომიკის სტრუქტურის გათვალისწინება გრძელვადიანი და მოკლევადიანი შეზღუდვების გამოყენებით. აღნიშნული ემპირიული კვლევები სხვადასხვა პერიოდს განიხილავს და შესაბამისად, მიღებული დასკვნები განსხვავდება ეკონომიკის განვითარების ეტაპების შესაბამისად.

მონეტარული გადაცემის მექანიზმის ემპირიული შესწავლა წარმოდგენილია ბაქრაძისა და ბილმაიერის ნაშრომში (Bakradze, G., Billmeier, A., 2007) 1999–2006 წლების კვარტალური მონაცემების გამოყენებით. მიღებული შედეგების თანახმად, მონეტარული შოკი მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს რეალურ გამოშვებაზე; გაცვლითი კურსის არხი



აძლიერებს, ხოლო საკრედიტო არხი ამცირებს მიმოქცევაში არსებული ნაღდი ფულის ზემოქმედებას გამოშვებაზე, საბანკო სესხის არხი მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს ფასებზე, საერთაშორისო რეზერვები კი გაცვლითი კურსის არხით ზემოქმედებს რეალურ გამოშვებაზე.

გაცვლითი კურსის გადაცემა ინფლაციაზე უმნიშვნელო აღმოჩნდა 2007 წელს ჩატარებული კვლევის მიხედვით (Dabla-Norris et al. (2007)), რომლის მთავარი მიზანი იყო ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადასვლის პირობების განხილვა.

მონეტარული გადაცემის მექანიზმის სხვადასხვა არხის შესასწავლად, იგივე სტატისტიკური მიდგომით (ვექტორული ავტორეგრესია) სამხარაძემ (სამხარაძე, ბ., 2008) შეაფასა მონეტარული გადაცემის მექანიზმი 2002-2007 პერიოდის თვის სიხშირის მონაცემების გამოყენებით. მიღებული შედეგების თანახმად, გაცვლითი კურსის ცვლილების გადაცემა ინფლაციაზე საკმაოდ დიდია; საპროცენტო განაკვეთის არხის გავლენა ინფლაციაზე მნიშვნელოვანია, თუმცა მცირეა; ხოლო მშპ-ზე გადაცემა არ დადასტურდა. რაც შეეხება ბანკის სესხების არხს, მხოლოდ ლარში გაცემული სესხები განსაზღვრავს ინფლაციას და მშპ-ს, ხოლო უცხოური ვალუტის სესხები უმნიშვნელოა. აღნიშნული კვლევის თანახმად, მონეტარული გადაცემის მექანიზმში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს მონეტარული აგრეგატები (სარეზერვო ფული, ფართე ფული).

2013 წელს განახლებული კვლევის თანახმად (ბლუაშვილი, ა. 2013), რომელიც 2004-2013 წლების კვარტალურ მონაცემებს ეყრდნობა, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შოკი მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს ინფლაციასა და ერთობლივ მოთხოვნაზე. საპროცენტო განაკვეთის არხი მნიშვნელოვანია ინფლაციაზე გადაცემისას, ხოლო გაცვლითი კურსის გადაცემა მხოლოდ მოკლევადიან პერიოდშია მნიშვნელოვანი. მონეტარული გადაცემის მექანიზმის ეს გაუმჯობესება ავტორმა ფინანსური შუამავლობის განვითარებითა და დოლარიზაციის შემცირებით ახსნა.

წინამდებარე ნაშრომში განვიხილავთ გადაცემის მექანიზმისათვის საჭირო იმგვარი მახასიათებლების დინამიკას, როგორც არის კაპიტალის ანგარიშის განხილვისა და ფინანსური განვითარე-

ბის მაჩვენებლები და ვეყრდნობით სსფ-ს სადისკუსიო ნაშრომს – მონეტარული გადაცემის მექანიზმი განვითარებად ქვეყნებში: ინდოეთის მაგალითი (Mishra, P., Montiel P., and Sengupta R., WP/16/167).

კაპიტალის ანგარიშის განხილვა და ფინანსური სექტორის განვითარება გადამწყვეტ როლს ასრულებს გადაცემის მექანიზმის სიძლიერის განსაზღვრაში; მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში მონეტარული პოლიტიკა ორი არხით: საპროცენტო განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის არხით გადაეცემა. ამ დროს ფინანსური ინტეგრაცია ზრდის მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის სიძლიერეს: ფინანსური ინტეგრაციის გაზრდილი ხარისხი ამცირებს მონეტარული პოლიტიკის შესაძლებლობას, შექმნას მოგების განაკვეთის სხვაობა (დიფერენციალი) ადგილობრივ და უცხოურ აქტივებს შორის. რაც გულისხმობს, რომ მონეტარული პოლიტიკის შედეგად გამოწვეული საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება იწვევს მოსალოდნელ დამაბალანსებელ ცვლილებას გაცვლითი კურსის დინამიკაში. ამის გამო გაცვლითი კურსი აძლიერებს მონეტარული პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთის არხის გამოყენებით ზეგავლენას ერთობლივ მოთხოვნაზე, და რაც უფრო ინტეგრირებული ფინანსური სექტორი, მით უფრო მნიშვნელოვანია გაცვლითი კურსი გადაცემის მექანიზმში. სწორედ ამიტომ მნიშვნელოვანია ფინანსური ინტეგრირების/განხილვისა და გაცვლითი კურსის რეჟიმის განხილვა მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის შესწავლისას.

ფინანსური განხილვა: კაპიტალის ანგარიშის განხილვა და ფინანსური განვითარების მარკეტინგები

მონეტარული გადაცემის მექანიზმი ქვეყნის ეკონომიკის ისეთ მახასიათებლებზე დამოკიდებული, როგორც არის: საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებთან ინტეგრაციის ხარისხი, გაცვლითი კურსის რეჟიმი, ფინანსური სისტემის სიდიდე და სტრუქტურა, ფულის, ფასიანი ქაღალდებისა და სახაზინო ვალდებულებების ბაზრის განვითარების ხარისხი, უძრავი ქონების ბაზრის (რეალური აქტივების) ლიკვიდურობა, ბანკების კონკურენტული გარემო. ეს დამოკიდებულება განსხვავდება მაღალი შემოსავლისა და დაბალი შემოსავლის ქვეყნების შედარებისას.

სადისკუსიო ნაშრომში „კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია, ინსტიტუციები დაფინანსური განვითარება“ ავტორებმა (Chinn, Menzie D. and Hiro Ito. 2002) აჩვენეს, რომ მჭიდრო კავშირია კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციასა და ფინანსურ განვითარებას შორის. ემპირიული კვლევებით დაასკვნეს (108 ქვეყნის პანელური მონაცემების გამოყენებით 1980-2000 წლებისათვის), რომ არსებობს ფინანსური განვითარების ზღვრული მნიშვნელობა, რომლის მიღწევის (გადალახვის) შემდეგ ფინანსური ბაზრის განვითარებაში ფინანსური გახსნილობა დიდ როლს ასრულებს.

ვინაიდან, მონეტარული გადაცემის მექანიზმი დამოკიდებულია ქვეყნის საერთაშორისო საფინანსო ბაზრებთან ინტეგრაციის ხარისხზე, მნიშვნელოვანია კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციის/კონტროლის გაზომვა, რაც საკმაოდ რთულია. მკვლევარებმა შექმნეს მრავალი სხვადასხვა საზომი კაპიტალის ანგარიშის კონტროლის სიდიდისა და ხარისხის გასაზომად, თუმცა, ბევრი მათგანი სრულად ვერ აღწერს კაპიტალის კონტროლის რეალურ სურათს (Edwards (2001), Edison et al. (2002)), რაც შეეხება საჭირო ინფორმაციას, ბევრი მკვლევარი იყენებს მონაცემებს საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წლიური ანგარიშიდან – გაცვლითი კურსის რეჟიმსა და გაცვლითი კურსის შეზღუდვებზე (Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)). 1967 წლიდან აღნიშნულ ანგარიშში 190-მდე ქვეყნის ინფორმაციაა წარმოდგენილი. იგი შეიცავს ერთიან ცხრილს, რომელსაც მკვლევარების კაპიტალის კონტროლისა და ფინანსური გახსნილობის მაჩვენებლების შესაქმნელად იყენებენ.

1997 წლამდე აღნიშნულ ანგარიშში საზღვარზე ფინანსური ტრანზაქციების კონტროლის ოთხი მაჩვენებელი იყო წარმოდგენილი: პირველი – რამდენიმე გაცვლითი კურსის არსებობის მაჩვენებელი (**k1**), მეორე – მიმდინარე ანგარიშის ტრანზაქციებზე შეზღუდვების არსებობის ინდიკატორი (**k2**), მესამე – კაპიტალის ანგარიშის ტრანზაქციებზე შეზღუდვების მაჩვენებელი (**k3**), მეოთხე ეს არის ექსპორტიდან შემოსავლების მარეგულირებელი მოთხოვნები (**k4**).

კაპიტალის კონტროლის ამგვარი საზომის ნაკლს წარმოადგენს ის, რომ მას არ შეუძლია კაპიტალის კონტროლის ინტენსივობის ან ეფექტიანობის გაზომვა. ამის აღმოსაფხვრელად შექმნეს

მაჩვენებელი, რომელიც კაპიტალის კონტროლის ლიბერალიზაციის საშუალო მნიშვნელობას ასახავს (Edwards, 2001 and Klein and Olivei, 2001). თუმცა, ამ მეთოდის ნაკლი ის არის, რომ ცხადად არ მიუთითებს ქვეყანა კაპიტალური ანგარიშის კონტროლისაკენ, თუ ლიბერალიზაციისაკენ იხრება; მაგ.: 0.5 მიუთითებს, რომ კაპიტალის ანგარიში ჩაკეტილი იყო პერიოდის ნახევრის განმავლობაში და შემდეგ ნახევარში გაიხსნა, ან – პირიქით.

ჩინ-იტოს ინდექსი, რომელიც (იგივე ავტორებმა) პირველად წარმოადგინეს 2006 წელს (Journal of Development Economics, 2006) ქვეყნის კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობას ზომავს. იგი ეფუძნება ორობით ცვლადებს, რომლებშიც ასახულია შეზღუდვები ქვეყნებს შორის ფინანსურ ტრანზაქციებზე. ინფორმაცია აღნიშნული შეზღუდვების არსებობის შესახებ წარმოდგენილია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წლიურ ანგარიშში Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER).

ინდექსის გამოყენებისას მონაცემთა წყაროდ უნდა მივუთითოთ: Chinn, Menzie D. and Hiro Ito. 2006. "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions," Journal of Development Economics, Volume 81, Issue 1, Pages 163-192 (October).

ჩინ-იტოს ინდექსი კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციაზე პირველი ძირითადი კომპონენტია იმ ორობით ცვლადთა ჯგუფებიდან, რომელიც შეეხება მიმდინარე ან კაპიტალის ანგარიშის ტრანზაქციების კონტროლს, გაცვლითი კურსის ტრუქტურას (მრავალი კურსის პრაქტიკის არსებობას) და ექსპორტის შემოსავლების შეზღუდვას, როგორც ეს დისაგრეგირებული სახით ქვემოთ ცხრილშია წარმოდგენილი. (ძირითადი კომპონენტების ანალიზი სტატისტიკური მეთოდია, რომელიც ცვლადების სისტემიდან აგებს ორთოგონალურ წრფივ კომბინაციას ახალი ცვლადების სახით, რაც საწყისი ცვლადების დინამიკას ასახავს).

ძირითადი კომპონენტის აგების პრინციპიდან გამომდინარე, მონაცემების ყოველი განახლების შემდეგ ძირითადი კომპონენტი თავიდან იგება და შესაბამისად, იგი განსხვავდება წინა პერიოდის მონაცემებით აგებული ინდექსისგან.

კაპიტალის კონტროლის კომპლექსურობის უკეთ ასახვის მიზნით, აღნიშნული ცვლადები შემდეგნაირად წარმოადგინეს:



ცხრილი 1.

გაცვლითი კურსის რეჟიმისა და მიმდინარე და კაპიტალური ტრანზაქციების მარეგულირებელი ჩარჩოს შემაჯამებელი მაჩვენებლები

	საქართველო
სსფ-ს შეთანხმების მიხედვით სტატუსი	●
პარაგრაფი VIII	
პარაგრაფი XIV	
გაცვლითი კურსის რეჟიმი	
არ აქვს გადახდის საკუთარი კანონიერი საშუალება	
სავალუტო ფარი	
შეთანხმებულად ფიქსირებული	
სტაბილიზაციის რეჟიმი	
მცოცავი ფიქსირებული	
მცოცავის მსგავსი რეჟიმი	
ფიქსირებული გაცვლითი კურსი ჰორიზონტალური საზღვრებით	
სხვა მართვადი რეჟიმი	
მცურავი	●
თვისუფლად მცურავი	
გაცვლითი კურსის სტრუქტურა	
დუალისტური/ორმხრივი გაცვლითი კურსი Dual exchange rates	
სხვადასხვა/მრავალი გაცვლითი კურსი Multiple exchange rates	
გადახდების რეჟიმი	
ორმხრივი გადახდების სისტემა	
გადახდების დავალიანებები	
უხილავ ტრანზაქციებზე და მიმდინარე ტრანსფერებზე გადასახადები	
ექპორტიდან შემოსავლები და უხილავი ტრანზაქციები	
რეპატრიაციაზე მოთხოვნები	
კაპიტალის ტრანზაქციები	
კონტროლი:	●
კაპიტალის ბაზრის ფასიან ქალაქებზე	
ფულის ბაზრის ინსტრუმენტებზე	
კოლექტიურ საინვესტიციო ფასიან ქალაქებზე	
დერივატივებსა და სხვა ინსტრუმენტებზე	
კომერციულ კრედიტებზე	
ფინანსურ კრედიტებზე	
გარანტიებსა და სარეზერვო ფინანსურ საშუალებებზე	●
პირდაპირ ინვესტიციებზე	
პირდაპირი ინვესტიციების ლიკვიდაციაზე	●
უძრავი ქონების ტრანზაქციებზე	
პირადი კაპიტალის ტრანზაქციებზე	
სპეციფიური დებულებები:	●
კომერციული ბანკისა და სხვა ინსტიტუციების კრედიტებისათვის	●
ინსტიტუციური ინვესტორებისათვის	

● აღნიშნავს, რომ წარმოდგენილი პრაქტიკა არსებობს.

გაცვლითი კურსის რეჟიმის კატეგორიაში საქართველომ სტბილიზაციიდან მცურავი რეჟიმის კატეგორიაში გადაინაცვლა 2013 წლის ბოლოდან.

საქართველომ გააუქმა მრავალი კურსის პრაქტიკა (Multiple Currency Practice), რაც გულისხმობს წინა პერიოდების გაცვლითი კურსის მნიშვნელობების გამოყენებას სებ-სა და მთავრობას შორის ტრანზაქციების განხორციელებისას. 2013 წლის მარტიდან ძალაში შევიდა შეთანხმება საქართველოს ეროვნულ ბანკსა და ფინანსთა სამინისტროს ხაზინის დეპარტამენტს შორის, რომლის თანახმად უცხოურ ვალუტაში ტრანზაქცია სებ-სა და საქართველოს მთავრობას შორის განხორციელდება იმ დღის საბაზრო კურსით, როდესაც მოთხოვნა გაეგზავნება სებ-ს (ეს გულისხმობს ტრანზაქციების გამარტივებას).

რაც შეეხება თვითონ ინდექსის აგებას, როგორც აღვნიშნეთ, აღწერილი ორობითი ცვლადები ერთის ტოლია, თუკი შესაბამისი კონტროლი არ არის დაწესებული. კაპიტალის ანგარიშის კონტროლის უკეთ წარმოსაჩენად შემოიტანეს აღნიშნული კატეგორიის ორობითი ცვლადის მიმდინარე და წინა ოთხი პერიოდის (წლის) საშუალო.

$$SHAREk_{3,t} = \frac{k_{3,t} + k_{3,t-1} + k_{3,t-2} + k_{3,t-3} + k_{3,t-4}}{5}$$

შემდეგ კი აგებენ ჩინ-იტოს ინდექსს ამ ახალი ცვლადისა ($SHAREk_{3,t}$) და სხვა დანარჩენი სამი ცვლადის ($k1,k2,k4$) სტანდარტიზებულ პირველ

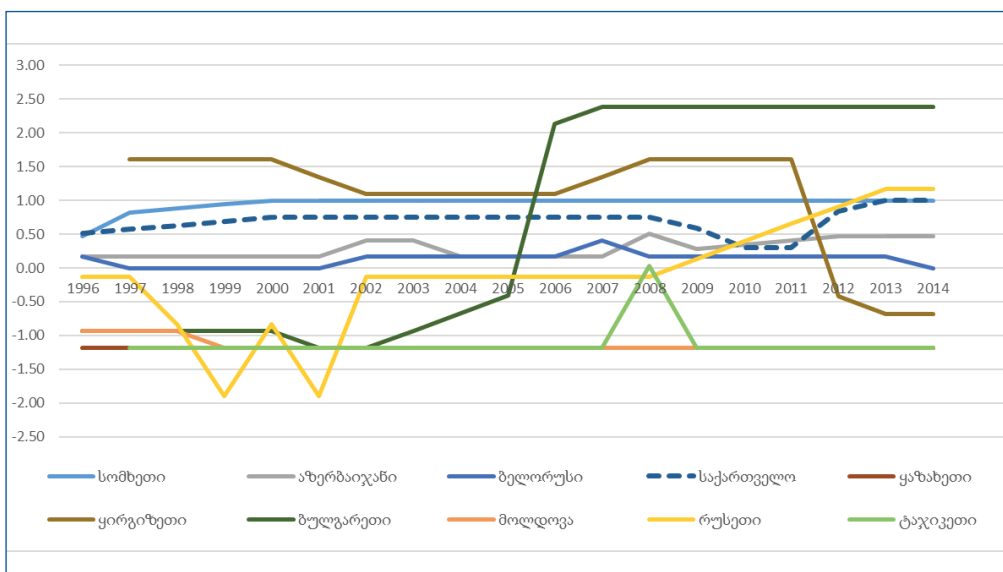
ძირითად კომპონენტის სახით. რაც უფრო დიდია მიღებული ინდექსის მნიშვნელობა, უფრო მეტად გახსნილია ქვეყანა კაპიტალის ანგარიშის ტრანზაქციების მიმართ.

ინდექსის ასაგებად მიღებული პირველი საკუთრივი ვექტორი მონაცემთა მატრიციდან ($SHARE k3, k1, k2, k4$) არის (0.57, 0.25, 0.52, 0.58) (მონაცემთა მატრიცისა და წარმოდგენილი ვექტორის ნამრავლი წარმოადგენს ძირითად კომპონენტს), რაც გვიჩვენებს, რომ ინდექსი არა მხოლოდ კაპიტალის ანგარიშის კონტროლის ცვლადით განისაზღვრება. ეს ინდექსს საშუალებას აძლევს კაპიტალის კონტროლის ინტენსივობაც წარმოადგინოს, რაც (ინტენსივობა) კორელირებს სხვა რეგულაციების არსებობასთან. მაგ.: ქვეყანას ღია კაპიტალის ანგარიშით, შესაძლებელია, ჰქონდეს მიმდინარე ანგარიშის ტრანზაქციებზე შეზღუდვები, ან სხვა ტიპის შეზღუდვები; ან ქვეყანას, რომელსაც უკვე დახურული კაპიტალის ანგარიში აქვს, უნდოდეს კიდევ უფრო გამკაცრება სხვა შეზღუდვების დადებით.

აქვე უნდა აღვნიშნოთ, რომ როგორც ყველა ინდექსს, ჩინ-იტო ინდექსისათვის მნიშვნელოვანია მისი დინამიკა.

შესადარებლად, აღნიშნული ინდექსი წარმოდგენილი საქართველოსთვის და აგრეთვე, მისი მეზობელი და სხვა მსგავსი ეკონომიკის ქვეყნებისათვის:

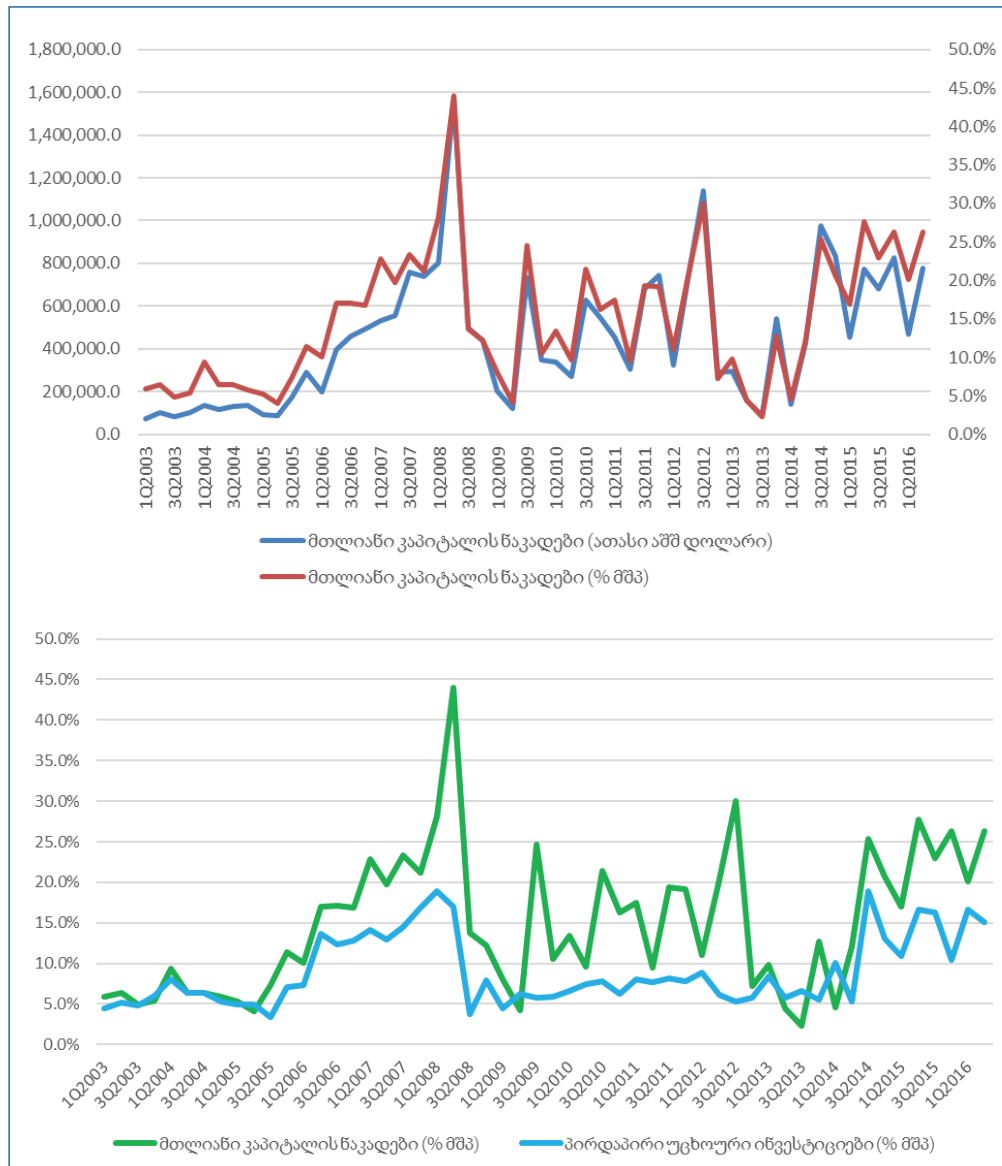
გრაფიკი 1. ჩინ-იტოს ინდექსი საქართველოსათვის.





გრაფიკი 2.

მთლიანი კაპიტალის შემოდინებები და პირდაპირი ინვესტიციები.



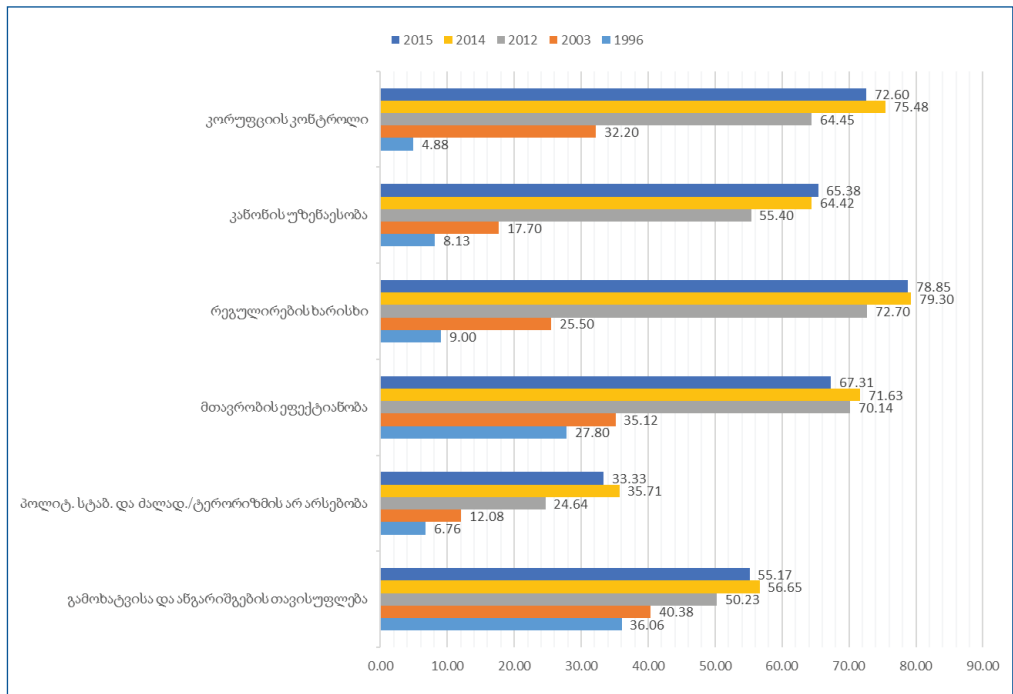
როგორც თვალნათლივ ჩანს, საქართველო განხორღობით ჩამორჩება წარმოდგენილი ქვეყნებიდან სომხეთს (2013 წლამდე), ბულგარეთსა და რუსეთს.

მიუხედავად განხორღობისა, შესაძლებელია, ქვეყანა არ იყოს მიმზიდველი ინვესტირებისათვის, ამიტომ, მნიშვნელოვანია კაპიტალის შემოდინებების დინამიკის განხილვა. გრაფიკზე წარმოდგენილია მთლიანი კაპიტალის შემოდინებები და აგრეთვე, მათი ფარდობა მშპ-სთან, რაც საკმაოდ დაბალია სხვა განვითარებად და გარდამავალ ეკონომიკებთან შედარებით:

ქვეყნის ფინანსური განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია ინსტიტუციური განვითარების მაჩვენებლები. მმართველობის მსოფლიო ინდიკატორები (Worldwide Governance Indicators) გამოიყენება სხვადასხვა ქვეყნის მმართველობის ხარისხის შესადარებლად შემდეგ კატეგორიებში: გამობატვისა და ანგარიშგების თავისუფლება, პოლიტიკური სტაბილურობა და ძალადობის/ტერორის არ არსებობა, მთავრობის ეფექტიანობა, რეგულირების ხარისხი, კანონის უზენაესობა და კორუფციის კონტროლი (Institute For Development of Freedom of Information, Georgia in World Governance Indicators 1996-2014, October 2015). აღნიშნული ინდ-

გრაფიკი 3.

მმართველობის ინდიკატორები საქართველოსათვის.

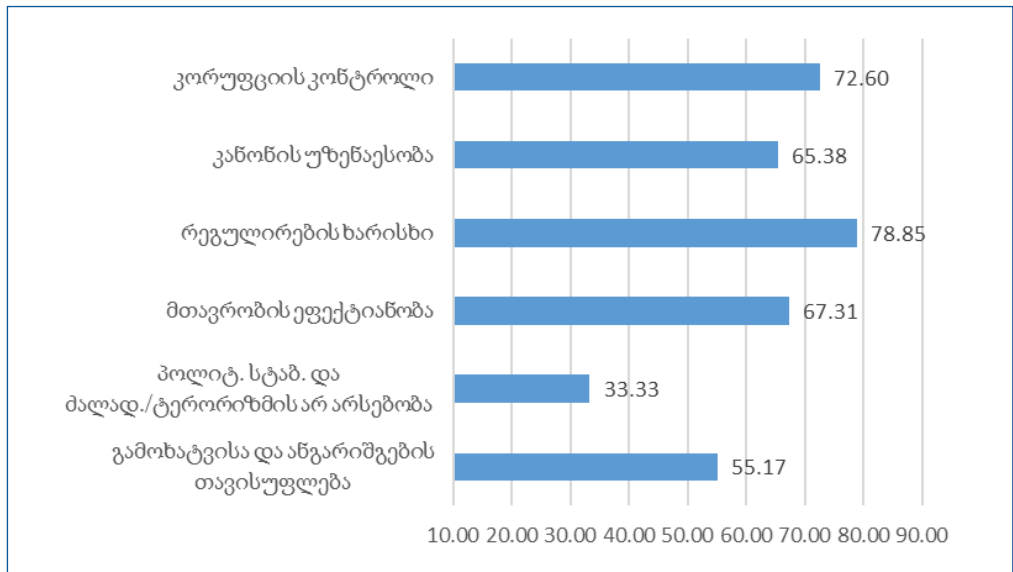


ინდიკატორი წარმოდგენილია 215 ქვეყნისათვის და მონაცემთა ბაზის შექმნის ინიციატივა ეკუთვნის დ. კაუფმანს (Natural Resource Governance Institute and Brookings Institutions) და ა. კრაის (World Bank Development Research Group). საქართველომ ყველა ექვს პუნქტში მნიშვნელოვანი პროგრესი აჩვენა 1996-2014 წლებში;

განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი გაუმჯობესებაა ისეთ სფეროში, როგორც არის კორუფციასთან ბრძოლა, კანონის უზენაესობა, რეგულირების ხარისხი და კარგი მმართველობა. შედარებით დაბალი მაჩვენებელია პოლიტიკურ სტაბილურობასა და ძალადობის/ტერორიზმის არ არსებობის კატეგორიაში, რაც ინვესტიციებისათვის სახარბიელო მაჩვენებელი არ არის.

გრაფიკი 4.

მმართველობის ინდიკატორები საქართველოსათვის 2015 წლისთვის





ცხრილი 2.
ფინანსური განვითარების მაჩვენებლები.

	განვითარ- რეზულტი	განვითარ- რეზულტი	დაბალი შემოსავლის	საქართველო 2012	საქართველო 2014
ბანკების დეპოზიტების ფარდობა მშპ-სთან (%)	149.8	76.1	41.2	34.9	45.0
არასაბანკო საფინანსო ინსტიტუტების აქტივების ფარდობა მშპ-სთან (%)	140.5	36.2	14.4	-	-
ბანკებისა და სხვა საფინანსო ინსტიტუტების სესხების ფარდობა მშპ-სთან	138.5	67.7	33.8	32.4	40.8
ბანკების ფილიალები 100,000 მოსახლეზე	36.4	21.2	13.1	23.0	26.7
საფონდო ბაზრის კაპიტალიზაცია მშპ-სთან (%)	90.3	82.4	26.8	5.5	5.5
კომპანიების რაოდენობა 10,000 მოსახლეზე	34.7	21.4	24.1	34.8	34.8
საფონდო ბაზრის ბრუნვა / კაპიტალიზაცია (%)	68.6	60.5	7.1	0.3	0.2
მოთხოვნილი გირავნობის ფარდობა სესხთან (%)	83.9	196.4	284.8	185.1	223.3

როგორც ცხრილიდან ჩანს, საქართველო ჩამორჩება დაბალი შემოსავლის ქვეყნებსაც საფონდო ბაზრის კაპიტალიზაციით. აგრეთვე, ძალიან დაბალია საფონდო ბაზრის ბრუნვის წილი (ვაჭრობის დონე/კაპიტალიზაცია) განვითარებად ქვეყნებს კი მხოლოდ ბანკების ფილიალების მაჩვენებლით ოდენობით უსწრებს. საბანკო სე-

ქტორი ჯერ ისევ მცირეა და სუსტი: დაბალია დეპოზიტების მშპ-სთან ფარდობა, თუმცა ბოლოდროინდელი დინამიკა მნიშვნელოვანი პროგრესით აღინიშნება. აგრეთვე, მცირეა კრედიტის მშპ-სთან თანაფარდობა, რაც აჩვენებს რომ ბანკები და სხვა საფინანსო ინსტიტუტები ვერ ასრულებენ ფინანსური შუამავლის როლს. საქართველოსათ-

ვის ასევე მეტად მაღალია სესხისათვის საჭირო გირავნობის ღირებულება. რაც შეეხება კომპანიების რაოდენობას 10 ათას მოსახლეზე, საქართველოსათვის საკმაოდ კარგი მაჩვენებელია, თუმცა შესაძლებელია ეს უმოქმედო კომპანიების დიდი ოდენობით იყოს გამოწვეული.

ამრიგად, ფინანსური გახსნილობის მიხედვით მნიშვნელოვანი პროგრესია 2012 წლიდან, თუმცა მაინც ჩამორჩება ისეთ ქვეყნებს როგორც არის რუსეთი და ბულგარეთი.

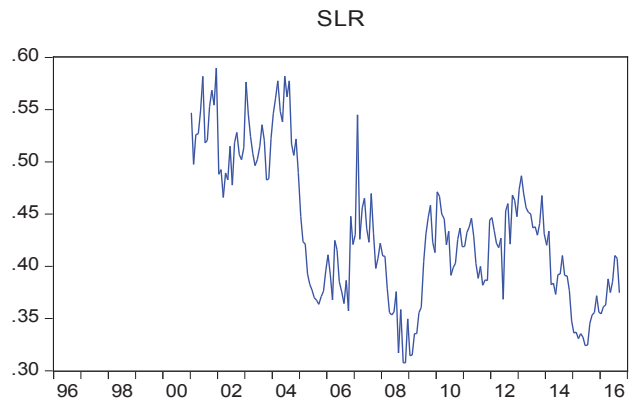
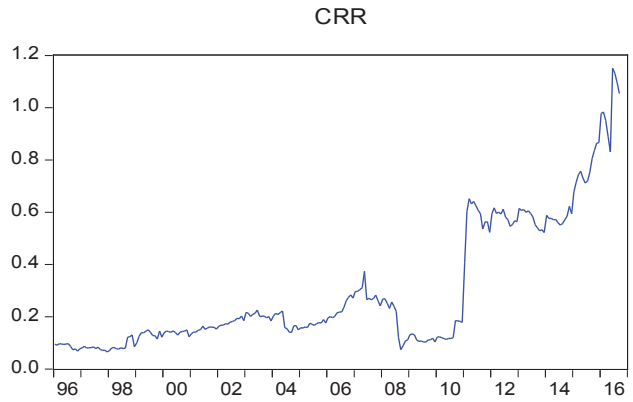
მთლიანი კაპიტალური შემოდინებებისა და პირდაპირი ინვესტიციების მნიშვნელოვანი მზარდი დინამიკაა 2014 წლიდან.

ქვეყნის ფინანსური განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია ინსტიტუციური განვითარების მაჩვენებლები, რომელთა ექვსივე ინდიკატორში საქართველოს მნიშვნელოვანი პროგრესი აქვს. ფინანსური განვითარების მაჩვენებლების მიხედვით ქვეყანაში ფინანსური შუამავლობა ჯერ კიდევ სუსტია.

მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტები

მონეტარული პოლიტიკის შოკის იდენტიფიკაციისათვის საჭიროა იმ ცვლადების განსაზღვრა, რომლებსაც ცენტრალური ბანკი საოპერაციო თარგეთის დასახვისას აკონტროლებს, აგრეთვე მნიშვნელოვანია ამ დროს ეგზოგენური და ენდოგენური ცვლილებების განცალკევება. საქართველოს ეროვნული ბანკი იყენებს როგორც ფასსზე დამოკიდებულ, ისე რაოდენობაზე დაფუძნებულ ინტრუმენტებს. პირველი ტიპის ინტრუმენტი გავლენას ახდენს ბანკებისათვის ხელმისაწვდომი ფინანსური რესურსების ფასზე (მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, თბილისის ბანკთაშორის განაკვეთები TIBR1, TIBR7, სადეპოზიტო სერტიფიკატები); რაოდენობაზე დაფუძნებული ინტრუმენტები კი პირდაპირ გავლენას ახდენენ ბანკების სესხების ოდენობაზე: ლიკვიდურობა ((SLR) – ლიკვიდური აქტივების ფარდობა მოკლევადიან ვალდებულებებთან), სარეზერვო მოთხოვნები ((CRR) – სარეზერვო მოთხოვნის ფარდობა ბანკებს გარეთ არსებულ ნაღდ ფულთან). ლიკვიდობისა და სარეზერვო მოთხოვნების ჯამით, როგორც ეს ინდოეთის ეკონომიკის მონ-

გრაფიკი 5.
სარეზერვო მოთხოვნების ფარდობა ნაღდ ფულთან და ლიკვიდობის მაჩვენებელი



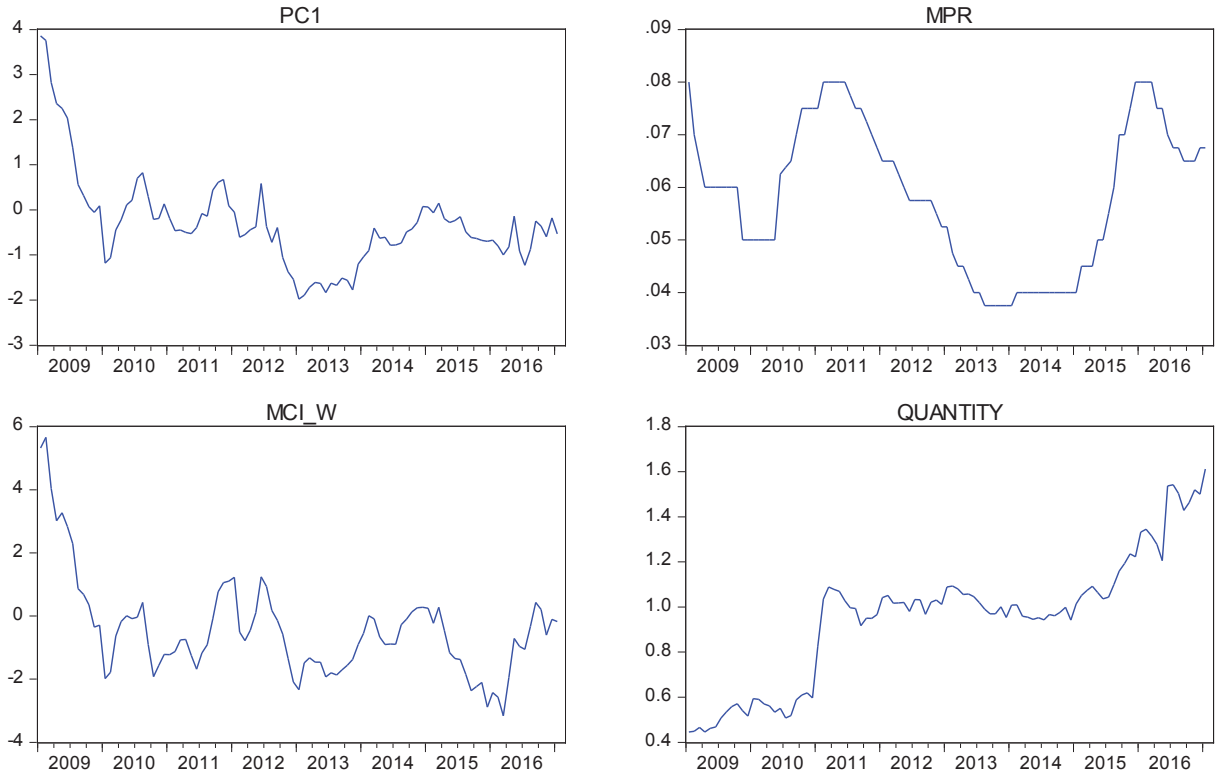
ეტარული პოლიტიკის რაოდენობაზე დაფუძნებული ინტრუმენტების დასახსიათებლად არის წარმოდგენილი, შესაძლებელია ერთი საზომი შემოვილოთ, რომლის ზრდა ხელმისაწვდომი სახსრების ზრდის მაჩვენებელია.

როგორც აღვნიშნეთ, ფასზე დაფუძნებული ინტრუმენტებია: მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, თბილისის ბანკთაშორის განაკვეთები, სადეპოზიტო სერტიფიკატებზე საპროცენტო განაკვეთები, აგრეთვე მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი. რაოდენობაზე დაფუძნებული ინტრუმენტის და აგრეთვე, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის და მონეტარული „მდგომარეობის“ ინდექსის მწკრივების პირველი ძირითადი კომპონენტი ავაგეთ მისი, როგორც მონეტარული პოლიტიკის ერთიანი ინტრუმენტის მისაღებად. ეს საშუალებას გვაძლევს გავზარდოთ თავისუფლების ხარისხი სტატისტიკური შეფასებებისას და ერთიანი მაჩვენებლით დავახასიათოთ მონეტარული პოლიტიკა. მიღებული მაჩვენებელი წარმოდგენილია გრაფიკზე.



გრაფიკი 6.

მონეტარული პოლიტიკის განაცხადით, მონეტარული „მდგომარეობის“ ინდექსი, რაოდენობაზე დაფუძნებული ინტრუმენტის, მწკრივების პირველი ძირითადი კომპონენტი.



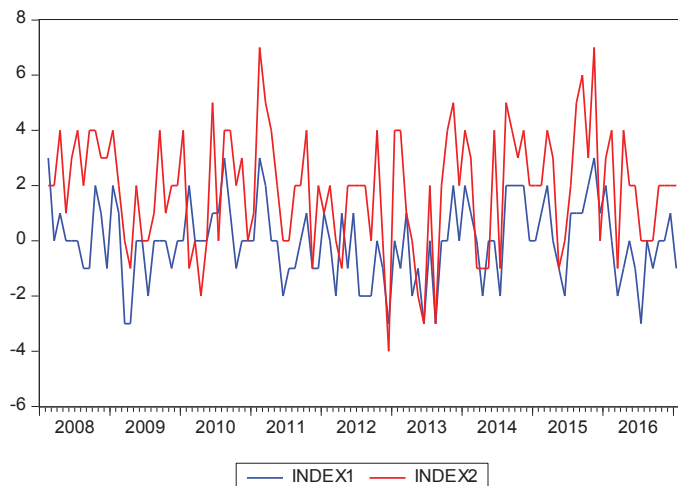
წარმოდგენილი ცვლადების გამოყენებით ავს-
 გეთ მონეტარული ინტრუმენტების შემდეგი ინდე-
 ქსები:

Index 1 – MPR, MCI, CRR და SLR ინსტრუმენტების
 ცვლილების მიხედვით – 0, +1, -1, შესაბამისად თუ
 არის უცვლელი, იზრდება, თუ მცირდება;

Index 2 – MPR, MCI, CRR და SLR ინსტრუმენტების
 ცვლილების მიხედვით 0, +1, +2, -1, -2 – თუ კი, შეს-
 აბამისად, არ იცვლება, 25-მდე საბაზისო პუნქტით
 იზრდება, 25-50 საბაზისო პუნქტით იზრდება, 25-
 მდე საბაზისო პუნქტით მცირდება, 25-50 საბაზისო
 პუნქტით მცირდება.

გრაფიკი 7.

მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების დინამიკის გათვალისწინებით მიღებული ინდექსები.



მონეტარული გადაცემა: პირველადი სურათი

შემოსავლიანობის მრუდის სტატისტიკურად შესწავლისას დაადგინეს რომ მისი დახასიათება შესაძლებელია სამი მაჩვენებლით; ესენია: დონე, დახრილობა და გადაღუნვა (Litterman, Scheinkman 1991). მრავალი კვლევის თანახმად მოკლევადიანი და საშუალოვადიანი ობლიგაციების შემოსავლიანობის მრუდზე მაკროეკონომიკური ცვლადები ახდენს ზეგავლენას. მაკროეკონომიკური ცვლადები ხსნის შემოსავლიანობის მრუდის ცვლილებას, მაგ.: მომხმარებელთა გემოვნების ცვლილება იწვევს შემოსავლიანობის მრუდის დონის ცვლილებას; ან კიდევ, შემოსავლიანობის მრუდის დახრილობის შემცირება შემზღუდავი მონეტარული პოლიტიკით არის გამოწვეული; ან, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის ქვეყნებში, სადაც ნომინალურ საყრდენს ინფლაცია წარმოადგენს, ბაზრის ინფლაციის მოლოდინების ცვლილება გამოიწვევს შემოსავლიანობის დონის ცვლილებას. გრძელვადიანი სტრუქტურული ცვლილებები ეკონომიკაში იმოქმედებს გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებზე და გამოიწვევს შემოსავლიანობის მრუდის დახრის ცვლილებას (Wu, T., 2003).

შემოსავლიანობის მრუდების ზემოთაღნიშნული სამი სტატისტიკური მახასიათებელი საშუალებას მოგვცემს პირველადი სურათი შეგვექმნას: მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება თუ გადაეცემა გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს და აღნიშნული ცვლილებები თუ რეაგირებს მაკრო-

ეკონომიკურ ცვლილებებზე. ამისათვის გამოვიყენეთ ძირითადი კომპონენტების ანალიზი და შემოსავლიანობის მაჩვენებლებად ავიღეთ: მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, თბილისის ბანკთაშორისი განაკვეთები – TIBR1, TIBR7, სადებოზიტო სერთიფიკატებზე განაკვეთები 3 და 6 თვის ვადიანობით, 1-წლიანი სახაზინო ვალდებულებებზე განაკვეთი.

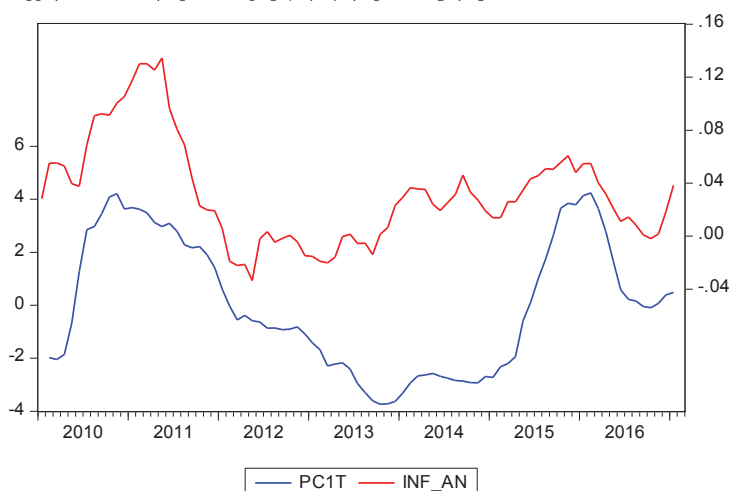
პირველი ძირითადი კომპონენტი, რომელიც შემოსავლიანობის მაჩვენებლების „დონეს“ აღწერს ინფლაციის მონაცემთან ერთად წარმოადგენილია გრაფიკზე №8.

პირველი ძირითადი კომპონენტი მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებებს აღწერს. იგი რეაგირებს ინფლაციაზე; მაგ.: აგენტები რეაგირებენ ინფლაციაზე (რეალური საპროცენტო განაკვეთის ნომინალური საპროცენტო განაკვეთითა და ინფლაციის ჯამით განისაზღვრება) და შესაბამისად პირველი ძირითადი კომპონენტი კარგად კორელირებს ინფლაციასთან, უფრო ზუსტად კი ინფლაციის წინა პერიოდების მნიშვნელობასთან (ცხრილი №3), რაც იმის მაჩვენებელია, რომ საქართველოს ეროვნული ბანკი წინდახედულ მონეტარულ პოლიტიკას ატარებს – გადაწყვეტილების მიღებისას ითვალისწინებს ინფლაციის პროგნოზს.

მეორე ძირითადი კომპონენტი ბიზნეს ციკლებზე რეაგირებს, ვინაიდან ცენტრალური ბანკი ცდილობს ბიზნეს ციკლების შერბილებას. დიდი

გრაფიკი 8.

შემოსავლიანობის „დონე“ (პირველი ძირითადი კომპონენტი) და წლიური ინფლაცია.





ცხროლი 3.
ინფლაციისო დო პორველი ძირითადი კომპონენტის კორელაციებო.

2010M01 2017M12

INF_AN,PC1T(-i)	INF_AN,PC1T(+i)	i	lag	lead
. *****	. *****	0	0.6490	0.6490
. *****	. *****	1	0.6083	0.6749
. *****	. *****	2	0.5440	0.6906
. *****	. *****	3	0.4610	0.6940
. ****	. *****	4	0.3664	0.6820
. ***	. *****	5	0.2684	0.6577
. **	. *****	6	0.1771	0.6233
. *	. *****	7	0.0848	0.5859
. .	. *****	8	-0.0041	0.5457
. *	. *****	9	-0.0881	0.5036
** .	. *****	10	-0.1630	0.4655
** .	. ****	11	-0.2280	0.4291
*** .	. ****	12	-0.2758	0.3931

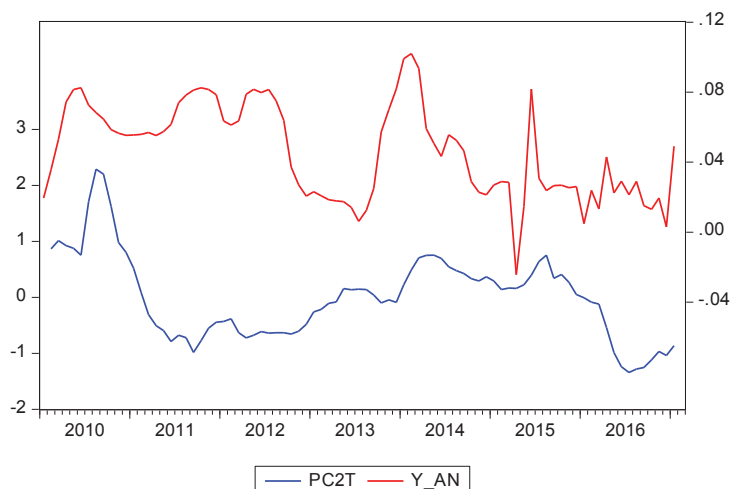
(სფრედი) „დახროლობო“ ეკონომიკის შემცირე-ბის წინასწარი მარვენებელიო. თუ იგი კარგად კორელირებს მშპ-ს პოტენციური მნიშვნელობიდან გადახრასთან ეს მონეტარული პოლიტიკის კარგი გადაცემის მარვენებელიო.

როგორც წარმოდგენილი გრაფიკიდან შეგვიძლიო დავასკვნათ, მეორე ძირითადი კომპონენტი კარგად რეაგირებს მშპ-ს მნიშვნელოვან რყევებ-

ზე, თუმცო მისი მცირე გადახრების შესობამისოდ არ იცვლებო.

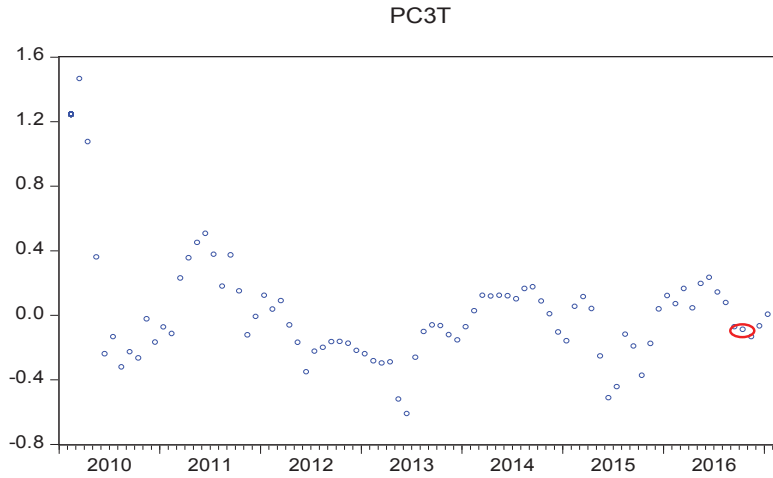
რაც შეეხებო მესამე ძირითად კომპონენტს, იგი ფინანსურ მოვლენებს აღწერს, კერძოდ კი, მასში აისახებო შემოსავლიანობის მრუდის ცალკეული ნაწილის ცვლილება. მაგ.: 2016 წლის ნოემბერში სახელმწიფო ობლიგაციებზე განაკვეთების ზრდის დოწყებო ასახულიო გრაფიკზე.

გრაფიკი 9.
მშპ-ს წლიური რეალური ზრდო დო მეორე ძირითადი კომპონენტი – „დახროლობო“.



გრაფიკი 10.

მესამე ძირითადი კომპონენტი – „გადაღუნვა“.



როგორც წარმოდგენილი მაჩვენებლებით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საქართველოს ეკონომიკა მონეტარული პოლიტიკის გადაცემით ხასიათდება, შესაძლებელია ეს გადაცემა სუსტი იყოს, რისი მიზეზიც წინა ნაწილში განხილული ფინანსური განვითარების სისუსტეები იყოს.

**ეკონომეტრიკული
მეთოდოლოგია
და მონაცემები**

მონეტარული გადაცემის რაოდენობრივად შესასწავლად ვიყენებთ სტრუქტურულ ავტორეგრესიას, რომელიც ფართოდ გამოიყენება ამ ტიპის ემპირიული კვლევისათვის.

სტრუქტურულ ავტორეგრესიაში ენდოგენური ცვლადების შესახებ ვაკეთებთ დაშვებას, რომ მათი დინამიკა სტრუქტურული მოდელით აღიწერება:

$$A_0 x_t = A(L) x_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

სადაც x_t ენდოგენური n ცვლადების ვექტორია t დროის პერიოდში, $A_0 n \times n$ მატრიცა, რომელიც ცვლადების თანადროულ მნიშვნელობებს შორის დამოკიდებულებას ასახავს, $A(L)$ დროითი ლაგის ოპერატორის L -ის პოლინომია, ხოლო სტრუქტურული შოკების ვექტორია, რომლებიც იდენტურად ერთმანეთისაგან დამოუკიდებლად

განაწილებული და არაკორელირებულია. მკვლევრებისათვის საინტერესოა სტრუქტურული შოკის ზეგავლენა ენდოგენურ ცვლადებზე, რისი მიღებაც შესაძლებელია ვექტორული ავტორეგრესიის დაყვანილი ფორმიდან. დაყვანილი ფორმის მიღება შესაძლებელია (1) გამოსახულები A_0^{-1} -ზე გადამრავლებით და მივიღებთ:

$$x_t = B(L)x_{t-1} + u_t(2) \quad (2)$$

სადაც $B(L) = A_0^{-1}A(L)$, $u_t = A_0^{-1}\varepsilon_t$,

გამოსახულება (2)-ის შოკები მიიღება გამოსახულება (1)-ში წარმოდგენილი შოკების წრფივი კომბინაციით და მათი სერიული კორელაცია 0 -ის ტოლია. სტრუქტურული შოკის ზეგავლენის შესასწავლად საჭიროა დაშვება A_0^{-1} მატრიცის ელემენტებზე.

**ვექტორული ავტორეგრესიის
შეფასება**

ვექტორული ავტორეგრესიის შესაფასებლად ვიღებთ სპეციფიკაციას როგორც ეს წარმოდგენილი იყო ინდოეთის ეკონომიკისათვის (Montiel 2016), სადაც იყენებენ ახალ კეინზის მოდელს მცირე ღია ეკონომიკისათვის ხუთი განტოლებით: ინვესტიციებისა და დანაზოგის (IS) მრუდი, ახალი კეინზის ფილიპსის მრუდი, დაუზღვეველი საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტის განტოლება, საპ-



როცენტო განაკვეთის გადაცემის განტოლება და ტეილორის განტოლების მსგავსი მონეტარული პოლიტიკის განტოლება.

მონაცემები ავიღეთ 2009-2017 წლებისათვის. შესაბამისად, ვექტორულ ავტორეგრესიას ვაფასებთ ხუთი ცვლადით შემდეგი თანანმიმდევრობით $x_t = (y_t, \pi_t, e_t, i_t^l, i_t)$.

სადაც y_t წარმოადგენს მშპ-ს ზრდას, π_t – სამომხმარებლო ფასების ინდექსის, e_t – ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ზრდას, i_t^l – საპროცენტო განაკვეთს სესხებზე, i_t – მონეტარული პოლიტიკის ინდიკატორი (მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, ბანკთაშორის ერთდღიან სესხებზე განაკვეთი (TIBR1), შედგენილი ინდექსები როგორც ეს ზემოთ აღწერაშია წარმოდგენილი). აგრეთვე, ვითვალისწინებთ ნავთობის ფასს ეგზოგენურად და რამდენიმე სტრუქტურული ცვლილების აღმწერ ცვლადს. მონაცემები არის ყოველთვიური (მშპ-სთვის ავიღეთ ეკონომიკური ზრდის წინასწარი ყოველთვიური შეფასება, ხოლო 2013-მდე პერიოდისათვის კი ინტერპოლირებულია კვარტალური მონაცემებიდან) და ფარავს 2010-2017 პერიოდს. მონაცემები სეზონურად შესწორებულია და ვიღებთ თვის პროცენტულ ზრდას.

მონაცემები თავდაპირველად შევამოწმეთ ერთეულოვანი ფესვის არსებობის ტესტით, რომლის თანახმად მშპ, სფი და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი პირველი რიგის ინტეგრირებული პორცესებია, ხოლო საპროცენტო განაკვეთები სესხებზე და მონეტარული პოლიტიკის მაჩვენებლები სტაციონარული პროცესებია.

ვექტორული ავტორეგრესიის ლაგი შევარჩიეთ სტატისტიკური კრიტერიუმის შესაბამისად, რომლის მიხედვითაც ვიყენებთ დროით 8 ლაგს.

იდენტიფიკაციისათვის გამოვიყენეთ სტრატეგიას, რომელიც იაპონიის ეკონომიკისათვის წარმოდგენილი იყო სსფ-ს კვლევაში (Morskin 2001): ყველაზე ხისტი ცვლადი არის მშპ, რის გამოც იგი პირველი არის სისტემაში და შემდეგ მას მოსდევს ინფლაცია, გაცვლითი კურსი, საპროცენტო განაკვეთი და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი.

წარმოდგენილი ცხრილი გამოყენებულ მოდელში ინფლაციისა და მშპ-ის ზრდის ეგზოგენურო-

ბის ტესტს გვიჩვენებს, რომლის თანახმად აღნიშნული ცვლადების ეგზოგენურობა უარყოფილია.

VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests
 Sample: 2010M05 2017M12

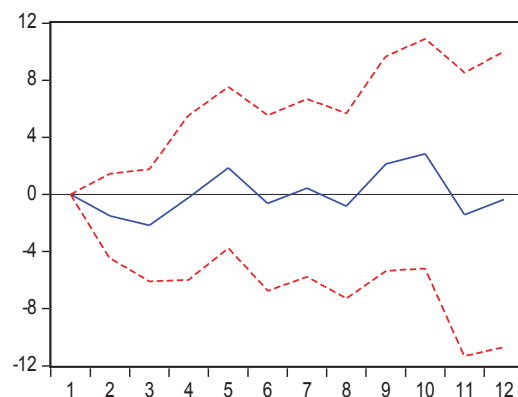
Dependent variable: D(LY_SA)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LP_SA)	27.31909	12	0.0069
D(LNEER_SA)	27.40163	12	0.0068
IL_L	44.32133	12	0.0000
TIBR1	23.51838	12	0.0236
All	71.92156	48	0.0143

Dependent variable: D(LP_SA)			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.
D(LY_SA)	28.64317	12	0.0044
D(LNEER_SA)	36.25257	12	0.0003
IL_L	21.87092	12	0.0390
TIBR1	23.67603	12	0.0225
All	84.60880	48	0.0009

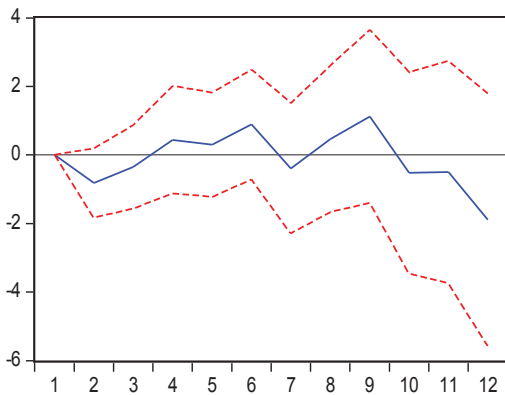
მონეტარული პოლიტიკის შოკის იმპულსის რეაქციის ფუნქცია წარმოდგენილია გრაფიკზე, რომლისთვისაც ვიყენებთ ხოლმეცის დეკომპოზიციას. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის შოკზე წარმოდგენილი ცვლადები მხოლოდ ლაგით რეაგირებენ.

გრაფიკზე წარმოდგენილია მშპ-ის ზრდის და ინფლაციის საპასუხო ფუნქცია მონეტარული პოლიტიკის შოკზე.

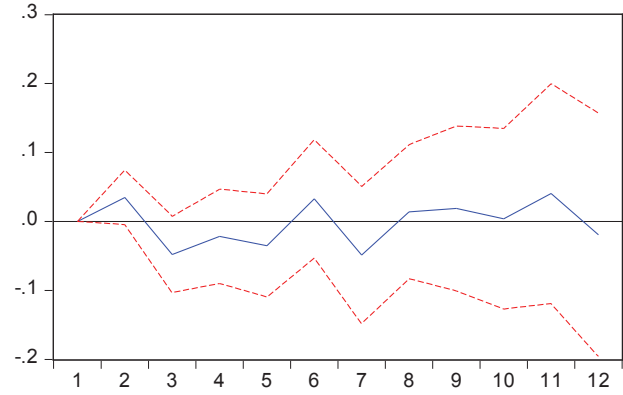
Response of D(LY_SA) to Shock1



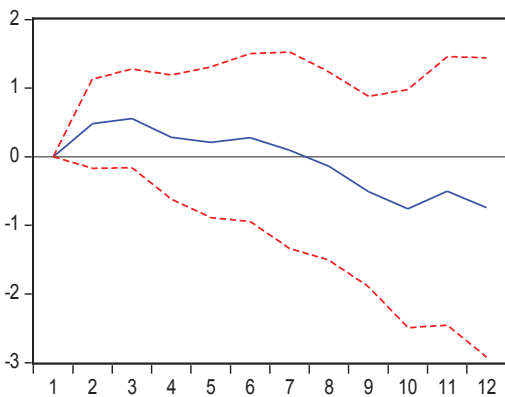
Response of D(LP_SA) to Shock1



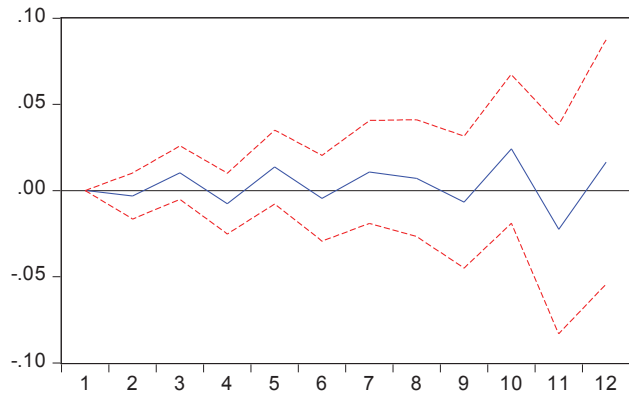
Response of D(LY_SA) to Shock1



Response of IL_LT to Shock1



Response of D(LP_SA) to Shock1

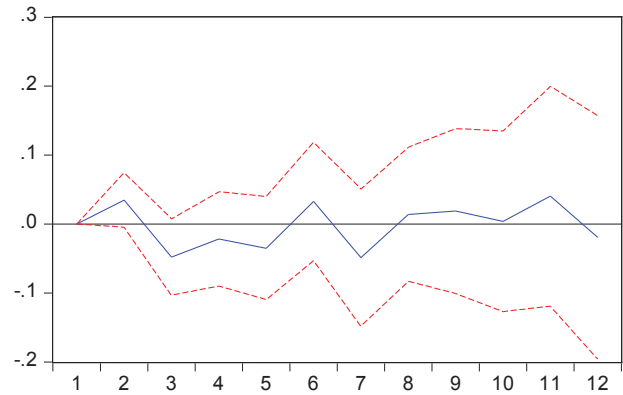


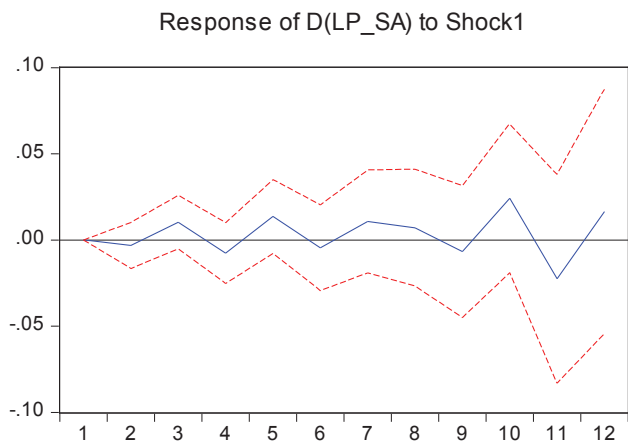
წარმოდგენილ ფუნქციებს თეორიულად გამართლებული ნიშნები აქვს და შოკი ნორმალიზებულია. წარმოდგენილი შეფასებით ერთეულოვანი შოკი ინფლაციის 0.8%-ით შემცირებას და მშპ-ს 1.5%-ით შემცირებას იწვევს. კომერციული ბანკების საპროცენტო განაკვეთი სესხებზე რეაგირებს მონეტარული პოლიტიკის შოკებზე, თუმცა გადაცემა არ არის სრული. საბანკო სესხების არხს გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმში (Bernanke and Gertler, 1995). საკრედიტო ბაზარზე კომერციული ბანკებს შეუძლიათ დიდი როლი შეასრულონ ინფორმაციის წვდომის და სხვა მსგავსი ფრიქციების არსებობისას, ხოლო მცირე ზომის ფირმებს არ შეუძლიათ ალტერნატიული საკრედიტო წყაროს მოძებნა.

კომერციული ბანკის საკრედიტო არხის წარმოსადგენად ქვემოთ მოცემულია მშპ-ს ზრდისა და ინფლაციის საპასუხო ფუნქციები სესხებზე საპროცენტო განაკვეთის შოკზე. შეფასების თანახმად, გადაცემა მნიშვნელოვანია, მაგრამ ძალიან მცირე.

გაცვლითი კურსის გადაცემის აღსაწერად ქვემოთ წარმოდგენილია მშპ-ის ზრდისა და ინფლაციის საპასუხო ფუნქციები გაცვლითი კურსის შოკზე, რომლის დროსაც ინფლაცია დაახლოებით 0.2%-ით მცირდება, ხოლო მშპ-ს ზრდა 0.5-დან 1%-მდე მერყეობს.

Response of D(LY_SA) to Shock1





დასკვნა

შრიგად, ჩვენ წარმოვადგინეთ ფინანსური გახსნილობისა და ფინანსური განვითარების მაჩ-

ვენებლები – გადაცემის მექანიზმის ძირითადი განმსაზღვრელი ფაქტორები საქართველოში. გამოვიყენეთ ძირითადი კომპონენტების ანალიზი და შევადგინეთ სტრუქტურული ვექტორული ავტორეგრესია, გადაცემის მექანიზმის რაოდენობრივად შესასწავლად. ემპირიული შეფასება ადასტურებს მოსალოდნელ შედეგებს, როგორც ეს წარმოდგენილი იყო ფინანსური მაჩვენებლების განხილვისას; მონეტარული გადაცემის მექანიზმი მუშაობს, თუმცა უმეტესი არხები, მიუხედავად ბოლო წლებში მნიშვნელოვანი გაუმჯობესებისა, სუსტად არის განვითარებული, რაც მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას აფერხებს; ჯერ კიდევ სუსტი ფინანსური ბაზარი და დოლარიზაცია მონეტარული პოლიტიკის არასრული გადაცემის მიზეზია. აგრეთვე შესაძლებელია, მოკლე დროითი მწკრივი და გამოყენებული მეთოდოლოგიის ნაკლოვანებები სრულად ვერ აღწერს რეალურ სურათს.



გამოყენებული ლიტერატურა

- Bakradze, G., Billmeier, A., 2007 “Inflation Targeting: Are We There Yet?” IMF Working Paper, 07/193
- Bernanke, Ben S., and Mark Gertler, 1995, “Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission,” *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 9 (fall), pp. 27–28.
- Chinn, Menzie and Hiro Ito, (2002). “Capital Account Liberalization, Institutions and Financial Development: Cross Country Evidence” NBER Working Paper №8967.
- Chinn, Menzie D. and Hiro Ito (2006). “What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions,” *Journal of Development Economics*, Volume 81, Issue 1, Pages 163-192 (October).
- Edison, Hali J., M. W. Klein, L. Ricci, and T. Sløk, 2002. “Capital Account Liberalization and Economic Performance: A Review of the Literature,” IMF Working Paper (May).
- Edwards, S., 2001. “Capital Mobility and Economic Performance: Are Emerging Economies Different?” NBER Working Paper No. 8076.
- Litterman, Scheikman 1991 Common Factors Affecting Bond Returns
- Mishra, P., Montiel P., and Sengupta R., WP/16/167 “Monetary Transmission in Developing Countries: Evidence from India”.
- Morskin, J., Bayoumi, T., 2001, “A Peek Inside the Black Box: The Monetary Transmission Mechanism in Japan” IMF Staff Papers Vol. 48, No. 1
- Samkharadze, B., 2008, Monetary Transmission Mechanism in Georgia: Analyzing Pass-Through of Different Channels, <https://www.nbg.gov.ge/uploads/workingpaper/nbgwp02.08.pdf>
- Wu, T., 2003 “What Makes the Yield Curve Move?” Economic Letter Newsletter of the Federal Reserve Bank of San Francisco 2003–15
- ბლუაშვილი, ა., „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმი საქართველოში: ბოლოდროინდელი დინამიკა“, *ეკონომიკა და საბანკო საქმე – ტომი I*, N 3, 2013



დე-დოლარიზაცია: რატომ?

შესავალი

საქართველოში არსებული მაღალი ფინანსური დოლარიზაციიდან გამომდინარე დე-დოლარიზაციასთან დაკავშირებული საკითხები საკმაოდ აქტუალურია, განსაკუთრებით კი მას შემდეგ, რაც 2010 წელს გამოცხადებული დე-დოლარიზაციის (ლარიზაციის) პოლიტიკა წელს ბევრად უფრო აქტიურ ფაზაში შევიდა.

ამ საკითხთან დაკავშირებული დებატები, როგორც წესი, ორ ძირითად კითხვას ეხება: (1) რამდენად სასურველია ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება და (2) თუკი სასურველია, რა უნდა გაკეთდეს მის შესამცირებლად. მაგალითად, ზოგ ეკონომისტს (და ასევე არა-ეკონომისტს) მიაჩნია, რომ ფინანსური დოლარიზაცია თავისთავად პრობლემას არ წარმოადგენს ეკონომიკისთვის, მაშინ როდესაც სხვებისთვის ეს ცალსახა პრობლემაა. ასევე, არსებობს მოსაზრება, რომ მარტივი აკრძალვებით შესაძლებელია დოლარიზაციის მნიშვნელოვნად შემცირება, მაშინ როდესაც სხვა მოსაზრების მიხედვით დოლარიზაციის შემცირების ერთადერთი და საკმარისი პირობა სწრაფი ეკონომიკური ზრდაა.

თუმცა, როგორც წინამდებარე სტატიაშია განხილული, რეალურად აღნიშნული ორივე კითხვა, თუ რატომ არის სასურველი დე-დოლარიზაცია და როგორ უნდა მივაღწიოთ მას, საკმაოდ კომპლექსური თემაა, ამიტომ მარტივი პასუხის გაცემა ორივეზე შეუძლებელია, ხოლო უფრო სრულყოფილი პასუხისთვის კი აუცილებელია მაკროეკონომიკური ლიტერატურის შედარებით სიღრმისეული განხილვა. წინამდებარე და მომდევნო

სტატიების მიზანი სწორად ისაა, რომ დე-დოლარიზაციასთან დაკავშირებული დებატები შეავსოს როგორც თეორიული, ასევე ემპირიული საერთაშორისო კვლევების შედეგებით. ამ სტატიაში განხილულია კითხვა „რატომ“, ხოლო შემდეგში განხილული იქნება კითხვა „როგორ“.

საქართველოში ფინანსური დოლარიზაციის შესახებ გამოთქმულა მოსაზრებები, რომ იგი თავისთავად პრობლემას არ წარმოადგენს და, შესაბამისად, ცენტრალური ბანკი მის შემცირებაზე (დე-დოლარიზაციაზე) აქტიურად არც უნდა ზრუნავდეს. თუმცა, როგორც მაკროეკონომიკური ანალიზი აჩვენებს ეს ხშირად სულაც არ არის ასე. რა თქმა უნდა, დე-დოლარიზაცია თვითმიზანი არ უნდა იყოს, თუმცა რამდენიმე მნიშვნელოვანი მიზეზი არსებობს იმისა, თუ რატომ არის სასურველი საქართველოში ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება. კერძოდ, მაღალი ფინანსური დოლარიზაცია იწვევს გარკვეულ პრობლემებს, რა პრობლემებიც დაბალი დოლარიზაციის პირობებში (ანუ დე-დოლარიზაციის წარმატებით განხორციელების შემთხვევაში) ნაკლებად მნიშვნელოვანი იქნებოდა. აღნიშნული პრობლემები გულისხმობს, რომ მაღალი ფინანსური დოლარიზაცია:

- ამცირებს ღია ეკონომიკის მოქნილობას (ზრდის რეალური ეკონომიკის მერყეობას);
- ზრდის ფინანსური სტაბილურობის რისკებს;
- ასუსტებს მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას;
- იწვევს გაცვლითი კურსის გადაჭარბებულ მერყეობებს;
- უარყოფითი გარეგანი ეფექტებისა (externalities) და მორალური რისკის (moral haz-



ard) პრობლემების თანხლებით ამცირებს ეკონომიკის ეფექტიანობას;

- აფერხებს საბანკო სექტორის მომგებიანობას;
- ხელს უშლის საერთაშორისო რეიტინგების გაუმჯობესებას.

ცხადია, ეს პრობლემები ერთმანეთთან კავშირშია, ვინაიდან თითოეული ცალ-ცალკე (და მითუმეტეს ერთად) საბოლოოდ იწვევს ქვეყნის ეკონომიკის გრძელვადიანი ზრდის ტემპის შემცირებას. მიუხედავად ამისა, ვინაიდან თითოეული ეს პრობლემა სხვადასხვა გზით აფერხებს ეკონომიკის განვითარებას, საინტერესოა მათი მოქმედების მექანიზმების ცალ-ცალკე განხილვა. თითოეული პრობლემის შინაარსის განხილვა მიზანშეწონილია ასევე იმისათვის, რომ შემდეგ უკეთ გავანალიზოთ, თუ რა უნდა გაკეთდეს წარმატებული დე-დოლარიზაციისათვის. ამასთან, აუცილებელია, თითოეული ამ პრობლემის არსებობის ემპირიული მტკიცებულებების მოყვანაც, რაც დაადასტურებს მაღალი ფინანსური დოლარიზაციის პრობლემურობას. ამიტომ ქვემოთ განვიხილავთ, როგორც მაღალ ფინანსურ დოლარიზაციასთან დაკავშირებული თითოეული პრობლემის შინაარსს, ასევე შესაბამის ემპირიულ მტკიცებულებებს.

გედგეხად მაღალი ფინანსური დოლარიზაცია...

ეკონომიკაში თუნდაც მცირე ფინანსური დოლარიზაციის არსებობა ავტომატურად არ ნიშნავს, რომ იგი არაოპტიმალურია. აქტივების და ვალდებულებების გარკვეული ნაწილის უცხოურ ვალუტაში დენომინირება ზოგჯერ სასარგებლოა ორ არგუმენტზე დაყრდნობით:

(1) როდესაც ამით ხდება გაცვლითი კურსის რისკის დაზღვევა – ვინაიდან რეალური ეკონომიკის გარკვეულ ნაწილს, მაგალითად, ექსპორტიორებს (თუმცა, როგორც წესი, არა იმპორტიორებს), შემოსავლები უცხოურ ვალუტაში აქვთ, უმჯობესია ვალდებულებებიც იგივე უცხოურ ვალუტაში ჰქონდეთ, ვინაიდან ამ გზით ბუნებრივად ხდება გაცვლითი კურსის რისკის დაზღვევა. ეს განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი ხდება, რაც უფ-

რო ღიაა ეკონომიკა. იხ. Calvo, Izquierdo and Talvi (2003). თუმცა, კონტრარგუმენტის სახით აღსანიშნავია, რომ ასეთი დაზღვევა ვერ მოხდება, თუ, მაგალითად, ექსპორტიორს შემოსავალი ევროებში ან თურქულ ლირებში აქვს (თუნდაც არაპირდაპირ), თუმცა ვალდებულება აშშ დოლარში. ეს კი ფინანსური დოლარიზაციის დამცველ ამ პირველ არგუმენტს ნაწილობრივ აბათილებს, ვინაიდან საქართველოს ვაჭრობა დიდწილად სწორედ ევროზონასთან და თურქეთთან აქვს და არა აშშ-სთან. ამ არგუმენტს ნაწილობრივ ასუსტებს ასევე ისიც, რომ ეკონომიკის არანაკლებ მნიშვნელოვანი ნაწილი არა-ვაჭრობადი სექტორია.

(2) როდესაც ამით ხდება შემოსავლების მერყეობის რისკის დაზღვევა – ფინანსური აქტივების საიმედო (safe haven) უცხოურ ვალუტაში დენომინირება წარმოადგენს დაზღვევის კიდევ ერთ სახეობას, ვინაიდან ასეთი ტიპის უცხოური ვალუტები, როგორც წესი, მყარია როდესაც ადგილობრივ ეკონომიკას უჭირს, ხოლო პირიქით სუსტი – როდესაც არ უჭირს. იხ. Hausmann, Gavin, Pages-Serra and Stein (1999), Ize and Levy-Yeyati (2005) ან Lane and Shambaugh (2009). მაგალითად, დეპოზიტი აშშ დოლარში საქართველოს მოქალაქეებისთვის წარმოადგენს ერთგვარ დაზღვევას, ვინაიდან, როდესაც საქართველოს რეალურ ეკონომიკას გარკვეული პრობლემები აქვს და ლარი უფასურდება, ამ დროს აშშ დოლარის დეპოზიტარი რეალური ეკონომიკისგან წამოშორებული პრობლემებზე შვებას ღებულობს მისი დეპოზიტის ლარში გამოხატული თანხის მატებით (ლარის გაუფასურების გამო). საპირისპირო ხდება, როდესაც ეკონომიკა საკმარისად ძლიერად იზრდება და აშშ დოლარის დეპოზიტარი ბარალობს (ლარის გამყარების გამო) მისი დეპოზიტის ლარში გამოხატული თანხის კლებით, თუმცა ეს ბარალი ნაკლებად მტკიცენულია ამ დროს, ვინაიდან ეკონომიკა ისედაც ჯანსაღად იზრდება. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, დეპოზიტის ასეთ უცხოურ ვალუტაში დენომინირება ანალოგიურია ეკონომიკური აგენტის შემოსავლების მერყეობის (ბიზნეს ციკლის) დაზღვევის. თუმცა, მეორე მხრივ, ფინან-

სური დოლარიზაციის ამ არგუმენტს ნაწილობრივ აბათილებს ის კონტრარგუმენტი, რომ ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთები, როგორც წესი, ბიზნეს ციკლის მანძილზე საშუალოდ უფრო მაღალია (სავალუტო რისკის პრემიის შედეგად), ვიდრე აღნიშნული უცხოური ვალუტის. შედეგად, უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტის (და, ზოგადად, აქტივების) განთავსება უფრო ნაკლებად მიმზიდველი ხდება, თუნდაც შემოსავლების მერყეობის დასაზღვევად. უფრო მეტიც, სტანდარტულ შემთხვევებში, წონასწორობაში ეს არგუმენტი უმნიშვნელოც კი ხდება რისკის პრემიის ადგილობრივ საპროცენტო განაკვეთებში სრულად ასახვის (ადგილობრივი საპროცენტო განაკვეთების ზრდის) შედეგად.

მიუხედავად ფინანსური დოლარიზაციის დამცველი ამ ორი არგუმენტისა (თუნდაც კონტრარგუმენტების გათვალისწინების გარეშე), საერთაშორისო კვლევები მაინც ცალსახად მიუთითებს, რომ ფინანსური დოლარიზაციის ისეთი დონე, როგორც საქართველოშია, ზედმეტად დიდია. საერთაშორისო სტილიზირებული ფაქტები ცხადყოფს, რომ საქართველოში არსებული ფინანსური დოლარიზაციის დონე არის მსოფლიოში გამონაკლისთაგან ერთ-ერთი (იხ. Catao and Terones, 2016). კერძოდ, მაშინ, როდესაც განვითარებად ქვეყნებში დოლარიზაციის მედიანური დონე მხოლოდ 17%-ია (და მათ სრულ უმრავლესობაში 50%-ზე ნაკლებია), საქართველოში იგი 70%-ს აღწევს. თანაც ეს იმ დროს, როდესაც მაკროეკონომიკური არასტაბილურობა (ინფლაციისა და ეკონომიკური ზრდის მერყეობა) საქართველოში უფრო ნაკლებია, ვიდრე ბევრ სხვა განვითარებად ქვეყანაში. ასეთი მაღალი დოლარიზაციის მიზეზებზე და ასევე იმ ემპირიულ ფაქტზე, რომ ზედმეტად მაღალი დოლარიზაცია თავისით ვერ მცირდება (hysteresis effect), ვისაუბრებთ შემდეგ სტატიაში, როდესაც განვიხილავთ დოლარიზაციის შემცირების გზებს. თუმცა, მანამდე, რაც სტილიზირებულ ფაქტებზე დაყრდნობით ცხადია, ისაა, რომ საქართველოში არსებული ფინანსური დოლარიზაციის ასეთი დონე სრულად ვერ აიხსნება ვერც რეალური ეკონომიკის დოლარიზაციით და ვერც ბიზნეს ციკლების ჰეჯირების მოტივით. ამას ამყარებს ის მარტივი ფაქტიც, რომ გაცვლითი კურსის გაუფასურება საქართველოს მოქალაქეების

და ბიზნესების დიდი ნაწილისთვის საკმაოდ მტკიცეულად აღიქმება, ვინაიდან სწორედაც რომ ადგილი აქვს ვალუტათა შეუსაბამობას (currency mismatch) – ანუ ვალდებულებების (ფინანსური) დოლარიზაცია ბევრად აღემატება შემოსავლების (რეალურ) დოლარიზაციას. მოკლედ რომ ვთქვათ, საქართველოში ზედმეტად მაღალი ფინანსური დოლარიზაციაა, რასაც არაერთი პრობლემა ახლავს.

... ამცირებს ღია ეკონომიკის მოქნილობას (ზრდის რეალური ეკონომიკის მერყეობას)

მოქნილი გაცვლითი კურსის მთავარი უპირატესობა არის ის, რომ იგი მარტივად არბილებს საგარეო შოკებს და, შესაბამისად, შეუძლია ღია ეკონომიკა დაიცვას მათი გავლენისაგან (იმ ემპირიული მტკიცებულებისათვის, რომ გაცვლით კურსს მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს ექსპორტსა და იმპორტზე იხ. Leigh, Lian, Poplawski-Ribeiro and Tsyrennikov, 2016). იდეალურ შემთხვევაში მცურავი გაცვლითი კურსის საშუალებით შესაძლებელია, რომ ღია ეკონომიკამ სრულად მოახდინოს საგარეო შოკის ნეიტრალიზაცია. ნომინალური გაცვლითი კურსით საგარეო შოკების შეწოვა მიმზიდველია იქიდან გამომდინარე, რომ გაცვლით კურსს მალე შეუძლია კორექტირება მოახდინოს ახალი რეალობის შესაბამისად, მაშინ როდესაც საგარეო შოკის შეწოვა ფასებისა და ხელფასების კორექტირებით უფრო რთული და ხარჯიანი პროცესია. აღნიშნული არგუმენტი (რომ გაცვლითი კურსის მოქნილობა ზრდის ღია ეკონომიკის მოქნილობას) დიდწილად ფრიდმანს ეკუთვნის, თუმცა იგი ფართოდ გავრცელებულია თანამედროვე მაკროეკონომიკაშიც. მაგ. იხ. Cespedes, Chang and Velasco (2004).

თუმცა დოლარიზაციის არსებობის შემთხვევაში პრობლემა ისაა, რომ გაცვლითი კურსის კორექტირება (რომელიც შეიძლება იყოს როგორც გამყარება, ასევე გაუფასურება) არამხოლოდ არბილებს საგარეო შოკს, არამედ მასთან ერთად იწვევს უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ სესხებზე ტვირთის მერყეობას (balance sheet effects). ეს უკანასკნელი კი საგარეო შოკების შერბილების



საპირისპიროდ მუშაობს და, შესაბამისად, მოქნილი გაცვლითი კურსის მთავარი უპირატესობის (ეკონომიკის მოქნილობის ზრდის) ბოლომდე გამოყენების საშუალებას არ გვაძლევს. მაგალითად, როდესაც ადგილი აქვს უარყოფით საგარეო შოკს, ასეთ დროს არადოლარიზებული ქვეყნის ვალუტის გაუფასურება გამოიწვევს წმინდა ექსპორტის გაუარესებისგან დაცვას (თავდაპირველი შოკის ნეიტრალიზაციას), თუმცა დოლარიზებული ქვეყნის ვალუტის გაუფასურება ასეთი ტიპის ნეიტრალიზაციას ვერ მოახდენს, ვინაიდან წმინდა ექსპორტის გაუარესებისგან დაცვასთან ერთად, ადგილი ექნება უცხოური ვალუტის მსესხებლების ტვირთის ზრდას, რაც მათ ეკონომიკურ აქტივობას შეზღუდავს. ეს კი ნიშნავს, რომ მოქნილი გაცვლითი კურსი ღია, თუმცა დოლარიზებულ ქვეყნებს საგარეო შოკებისგან ისე კარგად ვეღარ იცავს, როგორც არადოლარიზებული ქვეყნის შემთხვევაში. ამასთან, როგორც თეორიული, ასევე ემპირიული კვლევების უმეტესი ნაწილის დასკვნით, (რომელთაც ქვემოთ განვიხილავთ) დოლარიზაციის არსებობის შემთხვევაშიც კი მაინც უმჯობესია მოქნილი გაცვლითი კურსის შენარჩუნება საგარეო შოკებთან გასამკლავებლად, ვიდრე ფიქსირებულ გაცვლით კურსზე გადასვლა. მაგრამ, თუკი ფინანსური დოლარიზაციის არსებობის შემთხვევაშიც კი მაინც მოქნილი გაცვლითი კურსი უნდა გვექონდეს, მაშინ, ცხადია, რომ დაბალი ფინანსური დოლარიზაციის შემთხვევაში კიდევ უკეთეს მდგომარეობაში იქნებოდა ეკონომიკის მოქნილობა საგარეო შოკებთან გამკლავებაში. იხ. Gertler, Gilchrist and Natalucci (2007).

სხვაგვარად რომ ვთქვათ, მაშინ როდესაც მოქნილი გაცვლითი კურსი არბილებს საგარეო შოკებს, ფინანსური დოლარიზაცია თავის მხრივ, პირიქით, ამწვავებს მათ. როგორც აღვნიშნეთ, ხშირ შემთხვევაში პირველი ეფექტი (საგარეო შოკის შერბილება) ჭარბობს მეორე ეფექტს (საგარეო შოკის გამწვავებას), რაც ნიშნავს, რომ მოქნილი გაცვლითი კურსი მაინც სასარგებლოა მაღალი დოლარიზაციის დროსაც კი. შესაბამისად, არცაა გასაკვირი, რომ მოქნილი გაცვლითი კურსი კიდევ უფრო სასარგებლო იქნება დაბალი დოლარიზაციის დროს, ვინაიდან ასეთ დროს მცირდება მეორე (საგარეო შოკის გამწვავების) ეფექტი და გაცვლით კურსს რჩება მხოლოდ საგარეო შოკის შერბილების თვისება. იხ. Cespedes, Chang and Velasco (2004).

კიდევ სხვაგვარად რომ ვთქვათ, საგარეო შოკის დროს ფინანსური დოლარიზაცია ქვეყანას იძულებულს ხდის საპროცენტო განაკვეთები უფრო აგრესიულად ცვალოს. ეს კი, თავის მხრივ, ხელს უშლის გაცვლითი კურსის საგარეო შოკების შერბილების თვისებას, რაც, საბოლოოდ, ეკონომიკის მოქნილობის შეზღუდვასა და მისი მერყეობის ზრდას ნიშნავს. იხ. Batini, Levine and Pearlman (2007).

რაც შეეხება ემპირიულ მტკიცებულებებს, მრავალი კვლევა არსებობს, რომელიც აჩვენებს, ერთი მხრივ, იმას, რომ ფინანსური დოლარიზაცია უფრო ნაკლებად მიმბიდველს ხდის მცურავ გაცვლით კურსს, ხოლო მეორე მხრივ, იმას, რომ ფინანსური დოლარიზაციის დროსაც კი, ეკონომიკის მოქნილობის ზრდისა და მისი მერყეობის შემცირებისათვის მაინც უმჯობესია მცურავი გაცვლითი კურსი. მაგ. იხ. Carranza, Cayi and Galdon-Sanchez (2003), რომელიც ფინანსური დოლარიზაციით გამოწვეული უარყოფითი ეფექტების არსებობას ემპირიულად ასაბუთებს. იხ. ასევე Edwards and Levy-Yeyati (2005), რომელიც ემპირიულად ამტკიცებს, რომ ფინანსური დოლარიზაციის მიუხედავად, მცურავი (მოქნილი) გაცვლითი კურსი ხშირ შემთხვევაში მაინც უმჯობესია სხვა ალტერნატივებზე.

ამ ორი შედეგიდან კი გამომდინარეობს ის, რასაც თეორიული კვლევებიც ამტკიცებს, რომ ღია ეკონომიკების მოქნილობისთვის, როგორც წესი, საუკეთესო კომბინაციაა დაბალი დოლარიზაცია და მცურავი გაცვლითი კურსის ერთობლიობა. ამ დასკვნას ამყარებს Levy-Yeyati and Sturzenegger (2003)-ში ნაჩვენები ის ემპირიული ფაქტიც, რომ მცურავი გაცვლითი კურსი დაკავშირებულია უფრო მაღალ ეკონომიკურ ზრდასთან და ეკონომიკის უფრო ნაკლებ მერყეობასთან.

მაღალი ფინანსური დოლარიზაციის ემპირიულ კვლევაზე აკეთებს აქცენტს Carranza, Galdon-Sanchez and Gomez Biscarri (2008)-ც, რომელიც სხვების მსგავსად ასკვნის, რომ მაღალი ფინანსური დოლარიზაცია იწვევს ეკონომიკის მერყეობის ზრდას, თუმცა დოლარიზაციის დროსაც კი მცურავი გაცვლითი კურსი მაინც უმჯობესია, ვიდრე ფიქსირებული.

მცურავი გაცვლითი კურსის უპირატესობის შესახებ დასკვნა შეიძლება გაკეთდეს თუნდაც მისი სრულ დოლარიზაციასთან შედარებითაც.

მაგ. იხ. Edwards and Magendzo (2006), რომელიც ემპირიულად ასკვნის, რომ სრული დოლარიზაცია მნიშვნელოვნად ზრდის ქვეყნის რეალური ეკონომიკის მერყეობას.

მეტეც, სავაჭრო პირობების მერყეობის, გლობალურად სავაჭრო ნაკადებისა და რეალური შოკების (ნომინალურთან შედარებით) მნიშვნელობის ზრდის კვალდაკვალ, მომავალში მცურავი გაცვლითი კურსი დიდი ალბათობით კიდევ უფრო მოსახერხებელი გახდება. იხ. Levy-Yeyati, Sturzenegger and Reggio (2010).

შესაბამისად, თუკი მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი სასურველია ქვეყნისთვის და მომავალში კიდევ უფრო სასურველი იქნება, მაშინ ცხადია, რომ უძობესია ეს რეჟიმი გვექონდეს დაბალ ფინანსურ დოლარიზაციასთან ერთად, ვინაიდან ასეთ დროს თავიდან ავირიდებთ იმ საბალანსო უწყისის ეფექტებს, რომელიც მაღალ ფინანსურ დოლარიზაციას ახასიათებს და რომელიც რეალური ეკონომიკის მერყეობას ზრდის.

... ზრდის ფინანსური სტაბილურობის რისკებს

ზედმეტად მაღალი ფინანსური დოლარიზაციის ერთ-ერთი ყველაზე სახიფათო პრობლემა არის ის, რომ იგი ზრდის ფინანსური სტაბილურობის რისკებს. მაშინ როდესაც წინა ქვეთავში განხილული პრობლემა (ეკონომიკის მოქნილობის შესუსტება) პერიოდულად იჩენს თავს, თუმცა არა დიდი მასშტაბებით, ფინანსური სტაბილურობის რისკების ზრდის პრობლემა იშვიათად იჩენს თავს, თუმცა საკმაოდ დიდი მასშტაბით (არაწრფივი ეფექტები). მართალია ფინანსური დოლარიზაცია ხელს უწყობს ფინანსური სექტორის განვითარებას მაღალი ინფლაციის გარემოში, მაგრამ ასეთი ფინანსური განვითარებისთვის უძობესია თავად ინფლაციის შემცირება და არა ფინანსური დოლარიზაცია, ვინაიდან ამ უკანასკნელს თან ახლავს ფინანსური სტაბილურობის რისკების ზრდა. მაგ. იხ. De Nicolo, Honohan and Ize (2003).

ფინანსური დოლარიზაციის დროს ფინანსური სტაბილურობის რისკები იზრდება, ვინაიდან ასეთ დროს მსესხებლები არიან ვალუტათა შეუ-

საბამობის ქვეშ – მათი აქტივების (შემოსავლების) ძირითადი ნაწილი დენომინირებულია ადგილობრივ ვალუტაში, ხოლო ვალდებულებები – უცხოურ ვალუტაში. ხოლო გაცვლითი კურსის გაუფასურებით გამოწვეულმა ვალის ტვირთის ზრდამ, თუკი საკმარისად დიდი აღმოჩნდება, შესაძლოა, გამოიწვიოს მასობრივი დეფოლტები და, ექსტრემალურ შემთხვევაში, საბანკო პანიკაც (bank run). ფინანსური არასტაბილურობის შედეგად კი მნიშვნელოვნად ზარალობს ეკონომიკის ყველა სექტორი, ვინაიდან მასობრივი დეფოლტების შედეგად საბანკო სექტორი იძულებულია მკვეთრად შეზღუდოს დაკრედიტება, რაც მნიშვნელოვნად ამცირებს აქტივების ფასებსა და ეკონომიკურ ზრდას. მაგ. იხ. Mishkin (1996) ან Reinhart, Rogoff and Savastano (2003). აღნიშნული ეფექტების მუშაობის მექანიზმის დეტალური, მაკრო-ფინანსურ მოდელზე დაფუძნებული ანალიზი წარმოდგენილია Benes, Kumhof and Laxton (2014)-ში.

ფინანსური სტაბილურობის რისკებს ასევე ზრდის ფინანსური დოლარიზაციის შედეგად ლიკვიდობის გართულებული მართვა. აღნიშნული იმის შედეგია, რომ ადგილობრივ ცენტრალურ ბანკს არ შეუძლია უცხოური ვალუტის ლიკვიდობის ულიმიტოდ მიწოდება, არამედ შეზღუდულია საერთაშორისო სავალუტო რეზერვების მოცულობით. შედეგად, გარკვეულ შემთხვევებში შესაძლოა წარმოიქმნას სისტემური, თვით-მოქმედი (self-fulfilling) ლიკვიდობის კრიზისი. მაგალითად, თუკი ეკონომიკურ აგენტებს გაუჩნდებათ ეჭვი საბანკო სექტორის ლიკვიდობასთან დაკავშირებით, შესაძლოა დაიწყოს დეპოზიტების გადინება. თუმცა, თუ გადინება დიდ მასშტაბს მიაღწევს, ის თავდაპირველი ეჭვი შესაძლოა უკვე საკმარისი გახდეს იმისთვის, რომ საბანკო სექტორს უცხოური ვალუტის იმდენი ლიკვიდობა დააკლდეს, რაც ვეღარ დაიფარება ცენტრალური ბანკის საერთაშორისო რეზერვების მოცულობით. იხ. Ize and Levy-Yeyati (2005).

ფინანსური დოლარიზაციის აღნიშნული უარყოფითი გავლენა ფინანსურ სტაბილურობაზე ცხადად იკვეთება ემპირიულ კვლევებშიც. მაგ. იხ. De Nicolo, Honohan and Ize (2005) ან Levy-Yeyati (2006).

აქედან გამომდინარე, ზედმეტად მაღალი ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება ნორმალურ



(რელური დოლარჩზაცნის შესაბამის) დონემდე ხელს შეუწყობს ფინანსური სტაბილურობის რისკების შემცირებას, რაც გრძელვადიანად სტაბილური ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელოვანი ფაქტორია.

... ასუსტებს მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას

ფინანსური დოლარჩზაცნა და მისი თანმდევი პროცესები ასუსტებს მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას რამდენიმე სხვადასხვა გზით. პირველ რიგში, იგი არ აძლევს საშუალებას ეკონომიკას საკმარისად მოქნილი გაცვლითი კურსი ჰქონდეს, რაც ნიშნავს, რომ ცენტრალურ ბანკს სრულად არ ექნება არჩევანის უფლება, რომ ინფლაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის ადგილობრივი ეკონომიკისთვის ოპტიმალური ბალანსი დაიცვას. თუნდაც საქართველოს ბიზნეს ციკლი აშშ-სთან სრულად იყოს კორელირებული

(რაც, ცხადია, ასე არ არის), მაშინაც კი დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკა შესაძლოა მაინც სასარგებლო იყოს, თუმცა დოლარჩზაცნა მისი გამოყენების შესაძლებლობას ზღუდავს. იხ. Hausmann, Gavin, Pages-Serra and Stein (1999). მითუმეტეს უფრო მნიშვნელოვანი გამოდის მონეტარული პოლიტიკა, რომდესაც საქართველოსა და აშშ-ს ბიზნეს ციკლები ერთმანეთს ხშირად აცდენილია. ბიზნეს ციკლების აცდენის პრობლემა და, შესაბამისად, დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის სასურველობა განსაკუთრებით ცხადია მაშინ, როდესაც, არათუ საქართველოსა და აშშ-ს არ აქვთ ერთნაირი ბიზნეს ციკლები, არამედ – თავად ევროზონაში შემავალ ქვეყნებსაც კი (იხ. Belke, Domnick and Gros, 2016).

ამასთან ერთად, როგორც ზემოთ განხილულ ემპირიულ კვლევებში ჩანს, ფინანსური დოლარჩზაცნა, ერთი მხრივ, ამწვავებს საგარეო შოკების რელურ ეკონომიკაზე გავლენას, ხოლო, მეორე მხრივ, ზრდის გაცვლითი კურსიდან ინფლაციაზე



გადაცემას (pass-through). ეს კი ნიშნავს, რომ ფინანსურ დოლარიზაციას შეუძლია სტანდარტული მოთხოვნის შოკი ნაწილობრივ გარდაქმნას მიწოდების შოკად, რომლის დროსაც ალტერნატივა ინფლაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის (trade-off) ცენტრალური ბანკისთვის ბევრად მძაფრი და მტკივნეული ხდება. მაგ. Batini, Levine and Pearlman (2008).

გარდა ზემოაღნიშნულისა, ფინანსური დოლარიზაცია საშუალებას არ აძლევს ცენტრალურ ბანკს გაიუმჯობესოს სანდოობა ეკონომიკურ აგენტებს შორის, თუნდაც ეს ცენტრალური ბანკი სრულად დამოუკიდებელი და კომპეტენტური იყოს. ამის მიზეზი არის ის, რომ დოლარიზაციის დროს ცენტრალურ ბანკს ხელ-ფეხი შეკრული აქვს ნაწილობრივ, აღარ ეძლევა საშუალება დაანახოს ეკონომიკურ აგენტებს, თუ როგორ მოიქცეოდა იგი დოლარიზაციის არარსებობის შემთხვევაში და, შედეგად, უჭირს გამოავლინოს საკუთარი თავი და გაზარდოს საზოგადოებაში მისი პოლიტიკის სანდოობა. იხ. Cowan and Do (2003).

და ბოლოს, ფინანსური დოლარიზაციის დროს მონეტარულ პოლიტიკას უჭირს მართოს საპროცენტო განაკვეთები საბანკო სექტორში, თუკი არ სრულდება დაუზღვეველი საპროცენტო პარიტეტი. როდესაც დაუზღვეველი საპროცენტო პარიტეტი სრულდება, მაშინ აღნიშნულ პრობლემას ადგილი არ აქვს. მაგალითად, დაუზღვეველი საპროცენტო პარიტეტის შესრულების დროს, თუკი ცენტრალური ბანკი გაზრდის ადგილობრივ საპროცენტო განაკვეთებს, შედეგად ადგილობრივი ვალუტა გამყარდება იმდენად, რომ შემდეგ მცირე გაუფასურება იყოს მოსალოდნელი (სწორედ ამას ამბობს დაუზღვეველი საპროცენტო პარიტეტი). მაგრამ თუკი მცირე გაუფასურებაა შემდეგ მოსალოდნელი, ე.ი. უცხოური ვალუტის სესხი ნაკლებად მიმზიდველია. შედეგად, მონეტარულ პოლიტიკას გავლენა ჰქონია როგორც ადგილობრივი, ასევე უცხოური ვალუტის სესხებზე. თუმცა ზოგჯერ დაუზღვეველი საპროცენტო პარიტეტი არ სრულდება (მაგ. იხ. Cowan and Do, 2003 ან Basso, Calvo-Gonzalez and Jurgilas, 2007) და, შედეგად, მონეტარული პოლიტიკა მართავს მხოლოდ ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთებს, მაგრამ ვერ მართავს უცხოური ვალუტისას, რაც ართულებს მონეტარული პოლიტიკის გატარებას მაკროეკონომიკური სტაბილურობის ხელშესაწყობად.

ხოლო მონეტარული პოლიტიკის როლი საკმაოდ დიდია მაკროეკონომიკური სტაბილურობისთვის, როდესაც მოთხოვნის შოკებს დიდი მერყეობა გააჩნიათ. იმ ემპირიული ფაქტებისთვის კი, რომ მოთხოვნის შოკები მართლაც ბიზნეს ციკლების ძირითადი წარმმართველია იხ. Andrieu, Bruha and Solmaz (2016). მოთხოვნის შოკების მნიშვნელობას ემპირიულად ასაბუთების ასევე Leduc and Liu (2016) და Forni and Gambetti (2010).

ყოველივე ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის შესუსტება არანაკლებ მნიშვნელოვანი დამატებითი მიზეზია, თუ რატომღაც სასურველი ფინანსური დე-დოლარიზაცია.

... იწვევს გაცვლითი კურსის გადაჭარბებულ მერყეობას

კიდევ ერთი ნაკლი მაღალი ფინანსური დოლარიზაციისა, არის ის, რომ იგი იწვევს გაცვლითი კურსის გადაჭარბებულ მერყეობას (როგორც ზედმეტ გამყარებებს, ასევე ზედმეტ გაუფასურებებს). ეს შეიძლება მოხდეს იმის შედეგად, რომ ფინანსური დოლარიზაციის დროს გაცვლით კურსს არაერთი წონასწორობა გააჩნია: თუ ბაზრის მონაწილეები ფიქრობენ, რომ გაცვლითი კურსი მნიშვნელოვნად შეიცვლება, ეს ასევე მოხდება და გაცვლითი კურსი გადავა ახალ წონასწორობაში. ეს მექანიზმი ნაკლებად მუშაობს არადოლარიზებულ ქვეყნებში, ვინაიდან იქ გაცვლითი კურსის ცვლილებას სტანდარტული გავლენა აქვს ეკონომიკურ ზრდაზე, ხოლო ეს უკანასკნელი კი გაცვლით კურსს შემდეგ ისევ უკან აბრუნებს. ეს ასე ნაკლებად ხდება დოლარიზებულ ეკონომიკებში. მაგალითად, იმ შემთხვევაში, თუ ფინანსური სექტორი იმდენად დოლარიზებულია, რომ გაცვლითი კურსის გაუფასურება იწვევს ეკონომიკური აქტივობის შესუსტებას, მაშინ ეკონომიკური აქტივობის შესუსტება, თავის მხრივ, კიდევ დამატებით გაუფასურებას შეუწყობს ხელს და ა.შ. ეს მექანიზმი პირველად შემდეგ ნაშრომშია გამოკვლეული – Aghion, Bacchetta and Banerjee (2001).

გარდა ამისა, გარკვეულ შემთხვევებში ფინანსური დოლარიზაცია სპეკულაციურ შეტევებსაც უწყობს ხელს, რაც ასევე იწვევს გაცვლითი კურსის გადაჭარბებულ მერყეობებს. კერძოდ, ვინაიდან



ფინანსური დოლარიზაციის დროს გაცვლითი კურსის მერყეობების შერბილება უფრო მიმზიდველი ხდება პოლიტიკის გამტარებელთათვის, ამიტომ იზრდება სპეკულაციური შეტევების მოტივიც. ცხადია, სპეკულაციური შეტევა ვერ მოხდება თუკი გაცვლითი კურსი თავისუფლად მცურავია, თუმცა იგი ზოგჯერ ბოლომდე თავისუფლად მცურავი არ არის ხოლმე. მაგალითად, იხ. Scott, Restrepo and Garcia (2009).

აღნიშნული ორივე არგუმენტიდან გამომდინარე ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება ხელს შეუწყობს გაცვლითი კურსის ჭარბი მერყეობების შემცირებას, რაც გაცვლითი კურსის რისკის პრემიის შემცირებასა და ეკონომიკურ ზრდას დაეხმარება.

... უარყოფითი გარეგანი ეფექტებისა (EXTERNALITIES) და მორალური რისკის (MORAL HAZARD) პრობლემების თანხლებით ამცირებს ეკონომიკის ეფექტიანობას

ფინანსური დოლარიზაციის კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი უარყოფითი მომენტი, რომელიც მხედველობიდან არ უნდა გამოგვრჩეს, ისაა, რომ იგი მოიცავს უარყოფით გარეგან ეფექტებსა (externalities) და მორალური რისკის პრობლემას (moral hazard). ეს საკითხი იმდენად მნიშვნელოვანია, რომ იგი ფინანსურ დოლარიზაციასთან დაკავშირებულ მრავალ კვლევაში ცენტრალურ ადგილს იკავებს, თუმცა, სამწუხაროდ, ფართო დისკუსიებში ხშირად გამორჩენილია. აღნიშნული პრობლემა სხვადასხვა მომენტებში ვლინდება. მაგალითად, დეპოზიტების დაზღვევის დროს, უკანასკნელი ინსტანციის სესხების გაცემის დროს, სამთავრობო გარანტიების დროს, გაცვლითი კურსის მართვის დროს ან თუნდაც ბანკის ლიკვიდაციის დროს. განვიხილოთ თითოეული შემთხვევა ცალ-ცალკე.

დეპოზიტების დაზღვევის დროს, თუკი ადგილი აქვს ფინანსურ დოლარიზაციას და ადგილობრივი და უცხოური ვალუტის დეპოზიტები თანაბარი პირობებითაა დაზღვეული, მაშინ სინამდვილეში ამ დროს უცხოური ვალუტის დეპოზიტები უსა-

მართლოდ პრივილეგირებულ პოზიციაში გამოდიან. ამის მიზეზი მარტივია: უცხოური ვალუტის დეპოზიტებით (ფინანსური დოლარიზაციით) წარმოშობილი გაცვლითი კურსის (ფინანსური სტაბილურობის) რისკი გვაძლევს იმას, რომ ადგილობრივი ვალუტის გამყარების დროს ყველა დეპოზიტარი თანაბრად იხდის დეპოზიტის დაზღვევის გადასახადს, ხოლო მისი გაუფასურებისა და საკრედიტო პრობლემების წარმოშობის დროს სადაზღვევო სერვისით თანაბარზე მეტად სარგებლობს უცხოური ვალუტის დეპოზიტარი. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, უცხოური ვალუტის დეპოზიტარი წარმოშობს სისტემურ რისკს, ხოლო თავად კი ამ რისკის მატერიალიზაციის შემთხვევაში ადგილობრივი ვალუტის დეპოზიტარზე ნაკლებად ზარალდება. იხ. Broda and Levy-Yeyati (2006).

ეს კი გვაძლევს იმას, რომ უცხოური ვალუტის დეპოზიტი უფრო მიმზიდველი ხდება (ვინაიდან, როგორც ვთქვით, პრივილეგირებულ სიტუაციაში გამოდის), რაც შემდეგ იწვევს ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთის ზრდას (მისი ნაკლებად მიმზიდველობის დასაკომპენსირებლად), ადგილობრივ ვალუტაში შუამავლობის გაძვირებას და შედეგად საბანკო სექტორის გადახრას უცხოურ ვალუტაში შუამავლობისკენ. შედეგად, ვიღებთ ზედმეტად მაღალ ფინანსურ დოლარიზაციას. იხ. De Nicolo, Honohan and Ize (2005) და იქ განხილული ლიტერატურა.

ანალოგიურ პრობლემას ვაწყდებით უკანასკნელი ინსტანციის სესხების დროს, როდესაც ადგილი აქვს მაღალ ფინანსურ დოლარიზაციას. კერძოდ, მაღალი ფინანსური დოლარიზაციით გამოწვეულ რისკზე (თუკი მისი რეალიზების დროს საჭირო გახდა უკანასკნელი ინსტანციის სესხი) პასუხს აგებს არა თავად ეკონომიკის ეს ფინანსურად დოლარიზებული ნაწილი, არამედ მთელი ეკონომიკა, ვინაიდან უკანასკნელი ინსტანციის სესხის (ცენტრალური ბანკის) უკან სწორედ მთელი ეკონომიკა დგას (თუკი არ ხდება დეპოზიტის ვალუტის გათვალისწინება ასეთი სესხის გაცემის დროს). ცხადია, როგორც ყველა ვალუტის დეპოზიტის თანაბარი პირობებით დაზღვევის დროს, აქაც, უარყოფითი გარეგანი ეფექტები და მორალური რისკის პრობლემა სტიმულებს არასწორად ანაწილებს ეკონომიკაში და ეფექტიანობას ამცირებს. იხ. Broda and Levy-Yeyati (2006).

სხვაგვარად რომ ვთქვათ, უარყოფითი გარეგანი ეფექტებით გამოწვეული ფარული (implicit) სუბსიდია უცხოური ვალუტის დეპოზიტებზე, იწვევს ზედმეტ, არაოპტიმალური მოცულობის ფინანსურ დოლარიზაციას. იხ. Honohan and Shi (2001).

უარყოფითი გარეგანი ეფექტებით გამოწვეულ პრობლემას ვაწყდებით ბანკის ლიკვიდაციის დროსაც, თუკი მხედველობაში არ მიიღება დეპოზიტის ვალუტა. ამის მიზეზი აქაც ანალოგიურია. უცხოური ვალუტის დეპოზიტარი თავად წარმოშობს გაცვლითი კურსის რისკს ეკონომიკის დონეზე, თუმცა დიდი გაუფასურებისა და ამ რისკის დიდ საკრედიტო დანაკარგებში გადათარგმნის (ბანკის გადახდისუნარობის) დროს იგი ადგილობრივი ვალუტის დეპოზიტართან შედარებით ნაკლებად ზარალდება, ვინაიდან ბანკის ლიკვიდაციის დროს ბანკის ნარჩენი აქტივები უცხოური ვალუტის დეპოზიტარს უფრო მეტად ხვდება (გაუფასურების შედეგად ადგილობრივ ვალუტაში გამოხატული მისი დეპოზიტის წილის „გაბერვის“ გამო). უცხოური ვალუტის დეპოზიტის ასეთი უსამართლო პრივილეგია, ანუ გაცვლითი კურსის რისკის არასწორი ფასდადება (mispricing), კი იწვევს, ადგილობრივი ვალუტის საპროცენტო განაკვეთების ზრდას. რაც ნიშნავს, ადგილობრივთან შედარებით, უცხოურ ვალუტაში შუამავლობის უფრო მეტ მიმზიდველობას და ზედმეტ ფინანსურ დოლარიზაციას, რომელიც უარყოფით გარეგან ეფექტებს ეფუძნება. იხ. Broda and Levy-Yeyati (2006).

აქედან გამომდინარე, როდესაც არ ხდება უცხოური ვალუტის დეპოზიტებით გამოწვეული უარყოფითი გარეგანი ეფექტების ინტერნალიზაცია (მაგალითად, მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნებით), მაშინ სინამდვილეში ადგილი აქვს უცხოური ვალუტის დეპოზიტებზე ფარულ (implicit) სუბსიდიას. შესაბამისად, უცხოური ვალუტის დეპოზიტზე (ან შუამავლობაზე, ზოგადად) უფრო ხარჯიანი მოთხოვნების არსებობა სრულად ლოგიკურია. მაგალითად, შესაძლოა ვიკამათოთ იმაზე, ადგილობრივი და უცხოური ვალუტის დეპოზიტებზე მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნა 10% და 15% უნდა იყოს, თუ 5% და 25%, თუმცა იმაზე კამათი, რომ მათზე განსხვავებული მოთხოვნები უნდა იყოს თუ არა, უარყოფითი გარეგანი ეფექტების გათვალისწინებით, აზრს მოკლებულად მიმაჩნია.

აქვე შეიძლება ვახსენოთ ფინანსური დოლარიზაციით გამოწვეული კოორდინაციის პრობლემაც. კერძოდ, შესაძლოა მთლიანად ეკონომიკისთვის დე-დოლარიზაცია ოპტიმალური იყოს, მაგრამ თითოეული კერძო ეკონომიკური აგენტი ამას ვერ აკეთებდეს დამოუკიდებლად, რადგან თითოეული აგენტის გადმოსახედიდან, თუკი დანარჩენი ეკონომიკა დოლარიზებულია, მაშინ ამ მოცემულობით ცალკე მისთვისაც დოლარიზება გამოდის ოპტიმალური. იხ. Honohan and Shi (2001).

ეს ლოგიკა კარგად ჩანს ასევე სამშენებლო სექტორში. მაგალითად, მთელი სექტორისთვის ოპტიმალური რომც იყოს ადგილობრივ ვალუტაში ფასდადებაზე გადასვლა, თითოეული სამშენებლო კომპანია ამის ვაკეთებას დამოუკიდებლად ვერ დაიწყებს, ვინაიდან მისთვის ადგილობრივ ვალუტაში ფასის დადება მხოლოდ მაშინ იქნება ბოლომდე მიმზიდველი, თუკი დანარჩენი სექტორიც პარალელურად იგივეს მოიმოქმედებს. ასეთი ტიპის კოორდინაციის პრობლემა კი შესაძლოა გვაძლევდეს დოლარიზაციას, რომელიც მთელი ეკონომიკის დონეზე სულაც არ იყოს ოპტიმალური. ასეთი ტიპის მდგომარეობას ლიტერატურაში „დოლარიზაციის ხაფანგს“ უწოდებენ. იხ. Levina and Zamulin (2006), Uribe (1997), Oomes (2003) ან Duffy, Nikitin and Smith (2006).

ზედმეტ ფინანსურ დოლარიზაციას ხელს უწყობს გაცვლითი კურსის მართვაც, ვინაიდან ამ დროს ეკონომიკური აგენტები გაცვლითი კურსის რისკს აღარ ითვალისწინებენ (თვლიან რომ ამ რისკს მთავრობა აზღვევს). შესაბამისად, უცხოურ ვალუტაში შუამავლობა უფრო მიმზიდველი ხდება, ვინაიდან მისი ერთ-ერთი მთავარი რისკის ხარჯი მთავრობაზე გადადის. აღნიშნული მორალური რისკის შედეგად კი (ანუ მთავრობის ხარჯზე) ფინანსური სექტორი ზედმეტად დოლარიზდება. ამ მიზეზით გამოწვეული ფინანსური დოლარიზაცია კი განსაკუთრებით საშიშია, ვინაიდან კონცენტრირებულია უცხოური ვალუტის მოკლევადიან სესხებზე, რომლისთვისაც ვალის ტვირთი ყველაზე მეტად მერყევია გაცვლით კურსთან დაკავშირებული შოკების დროს. იხ. Eichengreen and Hausman (1999).

და ბოლოს, ზოგადად სამთავრობო გარანტიები საბანკო კრედიტებზე არის ასევე მორალური რისკის წყარო, რაც საბოლოოდ ზედმეტი რისკ-



ის აღებს უწყობს ხელს. ხოლო ვინაიდან უცხოურ ვალუტაში შუამავლობა უფრო რისკიანია (გაცვლითი კურსის მერყეობის გამო), ამიტომ ამ რისკის კერძო სექტორის მიერ გაუთვალისწინებლობა (ვინაიდან ადგილი აქვს სამთავრობო გარანტიებს) იწვევს უცხოური ვალუტის სესხების ბუმს, რაც, დიდი გაუფასურების შემთხვევაში, შესაძლოა მასობრივი დეფოლტებით დასრულდეს. იხ. Burnside, Eichenbaum and Rebelo (2001).

ამ კონტექსტში შესაძლოა ჩაჯდეს, მაგალითად, მთავრობის სუბსიდია უცხოური ვალუტის მსესხებლებზე. თუკი კერძო სექტორს არ ექნება მოლოდინი, რომ ასეთი ტიპის სუბსიდია მომავალში აღარ განხორციელდება, მაშინ შესაძლოა გაჩნდეს უცხოური ვალუტის სესხების აღების სტიმული, ვინაიდან ამ შემთხვევაში ველოდებით, რომ თუ მომავალში ისევ იქნება დიდი გაუფასურება, მთავრობა ისევ მოგვეცემს სუბსიდიას, ხოლო თუ ადგილი ექნება, პირიქით, გამყარებას, მაშინ უცხოური ვალუტის სესხზე ისედაც ვიხიერებთ (მითუმეტეს მასზე დაბალი განაკვეთების პირობებში).

რომ შევავალოთ, ვინაიდან ფინანსური დოლარიზაცია წარმოშობს სისტემურ რისკს, ხოლო ამ რისკის მატერიალიზაციის დროს ბარალს ინაწილებს არა ეს ფინანსურად დოლარიზებული ნაწილი, არამედ მთელი ეკონომიკა, ამიტომ ჩნდება სტიმული ზედმეტი რისკების აღებისა. ხოლო გაცვლითი კურსის ზედმეტი რისკების აღება კი მულაგნდება ზედმეტ ფინანსურ დოლარიზაციაში. უარყოფითი გარეგანი ეფექტებისა და მორალური რისკის პრობლემით გამოწვეული ფინანსური დოლარიზაცია ცხადად არაოპტიმალურია. იხ. Broda and Levy-Yeyati (2006).

სხვაგვარად რომ ვთქვათ, უარყოფითი გარეგანი ეფექტები და მორალური რისკის პრობლემა გვაძლევს იმას, რომ ეკონომიკური აგენტები ზედმეტად დოლარიზდებიან, ვინაიდან კარგ შემთხვევაში მხოლოდ თავად ხეირობენ და იხდიან დაბალ საპროცენტო განაკვეთებს უცხოურ ვალუტაზე, ხოლო ცუდ (ანუ დიდი გაუფასურების) შემთხვევაში კი ხარჯს ინაწილებენ მთელ დანარჩენ ეკონომიკასთან ერთად. იხ. Ize and Levy-Yeyati (2005).

აქედან გამომდინარე, ფინანსური დოლარიზაციის ის ნაწილი, რომელიც მოდის უცხოური ვალუტის შუამავლობაში არსებული უარყოფი-

თი გარეგანი ეფექტებისა და მორალური რისკის პრობლემის არსებობით, ცალსახად არაოპტიმალურია. მისი აღმოფხვრა კი შესაძლებელია უცხოური ვალუტის სესხებისა და დეპოზიტებზე უფრო მკაცრი მოთხოვნების არსებობით (მაგ. რისკის წონებით და მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნებით, ან სხვა), რაზეც შემდეგ სტატიაში უფრო ვრცლად ვისაუბრებთ.

... აფერხებს საბანკო სექტორის მომგებიანობას

საერთაშორისო ემპირიული კვლევებით დასტურდება, რომ ფინანსური დოლარიზაცია გრძელვადიან პერიოდში საბანკო სექტორის მომგებიანობასაც აფერხებს, რაც წინა ქვეთავში განხილულ პრობლემებთან (ვალუტათა შეუსაბამობიდან გამომდინარე რისკის არსებობასთან და ლიკვიდობის მართვის გართულებასთან) თანხვედრაშია. მაგ. Kutan, Rengifo and Ozsoz (2010) იკვლევს 36 დოლარიზებული საბანკო სისტემის მომგებიანობას და ასკვნის, რომ რაც უფრო დოლარიზებულია საბანკო სისტემა, მით უფრო სუსტია საბანკო სექტორის მომგებიანობა.

აქედან გამომდინარე, ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება გრძელვადიან პერიოდში საბანკო სექტორის ინტერესებშიცაა, ხოლო მისი შემცირებით გაზრდილი საბანკო სექტორის მომგებიანობა დადებითად აისახება ფინანსური შუამავლობის ფასსა და, შესაბამისად, ეკონომიკურ ზრდაზე.

... ხელს უშლის საქართველოს რეიტინგების გაუმჯობესებას

და ბოლოს, ასევე მნიშვნელოვანი ფაქტორია ის, რომ მაღალი ფინანსური დოლარიზაცია ხელს უშლის საქართველოს საერთაშორისო რეიტინგების გაუმჯობესებას, რაც საბოლოოდ, ინვესტიციებს აფერხებს. მაგალითად, იხ. Fitch Ratings (2016), სადაც ცალსახადაა მითითებული, რომ დოლარიზაციის შემცირება ხელს შეუწყობს საქართველოს რეიტინგის გაუმჯობესებას. ასევე ცალსახადაა მითითებული ფინანსური დოლარიზაციის უარყოფითი გავლენა საქართველოს რეიტინგზე Moody's (2016)-შიც.

შესაბამისად, საერთაშორისო რეიტინგების გაუმჯობესება არის კიდევ ერთი არხი იმისა, თუ როგორ შეუწყობს ხელს ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება ეკონომიკის განვითარებას.

დასკვნა

დასკვნის სახით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ ფინანსური დოლარიზაციის შემცირება (დე-დოლარიზაცია) მრავალმხრივ სასურველი პროცესია. როგორც თეორიული და ემპირიული კვლევების უმრავლესობიდან ცხადად იკვეთება, 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 გადატარებული 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. აქედან გამომდინარე, შემდეგი ლოგიკური კითხვა, რომელიც შემდეგ სტატიაში იქნება განხილული, არის ის, თუ როგორ უნდა მივაღწიოთ წარმატებულ დე-დოლარიზაციას.



გამოყენებული ლიტერატურა

- Aghion, P., Bacchetta, P. and Banerjee, A., 2001. Currency crises and monetary policy in an economy with credit constraints. *European economic review*, 45(7), pp.1121-1150.
- Andrieu, M., Bruha, J. and Solmaz, S., 2016. Output and Inflation Co-movement; An Update on Business-Cycle Stylized Facts (No. 16/241). International Monetary Fund.
- Basso, H., Calvo-Gonzalez, O. and Jurgilas, M., 2007. Financial dollarization: the role of banks and interest rates (No. 0748). European Central Bank.
- Batini, N., Levine, P. and Pearlman, J., 2007. Monetary rules in emerging economies with financial market imperfections. In *International Dimensions of Monetary Policy* (pp. 251-311). University of Chicago Press.
- Batini, N., Levine, P. and Pearlman, J., 2008. Optimal Exchange Rate Stabilization in a Dollarized Economy with Inflation Targets (No. 2008-004). Banco Central de Reserva del Perú.
- Belke, A., Domnick, C. and Gros, D., 2016. Business Cycle Synchronization in the EMU: Core vs. Periphery. CEPS Working Documents No. 427, 14 November 2016.
- Benes, J., Kumhof, M. and Laxton, D., 2014. Financial Crises in DSGE Models; Selected Applications of MAP-MOD (No. 14/56). International Monetary Fund.
- Broda, C.M. and Levy-Yeyati, E., 2006. Endogenous deposit dollarization. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(4), pp.963-988.
- Burnside, C., Eichenbaum, M. and Rebelo, S., 2001. Hedging and financial fragility in fixed exchange rate regimes. *European Economic Review*, 45(7), pp.1151-1193.
- Calvo, G.A., Izquierdo, A. and Talvi, E., 2003. Sudden stops, the real exchange rate, and fiscal sustainability: Argentina's lessons (No. w9828). National Bureau of Economic Research.
- Carranza, L., Sánchez, J.E.G. and Biscarri, J.G. 2008. Exchange Rate and Inflation Dynamics in Dollarized Economies. (No. 10/04) Working Papers (Universidad de Navarra. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales).
- Carranza, L.J., Cayo, J.M. and Galdón-Sánchez, J.E., 2003. Exchange rate volatility and economic performance in Peru: a firm level analysis. *Emerging Markets Review*, 4(4), pp.472-496.
- Catão, L. and Terrones, M., 2016. Financial De-Dollarization; A Global Perspective and the Peruvian Experience (No. 16/97). International Monetary Fund.
- Céspedes, L.F., Chang, R. and Velasco, A., 2004. Balance Sheets and Exchange Rate Policy. *American Economic Review*, 94(4), pp.1183-1193.
- Cowan, K. and Do, Q.T., 2003. Financial dollarization and central bank credibility (No. 3082). The World Bank.
- De Nicoló, M.G., Honohan, M.P. and Ize, M.A., 2003. Dollarization of the banking system: good or bad? (No. 3-146). International Monetary Fund.
- De Nicoló, G., Honohan, P. and Ize, A., 2005. Dollarization of bank deposits: Causes and consequences. *Journal of Banking & Finance*, 29(7), pp.1697-1727.
- Duffy, J., Nikitin, M. and Smith, R.T., 2006. Dollarization traps. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(8), pp.2073-2097.
- Edwards, S. and Levy-Yeyati, E., 2005. Flexible exchange rates as shock absorbers. *European Economic Review*, 49(8), pp.2079-2105.
- Edwards, S. and Magendzo, I.I., 2006. Strict Dollarization and Economic Performance: An Empirical Investigation. *Journal of Money, Credit and Banking*, pp.269-282.
- Eichengreen, B. and Hausmann, R., 1999. Exchange rates and financial fragility (No. w7418). National bureau of economic research.
- Fitch Ratings, 2016. Fitch Affirms Georgia at 'BB-'; Outlook Stable. <https://www.fitchratings.com/site/pr/1001918>
- Forni, M. and Gambetti, L., 2010. Macroeconomic Shocks and the Business Cycle: Evidence from a Structural Factor Model (No. 7692). CEPR Discussion Papers.

- Garcia, C., Restrepo, J. and Roger, M.S., 2009. Hybrid Inflation Targeting Regimes (No. 9-234). International Monetary Fund.
- Gertler, M., Gilchrist, S. and Natalucci, F.M., 2007. External constraints on monetary policy and the financial accelerator. *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(2-3), pp.295-330.
- Hausmann, R., Gavin, M. and Stein, E.H., 1999. Financial Turmoil and the Choice of Exchange Rate Regime. Inter-American Development Bank.
- Honohan, P. and Shi, A., 2001. Deposit dollarization and the financial sector in emerging economies (No. 2748). The World Bank.
- Kutan, A.M., Rengifo, E.W. and Ozsoz, E., 2010. Evaluating the Effects of Deposit Dollarization in Bank Profitability (No. dp2010-07). Fordham University, Department of Economics.
- Lane, P.R. and Shambaugh, J.C., 2010. The long or short of it: determinants of foreign currency exposure in external balance sheets. *Journal of International Economics*, 80(1), pp.33-44.
- Leduc, S. and Liu, Z., 2016. Uncertainty shocks are aggregate demand shocks. *Journal of Monetary Economics*, 82, pp.20-35.
- Leigh, D., Lian, W., Poplawski-Ribeiro, M. and Tsyrennikov, V., 2015. Exchange rates and trade flows: disconnected?. *World Economic Outlook*, pp.105-42.
- Levina, I. and Zamulin, O., 2006. Foreign currency pricing. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(3), pp.679-696.
- Levy-Yeyati, E., 2006. Financial dollarization: evaluating the consequences. *Economic Policy*, 21(45), pp.62-118.
- Levy-Yeyati, E. and Ize, M.A., 2005. Financial De-Dollarization: Is it for Real? (No. 5-187). International Monetary Fund.
- Levy-Yeyati, E. and Sturzenegger, F., 2003. To float or to fix: Evidence on the impact of exchange rate regimes on growth. *The American Economic Review*, 93(4), pp.1173-1193.
- Levy-Yeyati, E., Sturzenegger, F. and Reggio, I., 2010. On the endogeneity of exchange rate regimes. *European Economic Review*, 54(5), pp.659-677.
- Mishkin, F.S., 1996. Understanding financial crises: a developing country perspective (No. w5600). National Bureau of Economic Research.
- Moody's, 2016. Moody's: Georgia's expanding trade links to support economic growth over the medium-term. <https://www.moody.com/research/Moodys-Georgias-expanding-trade-links-to-support-economic-growth-over--PR-346282>
- Oomes, N., 2003. Network externalities and dollarization hysteresis: The case of Russia (No. 3-96). International Monetary Fund.
- Reinhart, C.M., Rogoff, K.S. and Savastano, M.A., 2003. Addicted to dollars (No. w10015). National bureau of economic research.
- Uribe, M., 1997. Hysteresis in a simple model of currency substitution. *Journal of Monetary Economics*, 40(1), pp.185-202.



საქართველოს ეკონომიკის მოზაიკა



13.01.2017

საქართველოში ფასიანი ქაღალდებით ანგარიშსწორების სისტემის რეფორმა იწყება

საქართველოს ეროვნული ბანკი და თბილისის საფონდო ბირჟა ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის და ანგარიშსწორების სისტემის რეფორმას იწყებენ. პროექტი ითვალისწინებს ეროვნული ბანკის ფასიანი ქაღალდების სისტემის განახლებას და მასში საფონდო ბირჟის შვილობილი კომპანიის – საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის ჩართვას. რეფორმა საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიის ნაწილია, რომელიც საქართველოს მთავრობამ და ეროვნულმა ბანკმა ერთობლივად შეიმუშავეს 2016 წელს. პროექტის დასრულებისთანავე საქართველოში გამოშვებული ნებისმიერი ტიპის ფასიანი ქაღალდით ანგარიშსწორება ერთიანი სისტემის მეშვეობით იქნება შესაძლებელი. იმავდროულად, საფონდო ბირჟა შეისყიდის ახალ სავაჭრო პლატფორმას კომპანია მონტრანისგან, რომელმაც ადრე უზრუნველყო საქართველოს ეროვნულ ბანკში არსებული ანგარიშსწორების სისტემის დანერგვა. უნდა აღინიშნოს, რომ საფონდო ბირჟის ახალი სავაჭრო პლატფორმა უპასუხებს თანამედროვე მოთხოვნებს და ინტეგრირებული იქნება ანგარიშსწორების ერთიან სისტემასთან.

ფასიანი ქაღალდებით ანგარიშსწორების სისტემა ეროვნულ ბანკში 2010 წლის ბოლოდან წარმატებით მუშაობს. მისი მომწოდებელია ამერიკული კომპანია Montran Corporation, რომლის ანალოგიურ სისტემებს იყენებენ მსოფლიოს 30-ზე მეტ ქვეყანაში. 2010 წელს პროექტი USAID-ის თანადაფინანსებით წარამართა

და ორ კომპონენტს შეიცავდა. მეორე კომპონენტი RTGS – დროის რეალურ რეჟიმში ანგარიშსწორების სისტემა, რომლის მეშვეობითაც ხორციელდება ყველა ბანკთაშორისი გადარიცხვა ლარით. მიმდინარე პროექტის ფარგლებში RTGS სისტემის ახალი ვერსიის დანერგვაც არის დაგეგმილი.

დღეს მოქმედი სისტემით ანგარიშსწორება ეროვნულ ბანკში შესაძლებელია მხოლოდ სახელმწიფოს და ეროვნული ბანკის მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდებით. ახალი სისტემა საშუალებას მოგვცემს ყველა ტიპის ქართული ფასიანი ქაღალდით (კერძო კომპანიების მიერ გამოშვებული ობლიგაციების და აქციების ჩათვლით) ანგარიშსწორება იყოს ავტომატიზირებული, სწრაფი, დაცული და მოსახერხებელი. ახალი სისტემის მეშვეობით ანგარიშსწორება განხორციელდება ურისკო DvP მეთოდით, ეროვნულ ბანკში გახსნილ ანგარიშებზე (settlement in central bank money). სისტემის ინტეგრაცია როგორც საფონდო ბირჟის, ისე Bloomberg-ის სავაჭრო სისტემებთან მოგვცემს ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობისა და ანგარიშსწორების სრული ციკლის ავტომატიზაციას. ავტომატიზებული იქნება ასევე პროცენტის, დივიდენდის, ფასიანი ქაღალდის ძირითადი თანხის გადახდის ოპერაციები, ასევე მათი დაგირავება ეროვნულ ბანკში ან ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეებს შორის.

პროექტი განხორციელდება ისეთ ინსტიტუტებთან მჭიდრო თანამშრომლობით, როგორებიცაა ECB (ევროპის ცენტრალური ბანკი), EBRD და Clearstream. პროექტის ხარჯებს ეროვნული ბანკი, საფონდო ბირჟა და ცენტრალური დეპოზიტარი გაინაწილებენ. პროექტის პირველი ფაზის დასრულება 2017 წლის ბოლოსთვის იგეგმება.

01.03.2017

საგადახდო მომსახურების პროვაიდერებისთვის ახალი რეგულაციები ამოქმედდება

16 მარტიდან საგადახდო მომსახურების პროვაიდერები საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანებით დამტკიცებული ახალი წესის მიხედვით დარეგისტრირდებიან.



ახალი რეგულაცია, ერთის მხრივ, აწესებს ახალ მიდგომებს მომხმარებელთა უფლებების დაცვის თვალსაზრისით და, მეორეს მხრივ, განსაზღვრავს პროვაიდერთა რეგისტრაციისა და რეგულირების სამართლებრივ ჩარჩოს.

მომხმარებელთა უფლებების დაცვის მიზნით, პროვაიდერების მიმართ დადგინდა მოთხოვნები მომხმარებელთა საჩივრების მიღების წესისა და მათი განხილვის ვადების შესახებ. კერძოდ, წესის მიხედვით, პროვაიდერს განესაზღვრა არაუგვიანეს 7 სამუშაო დღის ვადა მომხმარებლის საჩივარზე რეაგირებისთვის.

დოკუმენტი, ასევე, განუსაზღვრავს პროვაიდერს მომხმარებლის ფულადი სახსრების განთავსებისა და დაცვის მოთხოვნებს, მათ მიერ საოპერაციო ფუნქციების აუთსორსინგულ კომპანიაზე (სხვა პირზე) გადაცემისა და საგადახდო მომსახურების განხორციელებისას აგენტების გამოყენების პირობებს. მსხვილ (მნიშვნელოვან) პროვაიდერს დაუწესდა დამატებითი მოთხოვნები წესებისა და პროცედურების, უსაფრთხოების ზომების, ასევე რისკების შეფასებისა და მათი შემცირების ღონისძიებების დანერგვის მიზნით. ახალ წესში დაზუსტდა პროვაიდერის სათაო ოფისის ფუნქციონირებასთან დაკავშირებული მოთხოვნებიც.

საგადახდო მომსახურების პროვაიდერების რეგისტრაციისა და რეგულირების წესის მიღებით კიდევ ერთი ნაბიჯი გადაიდგა ევროკავშირთან ასოცირების ხელშეკრულებით გათვალისწინებული ვალდებულებების შესრულებისკენ. აღნიშნულ წესში ასევე გათვალისწინებულია ფინანსური სექტორის შეფასების პროგრამის (FSAP) რეკომენდაციები.

დღეისათვის საქართველოში კომერციულ ბანკებთან ერთად საგადახდო მომსახურებას ახორციელებენ საქართველოს ეროვნულ ბანკში რეგისტრირებული საგადახდო მომსახურების პროვაიდერები. აღნიშნულ პირებს დიდი წვლილი შეაქვთ მომხმარებლებისთვის საგადახდო მომსახურების მიწოდების ნაწილში, როგორცაა გადახდების განხორციელება თვითმომსახურების კიოსკების მეშვეობით, გადახდები სატრანსპორტო საშუალებებში, ელექტრონული ფულის გამოშვება და მათი მეშვეობით გადახდის ოპერაციების განხორციელება და სხვა.

20.03.2017

საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა სს „კრედო ბანკი“ საბანკო საქმიანობის ლიცენზია გასცა

2017 წლის 20 მარტს, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა, სს „კრედო ბანკი“ საბანკო საქმიანობის ლიცენზია გასცა. სს „კრედო ბანკი“ საქართველოს ბაზარზე 2007 წლიდან ოპერირებს, როგორც მიკროსაფინანსო ორგანიზაცია (ყოფილი სს „მიკროსაფინანსო ორგანიზაცია კრედო“).

კრედოს 2014 წლიდან ინვესტორთა კონსორციუმი ფლობს, რომელიც, თავის მხრივ, მიკროსაფინანსო და სხვა საფინანსო მომსახურებას საერთაშორისო მასშტაბით ახორციელებს და წარმოდგენილია ევროპის, აზიის, სამხრეთ ამერიკისა და აფრიკის კონტინენტებზე.

თბილისსა და საქართველოს 10 რეგიონში სს „კრედო ბანკის“ 62 ფილიალი მუშაობს. კომპანიის მთავარი მიზანი მიკრო, მცირე და საშუალო ბიზნესების მდგრადი ფინანსური სერვისით უზრუნველყოფა და ზოგადად, საქართველოში მცირე და მიკრო ბიზნესის განვითარებაა. სს „კრედო ბანკის“ საზღვარგარეთო კაპიტალი დაახლოებით 120 მილიონ ლარს შეადგენს, ხოლო აქტივების ზომის მიხედვით საბანკო სექტორში მე-10 პოზიციას დაიკავებს.

24.03.2017

გალარების ერთჯერადი პროგრამით 80 მილიონ აშშ დოლარამდე სესხი გალარდა

გალარების ერთჯერადი პროგრამით დაახლოებით 80 მლნ აშშ დოლარამდე (78 659 017 აშშ დოლარი) 5 617 საბანკო სესხი გალარდა.

პროგრამა, რომელიც საქართველოს მთავრობამ ეროვნული ბანკის მხარდაჭერით განახორციელა, 17 იანვარს დაიწყო. ორი თვის განმავლობაში საქართველოს მოქალაქეებს, რომელთაც პროგრამა შეეხოთ, შესაძლებლობა ჰქონდათ ნებისმიერი კომერციული ბანკისთვის მიემართათ და შეღავათიანი პირობებით გაეღარებინათ უცხოური ვალუ-

ტით დენომინირებული საბანკო სესხი. პროგრამის ფარგლებში მსესხებელი გათავისუფლებული იყო დამატებული ხარჯებისგან, მათ შორის წინასწარ დაფარვის საკომისიოსა და ქონების რეგისტრაციის მოსაკრებლისგან. პროგრამის შედეგად დაკონვერტირდა გალარებას დაქვემდებარებული სესხების მთლიანი რაოდენობის 25 პროცენტი.

გალარების პროგრამის მთავარი მიზანი მომხმარებლისათვის აშშ დოლარით დენომინირებული სესხის მომსახურების ტვირთის შემსუბუქება იყო, რომელიც ბრდაც აშშ დოლარის გამყარებამ განაპირობა. ლარით დენომინირებული სესხი უზრუნველყოფს სესხის მომსახურების ხარჯების სტაბილურობასა და პროგნოზირებადობას.

პირდაპირი სარგებლის გარდა, გალარების პროგრამა მნიშვნელოვანი იყო ფინანსური განათლების კუთხითაც, ვინაიდან მომხმარებლებს მიეცათ საშუალება, მეტი ინფორმაცია მიეღოთ ლართა და უცხოური ვალუტით დენომინირებულ სასესხო პროდუქტებს შორის განსხვავებაზე, აგრეთვე კონვერტაციის ხარჯებსა და სავალუტო რისკებზე. ამ ფაქტორების გათვალისწინებით, უმჯობესია სესხი ლარით ავიღოთ, ვიდრე უცხოური ვალუტით.

სესხების გალარება კვალავაც შესაძლებელია, მაგრამ უკვე სახელმწიფო სუბსიდიის გარეშე. გალარების შემთხვევაში გაუქმებული იქნება სესხის წინასწარ გადახდის 2-პროცენტიანი საკომისიო.

ეროვნული ბანკი ვებგვერდზე უმოკლეს ხანში განახლებს სპეციალურ კალკულატორს, რომელიც საშუალებას მისცემს დაინტერესებულ მომხმარებელს გააანალიზოს სესხის გალარების დადებითი მხარეები.

29.03.2017

საქართველოს ეროვნულ ბანკში ფინანსური განათლების სტრატეგიის მართვის კომიტეტის პირველი სხდომა გაიმართა

საქართველოს ეროვნული ბანკი მომხმარებელთა უფლებების დაცვისა და მათი ფინანსური კეთილდღეობის ზრდის უზრუნველყოფისთვის აგ-



რძელებს ქმედითი ნაბიჯების გადადგმას ფინანსური განათლების ამაღლების კუთხით. ეროვნულმა ბანკმა 2016 წელს ფინანსური განათლების ეროვნული სტრატეგია შეიმუშავა, რომელიც მომხმარებელთა უფლებების დაცვის ჩარჩოს მნიშვნელოვანი შემადგენელი ნაწილია და ის ქვეყანაში ფინანსური სტაბილურობისა და მოქალაქეების ფინანსური კეთილდღეობის მხარდაჭერას ემსახურება.

ფინანსური განათლების ეროვნული სტრატეგიის ფარგლებში, საქართველოს ეროვნული ბანკის ინიციატივით ფინანსური განათლების სტრატეგიის მართვის კომიტეტი შეიქმნა, რომლის შემადგენლობაშიც შედიან დაინტერესებული მხარეები სახელმწიფო სტრუქტურების, კერძო ფინანსური სექტორისა და სამოქალაქო საზოგადოების მხრიდან, და რომლის პირველი სხდომაც ეროვნულ ბანკში 29 მარტს გაიმართა. კომიტეტი პასუხისმგებელია შეიმუშაოს მიდგომები და რეკომენდაციები ფინანსური განათლების ეროვნული სტრატეგიის განვითარება-დანერგვასთან და საქართველოში ფინანსური განათლების მხარდაჭერის საკითხებთან დაკავშირებით.

კომიტეტის წევრებმა პირველ სხდომაზე უახლესი პერიოდის ძირითადი ამოცანები და პრიორიტეტული მიმართულებები განიხილეს. საუბარი შეეხო ფინანსური განათლებისა და მომხმარებელთა უფლებების დაცვას შორის არსებულ ურთიერთკავშირს. ყურადღება გამახვილდა ახალგაზრდა თაობის ფინანსური განათლების დონესა და ფინანსური განათლების კუთხით ეროვნულ სასწავლო გეგმებში დაგეგმილ ცვლილებებზე; ამასთან, კომიტეტის წევრებმა იმსჯელეს არაფორმალური ფინანსური განათლების, უნივერსიტეტების როლის, რეგიონებსა და სამუშაო ადგილებზე ფინანსური განათლების ამაღლების საკითხებზე. იმავე დღეს კომიტეტის წევრებმა ფინანსური განათლე-



ბის სტანდარტების შემუშავებაზეც იმსჯელეს და კომიტეტის საკომუნიკაციო სტრატეგია დაგეგმეს. კომიტეტის ფარგლებში ხაზი გაესვა დაინტერესებული მხარეების აქტიურად ჩართულობის მნიშვნელობას.

ფინანსური განათლების ეროვნული სტრატეგიის მართვის კომიტეტს საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტი კობა გვენეტაძე ხელმძღვანელობს. კომიტეტის შემადგენლობაში შედიან საქართველოს პრეზიდენტის ადმინისტრაციის, საქართველოს განათლებისა და მეცნიერების სამინისტროს, უმაღლესი სასწავლებლების, კომერციული ბანკების, მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების, ასევე არასამთავრობო სექტორის წარმომადგენლები. კომიტეტის სხდომები ყოველკვარტალურად გაიმართება.

11.04.2017

თურქეთის ცენტრალურ ბანკთან ურთიერთგაგების მემორანდუმი გაფორმდა



საქართველოს ეროვნულ ბანკსა და თურქეთის ცენტრალურ ბანკს შორის ურთიერთგაგების მემორანდუმი გაფორმდა. მემორანდუმს საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტმა კობა გვენეტაძემ და თურქეთის ცენტრალური ბანკის პრეზიდენტმა მურატ ჩეტიჩკაიამ, ბელეკში, ცენტრალური აზიის, შავი ზღვის რეგიონისა და ბალკანეთის ქვეყნების ცენტრალური ბანკების მმართველთა კლუბის 37-ე შეხვედრის ფარგლებში მოაწერეს ხელი.

მემორანდუმის თანახმად, მხარეები შეთანხმდნენ, რომ სისტემატურად აწარმოებენ საქმიან დიალოგს ექსპერტების დონეზე და გააძლიერებენ თანამშრომელთა გაცვლით სამუშაო ვიზიტებს,



რომელიც შესაძლოა გამოიხატოს ტექნიკური რჩევებით, ტრენინგებით, სემინარებით, ვორქშოფებით, კვლევითი ვიზიტებითა და აქტივობებით ორმხრივად შეთანხმებულ საკითხებსა და სფეროებზე.

შეთანხმების შესაბამისად, მხარეები აპირებენ გაცვალონ ინფორმაცია და შეხედულებები ეკონომიკასა და ფინანსური განვითარების შესახებ ორი ქვეყნის ტერიტორიაზე და ასევე ცენტრალური ბანკის ურთიერთთანამშრომლობის საკითხებზე.

13.04.2017

სსფ: საქართველოს ეროვნული ბანკი განაგრძობს ფასების სტაბილურობის და გაცვლითი კურსის მოქნილობის უზრუნველყოფას

საერთაშორისო სავალუტო ფონდი ეროვნული ბანკის პოლიტიკას აფასებს

საქართველოს ეროვნული ბანკი განაგრძობს ფასების სტაბილურობის და გაცვლითი კურსის მოქნილობის უზრუნველყოფას, ამის შესახებ აღნიშნულია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის პრესრელიზში, რომელიც ფონდის აღმასრულებელმა საბჭომ საქართველოსთვის 285 მილიონი აშშ დოლარის პროგრამის დამტკიცებასთან დაკავშირებით გაავრცელა. სავალუტო ფონდის განცხადებით, განუწყვეტლივ მიმდინარეობს ფასების დონეზე დაკვირვება და შედარება ეროვნული ბანკის ინფლაციის ტარგეტთან საშუალოვადიან პერიოდში შესაბამისობის უზრუნველსაყოფად. ფონდის პროგნოზით, ინფლაცია საქართველოში სამიზნე მაჩვენებელს 2018 წელს გაუტოლდება და იქვე იმასაც დასძენს, რომ ქვეყნის ეკონომიკაზე გავლენა

ეწევა რეგიონსა და მსოფლიო ეკონომიკაში მიმდინარე, რთულად პროგნოზირებად, მოვლენებს.

საქართველოს ეროვნული ბანკი კვლავაც უზრუნველყოფს, რომ ვალუტის გაცვლითი კურსი მოერგოს საბაზრო პირობებს. სსფ-ს პროგრამის მიზანია საერთაშორისო რეზერვების დაგროვება. ეროვნული ბანკი განაგრძობს ლიკვიდურობის მართვის გაუმჯობესებას და მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის გაძლიერებას, მათ შორის კომუნიკაციის გაუმჯობესებით.

სავალუტო ფონდი ეკონომიკის ბოლოდროინდელი ვითარების შეფასებისას აღნიშნავს, რომ რეგიონის სხვა ქვეყნების მსგავსად, 2016 წელს საქართველოს ეკონომიკა მოკრძალებული ტემპით, 2.7 პროცენტით გაიზარდა. ეს განაპირობებული იყო სავაჭრო პარტნიორთა ზრდის შენელებით, რომელიც 2014 წლიდან დაიწყო. ინფლაციაც დაბალი იყო. ეროვნული ბანკის პოლიტიკის განაკვეთის კლების მიუხედავად, ინფლაცია მნიშვნელოვნად ჩამორჩებოდა სამიზნე მაჩვენებელს: 5 პროცენტს. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი ოდნავ გაიზარდა მშპ-ს 12.4 პროცენტამდე, გაუარესებული სავაჭრო სალდოს გამო, თუმცა კვლავაც მეტწილად ფინანსდებოდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებით. საგარეო ვალმა, რომელიც ძირითადად შეღავათიანი პირობებითაა ნასესხები, თითქმის მშპ-ს 110 პროცენტს მიაღწია, ნაწილობრივ, ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურების გამო.

2016 წლის განმავლობაში გაცვლითი კურსი მერყეობით ხასიათდებოდა, რაც საქართველოს ეროვნულ ბანკს უბიძგებდა ჩარეულიყო სავალუტო ბაზარზე ვალუტის როგორც ყიდვის, ისე გაყიდვის მიმართულებით, ზედმეტი რყევების თავიდან ასაცილებლად. სავალუტო ფონდის შეფასებით, საქართველოს საბანკო სექტორი, მიუხედავად დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებლის, მდგრადია. ხოლო, ვადაგადაცილებული ვალების მაჩვენებელი მხოლოდ მცირედით გაიზარდა. საბანკო სექტორის ანგარიშის მიხედვით 2016 წელს ბანკების კაპიტალი, ლიკვიდურობა და მომგებიანობა ადეკვატური იყო. ბანკების საკრედიტო პორტფელი 12 პროცენტით გაიზარდა (გაცვლითი კურსის ეფექტის გარეშე).

საერთაშორისო სავალუტო ფონდი აღნიშნავს, რომ ქვეყნის ხელისუფლებამ დაადასტურა საქარ-

თველოს ეროვნული ბანკის დამოუკიდებლობა ფინანსური სტაბილურობის მანდატის შესრულებაში. სსფ-ს ფინანსური სექტორის შეფასების (FSAP) რეკომენდაციით, საქართველოს ეროვნული ბანკი განსაზღვრავს „სესხის და ღირებულების“ და (loan-to-value) და „გადახდის და შემოსავლის“ (payment-to-income) დასაშვებ ნორმებს იპოთეკური სესხებისთვის. უცხოური ვალუტის სესხებზე განისაზღვრება შედარებით მკაცრი ნორმები. პროგრამა მიზნად ისახავს „მომხმარებელთა დაცულობის“ და „პრობლემური ბანკების საკითხის განხილვის“ ჩარჩო პირობების გაძიერებას ახლო მომავალში. ხოლო საშუალოვადიან პერიოდში დაიხვეწება „უკანასკნელი ინსტანციის მსესხებლის“ მექანიზმი.

<http://www.imf.org/external/lang/Georgian/np/sec/pr/2017/pr17130g.pdf>

13.04.2017

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის აღმასრულებელ დირექტორთა საბჭომ საქართველოს 285.3 მილიონი აშშ დოლარის პროგრამა დაუშობისა „გაფართოებული დაფინანსების მექანიზმის“ ფარგლებში (Extended Fund Facility, EFF)

- პროგრამის დამტკიცებისთანავე საქართველოსთვის ხელმისაწვდომი ხდება 30 მილიონი ესდეერი (დაახლოებით \$40.7 მილიონი აშშ დოლარი).
- პროგრამა ხელს შეუწყობს ქვეყნის ამბიციურ სტრუქტურულ რეფორმებს სწრაფი და მეტად ინკლუზიური ზრდის მიღწევაში: განათლების, საგზაო ინფრასტრუქტურის, საჯარო მმართველობის გაუმჯობესებით.
- ფისკალური კონსოლიდაცია საშუალოვადიან პერიოდში ემსახურება სახელმწიფო ვალის შენარჩუნებას არსებულ დონეზე და ხარჯების მიმართვას ინფრასტრუქტურულ გამოწვევებზე.
- ამა წლის 12 აპრილს საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (სსფ) აღმასრულებელ დირექტორთა საბჭომ ქვეყნის ხელისუფლების ეკონომიკური რეფორმის მხარდასაჭერად საქართველოს 210.4 მილიონი ეს.დე.ერ-ი (SDR) (დაახლოებით 285.3 მილიონი აშშ დოლარი; ქვეყნის ქვოტის 100 პრო-



ცენტრი) დაუმტკიცა „გაფართოებული დაფინანსების მექანიზმით“ მხარდაჭერილი პროგრამის ფარგლებში.

აღნიშნული პროგრამა საქართველოს ხელს შეუწყობს შეამციროს ეკონომიკური გამოწვევები და განახორციელოს კოორდინირებული პოლიტიკა ეკონომიკის ზრდის მიზნით. ეკონომიკის სწრაფი და უფრო ინკლუზიური ზრდისთვის პროგრამა ითვალისწინებს ამბიციურ სტრუქტურულ რეფორმებს განათლების, ინფრასტრუქტურული ინვესტიციების, საჯარო მმართველობის ეფექტურობის ამაღლების და ბიზნეს გარემოს შემდგომი გაუმჯობესების მიმართულებით, რათა კერძო სექტორი ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის მამოძრავებელი გახდეს.

სსფ-ს დირექტორთა საბჭოს მიერ პროგრამის დამტკიცებისთანავე საქართველოსთვის ხელმისაწვდომი ხდება პროგრამის პირველი ტრანში 30 მილიონი SDR-ის (დაახლოებით 40.7 მილიონი აშშ დოლარის) ოდენობით. პროგრამა ითვალისწინებს კიდევ ექვს ტრანშს. თითოეული მათგანი ხელმისაწვდომი გახდება ქვეყნისთვის პროგრამის მსვლელობის განმავლობაში, წელიწადში ორჯერ ჩატარებული მიმოხილვის დასკვნის საფუძველზე.

სსფ-ს დირექტორთა საბჭოს მიერ საქართველოს პროგრამის განხილვის დასრულებისთანავე, ბატონმა ტაო ჟანგმა (Mr. Tao Zhang), სსფ-ს მმართველი დირექტორის მოადგილემ და საბჭოს სხდომის თავმჯდომარის მოვალეობის შემსრულებელმა, განაცხადა შემდეგი:

„საქართველოს ხელისუფლებამ შეიმუშავა ეკონომიკური პროგრამა, რომელსაც სსფ მხარს უჭერს „გაფართოებული დაფინანსების მექანიზმით“. საქართველოს გამოწვევები შემდეგია: წარმოების სიმცირე, დეფიციტური საგარეო და ფისკალური პოზიცია, ეკონომიკის ზრდის დაბალი ტემპი და მაღალი უმუშევრობა. ეს გამოწვევები განსაკუთრებით საგრძნობი გახდა 2014 წლის საგარეო შოკის ფონზე, როდესაც სავაჭრო პარტნიორების ზრდა შემცირდა ნავთობის დაბალი ფასის გამო.

პროგრამა პასუხობს ზემოაღნიშნულ გამოწვევებს ფისკალური დეფიციტის შემცირებით, ხარჯების ინვესტიციებზე მიმართვით, სტრუქტურული რეფორმების დაჩქარებით, მონეტარული პოლიტიკის და ფინანსური სექტორის ზედამხედველობის გაძ-

ლიერებით, უსაფრთხოების სისტემების და ბანკების საკითხთა განხილვის (ბანკინგ რესოლუტიონ) ჩარჩოს დახვეწით.

საქართველოს ეროვნული ბანკი განაგრძობს ინფლაციის ტარგეტირების მექანიზმის გაძლიერებას. მაშინ, როცა ფინანსური სექტორი მდგრადი აღმოჩნდა ვალუტის გაუფასურების მიმართ, ცენტრალური ბანკი ქმნის მაკროპრუდენციულ ინსტრუმენტებს ვალუტის შეუსაბამობის, კონცენტრაციის რისკის და სისტემურად მნიშვნელოვანი ბანკების საკითხებზე რეაგირებისთვის. ხელისუფლებამ გამოაცხადა დედოფარიზაციის ღონისძიებები. დეპოზიტების დაზღვევა გააძლიერებს ფინანსური უსაფრთხოების სისტემას.

ფისკალური პოლიტიკა მიმართული იქნება დეფიციტის ეტაპობრივ შემცირებაზე შემოსავლების ზრდისა და ხარჯების დაზოგვის გზით. თუმცა, საინვესტიციო ხარჯები გაიზრდება, რაც, თავისმხრივ, ხელს შეუწყობს ეკონომიკის ზრდას. გადაიდგმება ნაბიჯები ჯანდაცვის ხარჯების ეფექტურობის ასამაღლებლად, ისე, რომ არ შემცირდეს ჯანდაცვის სისტემის მოცვა, განსაკუთრებით ყველაზე მოწყვლადი ფენის მიმართ. გაძიერდება ფისკალური რისკების აღიარება და კონტროლი.

ეკონომიკური პროგრამის წარმატებისთვის კრიტიკულად მნიშვნელოვანია სტრუქტურული რეფორმების გატარება, რომელიც ხელს შეუწყობს მაღალ ინკლუზიურ ზრდას და ეკონომიკის დივერსიფიცირებას. ყურადღება მიმართულია კაპიტალის ბაზრის რეფორმაზე, კერძო და საჯარო პარტნიორობის (PPP) რეფორმაზე, საჯარო ფინანსების მართვის რეფორმაზე, კერძო სექტორში აღრიცხვისა და კონკურენციის საკითხებზე და განათლების რეფორმაზე.

პროგრამის განხორციელების თანხმობა მაღალ რისკს ანელებს ხელისუფლების გადაწყვეტილების სიმტკიცე და პროგრამის მიმართ არსებული პოლიტიკური მხარდაჭერა.“ – აღნიშნა ბატონმა ჟანგმა.

ეკონომიკის ბოლოდროინდელი ვითარება და პერსპექტივა

რეგიონის სხვა ქვეყნების მსგავსად, 2016 წელს საქართველოს ეკონომიკა მოკრძალებული ტემპით, 2.7 პროცენტით გაიზარდა. ეს განაპირობა სავაჭრო პარტნიორობა ზრდის შენელებამ 2014 წლი-

დან დაწყებული. ინფლაციაც დაბალი იყო. ეროვნული ბანკის პოლიტიკის განაკვეთის კლების მიუხედავად, ინფლაცია მნიშვნელოვნად ჩამორჩებოდა სამიზნე მაჩვენებელს: 5 პროცენტს. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი ოდნავ გაიზარდა მშპ-ს 12.4 პროცენტამდე, გაუარესებული სავაჭრო სალდოს გამო, თუმცა კვლავაც მეტწილად ფინანსდებოდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებით. საგარეო ვალმა, რომელიც ძირითადად შეღავათიანი პირობებითაა ნასესხები, თითქმის მშპ-ს 110 პროცენტს მიაღწია, ნაწილობრივ, ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურების გამო.

2016 წლის ფისკალური დეფიციტი მშპ-ს 4.1 პროცენტს გაუთანაბრდა და აღემატა პროგნოზირებულ 3.0 პროცენტს. მიმდინარე ხარჯებსა და ბიუჯეტის მიერ გაცემული სესხების გადაჭარბება, მხოლოდ ნაწილობრივ დაბალანსდა აქციზიდან და მოგების გადასახადიდან მიღებული, მოსალოდნელზე მეტი, შემოსავლით.

2016 წლის განმავლობაში გაცვლითი კურსი მერყეობით ხასიათდებოდა, რაც საქართველოს ეროვნულ ბანკს უბიძგებდა ჩარეულიყო სავალუტო ბაზარზე ვალუტის როგორც ყიდვის, ისე გაყიდვის მიმართულებით, ზედმეტი რყევების თავიდან ასაცილებლად. საქართველოს საბანკო სექტორი, მიუხედავად დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებლისა, მდგრადია. ხოლო, ვადაგადაცილებული ვალების მაჩვენებელი მხოლოდ მცირედით გაიზარდა. საბანკო სექტორის ანგარიშის მიხედვით 2016 წელს ბანკების კაპიტალი, ლიკვიდურობა და მომგებიანობა ადეკვატური იყო. ბანკების საკრედიტო პორტფელი 12 პროცენტით გაიზარდა (გაცვლითი კურსის ეფექტის გარეშე).

2017 წელს მოსალოდნელია მშპ-ს 3.5 პროცენტით ზრდა. ინფლაცია ეროვნული ბანკის 4 პროცენტიან სამიზნე მაჩვენებელს გადააჭარბებს: წინა პერიოდში ვალუტის გაუფასურების, მაღალი სასაქონლო ფასების და აქციზის ზრდის გამო. ინფლაცია სამიზნე მაჩვენებელს 2018 წელს გაუტოლდება. საქართველოს ეკონომიკაზე გავლენა ექნება რეგიონსა და მსოფლიო ეკონომიკაში მიმდინარე, რთულად პროგნოზირებად, მოვლენებს.

პროგრამის არსი

2016 წლის საპარლამენტო არჩევნების შემდგომ საქართველოს მთავრობა შეკერდა პროგრამაზე,

რომელიც მიზნად ისახავს სწრაფ და მეტად ინკლუზიურ ზრდას მაკროეკონომიკური სტაბილურობის დაცვით.

მთავრობის რეფორმის პროგრამა, რომელსაც სსფ მხარს უჭერს გაფართოებული დაფინანსების მექანიზმით, მიზნად ისახავს ფინანსური სტაბილურობის განმტკიცებას, საგარეო რისკების მიმართ ქვეყნის მოწყვლადობის შემცირებას, ფისკალური საიმედოობის და ინფრასტრუქტურული ინვესტიციების ზრდას, სტრუქტურული რეფორმების გატარებას. კერძოდ:

- **ფისკალური კონსოლიდაცია საშუალოვადიან პერიოდში** ემსახურება ვალის შენარჩუნებას არსებულ დონეზე. ხარჯები გადანაწილდება მიმდინარედან კაპიტალურზე, ინფრასტრუქტურული საჭიროებების მოსაგვარებლად.

- **სტრუქტურული რეფორმები გაზრდის დანაზოგებს, კერძო სექტორის ინვესტიციებს და კონკურენტუნარიანობას.**

- **ორმხრივ და მრავალმხრივ დონორთა მხარდაჭერა მობილიზდება** ინფრასტრუქტურაში ინვესტიციების და ქვეყნის უცხოური ვალუტის რეზერვების შესავსებად, პროგრამის მსვლელობის პერიოდში.

პროგრამით გათვალისწინებული ღონისძიებები:

ფისკალური კონსოლიდაცია, ინვესტიციების შეუფერხებელი დაფინანსების პირობებში: ხელისუფლების მიზანია მიმდინარე ხარჯების შეზღუდვა და შემოსავლების ზრდა, ინფრასტრუქტურული საჭიროებების დაფინანსების მიზნით. ხარჯების შეზღუდვის ღონისძიებები მოიცავს: სახელფასო ხარჯების მართვის გაუმჯობესებას, მიმდინარე ხარჯვის ეფექტურობის ამაღლებას, ადგილობრივი მთავრობის ხარჯების უკეთეს კონტროლს. საჯარო ჯანდაცვის სისტემაში დაგეგმილი ღონისძიებები ემსახურება ხარჯების ეფექტურობის ამაღლებას, ქვეყანაში ჯანდაცვის ხელმისაწვდომობის კლების გარეშე, განსაკუთრებით მოწყვლადი ფენისთვის. შემოსავლების მხრივ: მთავრობის მიერ გაზრდილმა გადასახადებმა დააკომპენსირა მოგების გადასახადის რეფორმით გამოწვეული შემოსავლების დანაკლისი და დააფინანსა გაზრდილი კაპიტალური ხარჯები. მთავრობამ მზადყოფნა გამოხატა, საჭიროების შემთხვევაში, გაატაროს დამატებითი ღონისძიებები ფისკალური მაჩვენებლების შესრულებლად.



ინფლაციის ტარგეტირება და გაცვლითი კურსის მოქნილობა: საქართველოს ეროვნული ბანკი განაგრძობს ფასების სტაბილურობის და გაცვლითი კურსის მოქნილობის უზრუნველყოფას. განუწყვეტლივ მიმდინარეობს ფასების დონეზე დაკვირვება და შედარება ეროვნული ბანკის ინფლაციის ტარგეტთან საშუალოვადიან პერიოდში შესაბამისობის უზრუნველსაყოფად. საქართველოს ეროვნული ბანკი კვლავაც უზრუნველყოფს, რომ ვალუტის გაცვლითი კურსი მოერგოს საბაზრო პირობებს. სსფ-ს პროგრამის მიზანია საერთაშორისო რეზერვების დაგროვება. ეროვნული ბანკი განაგრძობს ლიკვიდურობის მართვის გაუმჯობესებას და მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის გაძლიერებას, მათ შორის კომუნიკაციის გაუმჯობესებით.

ფინანსური სექტორის გაძლიერება: ქვეყნის ხელისუფლებამ დაადასტურა საქართველოს ეროვნული ბანკის დამოუკიდებლობა ფინანსური სტაბილურობის მანდატის შესრულებაში. სსფ-ს ფინანსური სექტორის შეფასების (FSAP) რეკომენდაციით, საქართველოს ეროვნული ბანკი განსაზღვრავს „სესხის და ღირებულების“ და (loan-to-value) და „გადახდის და შემოსავლის“ (payment-to-income) დასაშვებ ნორმებს იპოთეკური სესხებისთვის. უცხოური ვალუტის სესხებზე განისაზღვრება შედარებით მკაცრი ნორმები. პროგრამა მიზნად ისახავს „მომხმარებელთა დაცულობის“ და „პრობლემური ბანკების საკითხის განხილვის“ ჩარჩო პირობების გაძლიერებას ახლო მომავალში. ხოლო საშუალოვადიან პერიოდში დაიხვეწება „უკანასკნელი ინსტანციის მსესხებლის“ მექანიზმი.

სტრუქტურული რეფორმები: ხელს შეუწყობს სამუშაო ადგილების შექმნას, ეკონომიკის დივერსიფიცირებას, და ინკლუზიურ ზრდას. კაპიტალის ბაზრის განვითარება, საპენსიო რეფორმასთან ერთად შეკრებს ადგილოვრივ დანაზოვს და ხელს შეუწყობს კერძო სექტორის მიერ ინვესტირებას. განათლების რეფორმა გაზრდის სამუშაო ძალის პროდუქტიულობას და ხალხის უნარ-ჩვევებს შეუსაბამებს დასაქმების ბაზრის მოთხოვნებს. მმართველობის გაუმჯობესება და კონკურენციის ზრდა საქართველოს ეკონომიკას განუმტკიცებს მზარდი ბაზრის სტატუსს.

<http://www.imf.org/external/lang/Georgian/np/sec/pr/2017/pr17130g.pdf>

24.04.2017

საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა VISA-ს ვორქშოპს უმასპინძლა



საერთაშორისო გადახდების კომპანია VISA-მ, საქართველოს ეროვნული ბანკის მხარდაჭერით, ელექტრონული გადახდებისა და ფინანსური განათლების საკითხებზე ორდღიანი სამუშაო შეხვედრა გამართა. შეხვედრის მთავარი მიზანი ელექტრონული საგადახდო სისტემებისა და ინსტრუმენტების მიმართ მომხმარებლის ფინანსური განათლების გაზრდა და საგადახდო სისტემისადმი ნდობის ამაღლება იყო.

პირველი დღე მედიის წარმომადგენლებს დაეთმო. შეხვედრაზე მონაწილეებმა განიხილეს ისეთი საკითხები, როგორცაა ელექტრონული გადახდების გავლენა ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებაზე, ელექტრონული გადახდის სისტემები და მათი შექმნის საერთაშორისო გამოცდილება, ინოვაციები საგადახდო სისტემებში.

შეხვედრის მეორე დღეს ღონისძიებაში მონაწილეობას მიიღებენ განათლების სამინისტროს, მასწავლებლის სახლის, ეროვნული ბანკისა და არასამთავრობო ორგანიზაციების წარმომადგენლები. შეხვედრაზე განიხილავენ შემდეგ საკითხებს: ნაღდი ფულის ზომა და ფასი, ფინანსური ჩართულობა და ფინანსური განათლება, ელექტრონული საგადახდო სისტემების მოწყობა „VisaNet“-ის მაგალითზე, რისკების მართვა საგადახდო სისტემებში და ტექნოლოგიების გავლენა ინოვაციური პროდუქტების განვითარებაზე.

სამუშაო შეხვედრას VISA-ს საჯარო პოლიტიკის სკოლის დირექტორი მაჯიდ ჰუჯარი უძღვებოდა. მონაწილეებს გადაეცათ სერტიფიკატები.



VISA Inc. (NYSE: V) წარმოადგენს ტექნოლოგიურ კომპანიას გადახდების გლობალურ ინდუსტრიაში, რომელიც აკავშირებს ბარათის მფლობელებს, სავაჭრო და სერვისის მიმწოდებელ კომპანიებს, ფინანსურ და სახელმწიფო ინსტიტუტებს სწრაფ, უსაფრთხო და სანდო ელექტრონული გადახდის სისტემასთან 200-ზე მეტ ქვეყანაში. კომპანია VISA ინფორმაციის გადამუშავებისათვის იყენებს მსოფლიოში ერთ-ერთ ყველაზე დახვეწილ ქსელს – VisaNet-ს – რომელსაც შეუძლია 65,000-ზე მეტი ტრანზაქციის გადამუშავება სულ რაღაც ერთი წამის განმავლობაში. ამავდროულად, ამ ქსელის მეშვეობით უზრუნველყოფილია მომხმარებლების უსაფრთხოება და გარანტირებულია სავაჭრო ობიექტებისათვის და სერვისის პროვაიდერებისათვის შეუფერხებელი გადახდების წარმოება.

05.05.2017

კომერციული ბანკებისათვის მინიმალური საგადასახდებლო კაპიტალი გაიზარდა

საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის 2017 წლის 3 მაისის ბრძანებით, კომერციული ბანკებისათვის საგადასახდებლო კაპიტალის მინიმალური ოდენობის მოთხოვნა ამჟამად დაწესებული 12 მილიონი ლარიდან 50 მილიონ ლარამდე გაიზარდა.

აღნიშნული ცვლილების მიზანია დაბალი კაპიტალიზაციის მქონე ბანკებში რისკის გაზრდის მოტივაციის შეზღუდვა და სისტემაში ფინანსურად მდგრადი ინსტიტუტების შემოსვლა, რამაც საბანკო სისტემის ფინანსური სტაბილურობის განამტკიცებას უნდა შეუწყოს ხელი. აღსანიშნავია, რომ დღეს საქართველოში არსებული მინიმალური კაპიტალის მოთხოვნა ერთ-ერთი ყველაზე დაბალია მთელს მსოფლიოში და არ შეესაბამება ქვეყნისა და მისი ფინანსური სექტორის განვითარების დონეს. ცვლილება მხარდაჭერილ იქნა საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მისიის მიერ.

ახალი ბრძანების თანახმად, საბანკო საქმიანობის ლიცენზიის მიღებით დაინტერესებული იურიდიული პირების საგადასახდებლო კაპიტალის მინიმალური ოდენობა 50 მილიონ ლარს უნდა შეადგენდეს. ამასთან, ბრძანების გამოცემამდე სა-

ქართველოში უკვე ლიცენზირებული კომერციული ბანკებისთვის დაწესდა აღნიშნული მოთხოვნის შესრულების ვადები სამ ეტაპად, რომელთა მიხედვითაც მინიმალური საგადასახდებლო კაპიტალი უნდა შეადგენდეს არანაკლებ 30 მილიონ ლარს 2017 წლის 31 დეკემბრისათვის, არანაკლებ 40 მილიონ ლარს 2018 წლის 30 ივნისისათვის და არანაკლებ 50 მილიონ ლარს 2018 წლის 31 დეკემბრისათვის.

11.05.2017

დაცული მომსახურება – ეროვნული ბანკის რეგულაციაში მორიგი ცვლილება განხორციელდა

საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანების საფუძველზე, „საბანკო დაწესებულებებში ანგარიშების გახსნის შესახებ ინსტრუქციაში“ ცვლილებები განხორციელდა. აღნიშნული ლარიზაციის ღონისძიებების ერთ-ერთი კომპონენტის (მე-10 პუნქტის) შესრულებას ისახავს მიზნად. კერძოდ, ამიერიდან კომერციულ ბანკებს საშუალება ექნებათ მომხმარებელს დაცული – ესქრო – მომსახურება შესთავაზონ.

იმისათვის, რომ ამ მომსახურების ფარგლებში გარიგების მონაწილე მხარეებმა მიიღონ მაქსიმალური დაცვა, ესქრო მომსახურებამ უნდა დააკმაყოფილოს ანგარიშების გახსნის ინსტრუქციაში გაწერილი შემდეგი მოთხოვნები:

- ესქრო მომსახურების ფარგლებში შესრულებული ოპერაციები უნდა განხორციელდეს ლარში.
 - მომსახურება დაკავშირებული უნდა იყოს უძრავი ან მოძრავი ქონების, საწარმოს წილის ან/და ფინანსური ინსტრუმენტების ყიდვა-გაყიდვის ოპერაციებთან.
 - მომხმარებლისათვის დაცული ესქრო მომსახურების ხანგრძლივობა არ უნდა აღემატებოდეს 6 თვეს.
- მნიშვნელოვანია, რომ აღნიშნული პირობებით განხორციელებული ესქრო მომსახურების შემთხვევაში, მონაწილე მხარეები დაცული იქნებიან როგორც უშუალოდ გარიგების მხარეების ასევე, სხვა გარეშე რისკებისაგან.

ცვლილებების ამოქმედებამდე, კომერციული ბანკებისთვის არ იყო შეზღუდული ესქრო მომსახურების განხორციელება როგორც ლარში, ასევე



უცხოურ ვალუტაში, თუმცა, ისინი ვერ უზრუნველყოფდნენ მომხმარებლების მომსახურების ფარგლებში ისეთ დაცულობას, როგორც ეს ლარით ესქრო მომსახურების განხორციელებისას გახდებოდა შესაძლებელი, რაც, თავისთავად, მომხმარებლებში ლარისადმი ნდობის გაზრდას შეუწყობს ხელს.

დაწვრილებით, ექსტრემული მომსახურების შესახებ ინფორმაცია განთავსებულია ხშირად დასმული კითხვების რუბრიკაში.

17.05.2017

სექტემბრიდან კომერციულ ბანკებს ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტის მინიმალური მოთხოვნა დაუნაესდებათ

საქართველოს ეროვნული ბანკის ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტმა კომერციულ ბანკებში ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტის (LCR) გაანგარიშებისა და დაცვის მეთოდოლოგია დაამტკიცა.

ბაზელ III-ის LCR წარმოადგენს მოკლევადიანი (30 დღემდე) ლიკვიდობის მართვის საერთაშორისოდ გავრცელებულ, თანამედროვე და ეფექტურ მიდგომას და ამ ტიპის რისკების უფრო სრულყოფილი იდენტიფიკაციის, შეფასების, მონიტორინგისა და კონტროლის საშუალებას იძლევა. მისი დანერგვა ასევე რეკომენდირებული იყო საერთაშორისო სავალუტო ფონდის 2014 წლის „ფინანსური სექტორის შეფასების პროგრამის (FSAP)“ ფარგლებში.

ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტის გამოთვლისას „მაღალი ხარისხის ლიკვიდურ აქტივებს“ ვუფარდებთ „მთლიან წმინდა ფულად გადინებას“, სადაც „წმინდა ფულადი გადინება“ არის ფინანსური სტრესის 30-დღიანი პერიოდში „ფულად გადინებასა“ და „ფულად შემოდინებას“ შორის სხვაობა. არასტრესულ პერიოდში ჯამურად ყველა ვალუტის ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტი არ უნდა იყოს 100 პროცენტზე ნაკლები. შედეგად, ბანკი უნდა ფლობდეს საკმარის ლიკვიდურ აქტივებს, რომ ფინანსური სტრესის დროს გაუმკლავდეს მოსალოდნელ გადინებებს.

განსხვავებით დღეს არსებული მოთხოვნისაგან, ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტი ითვა-

ლისწინებს „გადინებისა“ და „შემოდინების“, განსხვავებულ მაჩვენებლებს, ვალდებულებებისა და აქტივების სხვადასხვა ტიპების მიხედვით. იგი ასევე ითვალისწინებს, ქართული საბანკო სისტემის დამახასიათებელ სპეციფიკას, როგორც არის ვალდებულებების კონცენტრაცია, არარეზიდენტების დეპოზიტები და საპროცენტო ხასიათის მიმდინარე ანგარიშების მაღალი წილი.

ასევე, გათვალისწინებულია ვალდებულების მაღალი დოლარიზაცია, რაც სტრესის დროს დამატებით საფრთხეს ქმნის, რადგან შეზღუდულია ლიკვიდობის საგანგებო გეგმის, მიტიგაციის სხვა ლონისძიებების ან ეროვნული ბანკის მხრიდან მხარდაჭერის ინსტრუმენტების გამოყენების შესაძლებლობა. ამ ფაქტორის გათვალისწინებით, ჯამურ და ცალკე უცხოური ვალუტის LCR-ის მოთხოვნის მინიმალური დონე განისაზღვრება 100 პროცენტით, ხოლო ლარის – 75 პროცენტით. ამასთან, ლიკვიდურად ითვლება კომერციული ბანკების მიერ ეროვნულ ბანკში განთავსებული უცხოური ვალუტის მინიმალური სავალდებულო რეზერვების 75 პროცენტი, ხოლო ლარით – 100 პროცენტი.

LCR-ის 100 პროცენტის დაცვა კომერციული ბანკებისთვის სავალდებულოა 2017 წლის 1 სექტემბრიდან. აღსანიშნავია, რომ მისი დანერგვა საქართველოს საბანკო სისტემაში 2012 წლიდან დაიწყო და აქამდეც გამოიყენებოდა საზედამხედველო პროცესში ლიკვიდობის რისკის მონიტორინგისთვის. პარალელურად, მიმდინარეობდა კოეფიციენტის ცალკეულ მაჩვენებლებზე დაშვებების კალიბრაცია (პარამეტრების დაზუსტება). ჯამურად, სისტემაში დღეისთვის ახალი მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად საკმარისი ლიკვიდობაა, რაც კიდევ უფრო გააიოლებს LCR-ის ოფიციალურად დანერგვას.

LCR-ის დანერგვა მნიშვნელოვნად გააუმჯობესებს პრუდენციულ ზედამხედველობას. ამასთან, გრძელვადიანი ლიკვიდობის რეგულირების მიზნით, მომავალი წლიდან წმინდა სტაბილური დაფინანსების კოეფიციენტის (NSFR) შემუშავება იგეგმება. მისი დანერგვის შემდგომ გაუქმდება ლიკვიდობის არსებული მოთხოვნა (მოკლევადიანი ვალდებულებების 30 პროცენტი) და ის მხოლოდ მონიტორინგის მიზნით იქნება გამოყენებული. შედეგად, ლიკვიდობის რისკის საზედამხედველო ჩარჩო სრულ შესაბამისობაში მოვა ბაზელის საბანკო ზედამხედველობის კომიტეტის სტანდარტებთან.

22.05.2017

ეროვნული ბანკის ახალი წესი კომერციული ბანკების გარდა, მიკროსაფინანსო ორგანიზაციებსა და არასაბანკო სადეპოზიტო დაწესებულებებზეც გავრცელდება

ეროვნული ბანკის ახალი რეგულაციები საფინანსო სექტორის მომხმარებელთა უფლებების დასაცავად

საფინანსო სექტორის მომხმარებელთა უფლებებისა და ინტერესების დაცვის მიზნით, საქართველოს ეროვნულ ბანკში მომზადდა „ფინანსური ორგანიზაციების მიერ მომსახურების გაწევისას მომხმარებელთა უფლებების დაცვის წესი“, რომელიც 2017 წლის 1-ელი ივნისიდან ამოქმედდება.

წესი არაერთ სიახლეს სთავაზობს საფინანსო სექტორის მომხმარებლებს. მათგან ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი მისი მოქმედების არეალის გაფართოვებაა. კერძოდ, თუ აქამდე მოქმედი რეგულაციები მხოლოდ კომერციულ ბანკებს ავალდებულებდა მომხმარებელთან ურთიერთობის სპეციალური წესების დაცვას, ამიერიდან ეს ვალდებულება დაეკისრება მიკროსაფინანსო ორგანიზაციებს და არასაბანკო სადეპოზიტო დაწესებულებებს (საკრედიტო კავშირებს და კვალიფიციურ საკრედიტო ინსტიტუტებს).

თუ დღემდე მოქმედი რეგულაციებით მნიშვნელოვანი ინფორმაციის თავმოყრა ხელშეკრულების თავსართში მხოლოდ ფიზიკური პირებისთვის იყო სავალდებულო და შეეხებოდა მხოლოდ 300-დან 50 000 ლარამდე საკრედიტო და სადეპოზიტო პროდუქტებს, ახალი ვერსიით ეს ვალდებულება იურიდიულ პირებზეც გავრცელდება და პროდუქტების თანხობრივი არეალი უკვე 200 000 ლარამდე გაიზრდება.

წესში დაკონკრეტდა და დაზუსტდა სარეკლამო მასალების შემუშავების წესები, რომლებითაც საფინანსო ორგანიზაცია ვალდებულია უზრუნველყოს ფინანსური პროდუქტის პირობების, განსაკუთრებით კი პროდუქტის ფასზე ინფორმაციის მაქსიმალური გამჭვირვალობა. დადგინდა შრიფტის მინიმალური ზომები (თავსართი 12 ზომა, ხელშეკრულების ძირითადი პირობები 10), რათა უფრო

ადვილი გახდეს ხელშეკრულების წაკითხვა და გამოირიცხოს მისი გაცნობისთვის ხელისშემშლელი დამატებითი ბარიერები.

ფინანსურ ორგანიზაციებს ეკისრებათ ვალდებულებები უკვე გაფორმებულ ხელშეკრულებებზეც (უკვე შექმნილ პროდუქტებზე), რაც გულისხმობს კლიენტის მოთხოვნისთანავე და გარკვეული პერიოდულიობით კლიენტს უფასოდ მიაწოდონ ამონაწერი და ხელშეკრულების ასლები. ასევე, საფინანსო ორგანიზაციებს დაევალებათ მომხმარებლის მხრიდან ვალდებულებების ვადაგადაცილებისას, ასევე, ფინანსური ორგანიზაციის ინიციატივით ნებისმიერი მომსახურების შეწყვეტისას როგორც მომხმარებელს, ასევე თანამსესხებელს ან თავდებს (ასეთის არსებობის შემთხვევაში) მიაწოდონ ინფორმაცია დაუყოვნებლივ და არაუგვიანეს 5 სამუშაო დღისა. დღემდე მოქმედი წესების მიხედვით ეს მხოლოდ ფინანსური ორგანიზაციის კეთილ ნებაზე იყო დამოკიდებული, რაც კლიენტებს ფინანსურ პრობლემებს უქმნიდა.

დადგინდა არააქტიურ პროდუქტებზე საკომისიოს შეწყვეტის წესიც. კერძოდ, ფინანსურ ორგანიზაციებს ამ წესების მოქმედების არეალში აღარ ექნებათ უფლება მომხმარებლებს დააკისრონ საკომისიო 12 თვეზე მეტი პერიოდის განმავლობაში იმ პროდუქტებზე, რომლებსაც მომხმარებლები აღარ იყენებენ.

ხელშეკრულების ცვლილებების შემთხვევაში ფინანსურ ორგანიზაციას ეკისრება ვალდებულება ცვლილების შესახებ ინფორმირებისათვის მომხმარებელს შესთავაზოს მინიმუმ ერთი, მომხმარებლისათვის უფასო პერსონალური შეტყობინების არხი. ამასთან, საჯარო სივრცეში (მაგალითად ვებგვერდსა და ფილიალებში) განცხადების განთავსება არ ჩაითვლება სათანადო წესით ინფორმაციის მიწოდებად. გარდა ამისა, მომხმარებლის უკეთ ინფორმირების მიზნით კომერციულ ბანკებს დაეკისრათ ვალდებულება უზრუნველყონ მომხმარებლის წვდომა ბანკში არსებულ პროდუქტებზე მინიმუმ ერთი, მომხმარებლისათვის უფასო დისტანციური არხით (მაგალითად, ინტერნეტი, მობილური სატელეფონო კავშირი).

რიგი ცვლილებები შევიდა კრედიტის წინსწრებით დაფარვის წესსა და განაკვეთთან დაკავშირებით. კერძოდ: დადგინდა წინსწრებით სესხის დაფარვისას პირგასამტეხლოს სახით დაწესებული განაკვეთები და მათი ოდენობა განისაზღვრა წინსწრების მომენტიდან სესხის დაფარვამდე დარჩე-



ნილი დროის შესაბამისად. ამასთან, მაქსიმალური განაკვეთი განისაზღვრა წინსწრებით დასაფარი ნარჩენი ძირის 2%-ის ოდენობით. გარდა ამისა ფინანსურ ორგანიზაციებს დაეკისრათ მომხმარებლებისთვის ორი ახალი, ალტერნატიული გრაფიკის შეთავაზების ვალდებულება იმ შემთხვევაში, თუ იფარება კრედიტის საწყისი ძირითადი თანხის 20%, არანაკლებ 500 ლარის ოდენობით.

ფინანსურ ორგანიზაციებს დაეკისრათ ვალდებულება, შეიმუშაონ სესხის ამოღების ეთიკის კოდექსი და მომხმარებლებთან ურთიერთობისას დაიცვან ზნეობისა და საქმიანი ურთიერთობების საუკეთესო პრაქტიკით მიღებული ნორმები და იმოქმედონ კეთილსინდისიერების, გამჭვირვალობისა და სამართლიანობის პრინციპებიდან გამომდინარე.

ახალი წესი საფინანსო ბაზარზე მომხმარებლების უფლებების დაცვის საჭიროებების ანალიზზე დაყრდნობით შემუშავდა და ის ჩაანაცვლებს მოქმედ „კომერციული ბანკების მიერ საბანკო მომსახურების გაწევისას მომხმარებლისათვის აუცილებელი ინფორმაციის მიწოდების“ წესს.

07.06.2017

განახლებული 5 ლარის ნომინალის ბანკნოტები მიმოქცევაში პირველი სექტემბრიდან გამოვა

2017 წლის პირველი სექტემბრიდან საქართველოს ეროვნული ბანკი მიმოქცევაში 5 ლარის ნომინალის განახლებულ ბანკნოტებს გაუშვებს, ამის შესახებ საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტმა კობა გვენეტაძემ განაცხადა 7 ივნისს გამართულ პრესკონფერენციაზე.

განახლებული 5 ლარი მიმდინარე წლის 1 სექტემბრიდან გამოვა და მიმოქცევაში იქნება წინა ემისიების ბანკნოტებთან ერთად.

განახლებულ ბანკნოტზე შენარჩუნებულია თავდაპირველი თემატიკა: წინა მხარეს გამოსახულია ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, ივანე ჯავახიშვილის განსხვავებული პორტრეტი გაუმჯობესებული რელიეფურობის ხარისხითა და მოცულობით.

ბანკნოტის უკანა მხარეს/რევერსზე გამოსახულია ნიკო ფიროსმანის ტილოები – „მეთევზე წითელ პერანგში“ და „კალო“. ასევე, საქართველოს სახელმწიფო გერბი.

5 ლარის ნომინალის განახლებული ბანკნოტი დაცულია მომხმარებლისათვის მარტივად აღქმადი და ამავე დროს, თანამედროვე დამცავი ნიშნებით. მათ შორის დატანილია ნომინალის ამომცნობი ნიშანი სუსტი მხედველობის მქონე პირთათვის.

განახლებული ბანკნოტები დამზადებულია ისეთი მასალებისა და დამცავი მექანიზმების გამოყენებით, რომლებიც ზრდის მიმოქცევაში მათ მდგრადობას დაბინძურებისა და ბუნებრივი ცვლისადმი.

განახლებული 5 ლარის ნომინალის ბანკნოტის დიზაინის ავტორი ბაჩა მალაზონიაა.

10 ლარის ნომინალის განახლებული ბანკნოტი მოგვიანებით გამოვა, რაზეც საქართველოს ეროვნული ბანკი მოახდენს მოსახლეობის ინფორმირებას.

განახლებული ბანკნოტების შესახებ დაწვრილებითი ინფორმაციის მისაღებად შეგიძლიათ ეწვიოთ სპეციალურ ვებგვერდს – www.ganakhlebulilari.ge

ინფორმაციისთვის, შეგახსენებთ, რომ 20 და 50 ლარის ლარის ნომინალის განახლებული ბანკნოტები მიმოქცევაშია 2016 წლის 1 თებერვლიდან, ხოლო 100 ლარის ნომინალის განახლებული ბანკნოტი მიმოქცევაშია 2016 წლის 1 ნოემბრიდან.



ინფორმაცია ავტორებისთვის

სტატიების სტრუქტურირების და წყაროების/ბიბლიოგრაფიის მითითების წესები

სტატიის სტრუქტურა:

1. შესავალი

- a. განსახილველი თემის დასახელება და მოკლე აღწერა
- b. თემის შერჩევის კრიტერიუმები
- c. სტატიის დანარჩენი ნაწილის სტრუქტურა/შინაარსი

2. ლიტერატურის მიმოხილვა

ამ ან ანალოგიურ საკითხთან დაკავშირებით სხვა ეკონომისტების მიერ გამოქვეყნებული სამეცნიერო ლიტერატურის მიმოხილვა

3. თეორიული ნაწილი

ეკონომიკური მოდელი/თეორია, რომელსაც ეფუძნება სტატია

4. მონაცემების ანალიზი

- a. მონაცემების აღწერა (სპეციფიური მონაცემები კონსტრუირების აღწერის ჩათვლით)
- b. მონაცემთა აღწერითი სტატისტიკა (განხილული თემის შესაბამისად)

5. ემპირიული ანალიზი (გამომდინარე საჭიროებიდან)

6. შედეგები

7. შედეგების განხილვა

8. დასკვნა

სტატიის მოცულობა უნდა შეადგენდეს 2500-5000 სიტყვას.

წყაროების/ბიბლიოგრაფიის მითითების წესი (ჰარვარდის სტილი)

1. ჰარვარდის სტილის დანიშნულება.

ჰარვარდის სტილი არის ციტირების აკადემიური სისტემა, რომელიც საშუალებას აძლევს ავ-

ტორს გამოიყენოს სხვა პირების ინფორმაცია და აზრები საკუთარ ნაშრომში და ამასთან უზრუნველყოს საავტორო უფლებების დაცვა. ჰარვარდის სტილის გამოყენება უმარტივეს ნაშრომის მკითხველებს ავტორის მიერ გამოყენებული ლიტერატურისა და წყაროების მოძებნას; ჰარვარდის სტილის გამოყენება, აგრეთვე, ამცირებს პლაგიატის რისკებს.

ჰარვარდის სტილის გამოყენებისას ნაშრომის ტექსტში რაიმე ავტორის/წყაროს ციტირებისას ყოველთვის იქნება მითითებული ციტირებული ავტორის სახელი და გვარი და პუბლიკაციის წელი. გარდა ამისა, ნაშრომისთვის დართულ ბიბლიოგრაფიაში მითითებული იქნება როგორც ავტორის სახელი და გვარი და პუბლიკაციის თარიღი, ისე სხვა ბიბლიოგრაფიული დეტალები. ბიბლიოგრაფია დალაგებული უნდა იყოს ანბანის შესაბამისად, ავტორების გვარების მიხედვით.

2. წყაროების მითითება ნაშრომის ტექსტში: პარაფრაზი და ციტირება.

ყოველთვის, როდესაც თქვენს ნაშრომში იყენებთ სხვა ავტორის/ავტორების/ორგანიზაციის ინფორმაციას, აუცილებლად უნდა მიუთითოთ ავტორების სახელები და გამოყენებული ნაშრომის პუბლიკაციის წელი. ეს ეხება როგორც პარაფრაზს (სხვისი აზრის/შედეგების საკუთარი სიტყვებით გადმოცემას), ისე ციტირებას (სხვისი ტექსტის უცვლელად გადმოტანას). აღნიშნული დეტალები უნდა განთავსდეს წინადადების ბოლოს, მაგალითად: „Volunteer programmes are successful when volunteers are working in positions they look forward to undertaking and want to fill“ (McCurley, Lynch & Jackson 2012, p. 78).

ერთი წინადადების ციტირებისას, ჩასვით ის ბრტყალებში. თუ ახდენთ ორი ან მეტი წინადადების ციტირებას, ციტირებული ტექსტი ცალკე აბზაცად გამოყავით. თუ წყაროს არ გააჩნია გვერდების ნუმერაცია (მაგალითად ინტერნეტში განთავსებული სტატიები), საკმარისია მხოლოდ ავტორის სახელებისა და პუბლიკაციის წლის მითითება. იმ შემთხვევაში, თუ ავტორის სახე-



ლი ცნობილი არაა (რაც განსაკუთრებით ზედმიწევნით უნდა გადამოწმდეს) მითითებული უნდა იყოს პუბლიკაციის დასახელება (რომელიც იტალიკით უნდა იყოს აკრეფილი), წელი და შესაბამისი გვერდი, მაგალითად:
Decapsulation of brine shrimp cysts is not necessary but has been carried out by dedicated aquarists for many years as they claim it improves hatching rates (Hatching and raising brine shrimp 2010, p. 2).

3. წყაროების ჩამონათვალი/ბიბლიოგრაფია.

წყაროების სია არის ყველა იმ საინფორმაციო წყაროს სია, რომელიც თქვენ გამოყენებული/ციტირებული გაქვთ ნაშრომში. ბიბლიოგრაფია ამგვარ წყაროებთან ერთად მოიცავს ყველა იმ წყაროს, რომელსაც თქვენ გაეცანით ნაშრომზე მუშაობის დროს, მაგრამ შეიძლება უშუალოდ ნაშრომის ტექსტში გამოყენებული არ გაქვთ. ჟურნალში ნაშრომის გამოგზავნისას სასურველია მიუთითოთ მხოლოდ წყაროების ჩამონათვალი.

4. ბიბლიოგრაფიული დეტალები.

a. წიგნები:

- წიგნებისთვის ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:
 1. ავტორ(ებ)ი – პიროვნებები ან ორგანიზაცია – ან რედაქტორ(ებ)ი, ჯერ გვარები, შემდეგ სახელები;
 2. პუბლიკაციის წელი;
 3. სათაური (ქვესათაურის ჩათვლით, ასეთის არსებობის შემთხვევაში), იტალიკით;
 4. სერიის დასახელება და ტომის ნომერი (ასეთების არსებობის შემთხვევაში);
 5. გამოცემა – თუ ეს არ არის წიგნის ერთადერთი გამოცემა;
 6. გამომცემელი;
 7. პუბლიკაციის ადგილი (ქალაქი/რაიონი).

მაგალითად:

Rosen, MR & Kunjappu, JT 2012, Surfactants and interfacial phenomena, 4th edn, John Wiley & Sons, Hoboken, NJ.

b. სტატიები გაზეთებისა და ჟურნალებიდან (გარდა იმ სტატიებისა, რომლებიც თავისუფლად ხელმისაწვდომია გაზეთებისა და ჟურნალების ოფიციალურ ვებ-გვერდებზე).

ამ შემთხვევაში ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს ზუსტად ამ თანმიმდევრობით:

1. ავტორ(ებ)ი – თუ მითითებულია;
2. პუბლიკაციის წელი;
3. სათაური (ბრჭყალებში);
4. გაზეთის/ჟურნალის დასახელება (იტალიკით);
5. ტომის/გამოცემის ნომერი;
6. თვე და რიცხვი (გაზეთისთვის) ან თვე/კვარტალი (ჟურნალისთვის) – თუ არ არის ტომის/გამოცემის ნომერი;
7. გვერდი.

მაგალითად:

Fei, W & Wu, B 2011, 'Equal-area theorem based direct digital sinusoidal pulse-width modulation method for multilevel voltage inverters', Australian Journal of Electrical & Electronics Engineering, vol. 8, no. 2, pp. 129-136.

c. ინფორმაცია ინტერნეტიდან.

ამ შემთხვევაში ბიბლიოგრაფიული დეტალები უნდა მოიცავდეს შემდეგს:

1. ავტორ(ებ)ი ან ორგანიზაცია, პასუხისმგებელი ვებ-გვერდზე;
 2. ინფორმაციის გამოქვეყნების ან უახლესი მოდიფიკაციის წელი;
 3. ვებ-გვერდის/დოკუმენტის სათაური;
 4. თარიღი, როდესაც პირველად ეწვიეთ ამ გვერდს – დღე/თვე/წელი;
 5. URL (ვებ-მისამართი).
- მოყვანილი უნდა იყოს <>-ში. ლინკები არ უნდა იყოს აქტიური.

მაგალითად:

AusIndustry 2013, Certain inputs to manufacture (CIM), AusIndustry, viewed 21 January 2013, <<http://www.ausindustry.gov.au/programs/manufacturing/cim/Pages/default.aspx>>.

ჰარვარდის სტილის შესახებ დამატებითი ინფორმაციისთვის ეწვიეთ, მაგალითად, შემდეგ ვებ-გვერდს: <http://www.swinburne.edu.au/lib/studyhelp/harvard-style.html>

