

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი

ეკონომიკის და ბიზნესის ფაკულტეტი

ირაკლი დოღონაძე

მონეტარული პოლიტიკის გავლენა კაპიტალის ბაზრების ფუნქციონირებაზე

ბიზნესის ადმინისტრირების დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად
წარმოდგენილი სადისერტაციო ნაშრომი

მეცნიერ-ხელმძღვანელი:

თსუ ასოცირებული პროფესორი, ემზარ ჯგერენია

თბილისი 2016

ს ა რ ჩ ე ვ ი:

შესავალი	6
თავი I. მონეტარული პოლიტიკის მართვის ძირითადი თავისებურებანი	12
1.1. მონეტარული პოლიტიკის სტრატეგიული მიზნები და საშუალებები	12
1.2. მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის არხები	28
1.3. მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი რეჟიმები	48
1.4. მონეტარული პოლიტიკა და საბანკო-საფინანსო კრიზისები მსოფლიოში	60
თავი II. კაპიტალის ბაზარი და კრიზისების ანატომია	74
2.1. ფინანსური სისტემების როლი ეკონომიკურ განვითარებაში	74
2.2. კაპიტალის ბაზრის განვითარების ტენდენციები საქართველოში	114
2.3. ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე წარმოქმნილი კრიზისების ანატომია	122
თავი III. მონეტარული პოლიტიკის გავლენა კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებაზე (საქართველოს მაგალითზე)	140
3.1. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკა	140
3.2. მონეტარული აგრეგატების გავლენა რეალურ ეკონომიკაზე	147
3.3. მონეტარული აგრეგატების გავლენა კაპიტალის ბაზარზე	162
დანართი	175
დასკვნები	190
გამოყენებული ლიტერატურა	195

დიაგრამები:

დიაგრამა 1. ინფლაციის დონე ევროპაში 1991-2016 (%)

დიაგრამა 2. სამომხმარებლო ფასების ინდექსი საქართველოში;

დიაგრამა 3. უმუშევრობის დონე აშშ-ში 1950-2015 წწ. (%)

დიაგრამა 4. უმუშევრობის დონე ევროპაში 1996-2015 წწ. (%)

დიაგრამა 5. ფედერალური ფონდების განაკვეთი აშშ-ში 1971-2016 (%)

დიაგრამა 6. დოუ-ჯონსის საშუალო ინდუსტრიული ინდექსი 1912–2015 წწ

დიაგრამა 7. ევრო/დოლარის გაცვლითი კურსი 2011-2016 წწ

დიაგრამა 8. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი საქართველოში

დიაგრამა 9. ბანკთაშორისი ფულადი ბაზარი საქართველოში;

დიაგრამა 10. დეპოზიტების და სესხების დოლარიზაცია;

დიაგრამა 11. დეპოზიტების და სესხების საპროცენტო განაკვეთები;

დიაგრამა 12. ლარის რეალური და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსები;

დიაგრამა 13. საბაზო ინფლაცია სურსათისა და ენერგომატარებლების გარეშე;

დიაგრამა 14. ინფლაცია ადგილობრივ და იმპორტირებულ ბაზარზე;

დიაგრამა 15. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი საქართველოში;

დიაგრამა 16. ფიზიკურ პირებზე გაცემული სესხები, კვარტალური ზრდა;

დიაგრამა 17. სადეპოზიტო სერთიფიკატების პორტფელის მოცულობა 2010-2015 წლებში

დიაგრამა 18. სახაზინო ვალდებულებებისა და სახაზინო ობლიგაციების პორტფელი 2013-2015 წწ;

დიაგრამა 19. ვაჭრობის ძირითადი მაჩვენებლები 2007-2015 წწ.;

დიაგრამა 20. საბროკერო კომპანიების მთლიანი აქტივების და ვალდებულებების დინამიკა;

დიაგრამა 21. სავაჭრო სესიებზე და ბირჟებზე დაფიქსირებული გარიგებების რაოდენობა წლების მიხედვით;

დიაგრამა 22. საბაზრო „ბუშტების“ ისტორია;

დიაგრამა 23. აშშ-ს მთლიანი ვალი მშპ-სთან შეფარდებით;

დიაგრამა 24. ახალი სახლების გაყიდვების და ბინების ფასების დინამიკა აშშ-ში;

დიაგრამა 25. „ბუშტები“ იაპონიის ბაზარზე;

დიაგრამა 26. ფედერალური სარეზერვო სისტემის მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი;

დიაგრამა 27. ფედერალური სარეზერვო სისტემის მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი;

დიაგრამა 28. სამომხმარებლო ფასების ინდექსი;

დიაგრამა 29. იმპორტირებული და ადგილობრივი ინფლაცია საქართველოში;

დიაგრამა 30. მთლიანი და საბაზო ინფლაცია საქართველოში;

დიაგრამა 31. სურსათის წილი მთლიან ინფლაციაში;

დიაგრამა 32. რეფინანსირების სესხების ნაშთები (2011-2015);

დიაგრამა 33. რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები ფულის მიწოდების და საფასო შოკებზე;

დიაგრამა 34. პირველი მოდელისათვის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთების და უძრავი ქონების ფასების ინდექსის იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები ფულის მიწოდების შოკებზე;

დიაგრამა 35. მეორე მოდელისათვის უძრავი ქონების ფასების ინდექსის იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები ფულის მიწოდების შოკებზე;

ცხრილები:

ცხრილი 1. სახელმწიფო საშინაო ვალი;

ცხრილი 2. ობლიგაციების საჯარო ემისია;

ცხრილი 3. კრებსითი ინფორმაცია სავაჭრო სესიების შესახებ;

ცხრილი 4. საპროკურო კომპანიების აქტივობები;

ცხრილი 5. ერთეულოვანი ფესვის ტესტები;

ცხრილი 6. ინფორმაციული კრიტერიუმის მნიშვნელობები;

ცხრილი 7. გრეინჯერის წყვილური მიზეზ-შედეგობრიობის ტესტის შედეგები;

ცხრილი 8. რეალური მშპ-ს ვარიაციის დეკომპოზიცია;

ცხრილი 9. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთებისა და უძრავი ქონების ფასების ინდექსის ვარიაციის დეკომპოზიცია;

ცხრილი 10. უძრავი ქონების ფასების ინდექსის ვარიაციის დეკომპოზიცია;

გრაფიკები:

გრაფიკი 1. მშპ-ს ზრდის მაჩვენებელი აშშ-ში 2006-2016 წწ (%)

გრაფიკი 2. ქვეყნების რიცხოვნობა გაცვლითი კურსის რეჟიმების მიხედვით;

შ ე ს ა ვ ა ლ ი

კვლევის აქტუალობა: ნებისმიერ ქვეყანაში ეკონომიკურ პროცესებზე მონეტარული პოლიტიკის გავლენა საკმაოდ მძლავრი და მნიშვნელოვანია. ბოლო პერიოდში მსოფლიო ფინანსური კრიზისების შესწავლამ ცხადყო, თუ რაოდენ დიდი ზეგავლენა შეუძლია მოახდინოს მონეტარულმა პოლიტიკამ კაპიტალის ბაზრების ფუნქციონირებაზე და მთლიანობაში ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებაზე.

აკადემიური წრეების წარმომადგენლებსა და ეკონომიკის მკვლევარებს შორის არ არსებობს აზრთა თანხვედრა 2007-2008 წლების გლობალური ფინანსური კრიზისის გამომწვევ ძირითად მიზეზებზე. შედარებით უფრო ფართო წრეებში აღიარებული მიზეზია 2001 წლიდან დაწყებული ფედერალური სარეზერვო სისტემის მიერ გატარებული შერბილებული მონეტარული პოლიტიკა (**Taylor, 2007**), ხოლო მეორე მიზეზად კი ეკონომისტთა გარკვეული ნაწილი ასახელებს გლობალური ფინანსური დისბალანსის და მასთან დაკავშირებული კაპიტალის ნაკადების ინტენსივობის ზრდას (**Caballero, Krishnamurthy, 2009; Portes, 2009**)¹.

თავისმხრივ, შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის მიერ კაპიტალის ბაზარზე ზეგავლენის შესაფასებლად პირველ რიგში აუცილებელია მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმის საფუძვლიანი შესწავლა. აღნიშნული მექანიზმის ძირითადი თეორიის ფორმირება ჯერ კიდევ გასული საუკუნის 30-იანი წლებიდან დაიწყო, კერძოდ კი მონეტარული პოლიტიკის რეალურ ეკონომიკაზე გავლენის შესახებ დისკუსია ჯ. კეინსის ნაშრომიდან (**Keines, 1936**) იწყება.

ქართულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმის თეორიული და პრაქტიკული ასპექტების კვლევას ნაკლები ყურადღება ეთმობა. შესაძლებელია მხოლოდ რამდენიმე ნაშრომის (ბაქრაძე, ბილმერი 2008; სამხარაძე 2008; დაბლა-ნორისი 2007; ბლუაშვილი 2013) მოყვანა ამ თემატიკაზე.

¹ ბაქრაძე გ., „2007-2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისი: მიზეზები და ინტერპრეტაციები“, საქართველოს ეროვნული ბანკის ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“ ტომი 2, №2, 2014წ. გვ.5

აღნიშნული კვლევებისგან განსხვავებით ჩვენს დისერტაციაში კვლევითი აქცენტი კეთდება არა უშუალოდ ტრანსმისიის მექანიზმებზე და მათ მნიშვნელობაზე, არამედ საქართველოში კაპიტალის ბაზარზე, რეალურ მშპ-სა და უძრავი ქონების ბაზარზე მონეტარული შოკების გავლენის გამოკვლევაზე. ამ მიმართულებით საქართველოში კვლევები ფაქტიურად არ არსებობს, რის გამოც ჩვენი სადისერტაციო ნაშრომი საკმაოდ აქტუალური და ღირებულია.

კვლევის მიზნები და ამოცანები: აღნიშნული სადისერტაციო ნაშრომის მიზანია გამოვიკვლიოთ საქართველოში მონეტარული აგრეგატების გავლენა კაპიტალის ბაზრებზე, ეკონომიკის რეალურ სექტორსა და უძრავი ქონების ბაზარზე. ამ მიზნების მისაღწევად შემდეგი ამოცანების გადაწყვეტა დავისახეთ:

- საქართველოში მონეტარული გადაცემის არხების თავისებურებების ანალიზი და შეფასება; არსებული კვლევებისა და ლიტერატურის შესწავლა;
- მონეტარული პოლიტიკის სხვადასხვა რეჟიმების შესწავლა (სხვადასხვა ქვეყნების მაგალითზე) და არსებული უპირატესობებისა და ნაკლოვანებების გამოვლენა, მათ შორის საქართველოსთვის;
- მსოფლიოში განვლილ პერიოდში მიმდინარე საბანკო-საფინანსო კრიზისების შესწავლა და ანალიზი;
- საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების ძირითადი ტენდენციების ანალიზი;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის თავისებურებებისა და გამოწვევების შესწავლა და ანალიზი;
- საქართველოში მონეტარული აგრეგატების რეალურ ეკონომიკაზე გავლენის გამოკვლევა;
- საქართველოში მონეტარული შოკების კაპიტალის ბაზარზე, კერძოდ კი, სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე გავლენის გამოკვლევა.

კვლევის ობიექტი: ნაშრომში კვლევის ობიექტია გავლენის გამოკვლევა ერთის მხრივ მონეტარულ აგრეგატებსა და მეორეს მხრივ რეალურ მშპ-ს, ფასების საერთო დონეს, სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებსა და უძრავი ქონების ბაზარს შორის.

იმის გამო, რომ საქართველოში ბოლო წლებში განხორციელებული საკანონმდებლო ცვლილებების შედეგად ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე დადებულმა გარიგებებმა ბირჟის გარეთ გადაინაცვლა, ბირჟის ინდექსი ვეღარ ასახავს ბაზრის რეალურ სურათს. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის მიერ კაპიტალის ბაზარზე გავლენის შესაფასებლად ჩვენ ავიღეთ საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთები და უძრავი ქონების (ადგილობრივი) ბაზრის ინდექსი².

ნაშრომის სტრუქტურა: ჩვენს მიერ წარმოდგენილი ნაშრომი შედგება შესავლისგან, სამი ძირითადი თავისგან, დანართისგან, დასკვნებისგან და გამოყენებული ლიტერატურის ჩამონათვალისგან. პირველი თავი ეძღვნება საკვლევ თემატიკასთან დაკავშირებული საკითხების საფუძვლიან შესწავლას და მასთან დაკავშირებული ლიტერატურის მიმოხილვას. თეორიულად განხილულია და შეფასებულია ამ საკითხებზე არსებული როგორც ადგილობრივი (ქართული), ისე საერთაშორისო პუბლიკაციები, მონოგრაფიები, სამეცნიერო სტატიები და სხვ.

მეორე თავში განხილულია საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების მიმდინარე ტენდენციები და გამოწვევები. აღნიშნულ თავში ასევე დეტალურად მიმოვიხილავთ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე წარმოქმნილ კრიზისებს და გაგაანალიზებთ მონეტარული პოლიტიკის როლს ამ კრიზისებში. ასევე ამ თავში მიმოვიხილავთ ცალკეულ მკვლევართა ნაშრომებს ეკონომიკურ ზრდაში ფინანსური სისტემის როლსა და მის ფუნქციებზე.

დისერტაციის მესამე თავში განხილულია საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი გამოწვევები. აგრეთვე, დისერტაციის ამ ნაწილში წარმოდგენილია ჩვენს მიერ განხორციელებული კვლევები მონეტარული აგრეგატების მხრიდან სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებსა და უძრავი ქონების ბაზარზე ზეგავლენის

² წყარო: ბურაია, ნაცვალაძე, "უძრავი ქონების ბაზრის ციკლურობის ანალიზი (თბილისის მაგალითზე)", ჟურნალი ეკონომიკა და ბიზნესი, 4, 2015

შესახებ (რომელიც წარმოადგენს დისერტაციის ძირითად, კვლევით ნაწილს). ამავე თავში წარმოდგენილი გვაქვს კვლევა მონეტარული აგრეგატების მიერ რეალურ ეკონომიკაზე გავლენის შესახებ.

მესამე თავის შემდეგ მოცემულია კვლევასთან დაკავშირებული გამოთვლებისა და გაანგარიშებების დანართი, ხოლო დანართის შემდეგ კი კვლევების შედეგად მიღებული დასკვნები. დისერტაციის ბოლოში წარმოდგენილია გამოყენებული ლიტერატურა (მასალები, კვლევები, მონოგრაფიები, პუბლიკაციები და სხვა წყაროები).

მონაცემები და მეთოდოლოგია: წინამდებარე ნაშრომში გამოყენებულია საქართველოს ეროვნული ბანკის (www.nbg.ge), საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს (www.mof.gov.ge), საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის (www.geostat.ge), საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (www.imf.org), ეკონომიკური განვითარებისა და თანამშრომლობის ორგანიზაციის (www.oecd.org), მსოფლიო ბანკის (www.worldbank.org) და სხვა საერთაშორისო ორგანიზაციებისა თუ ოფიციალური წყაროების სტატისტიკური მონაცემები.

დისერტაციის კვლევით ნაწილში წარმოდგენილი გვაქვს რამდენიმე ეკონომეტრიკული მოდელი. პირველი მოდელი ეხება მონეტარული პოლიტიკის მიერ რეალურ ეკონომიკაზე გავლენას, ხოლო მომდევნო ორი მოდელი კი კაპიტალის ბაზარზე მონეტარული შოკის ზეგავლენას. პირველი მოდელისათვის კვლევის პროცესში გამოყენებულია საქართველოს 1996-2015 წლების კვარტალური მაჩვენებლები.

რაც შეეხება კაპიტალის ბაზარზე მონეტარული შოკის ზეგავლენის გამოკვლევას, კვლევის პროცესში გამოვიყენეთ ორი ტიპის მოდელი. მოდელების გამიჯვნის მიზეზი საკვანძო ცვლადებში არასაკმარისი დაკვირვების რაოდენობაა. პირველი მოდელი მოიცავს 2007-2015 წლების კვარტალურ მაჩვენებლებს, ხოლო მეორე მოდელი მოიცავს 2009-2015 წლების კვარტალურ მაჩვენებლებს. კვლევა ეყრდნობა ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის ფარგლებში იმპულსზე რეაქციის ფუნქციების გამოკვლევას:

პირველი მოდელი:

$$Y_t = A(L')Y_{t-i} + Z_t + E_t$$

$$Y_t = (M_t, RGDP_t, RC_t, CPI_t, R_t, REER_t, AP)$$

$$Z_t = (TR_t, TREND_t)$$

მეორე მოდელი:

$$Y_t = A(L')Y_{t-i} + Z_t + E_t$$

$$Y_t = (M_t, GR, AP)$$

$$Z_t = (TREND_t)$$

სადაც, Y_t - ენდოგენური ცვლადების ვექტორი, Z_t - ეგზოგენური ცვლადების ვექტორი, E_t - ნარჩენობითი წევრის ვექტორი.

ენდოგენური ცვლადებისთვის გამოყენებულ იქნა შემდეგი დროითი მწკრივები: რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტი (**GDP**); სამომხმარებლო ფასების ინდექსი (**CPI**); ეროვნულ ვალუტაში სესხებზე საშუალო კვარტლის რეალური საპროცენტო განაკვეთები (**R**); რეალური ეფექტური გაცვლითი კურის (**REER**); საოჯახო მეურნეობების მოხმარება რეალურ გამოსახულებაში (**RC**); ფულის მიწოდების მაჩვენებლის დასახასიათებლად გამოვიყენეთ სამი მაჩვენებელი: სარეზერვო ფული (**CC**); მონეტარული აგრეგატი (**M3**), მონეტარული აგრეგატი (**M2**).

ეგზოგენური ცვლადის სახით გამოყენებულ იქნა საზღვარგარეთიდან მიღებული (მიმდინარე და კაპიტალური) ტრანსფერების (Y_{tr}) და საზღვარგარეთიდან მიღებული ფაქტორული შემოსავლების (Y_f) ჯამი (**TR**), აღნიშნული მაჩვენებელი გამოყენებულ იქნა იმ მიზნით, რომ ჩვენი მოსაზრებით ეს ცვლადი ყველაზე მეტად იყო ეროვნული ეკონომიკის კონიუნქტურის განმსაზღვრელი ფაქტორი შესაფასებელ პერიოდზე, ამასთან ის ყველაზე მეტად ეგზოგენური ფაქტორია და მნიშვნელოვანი საგარეო შოკის მახასიათებელია.

ნაშრომის მეცნიერული სიახლე: ნაშრომში ზემოაღნიშნული მიზნებისა და კვლევის მეთოდების გათვალისწინებით მიღებულია სხვადასხვა სახის დასკვნები, რომელთაგან მნიშვნელოვან მეცნიერულ სიახლეებს შეგვიძლია მივაკუთვნოთ შემდეგი:

- ✓ კვლევის შედეგად დადგენილია საქართველოში ფულის მასის შოკის გავლენის მნიშვნელოვნება სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთებზე;
- ✓ კვლევის შედეგად დადგენილია საქართველოში ფულის მასის შოკის უძრავი ქონების ფასებზე გავლენის მნიშვნელოვნება;
- ✓ კვლევის შედეგად დადგენილია საქართველოში მონეტარული შოკის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის მნიშვნელოვნება.
- ✓ კვლევის შედეგად დადგენილია საქართველოში საფასო შოკების რეალურ ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის მნიშვნელოვნება მოკლევადიან და გრძელვადიან პერიოდებში.

ნაშრომის პრაქტიკული ღირებულება: აღნიშნული სადისერტაციო ნაშრომის კვლევის შედეგები შესაძლებელია გამოყენებულ იქნეს როგორც კონკრეტულად ამ მიმართულების, ისე ზოგადად მონეტარული პოლიტიკისა და კაპიტალის ბაზრების საკითხებით დაინტერესებული მკვლევარების მიერ.

თავი I. მონეტარული პოლიტიკის მართვის თავისებურებანი

1.1 მონეტარული პოლიტიკის სტრატეგიული მიზნები და საშუალებები

ზოგადად, უნდა აღინიშნოს რომ ცენტრალური ბანკების მონეტარული პოლიტიკა გავლენას ახდენს არამხოლოდ საპროცენტო განაკვეთებსა და ფასების საერთო დონეზე, არამედ საბოლოო ჯამში მთლიანად ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების საერთო დონეზეც, ანუ თითოეული მოქალაქის კეთილდღეობაზე. სხვადასხვა ქვეყნის ცენტრალურ ბანკს სხვადასხვა სტრატეგიული მიზნები გააჩნია, რომლებიც ხშირ შემთხვევაში ქვეყანაში არსებული სოციალურ-ეკონომიკური თუ სხვა რეალობიდან გამომდინარეობს. ზოგადად, თანამედროვე ეკონომიკურ ლიტერატურაში გამოყოფენ ცენტრალური ბანკების რამდენიმე სტრატეგიული მიზანს. მათ რიგებს შეგვიძლია მივაკუთვნოთ:

- ფასების სტაბილურობა;
- ეკონომიკური ზრდა;
- დასაქმების მაღალი დონე;
- საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობა;
- ფინანსური ბაზრების სტაბილურობა;
- სავალუტო ბაზრების სტაბილურობა.

ფასების სტაბილურობა: საზოგადოდ აღიარებულია, რომ მაღალი ინფლაცია დიდ სოციალურ და ეკონომიკურ დანახარჯებს წარმოშობს. ამასთან დაკავშირებით ფასების სტაბილურობა განიხილება, როგორც მონეტარული პოლიტიკის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი სტრატეგიული მიზანი. ფასების სტაბილურობა მნიშვნელოვანია, იმდენად რამდენადაც ფასების საერთო დონის ზრდა (ინფლაცია) ქმნის მომავლის გაურკვეველობებსა და განუსაზღვრელობებს. მაგალითად, როდესაც ფასების საერთო დონე ეკონომიკაში იცვლება, რთული ხდება ინფორმაციის ინტერპრეტირება რომელიც გათვალისწინებულია საქონლისა და მომსახურების ფასებში. საზოგადოებრივი აზრის კვლევები აჩვენებს, რომ მოსახლეობა უარყოფითად არის განწყობილი ინფლაციის მიმართ, ხოლო ცალკეული კვლევები ადასტურებს, რომ ინფლაცია მნიშვნელოვნად აფერხებს ეკონომიკურ ზრდას.

ინფლაციის დონე ევროპაში 1991-2016 (%)

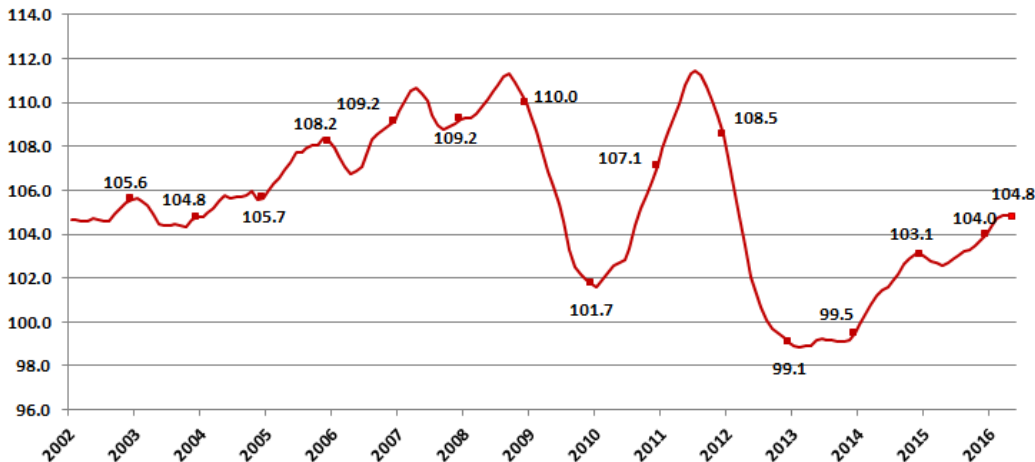


წყარო: WWW.TRADINGECONOMICS.COM

დიაგრამა 1-ზე, სადაც ასახულია ინფლაციის მაჩვენებელი 1990-2016 წლებში, კარგად ჩანს, თუ როგორი ტენდენციებით ხასიათდებოდა ევროპის ქვეყნებში ფასების საერთო დონის ზრდის პროცესი. მოცემულ შემთხვევაში ინფლაცია ამცირებდა ევროპელთა რეალურ შემოსავლებსა და შესაბამისად მათ კეთილდღეობასაც.

ზოგადად, ინფლაციაზე საუბრისას აგრეთვე აუცილებელია აღინიშნოს, რომ იგი აფერხებს მომავლის დაგეგმვასაც. მაგალითად, ინფლაციის შემთხვევაში რთულია წინასწარ განსაზღვრო, თუ რა თანხის გადახდა მოგიწევს უნივერსიტეტში სწავლისთვის და ა.შ. ინფლაცია ასევე დიდ ზეგავლენას ახდენს საზოგადოების სოციალურ სტრუქტურაზე: სხვადასხვა სოციალური ჯგუფები ეცდებიან დაიცვან თავიანთი შემოსავლები ინფლაციის ზეგავლენისგან, რომელიც მიგვიყვანს ინტერესთა კონფლიქტამდე.

სამომხმარებლო ფასების ინდექსი
(12 თვის საშუალო წინა 12 თვის საშუალოსთან)



წყარო³: www.geostat.ge

დიაგრამა 2-ზე ასახულია საქართველოში სამომხმარებლო ფასების ინდექსი (საშუალო წლიური) მაჩვენებელი 2002-2016 წლებში, საიდანაც კარგად ჩანს, თუ რაოდენ მაღალი იყო განვლილ წლებში ინფლაციური პროცესები.

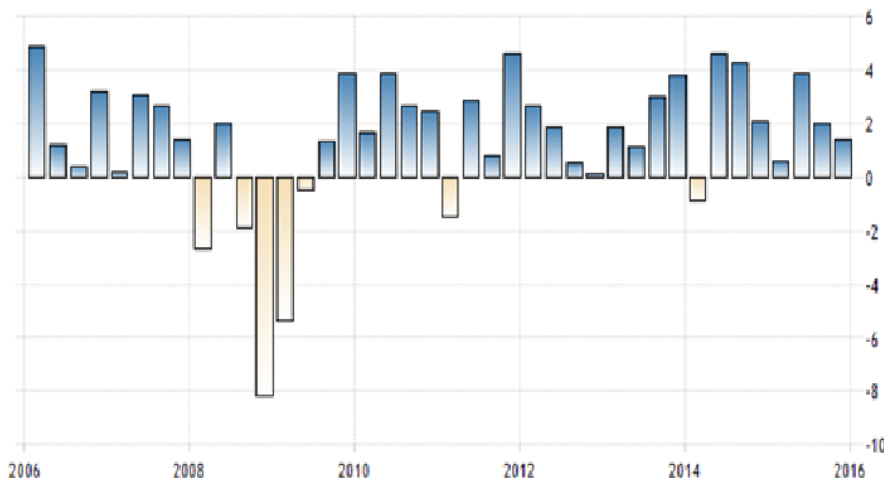
საქართველოში, ისევე როგორც განვითარებადი ქვეყნების უდიდეს ნაწილში, ინფლაციური პროცესების გამომწვევ მნიშვნელოვან ფაქტორად მიწოდების შოკი წარმოგვიდგება. გამომდინარე იქედან, რომ ასეთი ქვეყნების უმრავლესობაში **სამომხმარებლო კალათის** დიდი წილი იმპორტულ პროდუქციას უჭირავს, მსოფლიო სასაქონლო და ნავთობის ბაზრებზე ფასების ზრდა მტკივნეულად აისახება ადგილობრივ ბაზრებზეც ინფლაციის იმპორტის გზით. გარდა ამისა, საქართველო დაბალშემოსავლიანი ქვეყანაა, სადაც ფასების ზრდა და მოსახლეობის რეალური შემოსავლების კლება განსაკუთრებით მტკივნეული პროცესია. ასევე, **ინფლაციური მოლოდინებიდან** გამომდინარე, მაღალია რისკის პრემიები, რაც ადეკვატურად აისახება ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთებზეც და მთლიანად ქვეყნის კეთილდღეობაზეც.

³ http://geostat.ge/?action=page&p_id=127&lang=geo

თუმცა, მიწოდების შოკის გარდა მეტად მტკივნეულია მონეტარული პოლიტიკის შედეგად გაზრდილი ერთობლივი მოთხოვნა და შედეგად ფასების საერთო დონეც. თუ გაავითვალისწინებთ ცნობილი ეკონომისტის მილტონ ფრიდმანის სიტყვებს, „**ინფლაცია ყველგან და ყოველთვის მონეტარული მოვლენაა**“, მაშინ ცენტრალური ბანკების როლი და მნიშვნელობა კიდევ უფრო იზრდება ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფაში. აღნიშნულიდან გამომდინარე კი, ფასების სტაბილურობა ცენტრალური ბანკების მნიშვნელოვან სტრატეგიულ მიზანს წარმოადგენს.

სტაბილური ეკონომიკური ზრდა უზრუნველყოფს დასაქმების მაღალ დონეს იმდენად, რამდენადაც უმუშევრობის დაბალი დონის პირობებში ფირმები უფრო მეტად ახდენენ ინვესტირებას მაღალმწარმოებლურ დანადგარებში, რომლებიც უზრუნველყოფენ ეკონომიკურ ზრდას.

გრაფიკი 1. მშპ-ს ზრდის კვარტალური მაჩვენებლები აშშ-ში 2006-2016 წწ (%)



წყარო: WWW.TRADINGECONOMICS.COM

ასევე პირიქით, თუკი უმუშევრობის დონე მაღალია, ხოლო საწარმოო სიმძლავრეები უმოქმედოა, მაშინ საწარმოები არ აბანდებენ ფულს ახალ დანადგარებსა და ტექნიკაში. მიუხედავად იმისა, რომ ზემოაღნიშნული ორი სტრატეგიული მიზანი (ეკონომიკური ზრდა და დასაქმების მაღალი დონე) ერთმანეთთან მჭიდროდაა დაკავშირებული,

სახელმწიფო პოლიტიკა შეიძლება მიმართული იყოს კერძო პირებისა და ფირმების მხრიდან საინვესტიციო დანახარჯების გაზრდისკენ. ეს პოლიტიკა იწოდება ეკონომიკური ზრდის მასტიმულირებელად მიწოდების მხრიდან, რომელიც მოიცავს საგადასახადო შეღავათებს ფირმებისთვის (რომლებიც ინვესტირებას ახდენენ ახალ დანადგარებსა და ტექნიკურ ბაზაში) და ფიზიკური პირებისთვის (რომლებსაც გააჩნიათ დანახოვები).

გრაფიკი 1-ზე ასახულია ეკონომიკური ზრდის ტემპები აშშ-ში 2006-2016 წლებში, რა დროსაც ადგილი ჰქონდა როგორც ზრდას (უმეტეს შემთხვევაში), ისე ვარდნასაც (განსაკუთრებით 2007-2008 წლების გლობალური ფინანსური კრიზისის შემდგომ პერიოდში).

ეკონომისტთა გარკვეული ნაწილი ცალსახად აღნიშნავს აშშ-ს ფედერალური სარეზერვო სისტემის როლს მიმდინარე პროცესებში (ბუმსა და რეცესიაში). განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ფედ-ის შერბილებული მონეტარული პოლიტიკა 2000-იანი წლების დასაწყისში (ე.წ. „დოტკომის“ კრიზისიდან გამოსვლის მიზნით) და შემდეგ ყველასთვის ცნობილი ანტიინფლაციური პოლიტიკა, როდესაც ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ გლობალური ფინანსური კრიზისის წინარე პერიოდში საბაზისო საპროცენტო განაკვეთი მნიშვნელოვნად გაზარდა. სწორედ აღნიშნულს უკავშირებს ბევრი ეკონომისტი კრიზისის დაწყებას და ე.წ. „ბუმტის“ გასკდომას, რომელიც მონეტარული პოლიტიკის წინა წლების სიმსუბუქით იყო გამოწვეული. კრიზისის დაწყების შემდეგ მნიშვნელოვნად გაიზარდა უმუშევრობის დონე აშშ-ში (იხ. დიაგრამა3)⁴.

საკითხის მნიშვნელობიდან გამომდინარე, ეკონომისტები აქტიურად სწავლობენ მონეტარული პოლიტიკის გავლენას ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფაში, რაც საკმაოდ ვრცელი და კომპლექსური მიმართულებაა⁵. მაკროეკონომიკურ ლიტერატურაში საყოველთაოდ ცნობილია ე.წ. „მონეტარული ნეიტრალიტეტის“ შესახებ, რომლის მიხედვითაც, ფულის მიწოდების ზრდა მხოლოდ ნომინალურ მაჩვენებლებზე ახდენს

⁴ Mishkin F. (2011) Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, Published: in "Approaches to monetary policy revisited - lessons from the crisis," 6th ECB Central Banking Conference, 18-19 November 2010

⁵ Bernanke B. (1995) Measuring Monetary Policy, Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, no. 3 (1998): pp 869

გავლენას, ხოლო რეალურ მაჩვენებლებზე კი მისი გავლენა ნეიტრალურია. თუმცა, აღნიშნული ნეიტრალურობა ყველა ქვეყნისთვის ერთნაირი ცხადია ვერ იქნება - ის დამოკიდებულია თითოეული ქვეყნის ეკონომიკის ზომაზე, მის გახსნილობაზე და ასევე მონეტარული გადაცემის არხების თავისებურებებზე. მაგალითად, საქართველოს მსგავსი მცირე ზომის, ღია ტიპის ეკონომიკაში ფულის მიწოდების ზრდის შედეგად (საპროცენტო განაკვეთების კლების გზით) ერთობლივი მოთხოვნის ზრდამ შეიძლება ადგილობრივი წარმოების (გამოშვების) გაზრდის ნაცვლად იმპორტი გაზარდოს და აღნიშნული მოთხოვნის სიჭარბე გაზრდილი იმპორტით გადაიფაროს⁶.

დიაგრამა 3. უმუშევრობის დონე აშშ-ში 1950-2015 წწ. (%)



წყარო: WWW.TRADINGECONOMICS.COM

დასაქმების მაღალი დონე: უნდა აღინიშნოს, რომ უმუშევრობა იწვევს სერიოზულ სოციალურ პრობლემებს, ოჯახების დანგრევას და კრიმინალის ზრდას. ამასთანავე, უმუშევრობის მაღალი დონის პირობებში ეკონომიკაში ბევრია არამხოლოდ თავისუფალი სამუშაო ძალა, არამედ საწარმოო სიმძლავრეებიც, რომლებსაც მშპ-ს შემცირებამდე მიყვავართ. დასაქმების მაღალი დონის მიღწევა, როგორც ცენტრალური ბანკების ძირითადი სტრატეგიული მიზანი, დიდადაა დაკავშირებული მის სხვა მიზანთან, ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფასთან, რაც თავისმხრივ ამ ქვეყნებში არსებული მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმსა და მონეტარული ნეიტრალიტეტის

⁶ Lucas R. (1972) Expectations and the Neutrality of Money, Journal of Economic Theory, , Vol4, no.2, pp. 103

ხარისხზეა დამოკიდებულ⁷. შედეგად დასაქმების მაღალი დონე, როგორც ცენტრალური ბანკების მთავარი სტრატეგიული მიზანი, ნაკლებად შეიძლება განვიხილოთ⁸.

დიაგრამა 4. უმუშევრობის დონე ევროპაში 1996-2015 წწ. (%)



წყარო: WWW.TRADINGECONOMICS.COM

დიაგრამა 4-ზე მოცემულია 1996-2015 წლებში უმუშევრობის დონე ევროპაში, საიდანაც კარგად ჩანს, თუ რაოდენ გაიზარდა უმუშევრობა 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისის შედეგად, რასაც ცალკეულ ქვეყნებში სოციალური მდელვარება, ხელისუფლების კრიტიკა და ვადამდელი არჩევნების მოთხოვნები მოჰყვა.

მსგავს შემთხვევებში ხშირია ქვეყნების აღმასრულებელი ხელისუფლების მხრიდან ცენტრალურ ბანკებზე ზეწოლა მასტიმულირებელი მონეტარული პოლიტიკის განხორციელების მიზნით, რაც ბუნებრივია საფრთხეს უქმნის ცენტრალური ბანკების დამოუკიდებლობას⁹.

⁷ Phelps, E. S. (1967). Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time. *Economica* Vol. 34 no. 135 pp. 254

⁸ Mishkin F. (2006) Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? *Panoeconomicus, Savez ekonomista Vojvodine, Novi Sad, Serbia*, vol. 53(4), pages 359

⁹ Bernanke B. (1995) Measuring Monetary Policy, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, no. 3 (1998): pp 869

საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობა: ცენტრალური ბანკების ერთ-ერთ სტრატეგიული მიზანია საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობა, რომელიც თავისმხრივ მნიშვნელოვანია იმიტომ, რომ მათი რყევა შეიძლება გახდეს ეკონომიკაში განუსაზღვრელობის წარმოქმნის მიზეზი და ხელი შეუშალოს ბიზნესში დაგეგმვის პროცესებს.

მაგალითად, საპროცენტო განაკვეთების რყევა ზეგავლენას ახდენს რა უძრავ ქონებაზე მოთხოვნის რაოდენობაზე, ხელს უშლის მომხმარებლებს განსაზღვრონ სახლების შეძენის ოპტიმალური დროის მონაკვეთი, ხოლო სამშენებლო კომპანიებს კი - დაგეგმონ მშენებლობის მოცულობები. ცენტრალურ ბანკს შეუძლია წინ აღუდგეს საპროცენტო განაკვეთების ზრდას იმ მიზეზით, რომ განაკვეთების ზრდა გამოიწვევს საზოგადოების მხრიდან ცენტრალური ბანკებისადმი ნეგატიურ დამოკიდებულებას და მათი როლის შემცირებაზე საუბარს აქტუალურს გახდის (მიშკინი 2012).

ცენტრალური ბანკები ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობას უზრუნველყოფენ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მართვით, რომელზეც თავისმხრივ გავლენას ახდენენ ძირითადი მონეტარული ინსტრუმენტების (**აშშ-ს შემთხვევაში ფედერალური ფონდების განაკვეთი**) მეშვეობით. აშშ-ს ფედერალური სარეზერვო სისტემის საბაზისო საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების ეფექტი გადაეცემა მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს, შემდეგ კი გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს (იხ. დიაგრამა 5).

დიაგრამა 5. ფედერალური ფონდების განაკვეთი აშშ-ში 1971-2016 (%)



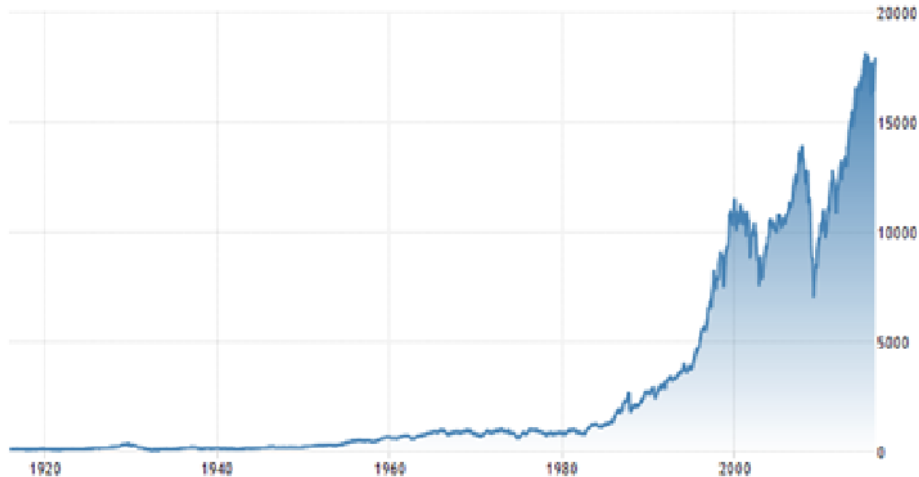
წყარო: WWW.TRADINGECONOMICS.COM

ფინანსური ბაზრების სტაბილურობა: როგორც უკვე აღვნიშნეთ, ფინანსურმა კრიზისებმა შეიძლება მიგვიყვანოს ეკონომიკური აქტივობების შემცირებამდე (იხ. დიაგრამა 6). ეს თავისმხრივ შესაძლებელია იმდენად, რამდენადაც გავლენას ახდენენ ფინანსური ბაზრების უნარზე - მიაწოდონ მოსახლეობას ფინანსური რესურსები, რომლებიც შეუძლიათ მათ ეფექტურად გამოიყენონ. ამიტომაც, ფინანსური სისტემის სტაბილურობა, რომელიც თავისუფალია ფინანსური კრიზისებისგან, ცენტრალური ბანკების სტრატეგიული მიზნებია. თავისმხრივ, ფინანსური ბაზრების სტაბილურობა დაკავშირებულია საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობასთან, იმდენად რამდენადაც საპროცენტო განაკვეთების რყევები წარმოშობს დიდ განუსაზღვრელობებს ფინანსური ინსტიტუტებისთვის. საპროცენტო განაკვეთების ზრდა იწვევს კაპიტალის დანაკარგებს გრძელვადიან ობლიგაციებზე, რამაც შეიძლება მიგვიყვანოს იმ ფინანსური ინსტიტუტების გაკოტრებამდე, რომლებიც ფლობენ გრძელვადიან ფასიან ქაღალდებს¹⁰.

¹⁰ Mishkin F. “Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition pp462

ბოლო წლებში საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა დიდ პრობლემას წარმოადგენს აშშ-ს სასესხო-შემნახველი ბანკებისა და ურთიერთშემნახველი ფონდებისთვის, რომელთა მნიშვნელოვანი ნაწილი განიცდიდა სერიოზულ ფინანსურ სირთულეებს 1980-1990 იან წლებში.

დიაგრამა 6. დოუ-ჯონსის საშუალო ინდუსტრიული ინდექსი 1912 - 2016



წყარო: WWW.TRADINGECONOMICS.COM

სავალუტო ბაზრების სტაბილურობა: ნებისმიერი ქვეყნის ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსი უცხოურ ვალუტასთან მიმართებაში ყოველთვის დიდი ყურადღების ცენტრში ექცევა. დიაგრამა 7-ზე კარგად ჩანს, თუ როგორ შეიცვალა დოლარი/ევროს გაცვლითი კურსი 2014 წლის შემდგომ. ამ პერიოდში ევროს გაუფასურებამ გარკვეულწილად ხელი შეუწყო ევროკავშირიდან ექსპორტის სტიმულირებას და გააძლიერა ინფლაციური ზეწოლა ქვეყნის შიგნით ფასების საერთო დონეზე.

ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის ზრდა ადგილობრივი წარმოების პროდუქციას ნაკლებად კონკურენტუნარიანს ხდის უცხოურთან შედარებით. კურსის კლება კი იმპორტდამოკიდებულ ქვეყნებში ასტიმულირებს ინფლაციას (სხვა თანაბარ პირობებში). გარდა ამისა, გაცვლითი კურსის მკვეთრი რყევების არარსებობა ფიზიკურ პირებსა და ფირმებს საშუალებას აძლევს დაგეგმონ შესყიდვები და გაყიდვები

საზღვარგარეთ. ამიტომაც, სავალუტო ბაზრების სტაბილურობა - ნებისმიერი ქვეყნის ცენტრალური ბანკის სტრატეგიული მიზანია¹¹.

დიაგრამა 7. ევრო/დოლარის გაცვლითი კურსი 2011-2016 წწ



წყარო: WWW.TRADINGECONOMICS.COM

ზემოაღნიშნული სტრატეგიული მიზნების დიდი ნაწილი ურთიერთშესაბამისია - დასაქმების მაღალი დონე და ეკონომიკური ზრდა, საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობა და ფინანსური ბაზრების სტაბილურობა¹². თუმცადა, არსებობს რიგი განსხვავებებისა. ფასების სტაბილურობა ხშირად შეუსაბამოა საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობასთან და დასაქმების მაღალ დონესთან მოკლევადიან პერიოდში. მაგალითად, როდესაც ეკონომიკა წარმატებით ვითარდება, ხოლო უმუშევრობის დონე კლებულობს, შეიძლება დაიწყოს როგორც ინფლაციის, ისე საპროცენტო განაკვეთების ზრდაც. ცენტრალური ბანკების მცდელობა, შეამციროს საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, გამოიწვევს ინფლაციური პროცესების დაწყებას ეკონომიკაში. მაგრამ თუ ცენტრალური ბანკი ინფლაციის შეჩერების მიზნით გაზრდის საპროცენტო განაკვეთებს, მოკლევადიან პერიოდში შეიძლება გაიზარდოს უმუშევრობა.

¹¹ Mishkin F. (2011) Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, Published: in "Approaches to monetary policy revisited - lessons from the crisis," 6th ECB Central Banking Conference, 18-19 November 2010

¹² Mishkin F. (2012) Macroprudential Policies in Open Emerging Economies, Published: Hahm, Joon-Ho & Mishkin, Frederic S. & Shin, Hyun Song & Shin, Kwanho, 2011. "Macroprudential policies in open emerging economies," Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco, issue Nov, pages 63.

ასეთ შემთხვევაში სტრატეგიული მიზნების შეუსაბამობა ცენტრალურ ბანკს აყენებს რთული ამოცანის წინაშე (მიშკინი 2012).

საქართველოს შემთხვევაში, ზემოაღნიშნული მიზნებიდან განსაკუთრებით აღსანიშნავია ფასების სტაბილურობა და ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის სტაბილურობა. ამასთანავე უნდა აღინიშნოს, რომ აუცილებელია ამ ორიდან არჩევანის გაკეთება, რაც თავისი ობიექტური მიზეზებითაა განპირობებული. კერძოდ, ე.წ. „განუხორციელებელი სამება“¹³, გულისხმობს იმას, რომ თუ ქვეყნის ეკონომიკა ღია და გახსნილია, ადგილი აქვს კაპიტალის თავისუფალ მოძრაობას, მაშინ ერთდროულად ფასების სტაბილურობის, ვალუტის გაცვლითი კურსის სტაბილურობისა და კაპიტალის თავისუფალი მოძრაობის უზრუნველყოფა შეუძლებელია (განუხორციელებელია).

ცენტრალური ბანკის სტრატეგია, საოპერაციო და შუალედური მიზნები: ცენტრალური ბანკის პრობლემა იმაში მდგომარეობს, რომ მას არ შეუძლია პირდაპირ მოახდინოს ზეგავლენა განსაზღვრულ სტრატეგიულ მიზნებზე (კერძოდ, ფასების სტაბილურობაზე ან სხვ.) ცენტრალური ბანკის განკარგულებაში არსებობს რიგი ინსტრუმენტები (ოპერაციები ღია ბაზარზე, დისკონტური სესხები, სარეზერვო მოთხოვნები), რომელთა მეშვეობითაც მას შეუძლია პირდაპირ უზრუნველყოს სტრატეგიული მიზნების მიღწევა, დროის გარკვეული პერიოდის შემდეგ. ამიტომ, მცდარი მოქმედებების შედეგები შეიძლება შედარებით გვიან დადგეს¹⁴.

ზოგადად, ყოველი ცენტრალური ბანკი შეიმუშავებს მონეტარული პოლიტიკის წარმართვის კონკრეტულ სტრატეგიას, გამომდინარე სხვადასხვა მაჩვენებელთა მიზნობრივი მნიშვნელობებიდან, რომლებიც დამოკიდებულნი არიან ცენტრალური ბანკის მოქმედებებზე. ამ მიზნობრივი მაჩვენებლების მიღწევა შეესაბამება სტრატეგიულ მიზნებს. მას შემდეგ რაც ცენტრალური ბანკი დაამტკიცებს ინფლაციისა და უმუშევრობის დონის მიზნობრივ მაჩვენებლებს, ის განსაზღვრავს შესაძლო

¹³ <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=308>

¹⁴ Mishkin F. “Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition pp431-462

მაჩვენებლებს, რომლებიც უშუალო ზეგავლენას ახდენენ უმუშევრობის და ფასების დონეზე¹⁵.

ასეთი შუალედური მიზნები შეიძლება იყოს ფულადი აგრეგატები (M1, M2, M3) ან საპროცენტო განაკვეთები (როგორც მოკლე, ისე გრძელვადიანი). თუმცა, ცენტრალური ბანკების ინსტრუმენტები პირდაპირ ზეგავლენას ვერ ახდენენ ვერც შუალედურ სამიზნე მაჩვენებლებზე. შესაბამისად, ის განისაზღვრება როგორც საოპერაციო მიზნობრივი ორიენტირი, მაგ.: სარეზერვო აგრეგატები (**რეზერვები, დამოუკიდებელი რეზერვები, მონეტარული ბაზა, დამოუკიდებელი მონეტარული ბაზა**) და საპროცენტო განაკვეთები (მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები ბანკთაშორის კრედიტებზე ან სახაზინო თამასუქებზე), რომლებიც უფრო მეტად დამოკიდებულია მის მოქმედებებზე (მიშკინი 2012).

იყენებს რა საოპერაციო და შუალედურ ორიენტირებს (**მიზნებს**), ცენტრალურ ბანკს შეუძლია დარწმუნდეს გატარებული მონეტარული პოლიტიკის სისწორეში უფრო ადრე, ვიდრე გამოვლინდება მისი ზემოქმედება ინფლაციაზე და უმუშევრობის დონეზე.

დავუშვათ, უმუშევრობის დონისა და ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი შეესაბამება ნომინალური მშპ-ს 6%-იან ზრდას. თუ ცენტრალური ბანკი თვლის, რომ ასეთი ზრდა მიღწეული იქნება 2-ის (**შუალედური ორიენტირი**) 3%-იანი ზრდით, მონეტარული ბაზის (**საოპერაციო ორიენტირი**) 2%-იანი ზრდის შედეგად, მაშინ ის განახორციელებს ოპერაციებს ღია ბაზარზე (საოპერაციო ინსტრუმენტები) იმისათვის, რომ უზრუნველყოს მონეტარული ბაზის 2%-იანი ზრდა.

თუ ცენტრალური ბანკი აღმოაჩენს, რომ მონეტარული ბაზა გაიზარდა უფრო მცირედ ვიდრე მოსალოდნელი იყო, (მაგ.: მხოლოდ 2%-ით), მაშინ მას შეუძლია გაზარდოს ღია ბაზარზე შესყიდვების მოცულობა და მიიღოს მონეტარული ბაზის სასურველი ზრდა. გარკვეული დროის შემდეგ ცენტრალურ ბანკს შეუძლია დაინახოს, თუ როგორ გავლენას ახდენს მისი პოლიტიკა ფულად მასაზე. თუკი მონეტარული ბაზა გაიზარდა ძალიან ძლიერად, მაგ.: 7%-ით, მაშინ ცენტრალურ ბანკს შეუძლია შეამციროს

¹⁵ Mishkin F. (2011) Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, Published: in "Approaches to monetary policy revisited - lessons from the crisis," 6th ECB Central Banking Conference, 18-19 November 2010

შესყიდვების მოცულობა და გაყიდოს ფასიანი ქაღალდების ნაწილი ღია ბაზარზე, იმისათვის რომ შეანელოს M2-ის ზრდა (მიშკინი 2012).

როგორც უკვე აღნიშნეთ, მიზნობრივი შუალედური მაჩვენებლების ორი ტიპი არსებობს: **საპროცენტო განაკვეთები და მონეტარული აგრეგატები**. ჩვენს შემთხვევაში, ცენტრალური ბანკი ცდილობს უზრუნველყოს M2-ის 3%-იანი ზრდა იმისათვის, რათა მიაღწიოს ნომინალური მშპ-ს 6%-იან ზრდას. შესაძლოა სამთვიან სახაზინო თამასუქებზე საპროცენტო განაკვეთის შემცირება 3%-მდე მიიყვანოს იმავე შედეგამდე. მაგრამ, შეუძლია თუ არა ცენტრალურ ბანკს ერთდროულად მიაღწიოს M2-ის მიზნობრივი ზრდას და სასურველ საპროცენტო განაკვეთს? ცნობილ ამერიკელ ეკონომისტს, ფრედერიკ მიშკინს აღნიშნულ კითხვაზე უარყოფითი პასუხი აქვს. მისი აზრით, ერთი მიზნობრივი მაჩვენებლის მიღწევა ავტომატურად გულისხმობს მეორეზე კონტროლის დაკარგვას¹⁶.

თავისმხრივ როგორც მიშკინი აღნიშნავს (მიშკინი 2012), შუალედური მიზნობრივი ორიენტირების შერჩევასაც ცენტრალური ბანკი ემყარება სამ კრიტერიუმს: **ცვალებადობა (მობილობა), მართვადობა და პროგნოზირებადობა**.

ცვალებადობა: შუალედური ორიენტირი განკუთვნილია ოპერატიული რეაგირებისთვის სასურველი ტრაექტორიიდან მოსალოდნელი გადახრებისას. თუ ცენტრალური ბანკი მოწოდებულია უზრუნველყოს 2-ის 3%-იანი ზრდა, ეს ნიშნავს რომ მას უნდა ქონდეს შესაძლებლობა სწრაფად და ზუსტად შეცვალოს ამ ფულადი აგრეგატის მაჩვენებელი. მონაცემები ფულადი აგრეგატების შესახებ ქვეყნდება ორი კვირის შემდეგ, ხოლო მონაცემები საპროცენტო განაკვეთების შესახებ კი დაუყოვნებლივ¹⁷. მშპ-ს შესახებ მონაცემები (სტრატეგიული მიზნობრივი მაჩვენებელი) ანგარიშდება კვარტალში ერთხელ, ხოლო ქვეყნდება კვარტლის დასრულებიდან ერთი თვის შემდეგ. გარდა ამისა, მშპ-ს შესახებ მონაცემები უფრო ზუსტია, ვიდრე ფულადი აგრეგატებისა და საპროცენტო განაკვეთების შესახებ. ასეთ შემთხვევაში მონეტარული აგრეგატების ან

¹⁶ Mishkin F. (2006) Monetary Policy: How Did We Get Here? Panoeconomicus, Savez ekonomista Vojvodine, Novi Sad, Serbia, vol. 53(4), pages 359

¹⁷ Sims Ch. A., T. A. Zha (1998): "Does Monetary Policy Generate Recessions?", Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 98-12/ July 1998.

საპროცენტო განაკვეთების არჩევა შუალედური მიზნობრივი ორიენტირის როლში განპირობებულია იმით, რომ ისინი იძლევიან სწრაფ და ზუსტ სიგნალებს გატარებული მონეტარული პოლიტიკის შედეგების შესახებ.

ერთი შეხედვით ჩანს რომ საპროცენტო განაკვეთების ცვლილება უფრო იოლია ვიდრე ფულადი აგრეგატებისა. ამიტომაც ისინი უფრო მეტად შეესაბამება შუალედური მიზნობრივი ორიენტირების როლს. საპროცენტო განაკვეთების შესახებ მონაცემები არამარტო სწრაფად ქვეყნდება, არამედ ნაკლებად კორექტირდება ვიდრე ფულადი აგრეგატები. ამასთან, როგორც ვიცით, ნომინალური საპროცენტო განაკვეთები არ ასახავენ დაფინანსების რეალურ დანახარჯებს, რომლებიც ზემოქმედებას ახდენენ მშპ-ს ზრდაზე. დაფინანსების რეალური დანახარჯები უფრო ზუსტად არის ასახული რეალურ საპროცენტო განაკვეთებში (**სხვაობა ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთსა და ინფლაციას შორის**)¹⁸. თუმცა, სამწუხაროდ რეალური საპროცენტო განაკვეთების შეცვლა ძალიან რთულია, რადგანაც შეუძლია პირდაპირ შეცვალოს ინფლაციური მოლოდინი. ზოგადად, ცვლილება როგორც საპროცენტო განაკვეთების, ისე ფულადი აგრეგატების, დაკავშირებულია გარკვეულ სირთულეებთან, ამიტომაც, რთულია მკაფიოდ იმის თქმა, თუ რომელი მაჩვენებელი უფრო კარგი იქნება შუალედური მიზნობრივი მაჩვენებლის როლში.

მართვადობა: ცენტრალურ ბანკს უნდა გააჩნდეს შესაძლებლობა ეფექტურად იმოქმედოს შუალედურ ორიენტირად არჩეული მაჩვენებლის ქცევაზე. წინააღმდეგ შემთხვევაში, მოცემული პარამეტრებისგან გადახრისას ცენტრალური ბანკი ვერ შეძლებს სიტუაციის დაბრუნებას სასურველ კალაპოტში. ზოგიერთი ეკონომისტი მიიჩნევს, რომ სასურველია შუალედური ორიენტირის როლში გამოყენებულ იქნას ნომინალური მშპ, თუმცა ცენტრალურ ბანკს ნაკლებად შეუძლია ზეგავლენის მოხდენა ამ მაჩვენებელზე. ამავე დროს, ცენტრალურ ბანკს გააჩნია ინსტრუმენტები საპროცენტო განაკვეთებსა და ფულად აგრეგატებზე პირდაპირი ზემოქმედებისთვის.

საზოგადოდ ცნობილია, რომ ცენტრალურ ბანკს შეუძლია საპროცენტო განაკვეთების მართვა ღია ბაზარზე ოპერაციების წარმართვით, რომელიც პირდაპირ აისახება

¹⁸ Mishkin F. (2011) Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, Published: in "Approaches to monetary policy revisited - lessons from the crisis," 6th ECB Central Banking Conference, 18-19 November 2010

ობლიგაციების ფასზე. რამდენადაც ცენტრალურ ბანკს შეუძლია სრულად აკონტროლოს საპროცენტო განაკვეთები, ხოლო ფულადი მასა კი - ნაწილობრივ, იქმნება შთაბეჭდილება, რომ საპროცენტო განაკვეთები აღემატება ფულად აგრეგატებს სწორედ რომ „მართვადობის“ კრიტერიუმით. მეორეს მხრივ, ცენტრალურ ბანკს არ შეუძლია პირდაპირ მართოს რეალური საპროცენტო განაკვეთები, იმდენად, რამდენადაც არ შეუძლია მოსალოდნელი ინფლაციის მართვა. ამიტომაც, შუალედურ ორიენტირებად, ფულად აგრეგატებთან შედარებით საპროცენტო განაკვეთების უპირატესობებზე საუბარი (ან/და პირიქით) ძალიან რთულია.

პროგნოზირებადობა: შუალედურ ორიენტირად აღებული მიზნობრივი მაჩვენებლის მნიშვნელოვანი მახასიათებელია მის მიერ სტრატეგიულ მაჩვენებლებზე ზემოქმედების პროგნოზირებადობა. “დაეუშვათ, ცენტრალურ ბანკს შეუძლიათ სწრაფად და ზუსტად შეცვალოს სიგარაზე ფასები კუბაში და აგრეთვე სრულად მართოს ისინი. თუმცადა, მას არ შეუძლია თქვას, თუ როგორ ზემოქმედებს კუბაში სიგარის ფასები მის ქვეყანაში არსებულ უმუშევრობის დონესა და ინფლაციაზე. ზუსტი ზეგავლენა სტრატეგიულ მიზნებზე - შუალედური მაჩვენებლების მნიშვნელოვანი მახასიათებელია. ამიტომაც, ფულადი მასისა და საპროცენტო განაკვეთების (შუალედური ორიენტირები) გავლენა უმუშევრობის დონეზე, მთლიან გამოშვებასა და ინფლაციაზე, მუდმივად იცვლება”- (მიშკინი 2012).

1.2 მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის არხები

არხების ერთობლიობა (კომპლექსი) რომელთა გავლითაც ცენტრალური ბანკების მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება გავლენას ახდენს ეკონომიკურ მაჩვენებლებზე, იწოდება გადაცემის (იგივე, ტრანსმისიის) მექანიზმად (**transmission mechanism of monetary policy**).

მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისიის მექანიზმის პირველი განმარტება გამოყენებულ იქნა კეინზიანურ ანალიზში. კეინზმა ეს ტერმინი გამოიყენა იმ მაჩვენებელთა სისტემის განსაზღვრებისთვის, რომელთა მეშვეობითაც ფულის მიწოდების ზრდა გავლენას ახდენს ეკონომიკურ პროცესებზე. მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმის სტრუქტურა შედგება იმ არხებისგან, რომელთა მეშვეობითაც ცენტრალური ბანკების მონეტარული ინსტრუმენტების ამოქმედების შედეგად წარმოქმნილი იმპულსები გადაეცემა მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებს¹⁹.

დღეისათვის ეკონომიკურ ლიტერატურაში მონეტარული ტრანსმისიის რამდენიმე თეორია („ფულადი ხედვა“, „საკრედიტო ხედვა“) განიხილება, რომლებიც განსხვავებულ შეხედულებებს გვთავაზობენ მექანიზმის შემადგენლობასა და სტრუქტურაზე. ტრანსმისიის მექანიზმის არსის განსაზღვრისთვის არსებულ მიდგომებს შორის ძირითადი განსხვავება შემდეგ საკითხთანაა დაკავშირებული²⁰: ცენტრალური ბანკები, კონკრეტულად რისი მეშვეობით ახდენენ ან/და შეუძლიათ მოახდინონ გავლენა ეკონომიკის ცალკეულ სუბიექტთა ქცევაზე. არსებული ტრადიციული მოსაზრების მიხედვით, რომელიც „ფულადი ხედვის“/ „ფულადი შეხედულების“ (**money view**) სახელითაა ცნობილი, ცენტრალური ბანკების მიერ ცალკეულ მაკროეკონომიკურ მაჩვენებელზე ზემოქმედების ძირითად ინსტრუმენტად მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები განიხილება. მისი ზრდა ან კლება იწვევს დანახარჯების კორექტირებას, რომელიც დაკავშირებულია კაპიტალის მოზიდვასთან, საკუთარი და მოზიდული

¹⁹ McCallum, B. (1999) «Analysis of the monetary transmission mechanism: Methodological issues», NBER Working paper, 7395.

²⁰ Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. American Economic Review, Vol. 58, no. 1, pp. 1-17.

სახსრების თანაფარდობასთან, რეალურ სექტორში ინვესტიციების მოცულობასთან და ა.შ.²¹

„ფულადი ხედვის“ წარმომადგენლები ემხრობიან მოდელს მინიმალური განტოლებებით, რომლებშიც მთავარ ცვლადებს ფულადი აგრეგატები წარმოადგენენ. თუმცა, აღნიშნული მიდგომის დროს ყურადღების მიღმა რჩება ფინანსური სექტორის ნაკლოვანებები და რეალურ და ფინანსურ სექტორებს შორის კაპიტალის მოძრაობის პროცესის არასრულყოფა. როგორც წესი „ფულადი ხედვის“ თეორია გამოიყენება მონეტარული თარგეთირების რეჟიმის დროს. თუმცა, ცენტრალური ბანკების მიერ ინფლაციისა და საპროცენტო განაკვეთების თარგეთირებაზე გადასვლისას „**ფულადი ხედვის**“ აქტუალობა სუსტდება. მონეტარული პოლიტიკის მიერ ერთობლივ მოთხოვნაზე გავლენა შედარებით უფრო სრულადაა გამოხატული ტრანსმისიის მექანიზმის „საკრედიტო ხედვა“-ში.

„**საკრედიტო ხედვა**“ ეს არის მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისიის მექანიზმის შესწავლის გარკვეული მიმართულება, რომელშიც დამატებულია ცვლადები საკრედიტო ურთიერთობების მიკროეკონომიკური ანალიზის სფეროდან. აღნიშნული მიდგომა ეყრდნობა იმას, რომ კაპიტალის ბაზრების არსებული არასრულყოფილება დაკავშირებულია ფინანსური ბაზრების ეფექტურ ფუნქციონირებასთან. ეს იწვევს ერთმხრივ ეკონომიკის ფინანსურ და რეალურ სექტორებს შორის მოძრაობის შეზღუდვას (**ფინანსური – რეალური**), ხოლო მეორეს მხრივ კრედიტის გაძვირებას, ანუ გარე დაფინანსებისთვის პრემიის წარმოშობას, რომლის გადახდაც რეალურ სექტორს უწევს²². „საკრედიტო ხედვაში“ მნიშვნელოვან მომენტად ითვლება ის, რომ ცენტრალური ბანკები საკრედიტო არხის გავლით ზეგავლენას ახდენენ არამხოლოდ საპროცენტო განაკვეთებზე, არამედ კრედიტის მოცულობასა და ფასზეც (**პრემიის მოცულობა**). აღნიშნული ზეგავლენა ხორციელდება ფირმების კეთილდღეობის ცვლილების მეშვეობით, რომლებიც კრედიტის უზრუნველყოფად გვევლინებიან. მონეტარულ პოლიტიკასა და პრემიას შორის კავშირი გამომდინარეობს საკრედიტო

²¹ Mishkin F. (1996) The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, Banque de France: Bulletin: Digest, no. 27, pp. 33-44, March 1996.

²² Bernanke B. S., A. S. Blinder (1992): “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission”, American Economic Review, Vol. 82, № 4, pp. 901–921.

ბაზრების ფუნქციონირების თავისებურებებიდან. ის შეიძლება წარმოვიდგინოთ შემდეგი სახით: ცენტრალური ბანკების მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის შედეგად უარესდება მსესხებელთა ფინანსური მდგომარეობა და მცირდება შესაძლებლობები ახალი დაბანდებებისთვის. ამავე დროს, იზრდება არამხოლოდ საპროცენტო განაკვეთები კრედიტებზე, არამედ გარე პრემიაც, რომლის შედეგადაც მცირდება დაკრედიტებისა და ინვესტირების მოცულობები. ამ ყველაფერს კი შედეგად მიყვავართ მსესხებლის ფინანსური მდგომარეობის ხელახალ გაუარესებასთან. ანუ, რაც უფრო დაბალია კომპანიათა კეთილდღეობის დონე, მით უფრო ნაკლებად გადახდისუნარიანები არიან, რაც შესაბამისად ნიშნავს, რომ მაღალია მათთვის პრემია და დაბალია სესხების შესაძლებლობა. ეკონომიკაზე მონეტარული პოლიტიკის გავლენის მოცემული ეფექტი „ფინანსურ აქსელერატორად“ იწოდება. „საკრედიტო ხედვა“ განსაკუთრებით გაგრძელებულია ისეთ ქვეყნებში სადაც განვითარებულია საბანკო სისტემა და მაღალია რეალურ სექტორში საბანკო კრედიტების წილი. „მიწოდების ხედვა“ (სუპპლე ვიუ), რომლის საფუძველსაც წარმოების ფაქტორების მიწოდება წარმოადგენს. იქედან გამომდინარე, რომ ფირმები შექმნილი წარმოების ფაქტორებისთვის ფულს ჯერ იხდიან, ხოლო მათგან სარგებელს მხოლოდ გარკვეული დროის შემდეგ იღებენ მოგების სახით რეალიზებული პროდუქციიდან შემოსავლიდან, ამიტომ, მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება გავლენას ახდენს წარმოების ფაქტორთა მოთხოვნაზე. ანუ, მკაცრი მონეტარული პოლიტიკა ამცირებს ერთობლივ მოთხოვნას, წარმოშობს მწარმოებლურობის უარყოფით შოკს²³.

„მიწოდების ხედვა“ საშუალებას გვაძლევს გავაფართოოთ ტრანსმისიის მექანიზმის მუშაობის განმარტება იმდენად, რამდენადაც ეკონომიკას განიხილავს არამხოლოდ ერთობლივი მოთხოვნის მხრიდან, არამედ ერთობლივი მიწოდების მხრიდანაც²⁴.

მონეტარული პოლიტიკის იმპულსები, რომლებიც გადაეცემა ეკონომიკას, განვითარების სამ ფაზას გაივლის. პირველ ფაზაში ცენტრალური ბანკის ინსტრუმენტი ზეგავლენას ახდენს საბაზრო საპროცენტო განაკვეთებზე და ვალუტის გაცვლით კურსზე. მომდევნო ფაზაში მიმდინარეობს ფინანსურ აქტივებზე ფასების კორექცია,

²³ Mishkin F. (1996) The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, Banque de France: Bulletin: Digest, no. 27, pp. 33-44, March 1996.

²⁴ იხილეთ იქვე, გვ.40-41

რომლებიც აისახება ფირმებისა და შინამეურნეობების ხარჯებზე²⁵. რეალურ სექტორში მომხდარი ცვლილება მსესხებლის ბალანსში ცვლილების გავლით უბრუნდება ფინანსურ სექტორს, რის შედეგადაც იწყება საბაზრო საპროცენტო განაკვეთების კორექციის მეორე ეტაპი. მე-3 ფაზაში ადგილი აქვს **მაკროეკონომიკურ ადაპტაციას**: ეკონომიკური ზრდის ტემპების ცვლილებას, რაც თავისმხრივ, განაპირობებს ფასებისა და ხელფასების გადახედვას. ადგილი აქვს გადაადგილებას ეკონომიკური წონასწორობის ახალ წერტილში.

შეგვიძლია გამოვეყოთ რამდენიმე საზოგადოდ აღიარებული სქემა, რომელთა მიხედვითაც, მონეტარული იმპულსები გავლენას ახდენს ერთობლივ მოთხოვნაზე. ეს სქემები თავისთავში მოიცავს ტრანსმისიის მექანიზმის არხებს. ეკონომიკურ თეორიაში გამოიყოფა რამდენიმე ესეთი არხი:

1. **საპროცენტო განაკვეთების არხი**²⁶ ტრადიციულად მიჩნეულია მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმის ძირითად არხად. მონეტარული პოლიტიკის მაკროეკონომიკური მოდელების უმრავლესობა ასახავს ცენტრალური ბანკების გავლენას ეკონომიკაზე, საპროცენტო განაკვეთების რეგულირების მეშვეობით. საპროცენტო განაკვეთების არხის ძირითადი იდეა ძალიან მარტივია: ნომინალური საპროცენტო განაკვეთების ზრდა იწვევს მოზიდული ფინანსური რესურსების დანახარჯების ზრდას. რესურსების გაძვირება კი თავისმხრივ აისახება სამომხმარებლო ხარჯებისა და ინვესტიციების შემცირებაზე. ამასთან, ზოგჯერ საპროცენტო განაკვეთების არხი იყოფა ორ არხად: „**შეგუბებით არხად**“ და „**შემოსავლებისა და ქცევითი ნაკადების არხად**“. პირველ შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთების ზრდა ამცირებს ეკონომიკური აგენტების სტიმულებს მიმდინარე პერიოდში დანახარჯების გაწევაზე. დანახარჯები გადაადგილდება შედარებით უფრო გვიან პერიოდში. შედეგად ვღებულობთ იმას, რომ მცირდება შიდა დაკრედიტება. მეორე შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება გავლენას ახდენს ეკონომიკური აგენტების შემოსავლებზე. განაკვეთის ზრდა

²⁵ Modigliani, F. (1971) „Monetary Policy and Consumption: Linkages via Interest Rate and Wealth“

²⁶ Bernanke B. S., A. S. Blinder (1992): “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission”, American Economic Review, Vol. 82, № 4, pp. 901–921.

გადაანაწილებს შემოსავლებს და შესაბამისად, მსყიდველობით უნარს მსესხებლებიდან დამზოგველებისკენ. ამასთან, იმის გათვალისწინებით, რომ დამზოგველები უფრო ნაკლებად არიან მიდრეკილნი ხარჯვისკენ, ვიდრე მსესხებლები, შედეგად სამომხმარებლო დანახარჯები მცირდება²⁷.

2. **ვალუტის გაცვლითი კურსის არხი** - ღია ეკონომიკაში მონეტარული პოლიტიკის მაკროეკონომიკური მოდელის მთავარ ელემენტს წარმოადგენს. ის ასახავს მონეტარული პოლიტიკისა და სავალუტო პოლიტიკის გავლენას ერთობლივ მოთხოვნასა და წარმოების მოცულობაზე გაცვლითი კურსის ცვლილების გავლით. ანუ, აღნიშნული არხი გამოხატავს ფასების დონის მგრძობელობას ვალუტის კურსის ცვლილებასთან მიმართებით.
3. **კეთილდღეობის (სიმდიდრის) არხი** - მასში ძირითად პრინციპად გვევლინება ის, რომ სამომხმარებლო ხარჯების მთავარი განმსაზღვრელი ფაქტორია შინამეურნეობების კეთილდღეობა (დაზოგვის მაღალი მოცულობები). იმის გათვალისწინებით, რომ საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება გავლენას ახდენს გრძელვადიანი ფინანსური აქტივების (აქციები, ობლიგაციები, უძრავი ქონება და ა.შ.) ფასზე, რომლებშიც განთავსებულია დანაზოგები, მისი ზრდა ამცირებს შინამეურნეობების კეთილდღეობას და შესაბამისად სამომხმარებლო დანახარჯებსაც²⁸.
4. **საბალანსო არხი (დაკრედიტების ფართო არხი)** - მასში მთავარ როლს თამაშობენ ფინანსური აქტივები, რომლებიც გამოიყენება კრედიტების უზრუნველსაყოფად. თუ საკრედიტო ბაზარი ეფექტურია, მაშინ ფასის კლება უზრუნველყოფაზე/გირაოზე არანაირად არ აისახება საინვესტიციო გადაწყვეტილებებზე. თუმცა, საინფორმაციო დანახარჯების გამო ფინანსურ აქტივებზე ფასების კლება იწვევს საპროცენტო პრემიის ზრდას, რომელიც გადაიხდევინება მსესხებლების მიერ გარე დაფინანსების დროს. ეს კი

²⁷ Mishkin F. (1996) The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, Banque de France: Bulletin: Digest, no. 27, pp. 33-44, March 1996.

²⁸ Taylor John B. (2007) Housing and Monetary Policy, National Bureau of Economic Research (NBER);

თავისმხრივ პროვოცირებას უწევს სამოხმარებლო ხარჯებისა და ინვესტიციების მოცულობათა კლებას²⁹.

5. **კაპიტალის მოზიდვის დანახარჯების არხი** (დაკრედიტების ვიწრო არხი): მასში ძირითადი ადგილი ეთმობა საბანკო დაკრედიტებას. მისი არხი მდგომარეობს იმაში, რომ ცენტრალური ბანკი უმცირებს რა კომერციულ ბანკებს თავისუფალ ფინანსურ რესურსებს (სარეზერვო მოთხოვნების გამოყენებით), ამით აიძულებს მათ შეამცირონ კრედიტების მიწოდება. ეს კი თავისმხრივ იწვევს ფირმებისა და შინამეურნეობების დანახარჯების შემცირებას, რომლებიც დამოკიდებული იყო საბანკო დაკრედიტებაზე³⁰.
6. **მონეტარული არხი**, ასახავს ფულის მიწოდების პირდაპირ ეფექტს აქტივების ფასზე. ანუ ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ინსტრუმენტების ამოქმედებით ადგილი აქვს დაგროვებული აქტივების სტრუქტურისა და მათი შედარებითი ფასების კორექტირებას. აღნიშნული საბოლოო ჯამში გავლენას ახდენს ეკონომიკის რეალურ სექტორზე. მონეტარულ არხში საპროცენტო განაკვეთები არ თამაშობენ გადამწყვეტ როლს. ცვლილებათა მონეტარული იმპულსები გადაიცემა მხოლოდ ფულადი მასის მეშვეობით.³¹
7. **მოლოდინის არხი**, ასახავს მომხმარებელთა და მწარმოებელთა გადაწყვეტილებებზე მათი მოლოდინების გავლენას. აღნიშნული არხის

მნიშვნელობა საკმაოდ მაღალია და დიდ როლს თამაშობს, განსაკუთრებით ვალუტის გაცვლითი კურსის ფორმირების დროს მოკლევადიან პერიოდში;

ზემოაღნიშნული არხები ვრცლად მიმოვიხილოთ.

ტრადიციული არხი - საპროცენტო განაკვეთები: მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმის შესახებ კეინზიანელების ტრადიციული წარმოდგენა შეიძლება გამოვხატოთ შემდეგი სქემის სახით: $M \rightarrow I \rightarrow Y$ სადაც ფულადი მასის ზრდა განაპირობებს საპროცენტო

²⁹ Bernanke B. S., A. S. Blinder (1992): "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", American Economic Review, Vol. 82, № 4, pp. 901–921.

³⁰ Mishkin F. (1996) The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, Banque de France: Bulletin: Digest, no. 27, pp. 33-44, March 1996

³¹ Woodford M. (2007) How Important is Money in the Conduct of Monetary Policy? Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, vol. 40(8), pages 1561-1598, December

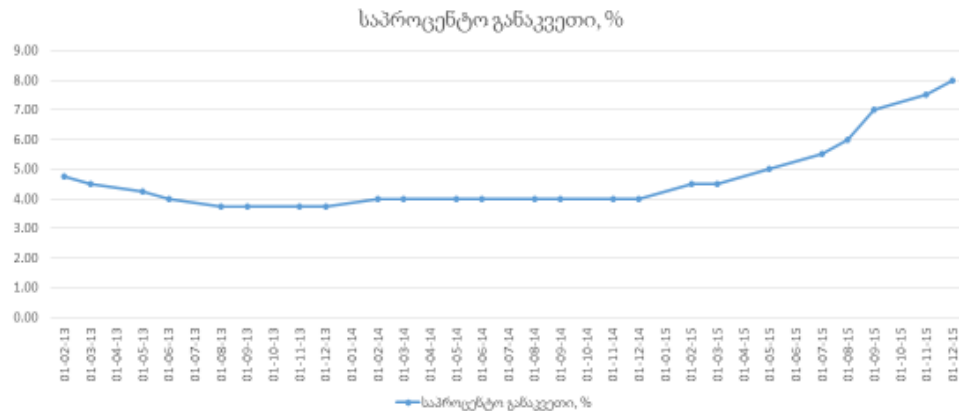
განაკვეთების კლებას, რომელიც იწვევს ინვესტიციების ზრდას და შესაბამისად ერთობლივი მოთხოვნისა და მთლიანი გამოშვების (წარმოების) ზრდასაც.

თუმცა, თავდაპირველად კეინზი აღნიშნავდა, რომ ეს არხი მუშაობს მხოლოდ ფირმების მიერ საინვესტიციო დანახარჯებზე გადაწყვეტილებების გავლით. ასევე **ტრანსმისიის მექანიზმის** ახალი არხების ძიებამ ცხადყო, რომ მომხმარებელთა გადაწყვეტილება ხანგრძლივი გამოყენების საყოფაცხოვრებო საქონლის (ავტომანქანები, ტელევიზორები, სარეცხი მანქანები და ა.შ.) შექმნაც საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა ჯგუფს მიეკუთვნება. შესაბამისად მონეტარული პოლიტიკა საპროცენტო განაკვეთების მეშვეობით გავლენას ახდენს სამომხმარებლო დანახარჯებზეც. ანუ, ზემოთ აღნიშნული თავისთავში მოიცავს ხანგრძლივი მოხმარების საყოფაცხოვრებო და სასაქონლო აქტივების შესყიდვებსაც.

პროფესორ მიშკინის აზრით (მიშკინი 2012), საპროცენტო განაკვეთების არხის მთავარი თავისებურება მდგომარეობს იმაში, რომ ის ეყრდნობა რეალურ და არა ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთებს (რომლებიც გავლენას ახდენენ ფირმებისა და მოხმარებლების გადაწყვეტილებებზე). გარდა ამისა, პირველ რიგში საუბარია გრძელვადიან და არა მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებზე. მოცემულ შემთხვევაში საინტერესოა ცენტრალური ბანკების მიერ მოკლევადიანი ნომინალური საპროცენტო განაკვეთების ცვლილება თუ როგორ განაპირობებს მოკლევადიანი და გრძელვადიანი რეალური საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებას? ამ პროცესს საფუძვლად უდევს ე.წ. „ფასების სიხისტე“, ანუ ფასების საერთო დონის ნელი ცვლილება, რომლის შედეგადაც ფულადი მასის ზრდა ამცირებს მოკლევადიან ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთებსაც და მოკლევადიან რეალურ საპროცენტო განაკვეთებსაც³².

³² Mishkin F. “Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition pp 638

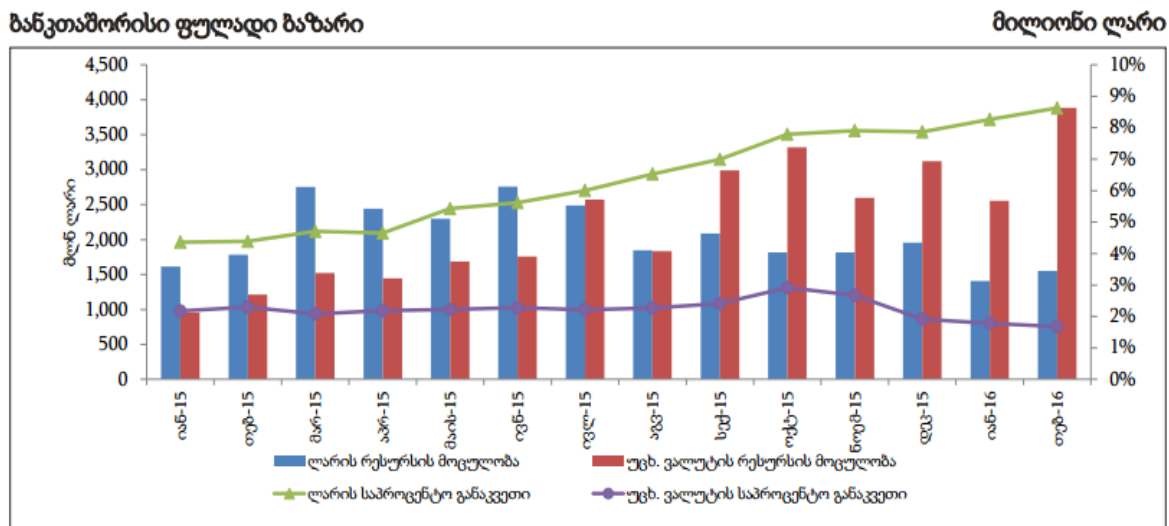
მონეტარული პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთის დინამიკა



წყარო: სებ-ის მონაცემებზე დაყრდნობით,

საქართველოს შემთხვევაში აუცილებელია აღინიშნოს, რომ ეროვნული ბანკის ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის მთავარ ინსტრუმენტს მონეტარული პოლიტიკის (რეფინანსირების სესხების) განაკვეთი წარმოადგენს, რომლის მეშვეობითაც მონეტარული პოლიტიკის იმპულსები გადაეცემა ჯერ მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს, შემდეგ გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს, საბოლოოდ კი ერთობლივი მოთხოვნის შებოჭვის ან სტიმულირების გზით გავლენას ახდენს ფასების საერთო დონეზე³³ (ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის ძირითად სტრატეგიულ მიზანზე). დიაგრამა 8-ზე კარგად ჩანს, თუ როგორ იცვლებოდა დროთა განმავლობაში აღნიშნული განაკვეთი.

³³ საქართველოს ეროვნული ბანკი, “ინფლაციის მიმოხილვა”, (აგვისტო, 2015)



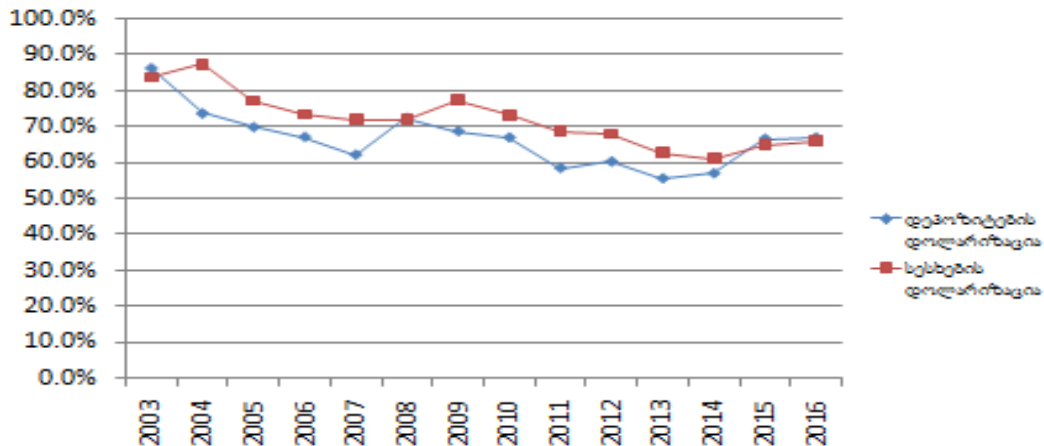
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

იმისათვის, რომ მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმმა გამართულად იმუშაოს, აუცილებელია ლარის ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტების აქტიური გამოყენება და ლარის, როგორც ეროვნული ვალუტის მიმართ მაღალი ნდობის არსებობა.

დიაგრამა 9-დან კარგად ჩანს, თუ რამდენად აღემატება საქართველოში ბანკთაშორის ფულად ბაზარზე უცხოური ვალუტის რესურსის მოცულობა ეროვნული ვალუტით რესურსის მოცულობას. ქვეყანაში არსებული დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებელი (იხ. დიაგრამა 10) კი აფერხებს მონეტარული იმპულსების გადაცემას, რადგანაც რეფინანსირების სესხების (რომელიც ლარში გაიცემა) მეშვეობით მხოლოდ ლარში გაცემული მოკლევადიანისესხების საპროცენტო განაკვეთებზე ვახდენთ ზეგავლენას, რაც საერთო საბაზრო საპროცენტო განაკვეთებზე სრულად ზემოქმედების საშუალებას არ იძლევა. აღნიშნული პრობლემის გადალახვისა და მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის გაზრდის მიზნით აუცილებელია ლარიზაციის პოლიტიკის ხელშეწყობა, რაც თავისმხრივ დოლარიზაციის შემცირების მეშვეობით შეამცირებს ფინანსური (სავალუტო) რისკების დონესაც ქვეყანაში.

³⁴ საქართველოს ეროვნული ბანკი, თვის მიმოხილვა თებერვალი 2016 გვ. 20
https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/moneratyfiscal/2016/tvis_mimoxilva_teberv_300316.pdf

დეპოზიტების და სესხების დოლარიზაცია



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

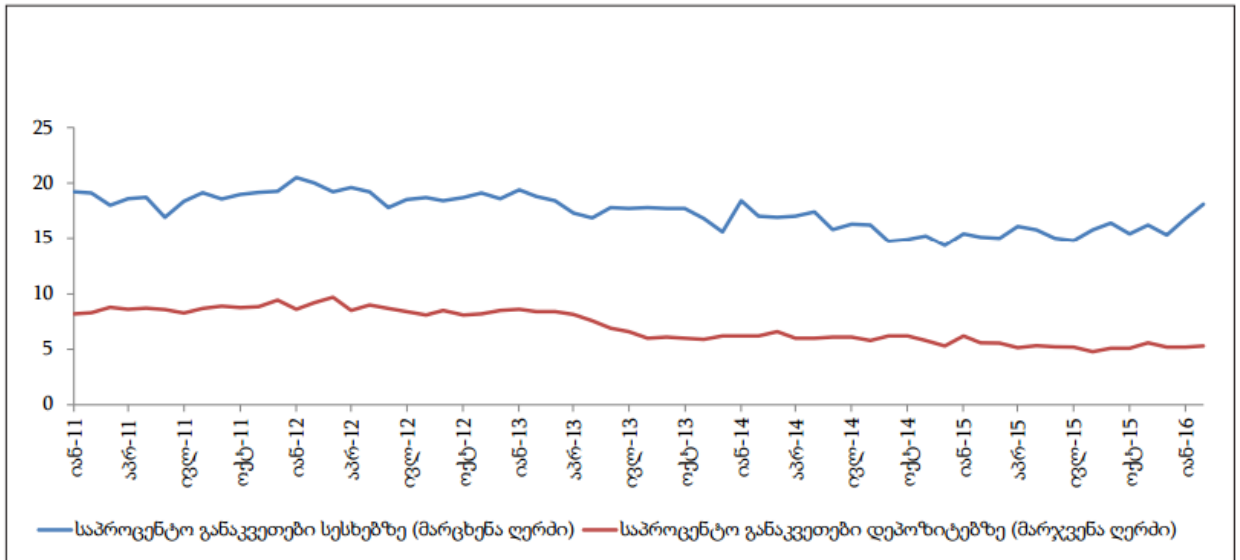
აღსანიშნავია, რომ “სოციალური და ეკონომიკური კვლევების ცენტრის (CASE, Center for Social and Economic Research, 2002) მიერ ჩატარებულმა კვლევამ აჩვენა საკმაოდ სუსტი საპროცენტო განაკვეთების არხი ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში (რამდენიმე ქვეყნის გამოკლებით). ამის საპირისპიროდ იმავე კვლევამ აჩვენა გაცვლითი კურსის არხის სიძლიერე აღნიშნულ ქვეყნებში, რაც ძირითადად შემდეგი ფაქტორებით აიხსნება:

- იმპორტირებული პროდუქციის მაღალი წილი სამომხმარებლო კალათაში;
- უცხოური ვალუტით დენომინირებული სესხებისა და დეპოზიტების მაღალი წილი;

ეს ყოველივე კი მომხმარებლებსა და მწარმოებლებს ძალიან მგრძობიარეებს ხდის გაცვლითი კურსის ცვლილების მიმართ”³⁵.

³⁵ ბლუაშვილი ა. „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები საქართველოში: ბოლოდროინდელი დინამიკა“, ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე - 2013. ტომი I,3, გვ. 57-74;

სესხების და დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთები



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

როგორც დისერტაციის შესავალში უკვე აღვნიშნეთ, მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმებს საქართველოში რამდენიმე კვლევა დაეთმო (ბაქრაძე, 2008; სამხარაძე, 2008; დაბლა-ნორისი, 2007). ამ კვლევების მიხედვით, საქართველოში საპროცენტო განაკვეთების ზეგავლენა ფასებსა და მთლიან გამოშვებაზე უმნიშვნელო იყო, ხოლო გაცვლითი კურსის არხის გავლით მონეტარული პოლიტიკის ზეგავლენა ინფლაციაზე კი - საკმაოდ მაღალი.

2010 წლიდან საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა გაააქტიურა ფინანსური ბაზრის განვითარება და ლარიზაციის პოლიტიკა³⁷. 2004 წლის მეორე კვარტლიდან 2013 წლის მეორე კვარტლამდე პერიოდის მონაცემებზე დაყრდნობით ჩატარებულმა ანალიზმა დაადასტურა, რომ ფინანსური ბაზრის ბოლო დროინდელმა განვითარებამ ხელი შეუწყო მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის ზრდას³⁸.

³⁶ საქართველოს ეროვნული ბანკი, თვის მიმოხილვა. თებერვალი 2016 გვ. 14
https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/moneratyfiscal/2016/tvis_mimoxilva_teberv_300316.pdf

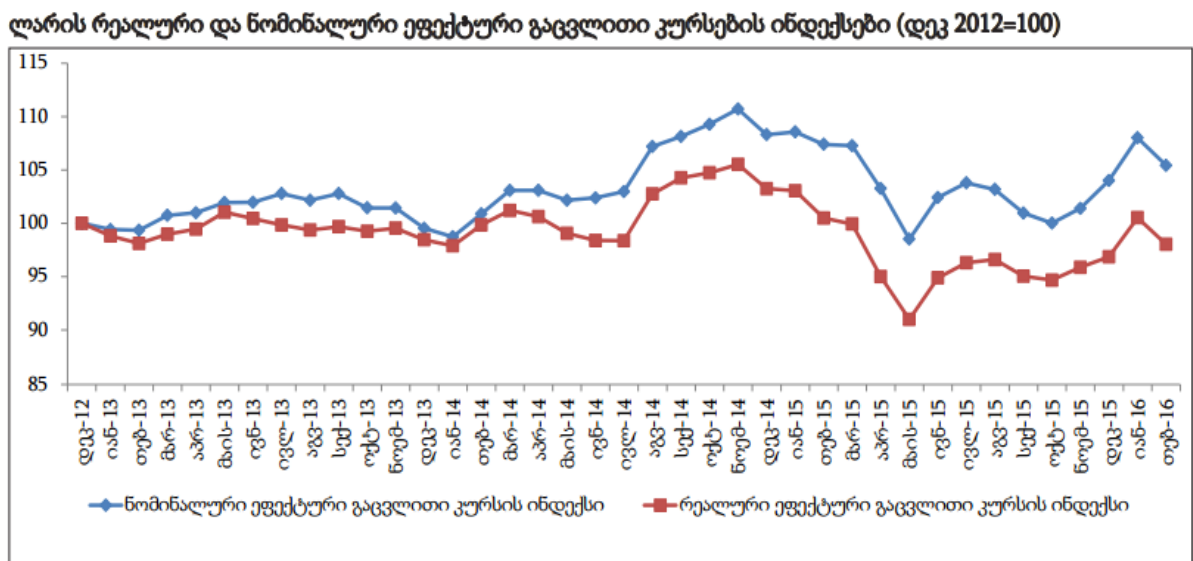
³⁷ საქართველოს ეროვნული ბანკი, “წლიური ანგარიში”, 2011.
https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2011/angarishi_2012_11ivl.pdf

³⁸ ბლუაშვილი ა. „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები საქართველოში: ბოლოდროინდელი დინამიკა“, ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე - 2013. ტომი I,3, გვ. 57-74;

ამ საკითხებზე შედარებით უფრო ბოლო პერიოდის კვლევა (ბლუაშვილი, 2013) აჩვენებს, რომ მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შოკი მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს ინფლაციასა და საერთო მოთხოვნაზე. კვლევა ადასტურებს, რომ საპროცენტო განაკვეთის არხი მნიშვნელოვან როლს თამაშობს მონეტარული იმპულსების ინფლაციაზე გადაცემაში.

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, მონეტარისტები გამოხატავენ წინააღმდეგობას ეკონომიკაზე მონეტარული პოლიტიკის გავლენის კეინზიანური მოდელის მიმართ, რომელშიც განხილულია მხოლოდ ერთი ელემენტი აქტივების ფასი - საპროცენტო განაკვეთი. მონეტარისტები გვთავაზობენ ისეთი გადამცემი მექანიზმის განხილვას, რომელშიც მონეტარული პოლიტიკა გავლენას ახდენს ეკონომიკაზე სხვა აქტივებზე შედარებითი ფასებისა და რეალური სიმდიდრის გავლით.

დიაგრამა³⁹ 12



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ეკონომიკის გახსნილობის ზრდა და ვალუტის გაცვლითი კურსის მოქნილობა აძლიერებს მონეტარული პოლიტიკის გავლენას ვალუტის გაცვლით კურსზე, რომელიც თავისმხრივ გავლენას ახდენს წმინდა ექსპორტზე და მთლიან გამოშვებაზე. ეს არხი

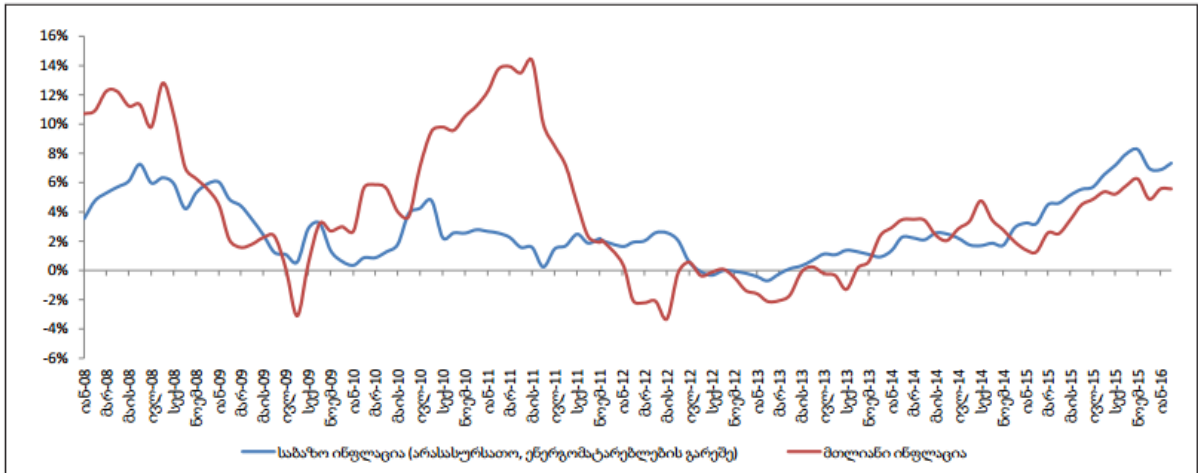
³⁹ საქართველოს ეროვნული ბანკი, თვის მიმოხილვა თებერვალი 2016 გვ. 17
https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/moneratyfiscal/2016/tvis_mimoxilva_teberv_300316.pdf

ასევე მოიცავს საპროცენტო განაკვეთებსაც. როგორც ვიცით, როდესაც შიდა რეალური საპროცენტო განაკვეთები მცირდება, მაშინ ადგილობრივ ვალუტაში განთავსებული დეპოზიტები ნაკლებად მიმზიდველია. შედეგად ადგილობრივ ვალუტაში განთავსებული დეპოზიტების ფასი კლებულობს და ადგილობრივი ვალუტა დევალირებას განიცდის. აღნიშნული თავისმხრივ განაპირობებს იმას, რომ ადგილობრივი პროდუქცია უფრო იაფია ვიდრე უცხოური, შედეგად წმინდა ექსპორტი იზრდება, რაც იწვევს მთლიანი გამოშვების ზრდას⁴⁰.

ამ მხრივ აუცილებელია აღინიშნოს ე.წ. ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი, რომელიც წარმოადგენს საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებთან ქართული ლარის გაცვლითი კურსის საშუალო შეწონილ მაჩვენებელს ამ ქვეყნებთან საქართველოს სავაჭრო ბრუნვის მიხედვით. ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი ყველაზე უკეთ იძლევა საშუალებას ზემოაღნიშნული ეფექტების შესაფასებლად.

დიაგრამა⁴¹ 13

საბაზო ინფლაცია სურსათისა და ენერგომატარებლების გარეშე



წყარო: საქსტატი.

აღნიშნულ საკითხზე მიძღვნილ ბოლოდროინდელ კვლევაში (მდივნიშვილი, 2014) შეფასებულია გაცვლითი კურსის ცვლილების გავლენა სამომხმარებლო ფასების

⁴⁰ Bernanke B. S., A. S. Blinder (1992): “The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission”, American Economic Review, Vol. 82, № 4, pp. 901–921.

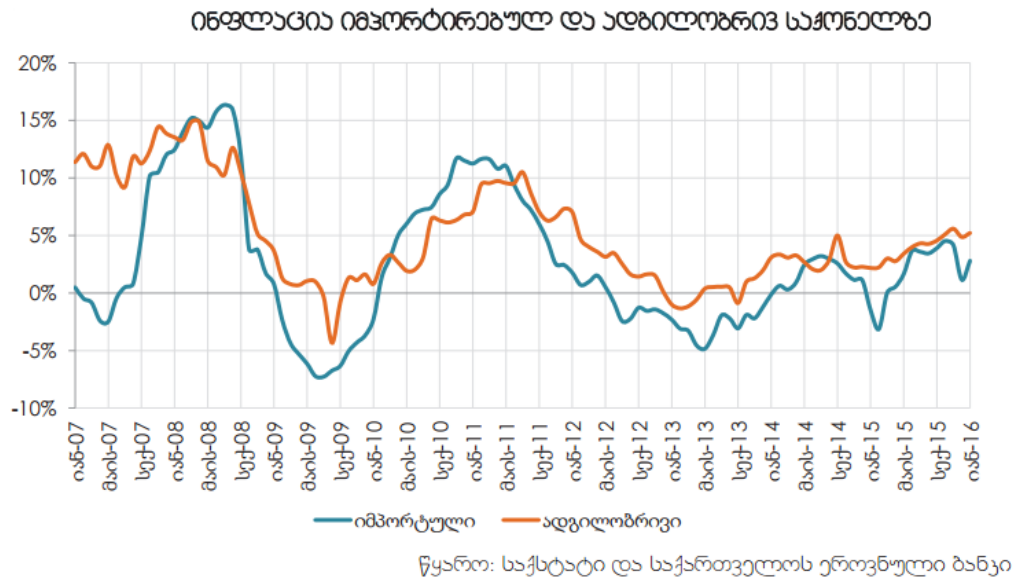
⁴¹ საქართველოს ეროვნული ბანკი, თვის მიმოხილვა თებერვალი 2016 https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/moneratyfiscal/2016/tvis_mimoxilva_teberv_300316.pdf

ინდექსსა და იმპორტის ფასების ინდექსზე. „მიღებული შედეგების თანახმად, სამომხმარებლო ფასების გრძელვადიანი ელასტიურობა გაცვლითი კურსის მიმართ 0,5-ის ტოლია და ელასტიურობა ასიმეტრიულია. რაც შეეხება იმპორტის ფასებს, აღნიშნული კვლევის საფუძველზე კრუგმანის ბაზრის შესაბამისი ფასის თეორია ემპირიულად დადასტურდა. გაცვლითი კურსის სიმეტრიული გადაცემის შესახებ ჰიპოთეზა უარყოფილი არ არის. სამომხმარებლო კალათაში შემავალი იმპორტის ფასები აგრეთვე სიმეტრიულია გაცვლითი კურსის მიმართ“⁴² - აღნიშნულია კვლევაში.

როგორც ზემოთ უკვე აღვნიშნეთ განვითარებადი ქვეყნებისთვის (მათ შორის გამორჩეულად საქართველოსთვისაც) დამახასიათებელია გაცვლითი კურსის არხის სიძლიერე, რაც თავისმხრივ რამდენიმე ფაქტორითაა განპირობებული:

პირველ მნიშვნელოვან ფაქტორს წარმოადგენს სამომხმარებლო კალათაში ზოგადად იმპორტირებული პროდუქციის მნიშვნელოვანი წილი, რომლის გამოც ეროვნული ვალუტის გაუფასურება აძვირებს იმპორტირებულ პროდუქციას და შესაბამისად სამომხმარებლო, კალათასაც.

დიაგრამა⁴³ 14



⁴² მდივნიშვილი თ. „გაცვლითი კურსის გავლენა სამომხმარებლო ფასებსა და იმპორტის ფასებზე“, საქართველოს ეროვნული ბანკის ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, ტომი 2, №1 თბილისი 2014

⁴³ საქართველოს ეროვნული ბანკი, “წლიური ანგარიში”, 2015

https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2015/annual_geo_2015.pdf

მეორე მნიშვნელოვანი ფაქტორია **სესხების დოლარიზაციის** მაღალი მაჩვენებლის⁴⁴ გამო ეროვნული ვალუტის გაუფასურების შედეგად შუალედური ხარჯების ზრდა და წმინდა განკარგვადი შემოსავლების შემცირება, რაც საბოლოო ჯამში გავლენას ახდენს ერთობლივ მოთხოვნასა და ფასების საერთო დონეზე.

დაკრედიტების არსები - მონეტარული პოლიტიკის მნიშვნელოვანი გადამცემი მექანიზმებია უპირველესად სამი კრიტერიუმიდან გამომდინარე. პირველი, მრავალი ფირმის საქმიანობის შესწავლამ ცხადყო, რომ საკრედიტო ბაზრის ნაკლოვანებები გავლენას ახდენს ფირმების გადაწყვეტილებებზე. მეორე, არსებობს არგუმენტები, რომ მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის შედეგად უფრო მეტად მცირე ფირმები ზარალდებიან, ვიდრე მსხვილი ფირმები, რომლებსაც კრედიტების გვერდის ავლაც შეუძლიათ. მესამე, შესაძლოა ყველაზე მეტად მარწმუნებელი, კრიტერიუმია საკრედიტო ბაზრების თეორიული კონსტრუქცია, რომელიც დაფუძნებულია ინფორმაციის ასიმეტრიულობაზე⁴⁵.

ის ფაქტი, რომ ერთობლივ მოთხოვნაზე და მთლიან გამოშვებაზე გავლენას ახდენს არა ნომინალური, არამედ რეალური საპროცენტო განაკვეთები. ეს არის მონეტარული პოლიტიკის უნარი, სტიმულირება მოახდინოს ეკონომიკურ აქტივობაზე (**მაშინაც კი თუ დეფლაციის პერიოდში ნომინალური საპროცენტო განაკვეთები ნულთან ახლოსაა**)⁴⁶. მოცემულ შემთხვევაში ფულადი მასის ზრდა იწვევს ფასების მოსალოდნელი დონის ზრდას და ინფლაციური მოლოდინის შესაბამისად ამცირებს რეალურ საპროცენტო განაკვეთებს (იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი ნულის ტოლია), ახდენს ინვესტიციების სტიმულირებას და შედეგად იზრდება ერთობლივი მოთხოვნა და მთლიანი გამოშვება.

ეს მექანიზმი მთავარი ელემენტია დისკუსიაში იმის თაობაზე, თუ რატომ არ გაება ლიკვიდურობის ხაფანგში აშშ-ს ეკონომიკა დიდი დეპრესიის პერიოდში⁴⁷ და როგორ

⁴⁴ საქართველოს ეროვნული ბანკი, სტატისტიკური მონაცემები. სესხების დოლარიზაცია.

⁴⁵ Mishkin F. (1996) The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, Banque de France: Bulletin: Digest, no. 27, pp. 33, March 1996

⁴⁶ Mishkin F. (2012) Economics of Money, Banking, and Financial Markets, Publisher: Prentice Hall; 10 edition pp 638

⁴⁷ McCallum B. (2001) Inflation Targeting and the Liquidity Trap, Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco, issue March 2001

მოახერხა მასტიმულირებელმა მონეტარულმა პოლიტიკამ მთლიანი გამოშვების მკვეთრი ვარდნის აღკვეთა⁴⁸.

ზოგიერთი ეკონომისტი (მაგალითად, ჯონ ტეილორი) ეთანხმება მოსაზრებას, რომ არსებობს იმის მკაცრი მტკიცებულება, თუ როგორ ახდენენ გავლენას საპროცენტო განაკვეთები კაპიტალის ღირებულების მეშვეობით საინვესტიციო და სამომხმარებლო დანახარჯებზე (რაც კიდევ უფრო აძლიერებს მოცემული მონეტარული არხის მნიშვნელობას). თუმცა, მკვლევართა გარკვეული ნაწილი, მათ შორის ბენ ბერნანკე პრინსტონის უნივერსიტეტიდან და მარკ გერტლერი ნიუ-იორკის უნივერსიტეტიდან მიიჩნევენ⁴⁹, რომ საპროცენტო განაკვეთების მიერ კაპიტალის ღირებულებაზე რაიმე მკვეთრი გავლენის არსებობის ემპირიული მტკიცებულებები არ არსებობს. ეს მკვლევარები მივიდნენ იმ დასკვნამდე, რომ საპროცენტო განაკვეთების არხის არასრულყოფილება აიძულებს მკვლევარებს ეძებონ ეკონომიკურ აქტივობაზე მონეტარული პოლიტიკის გავლენის ახალი არხები⁵⁰.

არანაკლებ მნიშვნელოვანია აგრეთვე **მოლოდინების არხის** განხილვაც. ზოგადად, მოლოდინების თეორიის თანახმად, გრძელვადიან ობლიგაციებზე საპროცენტო განაკვეთები უდრის საშუალო მაჩვენებელს მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთებისა, რომლებიც მოსალოდნელია ბაზარზე გრძელვადიანი ობლიგაციის სიცოცხლის ხანგრძლივობის განმავლობაში. შესაბამისად, რეალური მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების შემცირება გულისხმობს რეალური გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებას. აღნიშნული განაკვეთების ცვლილება თავისმხრივ იწვევს ახალ აქტივებში ინვესტიციებისა და სამომხმარებლო დანახარჯების ზრდას. ეს ყველაფერი კი ერთობლივი მოთხოვნისა და მთლიანი გამოშვების ზრდას განაპირობებს. უნდა აღინიშნოს, რომ საქართველოში მოლოდინების არხის ფუნქციონირება გარკვეული თავისებურებებით ხასიათდება. განსაკუთრებით აღსანიშნავია მომხმარებელთა მოლოდინების ფორმირება და მასზე ზემოქმედი

48 Taylor P.M.(1999) Real interest rates and macroeconomic activity // Oxford review economic policy. Vol. 15. no. 2, pp. 95.

49 Mishkin F. "Economics of Money, Banking, and Financial Markets", (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition pp 638

⁵⁰ Taylor P.M.(1999) Real interest rates and macroeconomic activity // Oxford review economic policy. Vol. 15. no. 2, pp. 95.

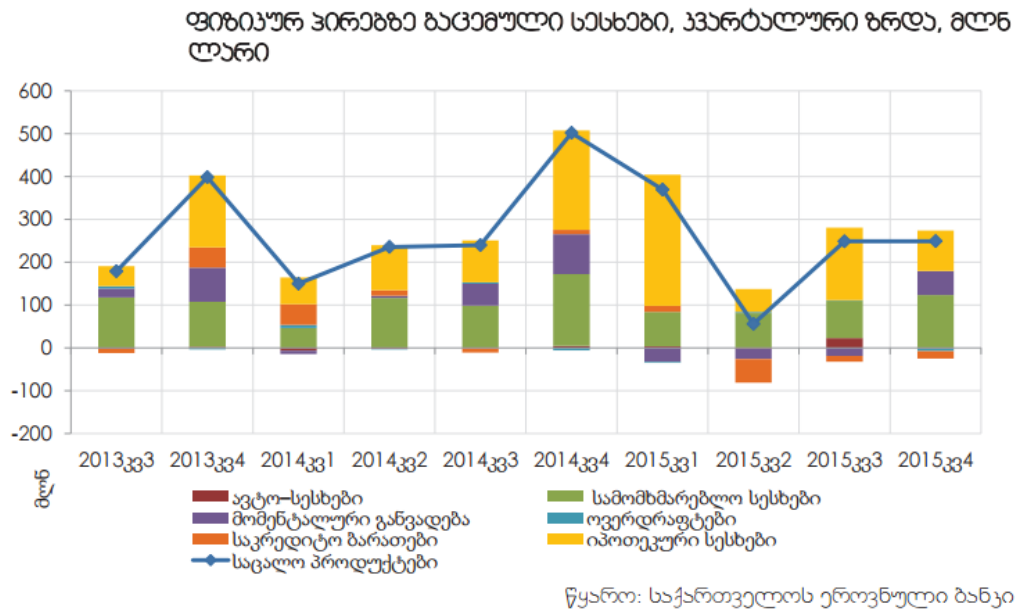
ფაქტორები. ამ მხრივ მნიშვნელოვანია ეკონომიკის საერთაშორისო სკოლა ISET-ის მიერ ე.წ. „მომხმარებელთა ნდობის ინდექსი“-ს (customer confidence index) დათვლა, რომელიც ცდილობს ასახოს ის მოლოდინები, რომლებიც მომხმარებლებს გააჩნიათ ეკონომიკის შესახებ. აღნიშნული ინდექსის განხილვისას, კარგად ჩანს, რომ გარკვეულ დროით მონაკვეთში, მიუხედავად ქვეყანაში არსებული არცთუ ისე ცუდი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების არსებობისა, მომხმარებელთა მოლოდინები გაუარესებულია, რაც საბოლოოდ მათ მიერ გაწეულ სამომხმარებლო დანახარჯებზეც უარყოფითად აისახება. უნდა აღინიშნოს, რომ საქართველოში მოლოდინების არხის ფუნქციონირება გარკვეული თავისებურებებით ხასიათდება. განსაკუთრებით აღსანიშნავია მომხმარებელთა მოლოდინების ფორმირება და მასზე ზემოქმედი ფაქტორები. ამ მხრივ მნიშვნელოვანია ეკონომიკის საერთაშორისო სკოლა ISET-ის მიერ ე.წ. „მომხმარებელთა ნდობის ინდექსი“-ს (customer confidence index) დათვლა, რომელიც ცდილობს ასახოს ის მოლოდინები, რომლებიც მომხმარებლებს გააჩნიათ ეკონომიკის შესახებ. აღნიშნული ინდექსის განხილვისას, კარგად ჩანს, რომ გარკვეულ დროით მონაკვეთში, მიუხედავად ქვეყანაში არსებული არცთუ ისე ცუდი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების არსებობისა, მომხმარებელთა მოლოდინები გაუარესებულია, რაც საბოლოოდ მათ მიერ გაწეულ სამომხმარებლო დანახარჯებზეც უარყოფითად აისახება.

კეთილდღეობის არხი (სიმდიდრის ეფექტი) - ახალი არხების შესწავლისას მკვლევარებმა ყურადღება გაამახვილეს იმაზე, თუ როგორ ახდენს გავლენას მომხმარებელთა ბიუჯეტები გასაწევი ხარჯების შესახებ გადაწყვეტილებაზე. ფრანკო მოდილიანი პირველი შეუდგა ამ საკითხის შესწავლას, რომლის დროსაც იყენებდა თავის თეორიას მოხმარების სასიცოცხლო ციკლის შესახებ. მოხმარება - მომხმარებელთა დანახარჯებია მიმდინარე საქონელსა და მომსახურებაზე. იგი განსხვავდება ხანგრძლივი მოხმარების მქონე საქონელზე გაწეული დანახარჯებისგან. მოდილიანის თეორიის ძირითადი დაშვება მდგომარეობდა იმაში, რომ მომხმარებლები დროში ანაწილებენ თავიანთ სამომხმარებლო დონეს. შესაბამისად სამომხმარებლო

დანახარჯები დამოკიდებულია მომხმარებელთა ჯამურ რესურსებზე მთელი მათი სიცოცხლის განმავლობაში⁵¹.

მომხმარებელთა რესურსების მნიშვნელოვან მდგენელს წარმოადგენს მათი ფინანსური სიმდიდრე შემდგარი უმეტესად ჩვეულებრივი აქციებისგან: $M \rightarrow P \rightarrow$ სიმდიდრე \rightarrow მოხმარება.

დიაგრამა⁵² 16



ამ საკითხების განხილვისას მნიშვნელოვანია განვიხილოთ ცნობილი ეკონომისტის ჯეიმს ტობინის ე.წ. „თეორია q-ის“, რომელიც განმარტავს, თუ როგორ შეიძლება მოახდინოს გავლენა მონეტარულმა პოლიტიკამ ეკონომიკაზე აქციების ფასების მეშვეობით. ტობინმა განსაზღვრა q როგორც კომპანიათა საბაზრო ფასი გაყოფილი კომპანიათა საბალანსო კაპიტალზე. მაღალი q - ს პირობებში კომპანიათა საბაზრო ფასი მნიშვნელოვნად აღემატება კაპიტალის საბალანსო ღირებულებას, რის შესაბამისადაც ახალი დანადგარები და ქარხნები უფრო იაფი ღირს ფირმების საბაზრო

⁵¹ Taylor John B. (2007) Housing and Monetary Policy, National Bureau of Economic Research (NBER);

⁵² საქართველოს ეროვნული ბანკი, “წლიური ანგარიში”, 2015
https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2015/annual_geo_2015.pdf

ფასთან შედარებით. კომპანიებს შეუძლიათ გამოუშვან აქციები, რომელთა ღირებულებაც ახალი დანადგარებისა და აღჭურვილობის ფასზე მაღალი იქნება. საინვესტიციო დანახარჯები დაიწყებენ ზრდას იმდენად, რამდენადაც ფირმებს შეეძლება ბევრი ახალი საინვესტიციო საქონლის შექმნა აქციების მცირე რაოდენობის გამოშვებით⁵³.

დაბალი q - ს შემთხვევაში ფირმები აღარ შეისყიდნიან ახალ საინვესტიციო საქონელს, იმდენად, რამდენადაც ფირმების საბაზრო ფასი დაბალი იქნება კაპიტალის საბაზრო ფასთან შედარებით. თუ ფირმებს სურთ დამატებითი კაპიტალის ფორმირება დაბალი q -ს პირობებში, მათთვის ხელსაყრელი იქნება ან სხვა ფირმის შესყიდვა, ანდა არსებული ძველი კაპიტალის გამოყენება. შესაბამისად ახალ საინვესტიციო მარაგებზე დანახარჯები მკვეთრად შემცირდება. q -ს თეორია მშვენივრად ხსნის დიდი დეპრესიის პერიოდში ინვესტიციების მკვეთრად დაბალ დონეს. აღნიშნულ პერიოდში აქციებზე ფასები მკვეთრად დაეცა, 1929 წელთან შედარებით 1933 წლისთვის მათი ღირებულება 10-ჯერ შემცირდა, შესაბამისად q -ს მაჩვენებელი დაეშვა უპრეცედენტოდ დაბალ დონეზე⁵⁴.

ზემოთ ჩვენ განვიხილეთ, რომ ტობინის q -ს მაჩვენებელსა და საინვესტიციო დანახარჯებს შორის არსებობს კავშირი. მაგრამ საინტერესოა მონეტარული პოლიტიკა როგორ ახდენს გავლენას აქციები ფასზე. პასუხი მარტივია: როცა იგი ექსპანსიონისტურია, საზოგადოებას უჩნდება ზედმეტი ფული, რომელთაც ისინი ხარჯავენ ან აბანდებენ სხვადასხვა აქტივებში, მათ შორის, აქციებშიც. რის შესაბამისადაც იზრდება მოთხოვნა აქციებზე და შესაბამისად მათი ფასი⁵⁵.

$M \rightarrow P \rightarrow q \rightarrow I \rightarrow Y$

ანუ, ფულადი მასის ზრდა გავლენას ახდენს ფასების საერთო დონეზე, შემდეგ ტობინის კოეფიციენტზე და ინვესტიციებზე, საბოლოო ჯამში კი მთლიან გამოშვებაზე.

⁵³ Mishkin F. "Economics of Money, Banking, and Financial Markets", (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition p638

⁵⁴ Mishkin F. (1996) The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, Banque de France: Bulletin: Digest, no. 27, March 1996, pp. 33-44,

⁵⁵ Modigliani, F. (1971) „Monetary Policy and Consumption: Linkages via Interest Rate and Wealth“

აქციებზე ფასების მეშვეობით მონეტარული პოლიტიკის გავლენა ეკონომიკურ აქტივობაზე ეჭვს ქმნის აქციების ფართო განსაზღვრებაზე, ამიტომაც ტობინის „ქიუ თეორია“ შეიძლება გამოყენებულ იქნას საცხოვრებელი სახლების ბაზარზეც. ფასების ზრდა სახლებზე, რომლის შედეგადაც მისი საბაზრო ფასი აღემატება მის თავდაპირველ ღირებულებას, მშენებლობის სტიმულირების შედეგად ზრდის „ქიუ მაჩვენებელს“ საცხოვრებელ სახლებზე. ანალოგიურია ფასები მიწაზეც და ბინებზეც - სიმდიდრის მნიშვნელოვან კომპონენტებზე. ბუნებრივია მათი ზრდა შესაბამისადვე ზრდის მოხმარებასაც. ამ კუთხით, ფულადი მასის ზრდა იწვევს ფასების მატებას სახლებსა და მიწებზე, ხოლო ტობინის ქიუ მექანიზმისა და სიმდიდრის ეფექტის მეშვეობით კი ზრდის მთლიან გამოშვებას ეკონომიკაში⁵⁶.

აუცილებელია აღინიშნოს, რომ საქართველოში კეთილდღეობის (სიმდიდრის) არხის გავლენა შედარებით სუსტია, რაც ბუნებრივია დაკავშირებულია კაპიტალის ბაზრის განუვითარებლობასთან საქართველოში.

ამრიგად, მონეტარული გადაცემის არხების დეტალური შესწავლის შედეგად შეგვიძლია ვთქვათ, რომ სხვადასხვა არხების სიძლიერე დამოკიდებულია ცალკეული ქვეყნების ეკონომიკურ თავისებურებებზე, ქვეყანაში ფინანსური ბაზრების განვითარების დონეზე, სამომხმარებლო კალათაში იმპორტირებული პროდუქციის წილზე, ბიზნესის დაფინანსების წყაროებში კრედიტების წილზე და სხვ.

საქართველოს შემთხვევაში კი ცალკეული კვლევების ანალიზის საფუძველზე იკვეთება საპროცენტო განაკვეთების არხის სისუსტე (მაღალი დოლარიზაციის გამო) და ვალუტის გაცვლითი კურსის არხის სიძლიერე (**სამომხმარებლო კალათაში იმპორტის მაღალი წილის გამო**). გამომდინარე ფინანსური ბაზრების განუვითარებლობიდან, კეთილდღეობის არხი ფაქტიურად არ არსებობს. კვლევების შედეგად იკვეთება ასევე მოლოდინების არხის გარკვეული დონით არსებობაც.

⁵⁶ Mishkin F. “Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition pp 638

1.3 მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი რეჟიმები

დისერტაციის ამ ნაწილში განვიხილავთ მონეტარული პოლიტიკის სამ ძირითად რეჟიმს: ინფლაციის თარგეთირებას, მონეტარულ თარგეთირებას და ვალუტის გაცვლითი კურსის თარგეთირებას და მათთან დაკავშირებულ მსოფლიო გამოცდილებას.

იმისათვის, რომ კარგად გავიგოთ თუ როგორ ახდენს მონეტარული პოლიტიკა მის სტრატეგიულ მიზნებზე გავლენას, საჭიროა გავაანალიზოთ თუ როგორ იყენებს ქვეყნის მონეტარული ხელისუფლება ე.წ. “ნომინალურ ღუზას” (nominal anchor for monetary police)⁵⁷, რომელიც ეყრდნობა სხვადასხვა მაკროცვლადების (ინფლაცია, ვალუტის გაცვლითი კურსი, ფულადი მასა) ნომინალურ მნიშვნელობებს. თავისმხრივ, ნომინალური ღუზის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ სახელმწიფო ორგანოებმა (ამ შემთხვევაში მონეტარული ხელისუფლება) მონეტარული პოლიტიკა წარმართონ ისე რომ ეს მაჩვენებლები (ინფლაციის დონე, ვალუტის გაცვლითი კურსი, ფულადი მასა), არ გასცდნენ ლიმიტირებულ ჩარჩოებს. (მიშკინი 2012)

1. ვალუტის გაცვლითი კურსის თარგეთირება: ვალუტის გაცვლითი კურსის თარგეთირება გულისმობს ადგილობრივი ვალუტის ღირებულების მიმაგრებას რომელიმე საქონლის ღირებულებასთან (ოქროს სტანდარტის შემთხვევაში ოქროსთან), ან რომელიმე დაბალინფლაციანი ქვეყნის ვალუტასთან⁵⁸.

აღნიშნული საკითხები ყველაზე საფუძვლიანად გამოკვლეული აქვს კოლუმბიის უნივერსიტეტის პროფესორს, ფედერალური სარეზერვო სისტემის საბჭოს ყოფილ წევრს, ფრედერიკ მიშკინს, რომლის აზრითაც, გაცვლითი კურსის თარგეთირებას რამდენიმე უპირატესობა გააჩნია⁵⁹. მიშკინი პირველ რიგში აღნიშნავს, რომ მოცემული გაცვლითი კურსის ნომინალური ღუზა საშუალებას იძლევა განხორციელდეს ინფლაციის კონტროლი, ხდება რა მისი მიმაგრება ძირითადი სავაჭრო ქვეყნის

⁵⁷ Bernanke B., Mishkin F. (1992), Central Bank Behavior and the Strategy of Monetary Policy: Observations from Six Industrialized Countries, MIT Press January 1992

⁵⁸ Michael D. Bordo, Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective, NBER Working Paper No. 9654, Issued in April 2003

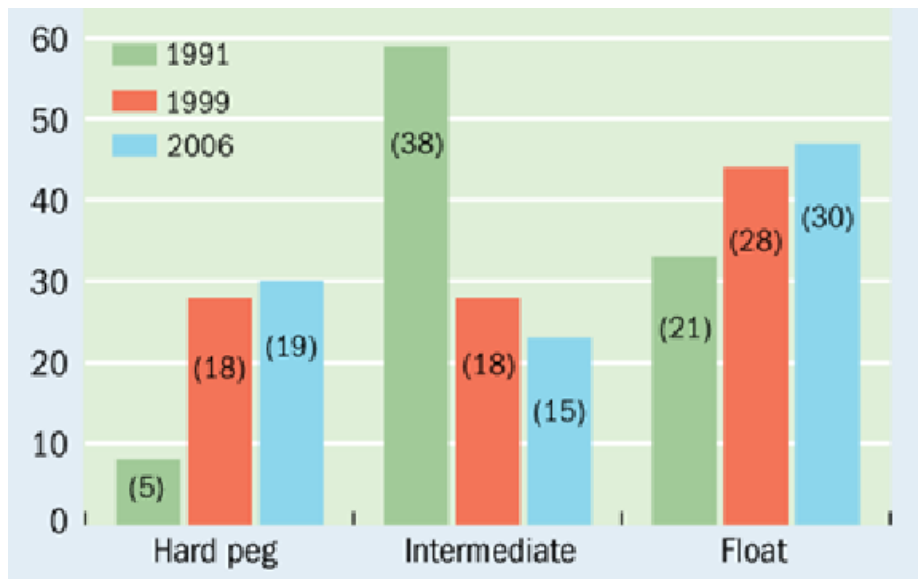
⁵⁹ Mishkin F. (1999) International Experiences with Different Monetary Policy Regimes, Journal of Monetary Economics, Vol. 43, no. 3 (June 1999): 579

ვალუტასთან, ინფლაციის იმპორტირების კონტროლის მიზნით. მოცემულ შემთხვევაში, თუკი იმ ქვეყანაში (საიდანაც იმპორტირება ხორციელდება) დაბალი ინფლაციაა, მაშინ ადგილობრივ ქვეყანაშიც მეტნაკლებად შესაბამისი ინფლაციური პროცესები იქნება. აგრეთვე, მნიშვნელოვანია ისიც, რომ ვალუტის გაცვლითი კურსის თარგეთირება მოითხოვს ქვეყნის მონეტარული პოლიტიკის მოქნილობას, რადგანაც მაგალითად როდესაც წარმოიშობა ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურების ტენდენცია, მაშინ ქვეყნის ცენტრალურმა ბანკმა ოპერატიულად უნდა მიმართოს ადეკვატურ მონეტარულ პოლიტიკას^{60 61}, რათა შეინარჩუნოს ვალუტის გაცვლითი კურსი წინასწარ განსაზღვრული ლიმიტის ფარგლებში⁶².

გაცვლითი კურსის თარგეთირების მესამე უპირატესობად მიშკინს მიაჩნია ამ მონეტარული რეჟიმის მოქნილობა, სიმარტივე და ადვილად აღქმადობა საზოგადოების მხრიდან, რაც სტაბილურობის განცდის საშუალებას იძლევა მოსახლეობაში.

გრაფიკი 2. ქვეყნების რიცხოვნობა გაცვლითი კურსის რეჟიმების მიხედვით

(hard peg-მკაცრად ფიქსირებული; float-მცურავი)



60 Atish R. Ghosh, Anne-Marie Gulde, Jonathan D. Ostry, Holger C. Wolf, Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter? NBER Working Paper No. 587, Issued in January 1997

61 Joshua Aizenman, Reuven Glick, Pegged Exchange Rate Regimes -- A Trap?, NBER Working Paper No. 11652 pp 3-

62 Mishkin F. (1999) International Experiences with Different Monetary Policy Regimes, Journal of Monetary Economics, Vol. 43, no. 3 (June 1999): 579-605

ბუნებრივია, რომ ზემოაღნიშნული უპირატესობების გამო არც არის გასაკვირი, რომ ბევრი განვითარებული ქვეყანა მონეტარული პოლიტიკის ამ რეჟიმს იყენებს ან იყენებდა (იხ. გრაფიკი 2). მაგალითად, საკმაოდ წარმატებით იყენებდნენ მას 1980-იანი წლების ბოლოს საფრანგეთსა და დიდ ბრიტანეთში ინფლაციის ტემპების შემცირებისთვის, რადროსაც ხდებოდა ადგილობრივი ვალუტების გაცვლითი კურსების მიმაგრება გერმანულ მარკასთან (გერმანიაში ამ პერიოდისათვის საკმაოდ დაბალი ინფლაციის ტემპი აღინიშნებოდა). 1987 წელს როდესაც საფრანგეთმა თავისი ვალუტა მიამაგრა გერმანულ მარკას საფრანგეთში ინფლაციის მაჩვენებელი 3%-ს შეადგენდა, ხოლო 1992 წელს კი ინფლაციის მაჩვენებელი უკვე განახევრებული იყო, რაც მეტწილად სწორედ გერმანულ მარკასთან მიმაგრების დამსახურება იყო⁶³.

გარდა ამისა, გაცვლითი კურსის თარგეთირების რეჟიმი კარგი საშუალებაა განვითარებადი ქვეყნებისთვისაც ინფლაციის მოსათოკად⁶⁴. მაგალითისთვის მექსიკაც გამოდგება, სადაც აღნიშნულ რეჟიმზე გადასვლისა და დაბალინფლაციანი ქვეყნის ვალუტასთან მიმაგრების შემდეგ ინფლაციის ტემპმა მნიშვნელოვნად იკლო⁶⁵.

გარდა უპირატესობებისა, გაცვლითი კურსის თარგეთირების რეჟიმს გარკვეული ნაკლოვანებებიც გააჩნია. პროფესორ ფ. მიშკინის აზრით ერთ-ერთი დიდი ნაკლი არის ის, რომ კაპიტალის მობილობის პირობებში ქვეყანამ, რომელსაც გაცვლითი კურსის თარგეთირების რეჟიმი აქვს, არ შეუძლია განახორციელოს საკუთარი დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკა და შესაბამისად რეაგირება მოახდინოს ქვეყნის შიგნით მიმდინარე პრობლემებზე, რომელიც დაკავშირებული არ არის ე.წ. **ღუზა-ქვეყანასთან**. გარდა ამისა, გაცვლითი კურსის თარგეთირების რეჟიმი გულისხმობს იმას, რომ “ღუზა-ქვეყანაში” მიმდინარე პრობლემები გავლენას ახდენს ადგილობრივი ქვეყნის ეკონომიკაზეც, გამომდინარე იქედან, რომ საპროცენტო განაკვეთების ცვლილება გაცვლითი კურსის სტაბილურობის შესანარჩუნებლად ავტომატურად უბიძგებს

⁶³ Guillermo Calvo, Frederic S. Mishkin, The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries, NBER Working Paper No. 9808, Issued in June 2003

⁶⁴ J. A. Frankel, S. L. Schmukler, L. Serven Global. Transmission of Interest Rates: Monetary Independence and Currency Regime, NBER Working Paper No. 8828, Issued in March 2002 pp 4-12

⁶⁵ Michael D. Bordo, Exchange Rate Regime Choice in Historical Perspective, NBER Working Paper No. 9654, Issued in April 2003

ადგილობრივი ქვეყნის ცენტრალურ ბანკს საპროცენტო განაკვეთების ადეკვატური მიმართულებით ცვლილებისკენ⁶⁶.

ამის ნათელ მაგალითად პროფესორი მიშკინი ასახელებს 1990 წლის გერმანიას (გაერთიანების პერიოდში), როდესაც აღმოსავლეთ გერმანიის მიერთებისა და რეგიონის აღორძინების მიზნით მნიშვნელოვნად გაიზარდა გადასახადები და დაიწყო ინფლაციური პროცესები, რასაც მოჰყვა კიდევ ქვეყანაში საპროცენტო განაკვეთების გაზრდა, რის შედეგადაც ყველა ის ქვეყანა, რომელსაც თავისი ეროვნული ვალუტა გერმანულ მარკაზე ჰქონდა მიმაგრებული, აღმოჩნდა ურთულესი გამოწვევების წინაშე. სწორედ ამის გამო აღნიშნულ ქვეყნებში ცენტრალურმა ბანკებმა საპროცენტო განაკვეთები გაზარდეს, რათა მომხდარიყო ადგილობრივი ვალუტების გერმანულ მარკასთან გაცვლითი კურსის სტაბილურ დონეზე შენარჩუნება, რამაც საბოლოო ჯამში შეამცირა ეკონომიკური აქტივობა და გაზარდა უმუშევრობის დონე ამ ქვეყნებში (მაგ.: საფრანგეთში).

მისივე აზრით, ამ რეჟიმის მეორე ნაკლია ის, რომ გაცვლითი კურსის თარგეთირების დროს იხსნება გზა სპეკულატიური შეტევებისთვის ადგილობრივი ვალუტის მიმართულებით. მაგალითად, გერმანიის გაერთიანების შემდეგ ქვეყანაში საპროცენტო განაკვეთების ზრდისას გერმანულ მარკაზე მიმაგრებული ვალუტების ქვეყნებში სპეკულიანტთა გარკვეულ ნაწილს მიაჩნდა, რომ ეს ქვეყნები გაცვლითი კურსის სტაბილურად შესანარჩუნებლად არ დაუშვებდნენ საპროცენტო განაკვეთების გაზრდას ქვეყანაში, რასაც ეკონომიური ზრდის ტემპების შემცირება და უმუშევრობის ზრდა მოჰყვებოდა. საპროცენტო განაკვეთების უცვლელად დატოვებას კი ამ ქვეყნების (საფრანგეთი, ესპანეთი, შვედეთი, იტალია, დიდი ბრიტანეთი) ვალუტების გაუფასურება მოჰყვებოდა. ამიტომ მათ გათვლა სწორედ ამაზე გააკეთეს და დაიწყეს ადგილობრივი ვალუტების გაყიდვა, რამაც კიდევ უფრო მეტი ბიძგი მისცა მათ გაუფასურებას⁶⁷.

მიშკინი მიიჩნევს, რომ განვითარებული ქვეყნებისგან განსხვავებით, განვითარებადი ქვეყნები გაცვლითი კურსის თარგეთირების შედეგად (უარს იტყვიან რა საკუთარი

⁶⁶ Mishkin F. "Economics of Money, Banking, and Financial Markets", (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition, pp 462-493

⁶⁷ Mishkin F. (1999) International Experiences with Different Monetary Policy Regimes, Journal of Monetary Economics, Vol. 43, no. 3 (June 1999): 579-605

დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის გატარებაზე) არც ისე ძლიერ დაზარალებიან. ეს იქედან გამომდინარეობს, რომ ბევრ განვითარებად ქვეყანაში მაღალია პოლიტიკური არასტაბილურობის დონე, ასევე ძლიერია ფისკალური პოლიტიკის უპირატესობა და მისი ზეგავლენა მონეტარულ ხელისუფლებაზე. ასევე, არასაკმარისადაა განვითარებული მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმი, რასაც სათანადო ინფრასტრუქტურა და შესაბამისი მონეტარული ინსტრუმენტების არსებობა სჭირდება. ნიშანდობლივია, რომ განვითარებად ქვეყნებში მაღალია დოლარიზაციის დონე, რაც ამცირებს მონეტარული იმპულსების გადაცემის სიძლიერეს.

მისივე აზრით, იმ ქვეყნებში სადაც მონეტარული და აღმასრულებელი ხელისუფლება სუსტია და ასევე ადგილი აქვს ხანგრძლივი დროით **ჰიპერინფლაციას**, ვალუტის კურსის თარგეთირება შეიძლება ერთადერთი გზა იყოს ინფლაციის აღსაკვეთად და ეკონომიკის სტაბილიზაციისთვის. თუმცა, ვალუტის კურსის თარგეთირების რეჟიმის გაუმჯობესებლობამ განვითარებად ქვეყნებში შეიძლება ღრმა ფინანსური კრიზისები წარმოშვას. არსებობენ ისეთი სავალუტო სტრატეგიები, რომლებიც ამცირებენ განვითარებად ქვეყნებში სავალუტო რეჟიმის ჩავარდნის ალბათობას. ასეთ სტრატეგიებს მიეკუთვნება **ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი (“ვალუტის მიბმა”) და დოლარიზაცია**⁶⁸.

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის დროს ადგილობრივი ვალუტა სრულად გამაგრებულია რომელიმე უცხოური ვალუტით (უცხოური ვალუტის რეზერვებით), მაგალითად, აშშ დოლარით. მონეტარული ხელისუფლება ადგენს ადგილობრივი ვალუტის ფიქსირებულ გაცვლით კურსს ამ უცხოურ ვალუტასთან და მზად არის ნებისმიერ დროს მოახდინოს მოსახლეობის მოთხოვნის დაკმაყოფილება და ადგილობრივი ვალუტის გადაცვლა მოცემულ უცხოურ ვალუტაზე⁶⁹. ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი ეს არის ვალუტის კურსის თარგეთირების ერთ-ერთი ვარიანტი, რომლის დროსაც კურსის ფიქსირებისთვის საჭირო ვალდებულებები მკაცრად სრულდება⁷⁰. მის გამო მონეტარული პოლიტიკის წარმართვა ხშირად სცდება

⁶⁸ Guillermo Calvo, Frederic S. Mishkin, The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries, NBER Working Paper No. 9808, Issued in June 2003

⁶⁹ Mishkin F. (1999) International Experiences with Different Monetary Policy Regimes, Journal of Monetary Economics, Vol. 43, no. 3 (June 1999): 579-605

⁷⁰ Joshua Aizenman, Reuven Glick, Pegged Exchange Rate Regimes -- A Trap?, NBER Working Paper No. 11652 pp 3

მონეტარული ხელისუფლების კონტროლს. ასეთ შემთხვევაში ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმს (ე.წ. “ვალუტის მიბმას”) აქვს გარკვეული თავისებურებები. მაგალითად, ასეთ შემთხვევაში ფულის მასა შეიძლება გაიზარდოს მხოლოდ უცხოური ვალუტის ადგილობრივ ვალუტაზე გადაცვლის დროს ცენტრალურ ბანკში. ასეთ დროს ადგილობრივი ვალუტის მოცულობის ზრდა უტოლდება უცხოური ვალუტის რეზერვების მოცულობის ზრდას და მხოლოდ ამ რეზერვების ზრდის შემთხვევაშია შესაძლებელი ეროვნული ვალუტის მოცულობის ზრდა ქვეყანაში (ფიქსირებული გაცვლითი კურსის შესანარჩუნებლად). ამის გარეშე ის ვერ გაზრდის ფულის მასას ეკონომიკაში და შესაბამისად, ვერ გამოიწვევს ინფლაციურ პროცესებსაც თავისი მონეტარული პოლიტიკით.

“ვალუტის მიბმის” აღნიშნული რეჟიმები თავის დროზე გამოყენებულ იქნა სხვადასხვა ქვეყნებში:

- ✓ ჰონკონგი (1983);
- ✓ არგენტინა (1991);
- ✓ ესტონეთი (1992);
- ✓ ლიტვა (1994);
- ✓ ბულგარეთი (1997);
- ✓ ბოსნია (1998).

ვალუტის კურსის თარგეთირებისას გამჭვირვალობის უკმარისობისა და ვალდებულებების შეუსრულებლობის პრობლემის გადალახვის მომდევნო საშუალებად მიშკინი ასახელებს დოლარიზაციას, რა დროსაც ხდება რომელიმე ქვეყნის ვალუტის შემოღება ქვეყანაში ეროვნული ვალუტის სანაცვლოდ. დოლარიზაცია სრულად გამორიცხავს ქვეყანაში მონეტარული პოლიტიკის წარმართვის შესაძლებლობებს. ამასთან მოცემული რეჟიმის შემთხვევაში სავალუტო რისკები ქვეყანაში 0-მდგა დასული, გამომდინარე იქედან, რომ ფულის ფუნქციებს ქვეყანაში აშშ დოლარი ასრულებს.

2. მონეტარული თარგეთირება: მონეტარული თარგეთირების რეჟიმის დროს ხდება ფულადი აგრეგატების ზრდის მიზნობრივი მართვა. თუმცა აუცილებლად უნდა აღინიშნოს, რომ პრაქტიკაში ეს მკვეთრად განსხვავდება მილტონ ფრიდმანის მიერ

შემოთავაზებული შერჩეული მონეტარული აგრეგატის ზრდის მუდმივი ტემპის დაწესებისაგან. რეალურად სხვადასხვა ქვეყნების (მაგ.: **კანადა, დიდი ბრიტანეთი, იაპონია, გერმანია, შვეიცარია და სხვ.**) ცენტრალური ბანკები არასდროს არ აკეთებდნენ მკაცრ აქცენტს მონეტარული აგრეგატების ზრდის ტემპის მკაცრ მართვაზე.

ვალუტის გაცვლითი კურსის თარგეთირებასთან შედარებით მონეტარული თარგეთირების უპირატესობას წარმოადგენს ის, რომ ეს რეჟიმი საშუალებას აძლევს ცენტრალურ ბანკს გამოიყენოს მონეტარული პოლიტიკა ქვეყნის შიდა ეკონომიკური პრობლემების დასაძლევად. მონეტარული თარგეთირების მეშვეობით ცენტრალურ ბანკს შეუძლია განსაზღვროს ინფლაციური მიზნები და ადეკვატური რეაგირება მოახდინოს **მთლიან გამოშვებაზე ეკონომიკაში**. ვალუტის კურსის თარგეთირების რეჟიმის მსგავსად, ამ რეჟიმის დროსაც ინფორმაცია იმის შესახებ, აღწევს თუ არა ცენტრალური ბანკი თავის დასახულ მიზნებს ცნობილი ხდება დაუყოვნებლივ, რადგანაც მონეტარული აგრეგატების შესახებ მაჩვენებლები საკმაოდ სწრაფად ქვეყნდება. შესაბამისად, მონეტარული აგრეგატების მიზნობრივ მაჩვენებლებს შეუძლიათ სწრაფი სიგნალი მისცეს საზოგადოებას და ბაზრებს მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობასა და მის შესაძლებლობებზე შეაკავონ ინფლაციური პროცესები. თავის მხრივ, ასეთი ტიპის სიგნალები გავლენას ახდენს ინფლაციური მოლოდინების შემცირებაზე და შესაბამისად, ინფლაციის დონის კლებაზეც⁷¹.

მონეტარული აგრეგატების თარგეთირების ყველა ზემოაღნიშნული უპირატესობა ეყრდნობა ერთ მნიშვნელოვან ფაქტორს: არსებობს ძლიერი კავშირი შერჩეულ მონეტარულ აგრეგატსა და სტრატეგიულ მიზნებს შორის. თუკი ასეთი კავშირი სუსტია, მაშინ მონეტარული თარგეთირების რეჟიმი ვერ იმუშავებს. მიშკინის შეფასებით⁷², სწორედ ეს ფაქტორი იწვევდა სერიოზულ პრობლემებს **კანადაში, დიდ ბრიტანეთსა და შვეიცარიაში**. სუსტი კავშირი ნიშნავს, რომ მონეტარული აგრეგატის სასურველი მაჩვენებლის მიღწევა ვერ უზრუნველყოფს სტრატეგიული მიზნების სასურველ მაჩვენებელს და შესაბამისად, მონეტარული აგრეგატი ვეღარ მოგვცემს

⁷¹ Mishkin F. (1996), The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy, Published: Banque de France: Bulletin: Digest, no. 27, pp. 33-44, March 1996

⁷² Mishkin F. (1999) International Experiences with Different Monetary Policy Regimes, Journal of Monetary Economics, Vol. 43, no. 3 (June 1999): 579-605

ადეკვატურ სიგნალებს მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობაზე. აღნიშნულის შედეგად, მონეტარული თარგეთირება ვეღარ მოახდენს გავლენას ინფლაციურ მოლოდინებზე და აღარ იქნება ცენტრალური ბანკის პასუხისმგებლობის ზრდის ეფექტიანი ინსტრუმენტი. გარდა ამისა, მონეტარულ აგრეგატებსა და სტრატეგიულ მაჩვენებლებს შორის არასაიმედო კავშირი ხელს უშლის ცენტრალურ ბანკს შეასრულოს კომუნიკაციის ფუნქცია, რომელიც აძლიერებს საზოგადოების წინაშე ცენტრალური ბანკის გამჭვირვალობასა და პასუხისმგებლობას.

ცალკე აღნიშვნის ღირსია ევროპის ცენტრალური ბანკის მონეტარული პოლიტიკის სტრატეგია, რომელმაც ერთგვარი ჰიბრიდული მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმი დანერგა. აღნიშნულ რეჟიმს ბევრი საერთო აქვს მონეტარული თარგეთირების რეჟიმთან, რომელსაც მანამდე ბუნდესბანკი იყენებდა, თუმცა, ამავე დროს, შეიცავს ინფლაციის თარგეთირების ელემენტებსაც. ევროპის ცენტრალური ბანკის სტრატეგია ეფუძნება 2 მდგენელს:

- ✓ მონეტარული აგრეგატების ზრდის ტემპს
- ✓ ფასების სტაბილიზაციას.

ამის გათვალისწინებით, ევროპის ცენტრალური ბანკის სტრატეგია შეიძლება ითქვას, რომ გაურკვეველიცაა და მის მიმართ კრიტიკაც ხშირად გამოითქმება. მიუხედავად იმისა, რომ სტრატეგიული მიზანი - **ფასების სტაბილურობა** გამოიყურება როგორც ინფლაციის თარგეთირება, ევროპის ცენტრალური ბანკი ამ რეჟიმის გამოყენებას უარყოფს.

3. ინფლაციის თარგეთირება⁷³: მონეტარული აგრეგატებისა და სტრატეგიულ მიზნობრივ მაჩვენებლებს შორის კავშირის გაწვევების შედეგად ბევრი ქვეყანა, რომელთაც სურდათ შეენარჩუნებინათ დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკა, გადავიდა ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე. ახალი ზეღანდია იყო პირველი სახელმწიფო, რომელმაც შემოიღო აღნიშნული რეჟიმი 1990 წელს. მას მიჰყვა⁷⁴:

⁷³ Mishkin F. (2007), “Does Inflation Targeting Make a Difference”, Published: Vittorio Corbo & Óscar Landerretche & Klaus Schmidt-Hebbel p.14

⁷⁴ Aizenman J., Hutchison M., Noy I. (2011) Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets, World Development, Elsevier, vol. 39(5), pages 712-724

- ✓ კანადა (1991წ),
- ✓ დიდი ბრიტანეთი (1992წ),
- ✓ შვედეთი და ფინეთი (1993წ),
- ✓ ავსტრალია და ესპანეთი (1994წ).

აღნიშნულ რეჟიმზე გადავიდნენ აგრეთვე ისრაელი, ჩილე და ბრაზილიაც.

ინფლაციის თარგეთირება გულისხმობს რამდენიმე ელემენტის არსებობას: ინფლაციის საშუალოვადიანი მიზნობრივი მაჩვენებლის საჯარო გამოცხადებას; ფასების სტაბილურობის ინსტიტუციონალური აღიარება და მონეტარული პოლიტიკის სტრატეგიულ მიზნად მისი განსაზღვრა⁷⁵;

საინფორმაციო სისტემას, რომელშიც ბევრი მაჩვენებელი დიდ როლს თამაშობს მონეტარული პოლიტიკის ფორმირებაში; მონეტარული პოლიტიკის განხორციელების გამჭვირვალობა და საზოგადოებისა და ბაზრების ინფორმირება პოლიტიკის გატარებისას; ცენტრალური ბანკის პასუხისმგებლობის ზრდა ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფაში. პროფესორი მიშკინი მიიჩნევს, რომ როგორც სტრატეგიული თვალსაზრისით, ინფლაციის თარგეთირებას აქვს რამდენიმე უპირატესობა ვალუტის გაცვლითი კურსისა და მონეტარულ თარგეთირებასთან შედარებით.

„განსხვავებით ვალუტის გაცვლითი კურსის თარგეთირებისგან, ინფლაციის თარგეთირება საშუალებას იძლევა მოხდეს მონეტარული პოლიტიკის ფოკუსირება შიდა პრობლემების გადაწყვეტაზე. მისი უპირატესობა ასევე ვლინდება იმაში, რომ სტაბილური კავშირი ფულად მასასა და ინფლაციას შორის არ არის კრიტიკულად მნიშვნელოვანი. ინფლაციის თარგეთირება საშუალებას აძლევს მონეტარულ ხელისუფლებას არა მხოლოდ რომელიმე ერთი მაჩვენებელი, არამედ მის ხელთ არსებული მთელი ინფორმაცია, იმისთვის, რომ ზუსტად განსაზღვროს მონეტარული პოლიტიკის ორიენტირები“ - (მიშკინი 2012).

75 Bennett T. McCallum, On Consequences and Criticisms of Monetary Targeting, NBER Working Paper No. 1596 (Also Reprint No. r0683), Issued in April 1985

გარდა ამისა, მიშკინის აზრით ინფლაციის თარგეთირებას გააჩნია ისეთივე უპირატესობა, რაც ვალუტის გაცვლითი კურსის თარგეთირებას. ის საზოგადოებისთვის აბსოლუტურად გასაგები და გამჭვირვალეა. ამ რეჟიმის ძირითადი უპირატესობა კი იმაში მდგომარეობს, რომ ის საშუალებას იძლევა პოლიტიკური კამათები კონცენტრირდეს იმაზე თუ რა შეუძლია ცენტრალურ ბანკს გრძელვადიან პერსპექტივაში, და არა იმაზე, რისი გაკეთებაც მას არ შეუძლია (მონეტარული პოლიტიკის გაფართოება და ეკონომიკური ზრდის ტემპებისა და სამუშაო ადგილების გაზრდა). ამ გზით ინფლაციის თარგეთირება მნიშვნელოვნად ამცირებს პოლიტიკური პროცესების ზეგავლენას ცენტრალური ბანკის საქმიანობაზე, ინფლაციური მონეტარული პოლიტიკის გატარების მიზნით, რაც შესაბამისად ამცირებს დროებითი სტაბილურობის პრობლემას.

ინფლაციის თარგეთირების ნაკლოვანებები: ეკონომისტები ძირითადად გამოყოფენ ინფლაციის თარგეთირების 4 ძირითად ნაკლოვანებას, ესენია⁷⁶:

- სიგნალის დაგვიანება;
- ზედმეტი სიმკაცრე;
- მწარმოებლურობის რყევის გაძლიერების რისკი;
- ეკონომიკური ზრდის ტემპების შემცირება.

ვალუტის კურსისა და მონეტარული აგრეგატებისგან განსხვავებით, სახელმწიფო ორგანოებისთვის არც ისე იოლია ინფლაციის კონტროლი. ამასთანავე, მონეტარული პოლიტიკის იმპულსები საბოლოო მიზანზე დროისგარკვეული მონაკვეთის შემდეგ აისახება. შესაბამისად, ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი ვერ ახდენს მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობის შესახებ სიგნალის დროულად გადმოცემას საზოგადოებისთვის⁷⁷.

⁷⁶ Mishkin F. (2007), "Does Inflation Targeting Make a Difference", Published: Vittorio Corbo & Óscar Landerretche & Klaus Schmidt-Hebbel

⁷⁷ Aizenman J., Hutchison M., Noy I. (2011) Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets, World Development, Elsevier, vol. 39(5), pages 712-724

რაც შეეხება ზედმეტ სიმკაცრეს, ის გულისხმობს პოლიტიკოსების ქმედებებისთვის სივრცის შეზღუდვას, გარკვეული წესების დადგენის საფუძველზე. მწარმოებლურობის რყევების ზრდის რისკი კი გულისხმობს იმას, რომ როდესაც მაგალითად ინფლაცია აღემატება სამიზნე მაჩვენებელს, მაშინ მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება უარყოფითად აისახება რეალურ ეკონომიკასა და მწარმოებლურობაზე⁷⁸.

მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმების განხილვისას აუცილებელია განვიხილოთ საქართველოს შემთხვევაში თითოეული რეჟიმის არსებობის შესაძლებლობები და წინააღმდეგობები. ვალუტის გაცვლითი კურსის თარგეთირებიდან პირველად განვიხილოთ ე.წ. „ვალუტის მიბმა“, რა დროსაც ცენტრალური ბანკი ცდილობს ადგილობრივი ვალუტის გაცვლითი კურსის სტაბილურ დონეზე შენარჩუნებას რომელიმე უცხოურ ვალუტასთან. თუკი საქართველო ამ რეჟიმს მიმართავს და მაგალითად აშშ დოლართან დაიჭერს სტაბილურ დონეზე გაცვლით კურსს, მაშინ ადგილობრივი სავალუტო ბაზრის სიმცირიდან გამომდინარე, დიდია ალბათობა, რომ სავალუტო სპეკულაციების შეტევებს ადგილობრივი ბაზარი ვერ გაუძლებს.

ამასთანავე, აშშ დოლართან ქართული ლარის მიბმა ვერ უზრუნველყოფს ინფლაციის იმპორტირებისგან თავის დაცვას, რადგანაც ამ მხრივ სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნებიდან ინფლაციის იმპორტზე გავლენა აქვს ნომინალურ ფექტურ გაცვლით კურსს, რომელიც ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებთან საშუალო შეწონილი გაცვლითი კურსია. ვალუტის მიბმას კი სწორედ რომ ინფლაციის იმპორტის შემსუბუქების მიზნით ახდენენ. მოცემულ შემთხვევაში უმჯობესი იქნებოდა ყველაზე მსხვილ სავაჭრო პარტნიორ ქვეყანასთან (მაგალითად, თურქულ ლირასთან) მიბმა. თუმცა, ეს გზა გულისხმობს იმას რომ ცენტრალურმა ბანკმა უარი უნდა თქვას საკუთარ დამოუკიდებელ მონეტარულ პოლიტიკაზე და აქცენტი გადაიტანოს ამ კონკრეტული ქვეყნის ვალუტასთან საკუთარი ვალუტის გაცვლით კურსზე. ანალოგიური ლოგიკით არსებულ რეალობასთან შეუსაბამოა სრული დოლარიზაციის გამოყენებაც.

რაც შეეხება მონეტარულ თარგეთირებას, ამ რეჟიმისთვის აუცილებელია მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმის გარკვეულ დონეზე არსებობა. თუ ფულად აგრეგატებსა და

⁷⁸ Aizenman J., Hutchison M., Noy I. (2011) Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets, World Development, Elsevier, vol. 39(5), pages 712-724

საბოლოო სტრატეგიულ მიზანს შორის კავშირი სუსტია ან საერთოდ არ არსებობს, მაშინ აღნიშნული რეჟიმის გამოყენებას აზრი ეკარგება. ამასთანავე, როდესაც ქვეყანაში ადგილი აქვს დიდი მოცულობით შემომავალი საინვესტიციო ნაკადების არსებობას, მაშინ მონეტარული თარგეთირების (**მონეტარული აგრეგატების მიზნობრივი ზრდის ტემპის შენარჩუნება**) რეჟიმის ფუნქციონირება შეუძლებელი ხდება. საქართველოში წლების წინ სწორედ აღნიშნულ პრობლემებს ჰქონდა ადგილი. ერთის მხრივ არასტაბილური საინვესტიციო ნაკადები ართულებდა მონეტარული აგრეგატების მიზნობრივი ზრდის ტემპის შენარჩუნებას, ხოლო, მეორეს მხრივ, კი დაიკარგა კავშირი მონეტარულ ბაზასა და საბოლოო სტრატეგიულ მიზანს შორის, რამაც აღნიშნული რეჟიმის არსებობის საფუძველი დაუკარგა⁷⁹.

რაც შეეხება **ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმს**, იგი საშუალებას აძლევს საქართველოს ეროვნულ ბანკს კონცენტრირდეს ფასების სტაბილურობაზე, რაც მეტად მტკივნეული პრობლემა იყო განვლილ წლებში საქართველოს ეკონომიკისთვის. სხვა რეჟიმებთან შედარებით ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის გამოყენება შედარებით უფრო გამართლებულად მიგვაჩნია, თუმცა მოცემულ შემთხვევაშიც დიდი გამოწვევების წინაშე დგას ეროვნული ბანკი. კერძოდ, სახეზეა საპროცენტო განაკვეთების არხის სისუსტე, აღნიშნულმა არხმა კი ძირითადი როლი უნდა ითამაშოს მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმის გამართულ მუშაობაში.

⁷⁹ Mishkin F. (1999) International Experiences with Different Monetary Policy Regimes, Journal of Monetary Economics, Vol. 43, no. 3 (June 1999): 579-605

14. მონეტარული პოლიტიკა და საბანკო-საფინანსო კრიზისები მსოფლიოში

ბოლო წლების თუ ათწლეულების მანძილზე მრავალმა ქვეყანამ გადაიტანა მეტ-ნაკლებად მძლავრი ფინანსური კრიზისები. შედარებით უფრო დრამატული იყო მექსიკის კრიზისი (1994-1995წ), აღმოსავლეთ აზიის კრიზისი (1997-1998) და არგენტინის კრიზისი (2001-2002). რატომ იყო რომ სწრაფად მზარდი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში, ისეთი როგორცაა მექსიკა და აღმოსავლეთ აზიის გარკვეული ნაწილი (ტაილანდი, მალაიზია, ინდონეზია, ფილიპინები და სამხრეთ კორეა) მოხდა ეკონომიკური აქტივობის მკვეთრი ვარდნა? იმისათვის რომ ამ კითხვას პასუხი გავცეთ და კარგად გავერკვეთ ამ ქვეყნებში მომხდარ სიტუაციაში, საჭიროა გავანალიზოთ ფინანსური კრიზისები ასიმეტრიული ინფორმაციის ჭრილში (Mishkin 2012).

გამომდინარე იქედან რომ განვითარებადი და განვითარებული ქვეყნების სავალსეულ ვალდებულებების ბაზრები ერთმანეთისგან მკვეთრად განსხვავდებიან, შედეგების სიმძიმეც ზემოთ ჩამოთვლილ ქვეყნებში განსხვავებული იყო აშშ-ს შემთხვევისაგან (მე-19 და მე-20 საუკუნეების მიჯნაზე)⁸⁰.

ცალკეულ ეკონომისტთა აზრით, მექსიკასა და აღმოსავლეთ აზიის ქვეყნებში ფინანსური კრიზისების გამომწვევი მნიშვნელოვანი ფაქტორი იყო ვადაგადაცილებული კრედიტების გამო ბანკების ბალანსის ხარისხის გაუარესება. 1990-იანი წლების დასაწყისში, როდესაც ფინანსური ბაზრების რეგულირება ამ ქვეყნებში შესუსტდა, წარმოიქმნა საკრედიტო ბუმი, რომლის შედეგადაც არასაბანკო ორგანიზაციების მიერ გაცემული სესხების მოცულობა მკვეთრად გაიზარდა. სუსტი რეგულირების, მონიტორინგის და მსესხებელთა შეფასების არასაკმარისი გამოცდილების გამო მაღალი იყო დაუბრუნებელი კრედიტების მოცულობა, რამაც მნიშვნელოვნად შეამცირა ბანკების საკუთარი კაპიტალი. შედეგად საკრედიტო რესურსების მოცულობამ იკლო, რამაც საბოლოო ჯამში მდგომარეობა მიიყვანა ეკონომიკური აქტივობის ვარდნამდე.

⁸⁰ Christiano L., Gust C., Roldos J., "Monetary Policy in a Financial Crisis", Journal of Economic Theory, 2004, v119(1,Nov), pp 64-103

როგორც მიშკინი აღნიშნავს, ბანკების ბალანსის მდგომარეობის გაუარესებამ ხელი შეუწყო აგრეთვე არგენტინის კრიზისის (2001-2002)⁸¹ გამწვავებასაც, თუმცა მისი წარმოშობის ძირითადი მიზეზი სხვა იყო. მექსიკისა და აღმოსავლეთ აზიის ქვეყნებისაგან განსხვავებით არგენტინის საბანკო სისტემა კარგად კონტროლდებოდა და კრიზისის წინა პერიოდში არ შეინიშნებოდა დაკრედიტების მკვეთრი ზრდა. 1998 წელს არგენტინაში დაიწყო ეკონომიკის საერთო ვარდნა, რომელმაც თავისმხრივ ბანკებში სესხების გარკვეული დანაკარგებიც განაპირობა⁸². ბანკების ბალანსის გაუარესების ძირითადი მიზეზი გახდა ფისკალური პრობლემები. განსხვავებით მექსიკისა და აღმოსავლეთ აზიის ქვეყნებისაგან, არგენტინა განიცდიდა ძალიან დიდ **საბიუჯეტო დეფიციტს**, რომელიც ვერ იფარებოდა საგარეო სესხებისაგანაც კი. ფისკალური პრობლემების მოგვარების მიზნით ხელისუფლებამ აიძულა ბანკები შეეძინათ სახელმწიფო სავალო ვალდებულებები. როდესაც ინვესტორები დაეჭვდნენ იმაში რომ არგენტინის ხელისუფლება სრულად დაფარავდა ამ ვალდებულებებს, ამ სავალო ვალდებულებების ფასები მკვეთრად დაეცა, ხოლო ამ ფასიანი ქაღალდების მფლობელი **კომერციული ბანკების ბალანსების ხარისხი** მკვეთრად გაუარესდა. ბანკების ბალანსების გაუარესებამ კი სიტუაცია არგენტინაში მიიყვანა საერთო ეკონომიკური აქტივობის კლებამდე⁸³.

კიდევ ერთი ფაქტორი რომელმაც ხელი შეუწყო **მექსიკასა და არგენტინაში** კრიზისის განვითარებას, **საზღვარგარეთ საპროცენტო განაკვეთების ზრდა** იყო. 1994 წლის თებერვალში მექსიკის კრიზის დროს და 1999 წლის შუა პერიოდში, არგენტინის კრიზისის დაწყებამდე, აშშ-ს ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ ინფლაციის მთოკვის მიზნით დაიწყო საპროცენტო განაკვეთების ციკლური ზრდა მოკლევადიან სესხებზე. ფედერალური სარეზერვო სისტემის მონეტარული პოლიტიკის ზომები საკმაოდ წარმატებული იყო ინფლაციასთან ბრძოლის კუთხით, მაგრამ ამ პროცესების გავლენით მნიშვნელოვნად გაიზარდა საპროცენტო განაკვეთები არგენტინასა და

⁸¹ Linda Goldberg, B. Gerard Dages, Daniel Kinney, Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina, NBER Working Paper No. 7714, Issued in May 2000

⁸² Graciela Kaminsky, Amine Mati, Nada Choueiri, Thirty Years of Currency Crises in Argentina: External Shocks or Domestic Fragility?, NBER Working Paper No. 15478, Issued in November 2009

⁸³ Mishkin F. "Economics of Money, Banking, and Financial Markets", (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition, pp 431-462

მექსიკაში⁸⁴. საპროცენტო განაკვეთების ზრდამ კი ამ ქვეყნებში წარმოშვა მცდარი არჩევანის პრობლემა ფინანსურ ბაზრებზე, იმდენად რამდენადაც გაიზარდა იმის ალბათობა რომ ფირმები ბევრად უფრო რისკიანი პროექტებით ბევრად უფრო მეტად ეცდებიან მიიღონ სესხები. აშშ-ს მსგავსად, მექსიკაში, ტაილანდში და არგენტინაში კრიზისებს წინ უძღოდა ვარდნები საფონდო ბაზრებზე. მექსიკის ეკონომიკა სავსე იყო პოლიტიკური დაძაბულობებით 1994 წლიდან (როდესაც მოკლედ პრეზიდენტობის კანდიდატი), რამაც ღრმა გაურვევლობები წარმოშვა არგენტინაში. ამასთანავე კრიზისის დაწყებამდე ტაილანდსა და სამხრეთ კორეაში ადგილი ჰქონდა მნიშვნელოვანი საფინანსო და არასაფინანსო კომპანიების გაკოტრებას, რამაც გააღრმავა არსებული პრობლემები ფინანსურ ბაზრებზე (Mishkin 2012)

საფონდო ბაზრებზე ვარდნის შედეგად გაურკვევლობების ზრდა და საკუთარი კაპიტალის მოცულობის კლება კიდევ უფრო აღრმავებს ასიმეტრიული ინფორმაციის პრობლემას ეკონომიკაში. ასეთ პირობებში ფინანსურ ინსტიტუტებს უძნელდება განსაზღვრონ მსესხებელთა გადახდისუნარიანობის ხარისხი. საკუთარი კაპიტალის დონის კლება ამცირებს იმ მსესხებელთა გირაოს/უზრუნველყოფის ღირებულებას, რომელთაც უზრუნველყოფის სტიმული ინვესტირება მოახდინონ რისკიან პროექტებში, რამდენადაც სესხების ვერ დაბრუნების შემთხვევაში ისინი დაკარგავენ თავიანთი ქონების მხოლოდ მცირე ნაწილს. კრიზისების პერიოდში საფონდო ბირჟებზე ვარდნამ და გაურკვევლობების ზრდამ, ბანკების ბუღალტრული ბალანსების გაუარესებასთან ერთად, კიდევ უფრო გააღრმავა მორალური რისკებისა და მცდარი არჩევანის პრობლემა და მოამზადა ნიადაგი სერიოზული ფინანსური კრიზისისთვის⁸⁵.

ამ პერიოდში სავალუტო ბაზრებზე მასშტაბური სპეკულაციური შეტევების გამო ეს ქვეყნები აღმოჩნდნენ დიდი პრობლემების წინაშე ამ კუთხითაც. პოლიტიკოს კოლოსოს მკვლევლობამ და საბანკო სექტორის სისუსტემ დიდი დარტყმა მიაყენა მექსიკურ პესოს. მიუხედავად იმისა, რომ მექსიკის ცენტრალური ბანკი აქტიურად ჩაერთო სავალუტო ბაზარზე მიმდინარე პროცესებში და მკვეთრად გაზარდა საპროცენტო განაკვეთები,

⁸⁴ Krugman P., Bergsten F., Dornbusch R., Frenkel J., Kindleberger C., “International Aspects of Financial Crises”, University of Chicago Press, January 1991

⁸⁵ Goldberg L., Gerard Dages B., Kinney D., “Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina”, Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, issue Sep, pages 17-36.

მაინც ვერ შეძლო წინააღმდეგობა სპეკულაციურ შეტევებს და იძულებული გახდა მოეხდინა პესოს დევალვირება 1994 წლის 20 დეკემბერს (Mishkin 2012)

ტაილანდში საგადაამხდლო ბალანსის დიდმა დეფიციტმა და სუსტმა ფინანსურმა სისტემამ, რომელიც კიდევ უფრო გაღრმავდა ფინანსური კომპანია **Finance One**-ის გაკოტრების შემდეგ, სიტუაცია მიიყვანა ასევე სპეკულაციურ შეტევებამდე. ამან აიძულა ტაილანდის ცენტრალური ბანკი შეემცირებინა მისი ნაციონალური ვალუტის გაცვლითი კურსი 1997 წლის ივლისში. ამის შემდეგ მალე სპეკულატიურმა შეტევებმა დიდი ზიანი მიაყენეს რეგიონის სხვა ქვეყნებსაც, რამაც ამ ქვეყნების ვალუტების გაუფასურება გამოიწვია.

არგენტინაში მასშტაბური პანიკა დაიწყო 2001 წლის ოქტომბერ-ნოემბერში⁸⁶, რამაც ხელისუფლების გადახდისუნარობის პირობებში სიტუაცია მიიყვანა ასევე სპეკულაციურ შეტევებამდე, რის შედეგადაც არგენტინის ნაციონალური ვალუტა მკვეთრად გაუარესდა 2002 წლის 6 იანვარს⁸⁷.

მექსიკის საგალო ვალდებულებების ინსტიტუციონალური სტრუქტურა და აღმოსავლეთ აზიის ქვეყნები პირისპირ შეეჯახნენ ვალუტებს დევალვაციის პრობლემას, რამაც დააჩქარა ფართომასშტაბიანი ფინანსური კრიზისის დაწყება⁸⁸. იმის გამო რომ ამ ქვეყნებში ფირმების დიდ ნაწილს საბანკო კრედიტები აღებული ჰქონდათ უცხოურ ვალუტაში (მაგ.: დოლარში ან იენაში), ნაციონალური ვალუტების გაცვლითი კურსების ვარდნამ გაზარდა ეროვნულ ვალუტში გამოხატული საკრედიტო პორტფელის მოცულობა (აქტივების რეალური ზრდის გარეშე). როდესაც 1995 წლის მარტში პესოს კურსი განახევრდა, ფირმების ბუღალტრულ ბალანსებს სერიოზული პრობლემები შეექმნა, ხოლო მორალური რისკებისა და მცდარი არჩევანის პრობლემები მნიშვნელოვნად გაიზარდა. განსაკუთრებით დიდი პრობლემების წინაე აღმოჩნდა ინდონეზია და არგენტინა, რომლებმაც გადაიტანეს ნაციონალური ვალუტის 70%-იანი

⁸⁶ Graciela Kaminsky, Amine Mati, Nada Choueiri, Thirty Years of Currency Crises in Argentina: External Shocks or Domestic Fragility?, NBER Working Paper No. 15478, Issued in November 2009

⁸⁷ Mishkin F. "Economics of Money, Banking, and Financial Markets", (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition, pp 431-462

⁸⁸ Jeffrey Sachs, Aaron Tornell, Andres Velasco, The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned? NBER Working Paper No. 5142, Issued in June 1995

გაუფასურებაც კი, რამაც თავისმხრივ განაპირობა მრავალი იმ ფირმის გაკოტრება რომელთაც სესხები უცხოურ ვალუტაში ჰქონდათ (Mishkin 2012)

ვალუტების გაუფასურებამ ასევე წარმოშვა ინფლაციის ზრდის მოლოდინი ამ ქვეყნებში, ხოლო საბაზრო საპროცენტო განაკვეთები კი გაიზარდა ძალიან მაღალ ნიშნულამდე (დაახ. 100% მექსიკასა და არგენტინაში). საპროცენტო დანახარჯების ზრდის შედეგად კი მკვეთრად შემცირდა თავისუფალი ფულადი სახსრების დონე ფირმებსა და საოჯახო მეურნეობებში. განვითარებადი ქვეყნების სავალო ვალდებულებების ბაზრის ხასიათის თავისებურება იმაში მდგომარეობს რომ სავალო ვალდებულების დაფარვის ვადა ძირითად ძალიან მოკლეა. შესაბამისად, მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების გაზრდა მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს ფირმების ლიკვიდურობასა და ფირმების ბუღალტრულ ბალანსზე. ასიმეტრიული ინფორმაციის ანალიზის შესაბამისად კი, საოჯახო მეურნეობებისა და ფირმების ბალანსების გაუარესება კიდევ უფრო ამწვავებს საკრედიტო ბაზრებზე მცდარი არჩევანისა და მორალური რისკების პრობლემას, რომელიც თავისმხრივ ამცირებს სესხების გაცემის სურვილს შიდა და გარე კრედიტორების მხრიდან.

აშშ-ს საბანკო კრიზისი 1980-იან წლებში⁸⁹: აშშ-ში 1980 წლამდე ჩანდა თითქოს დეპოზიტების ფედერალური დაზღვევის სისტემა ძალიან კარგად მუშაობდა. 1934 წლამდე პერიოდისგან განსხვავებით, როდესაც ბანკების გაკოტრებები ჩვეულებრივი მოვლენა იყო და მენაბრეები დიდ თანხებს კარგავდნენ, 1934-1980 წლებში ბანკების გაკოტრებები შედარებით იშვიათად ხდებოდა. 1981 წლის შემდეგ სიტუაცია მკვეთრად შეიცვალა. გაკოტრებული ბანკებისა და სასესხო-შემნახველი ასოციაციების რაოდენობა 10-მაგად გაიზარდა. ეს იმიტომ მოხდა რომ დეპოზიტების დაზღვევის ფედერალური სისტემა რომელიც 50 წელზე მეტხანს გამართულად მუშაობდა, გარკვეული სირთულეების წინაშე აღმოჩნდა⁹⁰. მიშკინი⁹¹ შენიშნავს, რომ ყველაფერი დაიწყო 1960-იანი წლებიდან ფინანსური ინოვაციების განვითარების ბუმიით. როგორც ვიცით, ფინანსურმა ინოვაციებმა გამოიწვია ტრადიციული საბანკო მომსახურებების

⁸⁹ Mishkin F., "Anatomy of a Financial Crisis", Journal of Evolutionary Economics, 2, (1992) pp. 115-130.

⁹⁰ Krugman P., Bergsten F., Dornbusch R., Frenkel J., Kindleberger C., "International Aspects of Financial Crises", University of Chicago Press, January 1991.

⁹¹ Mishkin F. "Economics of Money, Banking, and Financial Markets", (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition, pp 518-549

მომგებიანობის შემცირება. რესურსების მოზიდვისას ბანკები ეჯახებოდნენ დიდი კონკურენციას ახალი საფინანსო დაწესებულებების მხრიდან (მაგ.: **ფულადი ბაზრის ორმხრივი ფონდები** და სხვ.). 1980-იანი წლების ბოლოდან ტრადიციული საბანკო მომსახურებების მომგებიანობის შემცირების გამო კომერციული ბანკები იძულებულნი გახდნენ ექებათ ახალი, შედარებით უფრო რისკიანი გზები მომგებიანობის გასაზრდელად. სწორედ ამ მიზნებს ემსახურებოდა მათი მხრიდან სესხების დიდი ნაწილის უძრავი ქონების ბაზარზე მიმართვა⁹². დეპოზიტების დაზღვევამ გაზარდა ბანკების **მორალური რისკები**, იმდენად რამდენადაც დაზღვეული მეანაბრეები დაინტერესებულნი იყვნენ ბანკების მიერ მომგებიანობის გაზრდაში. რა ღონის რისკიც არ უნდა მიეღოთ ბანკებს, დეპოზიტების მესაკუთრეები გარანტირებულნი იყვნენ დეპოზიტების უსაფრთხოებით. გარდა ამისა, მისი თქმით, ფინანსურმა ინოვაციებმა მიგვიყვანა ახალი ფინანსური ინსტრუმენტების წარმოშობამდე, რომლებიც კიდევ უფრო აფართოებდნენ რისკების მიღების მასშტაბს. ფინანსური ფიზიკურების, სვოპების და სხვა ინსტრუმენტების ახალი ბაზრები ბანკებს სულ უფრო ახალ შესაძლებლობებს აძლევდნენ რომ საკუთარ თავზე აეღოთ დამატებითი რისკები. ახალმა კანონებმა, რომლებიც მიღებულ იქნა 1980-იან წლებში, ფაქტიურად გააუქმა საბანკო დარგის რეგულირება და მნიშვნელოვნად გააფართოვა იმის შესაძლებლობები რომ სასესხო-შემნახველი ასოციაციები და ურთიერთშემნახველი ბანკები დაკავებული ყოფილიყვნენ ახალი რისკიანი საქმიანობებით. იმ შემნახველ დაწესებულებებს, რომლებიც ფაქტიურად სამომხმარებლო სესხების გაცემის შესაძლებლობის გარეშე იყვნენ დარჩენილნი, უკვე შეეძლოთ აქტივების 40%-მდე განთავსებული ჰქონოდათ სესხებისა და ლიზინგის სახით⁹³. ასეთი სახის კანონების პირობებში მარეგულირებელი ორგანოები ნებას რთავდნენ სასესხო-შემნახველ ასოციაციებს რომ ობლიგაციებში განთავსებინათ აქტივების 10%-მდე ოდენობის რესურსი. გარდა ამისა, მარეგულირებელმა ორგანომ 40 ათასიდან 100 ათას დოლარამდე გაზარდა დეპოზიტის ფედერალურ დონეზე დაზღვევის ოდენობა და ასევე დაადგინა დეპოზიტებზე ზღვრული ოდენობა **ე.წ. „ინსტრუქცია Q“-ს** მეშვეობით. ბანკები და სასესხო-შემნახველი ასოციაციები რომლებსაც სურდათ განვითარებულიყვნენ სწრაფი ტემპებით და

⁹² იხილეთ იქვე, გვ 532

⁹³ Krugman P., Bergsten F., Dornbusch R., Frenkel J., Kindleberger C., "International Aspects of Financial Crises", University of Chicago Press, January 1991.

მონაწილეობა მიეღოთ რისკიან აქტივებში, უკვე შექმნილი მოეზიდათ გარკვეული აუცილებელი რესურსი გარანტირებული სადეპოზიტო სერთიფიკატების გამოშვების გზით. ამ სადეპოზიტო სერთიფიკატებზე საპროცენტო განაკვეთები მნიშვნელოვნად აღემატებოდა კონკურენტების საპროცენტო განაკვეთებს. დეპოზიტების დაზღვევის გარეშე მაღალი საპროცენტო განაკვეთები მაინც ვერ იზიდავდა მენაბრეებს რომ ფული მიენდოთ რისკიანი ბანკებისთვის, იმდენად რამდენადაც სიტუაცია გარკვეულწილად სახიფათო იყო მენაბრეებისთვის⁹⁴. მაგრამ, დეპოზიტების დაზღვევის სისტემის მუშაობის პირობებში ხელისუფლება გარანტიას იძლეოდა დეპოზიტების უსაფრთხოებაზე და მენაბრეებიც კმაყოფილნი იყვნენ თავიანთი თანხების ბანკებში განთავსებით⁹⁵.

ფინანსურმა ინოვაციებმა და რეგულირების შემცირებამ რეიგანის მმართველობის ლიბერალურ პერიოდში სიტუაცია მიიყვანა სასესხო-შემნახველი ასოციაციების უფლებების გაფართოებამდე, რამაც თავისმხრივ დამატებითი პრობლემები წარმოქმნა. **პირველ რიგში**, მრავალ სასესხო-შემნახველ ასოციაციებს არ ჰქონდათ რისკების მართვის საკმარისი გამოცდილება ბიზნეს გარემოს ახალ პირობებში. **მეორეს მხრივ**, შესაძლებლობების გაფართოებამ განაპირობა დაკრედიტების ზრდა, განსაკუთრებით კი უძრავი ქონების სექტორში. თუმცა, საწყის ეტაპზე აღნიშნულ სასესხო-შემნახველ ბანკებს რომც ჰქონოდათ საკმარისი გამოცდილება, დაკრედიტების მზარდი ტემპები აშკარად უსწრებდა საბანკო დაწესებულებების საინფორმაციო რესურსების განვითარებას. **მესამე**, სასესხო-შემნახველი ასოციაციების ახალი შესაძლებლობები და საკრედიტო ბუმი იმას გამოხატავდა რომ ასოციაციების საქმიანობა ფართოვდებოდა და სულ უფრო რთული ხდებოდა, რაც ბუნებრივად მოითხოვდა ადეკვატურ რეგულირებას სათანადო კონტროლისთვის. სამწუხაროდ, ის სახელისუფლებო ორგანოები რომლებიც არგულირებდნენ სასესხო-შემნახველი ასოციაციების საქმიანობას, ვერ ფლობდნენ სათანადო უნარებსა და გამოცდილებას რომ ადეკვატურად განეხორციელებინათ კონტროლი საქმიანობის ახალ სახეზე. მთლიანობაში, სასესხო-შემნახველი ასოციაციების გამოუცდელობის და

⁹⁴ Mishkin F., “Anatomy of a Financial Crisis”, Journal of Evolutionary Economics, 2, (1992) pp. 115-130.

⁹⁵ Mishkin F. “Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition, pp 518-549

მარეგულირებელი აპარატის სისუსტის გათვალისწინებით არც არის გასაკვირი რომ ეს ასოციაციები საკუთარ თავზე ზედმეტ რისკებს იღებდნენ, რომლებმაც საბოლოო ჯამში ისინი უზარმაზარ დანაკარგებამდე მიიყვანა⁹⁶.

გარდა ამისა, მორალური რისკის ზრდამ გამოიწვია ისტორიული ფაქტი - მკვეთრად გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთები 1979 წლის ბოლოდან 1981 წლამდე და მათი ასევე მკვეთრი შემცირება 1981-1982 წლებში (ფედერალური სარეზერვო სისტემის მიერ ანტიინფლაციური პოლიტიკის განხორციელების შედეგად). 1981-1982 წლების ვარდნამ, ასევე ენერგომატარებლებსა და აგრარული სექტორის პროდუქტებზე ფასების კლებამ, სერიოზული ზიანი მიაყენა აშშ-ს ცალკეული რეგიონების ეკონომიკას⁹⁷. შედეგად მრავალი კრედიტი ვეღარ დაუბრუნდათ სასესხო-შემნახველ ასოციაციებს. 1981-1982 წლებში აღნიშნული ასოციაციების დანაკარგები 10 მლრდ დოლარამდე გაიზარდა. ცალკეული შეფასებებით კი, 1982 წლის ბოლოს აშშ-ს სასესხო-შემნახველი ასოციაციების ნახევარზე მეტს ჰქონდა უარყოფითი საბალანსო ღირებულება, რაც შესაბამისად მათ გადახდისუუნარობაზე მიუთითებდა⁹⁸.

ამ დროისთვის სასესხო-შემნახველი ასოციაციების მარეგულირებელ სახელისუფლებო ორგანოებს უფლება ჰქონდათ კანონმდებლობის საფუძველზე ცალსახად დაეხურათ გადახდისუუნარო ასოციაციები. თუმცა ამის მიუხედავად მათ ამჯობინეს თავშეკავებული რეგულირება. იმისათვის რომ თავი აერიდებინათ პასუხისმგებლობას და ასევე არ დაეხურათ გადახდისუუნარო ასოციაციები, მარეგულირებელმა ორგანომ შეიმუშავა და გამოსცა არასტანდარტული ბუღალტრული პრინციპები, როლებმაც არსებითად შეამსუბუქა კაპიტალთან დაკავშირებული მოთხოვნები. მაგალითად, მათ უფლება მისცეს სასესხო-შემნახველ ასოციაციებს რომ კაპიტალის გაანგარიშებაში შეეტანათ/ვლიარებინათ არამატერიალური აქტივების გარკვეული ნაწილი (მაგ.: კომპანიის შიგნით წარმოქმნი გუდვილი). საყოფაცხოვრებო დაკრედიტების ფედერალური საბჭომ აირჩია ასეთი ტიპის რეგულირება ძირითადად სამი მიზეზის

⁹⁶ Krugman P., Bergsten F., Dornbusch R., Frenkel J., Kindleberger C., "International Aspects of Financial Crises", University of Chicago Press, January 1991.

⁹⁷ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, From Financial Crash to Debt Crisis, NBER Working Paper No. 15795, Issued in March 2010

⁹⁸ Mishkin F. "Economics of Money, Banking, and Financial Markets", (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition p518

გამო. პირველი, სადაზღვევო ფონდის მოცულობა არასაკმარისი იყო იმისათვის რომ დაფარულიყო გადახდისუუნარო სასესხო-შემნახველი ასოციაციების ვალდებულებები მათ დეპოზიტარებთან. მეორე, ფედერალური საბჭო შექმნილი იყო მოცემული დარგის ზრდის ხელშესაწყობად და ამის გამო შესაძლოა მარეგულირებელი ორგანოები ახლოს იყვნენ იმ საქმიანობასთან რომელიც მათ უნდა დაერეგულირებინათ. მესამე, რადგანაც ბიუროკრატია არ უყვარს საკუთარი შეცდომების აღიარება, ამიტომ მარეგულირებელმა ორგანოებმა გადაწყვიტეს პრობლემების მიჩქმალვა და ჩათვალეს რომ საკითხები დროთა განმავლობაში თავისით დარეგულირდებოდა.

საბანკო კრიზისები მსოფლიოს დანარჩენ ქვეყნებში: სხვადასხვა კომპანიებში წარმოქმნილი სირთულეების გამო აშშ არ არის ერთადერთი ქვეყანა სადაც საბანკო კრიზისებს მრავალჯობის ჰქონდა ადგილი. **სკანდინავიის ქვეყნები⁹⁹:** აშშ-ს მსგავსად საბანკო კრიზისის მნიშვნელოვან ფაქტორად ნორვეგიაში, შვედეთში და ფინეთში წარმოჩინდა 1980-იან წლებში განხორციელებული ფინანსური ლიბერალიზაცია¹⁰⁰. ამ პერიოდამდე სკანდინავიის ქვეყნებში საბანკო საქმიანობა მკაცრად რეგულირდებოდა (რომელიც თავისმხრივ მოიცავდა საპროცენტო განაკვეთებსაც, რომელსაც ბანკები უხდიდნენ დეპოზიტარებს). ასეთ სიტუაციაში, სუსტი კონკურენციისა და ხელოვნურად დაბალი საპროცენტო განაკვეთების გამო ბანკები სესხებს გასცემდნენ მხოლოდ საიმედო მსესხებლებზე, რის გამოც როგორც ბანკები, ისე მარეგულირებელი ორგანოები არ საჭიროებდნენ საკუთარი კვალიფიკაციის ზრდას არც სკრინინგისა და არც მსესხებელთა მონიტორინგისთვის. სუსტი რეგულირებისას წარმოიშვა საკრედიტო ბუმი, რომელმაც ყველაზე მეტად მოიცვა უძრავი ქონების ბაზარი. რისკების მართვაში არასაკმარისი კომპეტენციის გამო ბანკებმა დაიწყეს საკუთარ თავზე მაღალი რისკების აღება. (Mishkin 2012)

1980-იანი წლების ბოლოს უძრავი ქონების ბაზარზე ფასების ვარდნამ გარკვეულწილად განაპირობა გადაუხდელი სესხების მოცულობის ზრდა და საბანკო დანაკარგები იპოთეკურს სესხებზე. ამ პროცესების ანალოგიურია ის რასაც ადგილი ჰქონდა აშშ-

⁹⁹ Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, From Financial Crash to Debt Crisis, NBER Working Paper No. 15795, Issued in March 2010

¹⁰⁰¹⁰⁰ Krugman P., Bergsten F., Dornbusch R., Frenkel J., Kindleberger C., "International Aspects of Financial Crises", University of Chicago Press, January 1991.

ში სასესო-შემნახველი ასოციაციების შემთხვევაში. ამ ქვეყნებში ხელისუფლება 1980-1990 წლებში იძულებული გახდა ეშველა ფაქტიურად მთელი საბანკო სისტემისათვის, რის შედეგადაც მთლიანმა დანახარჯებმა მშპ-ს მიმართ მნიშვნელოვნად გადაამეტა აშშ-ს ანალოგიურ მაჩვენებელს¹⁰¹.

ლათინური ამერიკა: საბანკო კრიზისი ლათინურ ამერიკაში აღწერს მოდელს, რომელიც მსგავსი იყო აშშ-ს და სკანდინავიის ქვეყნების კრიზისებისა. 1980-იანი წლების ბოლომდე ლათინური ამერიკის ქვეყნების უდიდეს ნაწილში ბანკების უმრავლესობას სახელმწიფო ფლობდა და ისინი ექვემდებარებოდნენ საპროცენტო განაკვეთების შეზღუდვის რეგულირებას ისევე როგორც სკანდინავიის ქვეყნებში. სესხები შეუზღუდავად გაიცემოდა როგორც სახელმწიფო, ისე დაბალი რისკის მქონე სხვა მსესხებლებზეც. როდესაც მსოფლიოში დაიწყო რეგულირების დასუსტების ტენდენცია, ამ ქვეყნების უმრავლესობამ მოახდინა თავიანთი საკრედიტო ბაზრების ლიბერალიზება და ბანკების პრივატიზება. შემდგომში კი მოვლენები განვითარდა ისეთივენაირად როგორც აშშ-სა და სკანდინავიის ქვეყნებში: საკრედიტო ბუმი ბანკების დაბალი კვალიფიკაციისა და სახედამხედველო ორგანოების მხრიდან სუსტი რეგულირების ფონზე¹⁰². აღნიშნულის შედეგი კი იყო ბანკების დიდი სასესო დანაკარგები და სახელმწიფოს დახმარება პრობლემების აღმოსაფხვრელად. **საბანკო კრიზისი არგენტინაში** (2001 წლის), ტიპურად განსხვავდებოდა ლათინური ამერიკის სხვა ქვეყნებში მომხდარი კრიზისებისგან. არგენტინის ბანკები ექვემდებარებოდნენ ძლიერ ზედამხედველობას და გამოიყურებოდა ბევრად ძლიერად, სანამ სახელმწიფომ არ აიძულა ისინი შეეძინათ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების დიდი მოცულობა (სახელმწიფოს ფისკალური პრობლემების მოსაგვარებლად). როდესაც ბაზარი უკვე აღარ ენდობოდა სახელმწიფოს, არგენტინის მთავრობის ფასიანი ქაღალდებისა და აშშ-ს მოკლევადიანი სახაზინო თამასუქების საპროცენტო განაკვეთებს შორის განსხვავებამ 2500 საბაზისო პუნქტს გადააჭარბა, რამაც სიტუაცია მიიყვანა არგენტინის მთავრობის ფასიანი ქაღალდების კოტირების მკვეთრ ვარდნამდე. თავისმხრივ ამან გამოიწვია ბანკების პორტფელის ხარისხის გაუარესება (ბალანსზე აღრიცხული სახელმწიფო

¹⁰¹ Krugman P., Bergsten F., Dornbusch R., Frenkel J., Kindleberger C., "International Aspects of Financial Crises", University of Chicago Press, January 1991.

¹⁰² Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, From Financial Crash to Debt Crisis, NBER Working Paper No. 15795, Issued in March 2010

ფასიანი ქაღალდების გამო) და ეკონომიკური ვარდნის გაღრმავების გამო ვადაგადაცილებული სესხების რაოდენობის ზრდა, რამაც კიდევ უფრო დააზარალა საბანკო სისტემა¹⁰³.

2001 წლის ოქტომბერ-ნოემბერში, როდესაც ყველა მენაბრე შეეცადა ბანკებიდან თავისი ანაბრის გამოტანას, დაიწყო საბანკო პანიკა. დეკემბრის დასაწყისში გადინებული თანხების ოდენობამ 8 მლრდ დოლარი შეადგინა, რის შემდეგაც სახელმწიფომ დააწესა ყოველთვიური ლიმიტი დეპოზიტების ბანკებიდან გატანაზე ათასი დოლარის ოდენობით. შემდგომში, პესოს კურსის ვარდნისა და ახალი რეგულაციების ძალაში შესვლის შემდეგ, რომლის მიხედვითაც ბანკები ვალდებული იყვნენ დოლარში განთავსებულ დეპოზიტებზე უფრო მაღალი კურსით გადაეხადათ ვიდრე სესხებზე, ბანკების ბალანსები კიდევ უფრო გაუარესდა. უცილებელია აღინიშნოს რომ ამ ქვეყნებში ბანკების დახმარების დანახარჯებმა (მშპ-თან მიმართებით) რამდენჯერმე გადააჭარბა აშშ-ს ანალოგიურ მაჩვენებელს. ამ ქვეყნებში აღნიშნული პრობლემების მოსაგვარებლად გადასახადის გადამხდელების მიერ გადახდილმა ფასმა მშპ-ს 20-50% შეადგინა, ხოლო აშშ-ში კი მხოლოდ 3%.

რუსეთი და აღმოსავლეთ ევროპა: “ცივის ომის” დასრულებამდე აღმოსავლეთ ევროპისა და საბჭოთა კავშირის კომუნისტურ ქვეყნებში ბანკები სახელმწიფო საკუთრებაში იყო. საბჭოთა კავშირის დაშლის შემდეგ ამ ქვეყნებს არ ჰქონდათ მსესხებელთა სკრინინგისა და მონიტორინგის საკმარისი გამოცდილება. გარდა ამისა ამ ქვეყნებში არ არსებობდა საბანკო ზედამხედველობისა და რეგულირების გამართული სისტემა და ორგანოები, რომლებიც შეძლებდნენ ეფექტურ ზედამხედველობასა და რისკების მართვას. სწორედ აღნიშნული პირობების შედეგად ადგილი ჰქონდა სესხების მნიშვნელოვან დანაკარგებს, რამაც საბოლოო ჯამში სიტუაცია მიიყვანა ბანკების მასიურ გაკოტრებამდე და სახელმწიფო დახმარებების ზრდამდე. მაგალითად, 1993 წლის მეორე ნახევრამდე 9 უნგრული ბანკი, რომლებიც ჯამში მთლიანი სისტემის აქტივების 25%-ს ფლობდნენ დაკარგეს გადახდისუნარიანობა; 1995 წელს ბულგარეთში მთელი საბანკო სისტემის კრედიტების 75% აღიარდა არასტანდარტული ტიპის სესხად

¹⁰³ Mishkin F. “Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition p494

104. 1995 წლის 24 აგვისტოს რუსეთში დაიწყო საბანკო პანიკა, რომელიც სახელმწიფოს ჩარევას მოითხოვდა. ამ დროისთვის ბანკთაშორისი საკრედიტო ბაზარი უკვე აღარ ფუნქციონირებდა ახალი ბანკების გადახდისუუნარობის გამო. თუმცა ამით პრობლემები რუსეთის საბანკო სისტემაში არ დასრულებულა. 1998 წლის 17 აგვისტოს რუსეთის ხელისუფლებამ განაცხადა რომ საბანკო სისტემის გადახდისუუნარობის გამო აპირებს გამოაცხადოს მორატორიუმი შიდა ვალების დაფარვის თვალსაზრისით. ნოემბერში რუსეთის ცენტრალურმა ბანკმა განაცხადა რომ ქვეყნის 1500 კომერციული ბანკის თითქმის ნახევარი გავიდოდა ბაზრიდან, ხოლო საბანკო სისტემის დახმარების თანხობრივი მოცულობა საორიენტაციოდ 15 მლრდ დოლარს შეადგენდა.

იაპონია: საბანკო კრიზისი იაპონიაში დაიწყო შედარებით უფრო გვიან ვიდრე დანარჩენ ქვეყნებში. 1990 წლამდე სიტუაცია ისე ჩანდა თითქოს იაპონიის ეკონომიკას არაფერი არ ემუქრებოდა, რაც შემდგომში რეალური არ აღმოჩნდა¹⁰⁵. 1980 წლამდე იაპონიის ფინანსური ბაზრები იყვნენ მთელს მსოფლიოში ერთ-ერთი ყველაზე მკაცრად რეგულირებულნი, საპროცენტო განაკვეთებისა და ფასიანი ქაღალდების ემისიის მკაცრი შეზღუდვების პირობებში. ფინანსური რეგულირებისა და ინოვაციების შესუსტებამ შექმნა ბევრად უფრო დიდი კონკურენტული გარემო, რამაც წარმოშვა საკრედიტო ბუმი, რომლის პირობებშიც ბანკები აგრესიულ კონკურენციას უწევდნენ ერთმანეთს უძრავი ქონების ბაზარზე. როგორც ზემოთ აღნიშნული ქვეყნებში, იაპონიაშიც ფინანსური სისტემის განვითარების ტემპი წინ უსწრებდა საბანკო სისტემის და მარეგულირებელი ორგანოების კვალიფიკაციის ზრდის ტემპს. ღის შედეგადაც ბანკები ზედმეტად მძიმე რისკებს იღებდნენ საკუთარ თავზე¹⁰⁶. როდესაც 1990-იანი წლების დასაწყისში ქვეყანაში კაპიტალი მნიშვნელოვნად გაუფასურდა, ბანკებს ძალიან დიდი მოცულობის ვადაგაცილებული სესხები აღმოაჩნდათ ბალანსზე. ამასთანავე, იაპონური ბანკები შეეცადნენ პოზიციების დაკავებას იპოთეკური სესხების ბაზარზეც, აფუძნებდნენ რა ისეთ კომანიებს რომლებიც გასცემდნენ სესხებს საბინაო

¹⁰⁴ Mishkin F. "Economics of Money, Banking, and Financial Markets", (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition, p518

¹⁰⁵ Hoshi T., Kashyap A., "The Japanese Banking Crisis: Where Did It Come From and How Will It End?". MIT Press, January 2000

¹⁰⁶ Razin A., Rosefield S., "Currency and Financial Crises of the 1990s and 2000s", Oxford University Press, vol. 57(3), pages 499-530

მშენებლობებზე. ესეთი კომპანიები იზიდავდნენ რესურსებს ბანკებიდან, შემდეგ კი გასცემდნენ სესხების სახით საბინაო მშენებლობებზე. აღნიშნულ პერიოდში შვიდი ასეთი კომპანია გახდა გადახდისუნარო, ხოლო მათმა ვალდებულებებმა კი იმ დროისთვის 60 მლრდ დოლარს მიაღწია. ამ პროცესების შედეგად იაპონიაში ადგილი ჰქონდა ბანკების მასიურ გაკოტრებას, რომელიც მეორე მსოფლიოს ომის შემდეგ პირველად მოხდა¹⁰⁷.

იაპონიამ, ისევე როგორც აშშ-მ 1980-იან წლებში გაიარა მტკიცე რეგულირება. იაპონიის ფინანსთა სამინისტრო საშუალებას აძლევდა ბანკებს ხელოვნურად გაეზარდათ აქტივების მოცულობა და ამ გზით მოეხდინათ კაპიტალის მოთხოვნების დაკმაყოფილება. მაგალითად, ბანკებს ნება ეძლეოდათ რომ საკუთარი კაპიტალის მსხვილი მოცულობა პირვანდელი ღირებულებით (და არა საბაზრო ღირებულებით) შეეფასებინათ. მარეგულირებელი ორგანოები ახდენდნენ კაპიტალის არაადეკვატურ შეფასებას საბანკო სისტემის კაპიტალიზაციის მაჩვენებლის უკეთ წარმოჩენის მიზნით. აღნიშნულის შედეგად სახელმწიფომ ვერ შეძლო არსებული პრობლემის სიღრმის ობიექტური შეფასება¹⁰⁸. 1998 წლის შუა პერიოდში იაპონიის ხელისუფლებამ დაიწყო ქმედითი ნაბიჯების გადადგმა პრობლემების აღმოსაფხვრელად. ივნისის თვეში ფინანსთა სამინისტროს ნაცვლად საფინანსო სექტორის ზედამხედველობა დაეკავა ახლადშექმნილ საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტოს. ეს იყო პირველი შემთხვევა ბოლო 50 წლის მანძილზე, როდესაც ფინანსთა სამინისტრომ დათმო თავისი ძალაუფლების გარკვეული ნაწილი. ოქტომბერში ქვეყნის პარლამენტმა მიიღო კანონი საბანკო სექტორისთვის 500 მლრდ დოლარის დახმარების სახით გამოყოფის თაობაზე. თავისმხრივ, ამისათვის მოითხოვებოდა ბანკების კეთილი ნება და თანხმობა მონაწილეობაზე: კანონი არ აიძულებდა გადახდისუნარო ბანკებს დახურულიყვნენ ან მიეღოთ დახმარება. რეალურად, თუკი ბანკი გადაწყვეტდა დახურულიყო, მაშინ მას უნდა გამოექვეყნებინა თავისი ბუღალტრული ჩანაწერები და ეჩვენებინა თავისი რეალური დანაკარგები. ამ პირობებში ბანკების დიდი ნაწილის კაპიტალი აღმოჩნდა ძალიან მცირე. იაპონიის საბანკო სექტორი აღმოჩნდა ძალიან მძიმე სიტუაციაში,

¹⁰⁷ Corsetti G., Pesenti P., Roubini N., “Fundamental Determinants of the Asian Crisis: The Role of Financial Fragility and External Imbalances”, University of Chicago Press, January 2001.

¹⁰⁸ Mishkin F. “Economics of Money, Banking, and Financial Markets”, (2012) Publisher: Prentice Hall; 10 edition

ვადაგადაცილებული სესხების დიდი რაოდენობითა და მომგებიანობის ძალიან დაბალი მაჩვენებლებით¹⁰⁹. ზოგიერთი ეკონომისტის შეფასებით “ცუდი” სესხების მოცულობა 1 ტრლნ დოლარსაც კი აღწევდა (Mishkin 2012) **აღმოსავლეთ აზია:** როგორც უკვე აღვნიშნეთ, საბანკო-საფინანსო კრიზისები აღმოსავლეთ აზიაში (ტაილანდში, მალაიზიაში, ინდონეზიასა და სამხრეთ კორეაში) გარკვეულ პროცესებს უკავშირდებოდა ¹¹⁰ . ფინანსური ლიბერალიზაციისა და არაადეკვატური ზედამხედველობის შედეგად წარმოშობილმა საკრედიტო ბუშმა სიტუაცია მიიყვანა სესხების დანაკარგების ზრდამდე, რომელიც მნიშვნელოვნად გაიზარდა 1997 წლის ზაფხულზე ვალუტის კრახის შემდეგ. ცალკეული შეფასებებით მთელი საბანკო სესხების 15-დან 35%-მდე არ იქნა დაბრუნებული ტაილანდში, ინდონეზიაში, მალაიზიაში და სამხრეთ კორეაში. ხოლო, საბანკო სისტემაში სახელმწიფოს ჩარევის სიღრმემ მშპ-ს 20%-ს გადააჭარბა (ინდონეზიაში – 50%)¹¹¹. ცალკეულ ქვეყნებში საბანკო-საფინანსო კრიზისების მიმოხილვის შედეგად ჩვენ შეგვიძლია მივიღოთ გარკვეულ დასკვნებამდე. ცხადია ფინანსური ლიბერალიზაცია საბოლოო ჯამში მიმართული უნდა იყოს ეკონომიკის განვითარებისკენ, კონკურენციის განვითარებისა და ფინანსური სისტემის ეფექტურობის გაზრდის მეშვეობით. ჩვენ კი ცალკეული ქვეყნების მაგალითზე ვნახეთ, რომ ლიბერალიზაციას ასევე შეუძლია გაზარდოს ქვეყანაში მორალური რისკები, რომლის შემთხვევაშიც არასაკმარისი ზედამხედველობის გამო ბანკები საკუთარ თავზე დიდ რისკებს იღებენ და ადგილი აქვს საკრედიტო ბუმს. რასაც (საკრედიტო ექსპანსიას) თავისმხრივ შეიძლება ხელი შეუწყოს მსუბუქმა მონეტარულმა პოლიტიკამაც, შედეგად კი წარმოიშობა საბანკო კრიზისები.

¹⁰⁹ Kaminsky Graciela L., Reinhart Carmen M., “Bank Lending and Contagion: Evidence from the Asian Crisis”, University of Chicago Press, January 2001

¹¹⁰ Corsetti G., Pesenti P., Roubini N., “Fundamental Determinants of the Asian Crisis: The Role of Financial Fragility and External Imbalances”, University of Chicago Press, January 2001.

¹¹¹ Kaminsky Graciela L., Reinhart Carmen M., “Bank Lending and Contagion: Evidence from the Asian Crisis”, University of Chicago Press, January 2001

თავი 2. კაპიტალის ბაზარი და კრიზისების ანატომია.

აღნიშნულ თავში ჩვენი მიზანია შევისწავლოთ საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარების ტენდენციები და გამოწვევები. ასევე, დისერტაციის მოცემულ თავში შევისწავლით ცალკეულ მკვლევართა ნაშრომებს ფინანსური სისტემების როლისა და ფუნქციების შესახებ, აგრეთვე მიმოვიხილავთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე წარმოქმნილ კრიზისებს და გავაანალიზებთ ცენტრალური ბანკების მონეტარული პოლიტიკის როლს ამ კრიზისებში.

2.1 ფინანსური სისტემის როლი ეკონომიკურ განვითარებაში

მსოფლიოში ბოლო პერიოდში მიმდინარე პროცესებმა ცხადყო თუ რაოდენ დიდია ფინანსური სისტემის როლი ეკონომიკაში. აღნიშნული როლი და ფუნქციები დღითიდღე მატულობს. ეკონომიკაზე ფინანსური სისტემის მნიშვნელოვანი გავლენის შესახებ წერს ბევრი ცნობილი ეკონომისტი და პოლიტიკოსი. 1981 წელს ალექსანდრე გამილტონმა აღნიშნა, რომ „ბანკი ეს არის შესანიშნავი მექანიზმი, რომელმაც ხელი შეუწყო ეკონომიკურ განვითარებას“. ფინანსური ინსტიტუტების ეროვნულ ეკონომიკაზე დადებითი გავლენის შესახებ წერდნენ უოლტერ ბეიჯესოტი და იოზეფ შუმპეტერი. ნობელის პრემიის ლაურეატი მ. მილლერმა აღნიშნა, რომ „ფიქრი იმაზე თუ რა წვლილი შეაქვს ფინანსურ ბაზარს ეკონომიკურ ზრდაზე შეიძლება გახდეს სერიოზული განხილვის ობიექტი“. ეკონომიკურ განვითარებაში ფინანსური სისტემის დიდი როლის შესახებ აგრეთვე წერდნენ ისეთი ცნობილი ავტორები, როგორც ე.შოუ, რ.გოლდსმიტი, რ.მაკკინნონი და სხვა. მეორეს მხრივ იყვნენ ისეთებიც, ვინც აყენებდა კითხვის ნიშნის ქვეშ ფინანსური სექტორის მნიშვნელობას. აშშ-ს პრეზიდენტი ჯონ ადამსი 1819 წელს ამტკიცებდა, რომ ბანკი არის საზიანო მორალისთვის და ერის კეთილდღეობისთვის¹¹².

ნობელის პრემიის ლაურეატი, **რობერტ ლუკასი** გადაჭარბებულად საუბრობდა ეკონომიკაზე ფინანსური სისტემის გავლენაზე¹¹³. ჯონ რობინსონი ადასტურებდა, რომ

¹¹² Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, p2-3.

¹¹³ Lucas R. (1980) "Methods and Problems in Business Cycle Theory", Journal of Money, Credit and Banking, Vol 12, no.4, pp. 696-715.

ფინანსური სისტემა წარმოიშვა რეალური ეკონომიკისგან და თავად ეკონომიკური ზრდა წარმოშობს მოთხოვნას ფინანსურ მომსახურეობაზე¹¹⁴. ფინანსური სისტემა გავლენას არ ახდენს ეკონომიკის ზრდაზე, ის მხოლოდ ახდენს რეაგირებას „რეალური“ სექტორის გამოყენებაზე. მნიშვნელოვანია იმის აღნიშვნაც, რომ ადრე ეკონომისტების უმრავლესობა ეყრდნობოდა პირველად საწყისს რომელიც იყო დამახასიათებელი XX საუკუნის 20-იანი წლებისათვის. მოხდა მოცემული სფეროს კარდინალური ცვლილება და ამ პერიოდში ფინანსური სექტორის მნიშვნელობა ეკონომიკური ზრდისთვის ეჭვქვეშ უკვე აღარ დგება. XX საუკუნის ბოლო ორ ათწლეულში გამოჩნდა ნამუშევრები, რომელთა საშუალებითაც მოხდა ფინანსური სისტემის გადაფასება ეკონომიკურ განვითარებაში¹¹⁵.

XX საუკუნის დასაწყისში შუმპეტერმა¹¹⁶ ხაზი გაუსვა ბანკების დადებით გავლენას ნაციონალური მოგების თვალსაზრისით. მან აღნიშნა, რომ ბანკს აქვს მნიშვნელოვანი როლი ეკონომიკურ განვითარებაში, იმის გამო, რომ ისინი განსაზღვრავენ იმას თუ რომელი ფირმა იღებს ფინანსურ რესურსს. მისი აზრით საბანკო სექტორი გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე. ამ სახით **ი. შუმპეტერი** ფინანსური და ეკონომიკური განვითარების აღნიშვნისას ხაზს უსვამდა ბანკის გავლენას შრომის ნაყოფიერებაზე და ტექნოლოგიურ ცვლილებებზე მათ შორის აგტორთა მნიშვნელოვანი ნაწილი რომლებიც სწავლობდნენ ეკონომიკური განვითარების პრობლემებს, აღნიშნავდნენ რომ დაგროვება ესაა ეკონომიკური ზრდის უმნიშვნელოვანესი ფაქტორი. მათი თვალთახედვით ბანკს და მთლიანად ფინანსურ სისტემას შეუძლია იქონიოს გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე დანაზოგების და უცხოური კაპიტალის მოზიდვის ხარჯზე. საკვლევე პრობლემაზე როგორცაა „**ფინანსური სისტემა და ეკონომიკური განვითარება**“ შესამჩნევი გავლენა აღმოაჩინა **რაიმონ გოლდსმიტმა**¹¹⁷ 1969 წელს. 1960-1963 წლებში 35 ქვეყნის საბანკო სექტორის მონაცემთა შესწავლისას გოლდსმიტმა გააკეთა დასკვნა მასზედ, რომ გრძელვადიან პერსპექტივაში აღინიშნება პარალელიზმი ეკონომიკურ და ფინანსურ განვითარებაში და უმეტეს შემთხვევაში განვითარების მაღალი ტემპი

114 Aghion Phillippe, Dewatripont Mathias, Rey Patrick (1999), Competition, Financial Discipline and Growth // Review of Economic Studies, Vol. 66, No. 4, pp. 825

115 Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, p2-3

116 Schumpeter, J.A., The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934

117 Goldsmith, Raymond William, "Financial structure and development", New Haven : Yale University Press, 1969

ეკონომიკაში ერწყმოდა ფინანსური განვითარების უფრო მაღალ ტემპს. ამერიკელი ავტორების შრომებშიც მრავლად შეინიშნება ისტორიული კავშირები ამ მიმართულებით¹¹⁸. ასევე იკვეთება ბანკისა და ადრეული სტადიის ინდუსტრიას შორის განსხვავებები. ინგლისი 1750-1844, შოტლანდია - 1750-1845, საფრანგეთი 1800-1870, ბელგია 1800-1875, გერმანია 1815 – 1870, რუსეთი 1860-1914, იაპონია 1868 – 1914. რ. მაკინონი¹¹⁹ ხშირად ციტირებს 1973 წლის ნამუშევრიდან სადაც განხილულია კავშირი ფინანსურ სისტემასა და ეკონომიკურ განვითარებას შორის არგენტინაში, ბრაზილიაში, გერმანიაში, ინდონეზიაში, კორეაში, ტაივანში და ჩილეში მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ”. პროფესორ რუბცოვის თქმით კვლევის პროცესში ავტორებმა ყურადღებით გაანალიზეს ერთი მხრივ პოლიტიკური და იურიდიული ევოლუცია და მეორეს მხრივ ფინანსური სისტემა. ამავე ავტორთა საბოლოო დასკვნა არის ერთიანი. ფინანსური სისტემა ვითარდება არასაფინანსო საზოგადოების საჭიროებით¹²⁰. ფინანსურმა სისტემამ განსაზღვრულ შემთხვევებში შესამჩნევად გაააქტიურა ეკონომიკური ზრდა¹²¹.

შესრულებულმა შრომებმა საფუძველი დაუდეს მნიშვნელოვან კვლევებს, რომლებიც მიმდინარეობდა შემდეგი მიმართულებებით:

- ეკონომიკური განვითარების ფინანსურ სისტემაში მოქმედი არხები. (რა სახით, ვის მიერ და რა სისტემა მოქმედებს ეკონომიკურ განვითარებაზე)¹²²
- ფინანსური სისტემის რომელი მოდელია (საბანკო თუ ფასიან ქაღალდებზე დაფუძნებული) უფრო ეფექტური¹²³.
- რა განსაზღვრავს ფინანსური სექტორის განვითარების დონეს¹²⁴.

118 Cameron R., Crisp O., Patrick H.T., and Tilly R. :”Banking in the Early Stages of Industrialization. A Study in Comparative Economic History”, Published by New York, etc.: Oxford University Press, 1967
 119 Mckinnon R., “Money and Capital in Economic Development” 1973, Brookings Institution Press, December 1, 2010
¹²⁰ Arestis Philip, Demetriades Panicos (1997), Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence // Economic Journal, Vol. 107, No.442, pp.783
¹²¹ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, р3
¹²² Aghion Phillippe, Dewatripont Mathias, Rey Patrick (1999), Competition, Financial Discipline and Growth // Review of Economic Studies, Vol. 66, No. 4, pp. 825
¹²³ Aghion Phillippe, Dewatripont Mathias, Rey Patrick (1999), Competition, Financial Discipline and Growth // Review of Economic Studies, Vol. 66, No. 4, pp. 825-826
¹²⁴ Arestis Philip, Demetriades Panicos (1997), Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence // Economic Journal, Vol. 107, No.442, pp.783

კვლევები ჩატარდა სხვადასხვა ქვეყნების მაგალითზე, თანამედროვე მეთოდების გამოყენებით. საერთო ჯამში კვლევებში განხილულ იქნა ეკონომიკური დინამიკა ფინანსურ ინსტიტუტებთან კავშირში სხვადასხვა ისტორიულ პერიოდებში¹²⁵. აშშ-ში 1972-1991 წლებში ბანკების დერეგულაციის მონაცემების გამოყენებით, **ჯ. ჯაიარატნე და ფ. სტრახანი** (Jayaratne and Strahan, 1996) მივიდნენ დასკვნამდე, რომ მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის ტემპები შტატებში გაიზარდა 0.51%-დან 1.19%-მდე დერეგულაციის შემდეგ. 1989 წელს აგელხმა ასევე მიუთითა კორელაციის მაღალი მაჩვენებელი ფინანსურ განვითარებასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. **რ. რაჯან და ლ. ზინგალეზი**¹²⁶ იკვლევდნენ ბევრ სექტორს სხვადასხვა ქვეყნებში, რათა დამტკიცებულიყო რომ სექტორები, რომლებიც მეტად იყვნენ დამოკიდებულნი დაფინანსების გარეგან წყაროებზე, განსხვავდებიან ქვეყნების მიხედვით, რომლებსაც აქვთ მეტად განვითარებული ფინანსური სექტორი¹²⁷.

როგორც რუბცოვი აღნიშნავს, შესრულებული სამუშაოების შედეგები ასევე იძლევა საშუალებას გაკეთდეს დასკვნა მასზე, რომ ფინანსური სისტემის განვითარების მაღალი დონე განსაკუთრებით ეხმარება ახალი ფირმის განვითარებას და ფინანსური ბაზრის და ინსტიტუტების განვითარება შესამჩნევად ზრდის მაღალი ტექნოლოგიების განვითარებას, როგორცაა კომპიუტერული ტექნიკა და სხვ. ის, რასაც სჭირდება ხანგძლივი და სწრაფი გარეგანი დაფინანსება, რასაც პირველ რიგში ხელს უწყობს კაპიტალის ბაზარი. მისი თქმით, პრუსსომ და რ.სილლამ აღმოაჩინეს დადასტურება „ფინანსური უპირატესობის თეორიის“. **ჰოლანდიის 1600–1794 წწ., ინგლისის 1700–1850 წწ., აშშ-ს 1790–1850 წწ. და იაპონიის 1880–1913 წწ.** ეკონომიკური განვითარების ანალიზმა ავტორები მიიყვანა იმ დასკვნამდე, რომ სწორედ საფინანსო ინსტრუმენტების, ინსტიტუტების და ფინანსური ბაზრების გამოჩენამ ითამაშა მთავარი როლი ვაჭრობისა და ინდუსტრიალიზაციის განვითარებაში. კერძოდ, იაპონიაში „მეიძის პერიოდის“ (1868-1884 წწ.) კვლევისას, რუსსომ, გამოიყენა რა VAR-ის მოდელი, დაასკვნა, რომ

¹²⁵ Levine R., “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?”, Journal of Financial Intermediation Volume 11, Issue 4, October 2002, pp 398

¹²⁶ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, Journal of Financial Economics 69 (2003)

¹²⁷ Jayaratne, J. and Strahan, P.E. (1996) The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation. The Quarterly Journal of Economics, 111, pp 639

ფინანსურმა სექტორმა ითამაშა უმნიშვნელოვანესი როლი იაპონიის უსწრაფეს განვითარებაში პირველ მსოფლიო ომამდე.

1990-იანი წლების დასაწყისში **რ. ლევინის** მიერ გამოქვეყნებული ნაშრომი¹²⁸, აღმოჩნდა გოლდსმიტის კვლევის გაგრძელება. ცნობილია, რომ მათ განიხილეს 77 ქვეყნის ფინანსური განვითარების ინდიკატორები 1960–1989 წწ. პერიოდისათვის, დაამატეს რა მათ რიგი მაჩვენებლები, და შეეცადნენ ეპასუხათ კითხვაზე, შეუძლია თუ არა ფინანსური განვითარების დონეს იწინასწარმეტყველოს ეკონომიკური ზრდის, კაპიტალის დაგროვების და შრომის ნაყოფიერების ზრდის მომავალი ტემპები. ფინანსური განვითარების მაჩვენებლები, რომლებიც მათ შეიყვანეს თავის კვლევაში შემდეგი იყო:

- ✓ ფინანსური სიღრმე (DEPTH) – ფინანსური შუამავლების ლიკვიდური სახსრების დამოკიდებულება მშპ–სთან.
- ✓ კერძო ბანკების წილი კრედიტებში – კომერციული ბანკების კრედიტების დამოკიდებულება კრედიტების საერთო ჯამთან პლუს ცენტრალური ბანკის აქტივები.
- ✓ კრედიტი კერძო ბიზნესისათვის (PRIVATE) – კრედიტის დამოკიდებულება კერძო ბიზნესისათვის კრედიტის საერთო ჯამთან მიმართებაში (ბანკთაშორისის გამოკლებით).
- ✓ კერძო საწარმოებისათვის კრედიტების დამოკიდებულება მშპ–სთან (PRYVI).

ზრდის მაჩვენებლებს შორის **კინგმა** და **ლევინმა**¹²⁹ აარჩიეს რეალური მშპ–ს ზრდის ტემპი მოსახლეობის ერთ სულზე, ძირითადი კაპიტალის ზრდა მოსახლეობის ერთ სულზე და შრომის ნაყოფიერების ზრდის ტემპები. მათ ააგეს რეგრესიის 12 განტოლება 77 ქვეყნისათვის, სხვა ცვლადების განვიტრალებით, რომელთაც შეუძლიათ გავლენა მოახდინონ ეკონომიკურ ზრდაზე (შემოსავალი მოსახლეობის ერთ სულზე, განათლების დონე, პოლიტიკური სტაბილურობა, ფისკალური და ფულად–საკრედიტო პოლიტიკა) მათ გამოთვალეს კოეფიციენტები ყველა 12 რეგრესიაში, რომლებიც ადასტურებდნენ

¹²⁸ Levine R., Zervos S., “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, The American Economic Review, Vol. 88, No. 3. (Jun., 1998), pp. 537

¹²⁹ King, R.G. and Levine, R. (1993) „Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right“. The Quarterly Journal of Economics, 108, 717

მტკიცე კავშირს ფინანსური განვითარების ყოველ ოთხ მაჩვენებელსა და ზრდის სამ მაჩვენებელს შორის. პასუხისათვის კითხვაზე **მიზეზ–შედეგობრივი** კავშირის შესახებ¹³⁰ ფინანსურსა და ეკონომიკურ განვითარებას შორის ავტორები შეეცადნენ ეპასუხათ კითხვაზე იმის თაობაზე, თუ როგორ იძლევა ზრდის ტემპის, კაპიტალის დაგროვების და შრომის ნაყოფიერების ზრდის პროგნოზირების საშუალებას 1960 წელს ფინანსური სიღრმის დონე შემდგომი 30 წლის განმავლობაში¹³¹. მათ მიერ აგებული რეგრესიის განტოლებები მოწმობენ ფინანსური სიღრმის მაჩვენებლის მაღალი პროგნოზირების უნარს. მიღებული კოეფიციენტები იძლევიან ვარაუდის საშუალებას, რომ თუ ბოლივიაში 1960 წელს ფინანსური სიღრმე იყო 10%, ხოლო იმ დროისათვის განვითარებად ქვეყნების საშუალო მაჩვენებელი 23%, მაშინ ქვეყანა მომდევნო 30 წლის განმავლობაში განვითარდებოდა 0,4%-ით უფრო სწრაფად, ხოლო რეალური მშპ ერთ სულ მოსახლეზე 1990 წელს იქნებოდა 13%-ით უფრო მაღალი¹³².

ზოგიერთი მკვლევარის აზრით, ამ ნაშრომის ნაკლი აღმოჩნდა მონაცემების გამოყენება მხოლოდ ბანკებთან მიმართებაში. მათი აზრით, ამ კვლევამ¹³³ არ მოგვცა ასევე კითხვაზე პასუხის შესაძლებლობა, თუ ფინანსური სისტემის კერძოდ *რომელი მახასიათებლები არიან ყველაზე მნიშვნელოვანი ეკონომიკური ზრდისათვის: ზომა, ეფექტურობა, კონკურენტუნარიანობა, ბანკების რეგულირება, არასაბანკო ფინანსური ინსტიტუტების როლი, აქციებისა და ობლიგაციების ბაზრების ზომა და ლიკვიდობა, აქციონერების და კრედიტორების უფლებები და სხვ.* ასევე არ არის ნათელი, თუ როგორია იმპულსების გადაცემის მექანიზმი ფინანსური სექტორიდან რეალურში და აჩქარებს თუ არა უფრო ეფექტური ფინანსური სისტემა **ეკონომიკურ ზრდას** უპირატესად ინვესტიციების უფრო მაღალი დონის ხარჯზე.

ამ დროისათვის, როგორც **რუბცოვი** აღნიშნავს, სხვა ნაშრომებში (იმავე და სხვა ავტორების) გაჩნდნენ ფინანსური განვითარების სხვა მაჩვენებლებიც

¹³⁰ Arestis Philip, Demetriades Panicos (1997), Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence // Economic Journal, Vol. 107, No.442, pp.789

¹³¹ King, R.G. and Levine, R. (1993) „Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right“. The Quarterly Journal of Economics, 108, 717

¹³² Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, p3-4

¹³³ King, R.G. and Levine, R. (1993) „Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right“. The Quarterly Journal of Economics, 108, 723

(კაპიტალიზაცია/მშპ, აქციების ბაზრის ლიკვიდობა¹³⁴). ასევე, რ. ლევენმა და ს. ზერვოსმა ჩაატარეს ანალოგიური კვლევა¹³⁵, რომელშიც გამოვლინდა აქციების ბაზრის როლი ეკონომიკურ განვითარებაში. მათ გამოიკვლიეს 42 ქვეყნის აქციების ბაზრის სხვადასხვა მაჩვენებელი (კაპიტალიზაცია/მშპ და სხვ.¹³⁶) 1976–1993 წწ. პერიოდში. ავტორებმა დაადგინეს, რომ აქციების ბაზრის ლიკვიდობის თავდაპირველ დონეს (ბრუნვა/კაპიტალიზაცია), საკრედიტო სისტემის განვითარების თავდაპირველ დონესთან ერთად (საბანკო კრედიტი კერძო სექტორისათვის/მშპ), გააჩნიათ მნიშვნელოვანი დადებითი კორელაცია ეკონომიკური ზრდის მომავალ ტემპებთან, კაპიტალის დაგროვებასთან და შრომის ნაყოფიერების ზრდასთან მომავალი 18 წლის განმავლობაში.

ცალკეულ მკვლევართა აზრით, ტ. ბ ბეკი, რ. ლევინი და ნ. ა. ლოაისა¹³⁷ შეეცადნენ ეპასუხათ კითხვაზე, თუ რა ახდენს გავლენას ფინანსურ სექტორზე. კერძოდ, მათ გამოიკვლიეს ფინანსური შუამავლების განვითარების გავლენა ანაბრებზე, ინვესტიციებსა და შრომის ნაყოფიერებაზე. მკვლევარებმა გამოიყენეს 63 ქვეყნის მონაცემები 1960 - 1995 წლების პერიოდში, მათმა კვლევებმა არ დაადასტურეს მდგრადი კავშირის არსებობა ფინანსური შუამავლების განვითარებას, ერთის მხრივ, და კერძო სექტორის ინვესტიციებსა და ანაბრების ნორმებს შორის, მეორეს მხრივ. თუმცა, მათ აღმოაჩინეს სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი კავშირი ფინანსური შუამავლების განვითარებას, ერთ სულ მოსახლეზე რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ) ზრდასა და შრომის ნაყოფიერებას შორის. სხვა სიტყვებით, რომ ვთქვათ, ეს შედეგები ემთხვევა ი. შუმპეტერის შეხედულებას ფინანსურ განვითარებაზე, რომელიც თვლიდა, რომ ფინანსური შუამავლები აძლევენ ბიძგს ეკონომიკურ ზრდას, უპირველეს ყოვლისა კი სტიმულს აძლევენ შრომის საერთო ნაყოფიერების ზრდას (**TFP – Total Factor Productivity**).

¹³⁴ Aghion Phillippe, Dewatripont Mathias, Rey Patrick (1999), Competition, Financial Discipline and Growth // Review of Economic Studies, Vol. 66, No. 4, pp. 825

¹³⁵ Levine R., Zervos S., "Stock Markets, Banks, and Economic Growth", The American Economic Review, Vol. 88, No. 3. (Jun., 1998), pp. 537

¹³⁶ Arestis Philip, Demetriades Panicos (1997), Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence // Economic Journal, Vol. 107, No.442, pp.783

¹³⁷ Beck T., Levine R., Loaisa R., "Finance and the sources of growth", Journal of Financial Economics Volume 58, Issues 1–2, 2000, Pages 261

ტ. ა. ბეკმა, ა. დემირგუზ-კუნტმა და რ. ლევინმა შექმნეს 150 ქვეყნის საფინანსო სისტემების მონაცემთა ბაზა 1960 – 1995 წლების პერიოდისათვის¹³⁸, რომელმაც შესაძლებლობა მისცა მათი ეკოლოგიის გამოკვლევის სამნახევარი ათწლეულის განმავლობაში. მათ აჩვენეს, რომ ბანკები, არასაბანკო ფინანსური შუამავლები (სადაზღვევო კომპანიები, საპენსიო ფონდები, ფინანსური კომპანიები, საინვესტიციო ფონდები და სხვ.), ასევე აქციების ბაზრები უფრო განვითარებული და ეფექტურია უფრო მდიდარ ქვეყნებში და ამასთანავე ამა თუ იმ ქვეყნის სიმდიდრის ზრდასთან ერთად იზრდება მისი ფინანსური სისტემა¹³⁹. იმისდა მიხედვით, თუ რაც უფრო მდიდარნი ხდებიან ქვეყნები, კაპიტალის ბაზრები ხდებიან უფრო აქტიური და ეფექტური საბანკო კრედიტების ბაზრებთან შედარებით. მათი აზრით, ფინანსურ სისტემებს გააჩნიათ ტენდენცია (თუმცა არის გამონაკლისებიც) გახდნენ უფრო „საბაზრო“ ამა თუ იმ ქვეყნის კეთილდღეობის ზრდის მიხედვით.

რ. რაჯანმა და ლ. ზინგალეზმა აჩვენეს, რომ განვითარებული ფინანსური სისტემის მქონე ქვეყნებში ის დარგები, რომლებსაც აქვთ მოზიდული სახსრების უფრო დიდი მოთხოვნილება, ვითარდებიან შედარებით უფრო სწრაფად, ვიდრე სხვა დარგები. და პირიქით, რომ სუსტად განვითარებული ფინანსური სისტემის მქონე ქვეყნებში ასეთი დარგები ვითარდება უფრო ნელა, ვიდრე სხვები. იყენებდნენ რა სხვადასხვა კომპანიების მონაცემებს, ა. დემირგუზ-კუნტმა და ვ. მაქსიმოვიჩმა აჩვენეს, რომ კომპანიები იზრდებიან უფრო სწრაფი ტემპებით იმ ქვეყნებში, სადაც უფრო მარტივია გარედან დაფინანსების მიღება. მთლიანობაში, ეს შრომები აჩვენებენ დადებით კავშირს ფინანსურ და ეკონომიკურ განვითარებას შორის¹⁴⁰.

1990-იანი წლების შრომები¹⁴¹ რომლებიც მიეძღვნა ფინანსური სისტემის როლს ეკონომიკურ განვითარებაში, რუბცოვის აზრით, ეფუძნება ეკონომიკური ზრდის ახალ თეორიას, საინფორმაციო ეკონომიკას, ნეონსტიტუციონალიზმს და ქცევით ეკონომიკას, რომლებმაც შესაძლებლობა მოგვცეს ახლებურად შეგვეხედა ბანკებისა

¹³⁸ Beck T., Levine R., Loaisa R., "Finance and the sources of growth", Journal of Financial Economics Volume 58, Issues 1–2, 2000, Pages 261

¹³⁹ Arestis Philip, Demetriades Panicos (1997), Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence // Economic Journal, Vol. 107, No.442, pp.783

¹⁴⁰ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, р4

¹⁴¹ Levine Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2., pp. 688

და ფასიანი ქაღალდების ბაზრისათვის როგორც დაფინანსების წყაროებისათვის და გაგვეუმჯობესებინა ცოდნა ფინანსური ინსტიტუტების ფუნქციონირებაზე მიკრო დონეზე. მისი თქმით, ეს თეორიები უარყოფდნენ ნეოკლასიკური დოქტრინის რიგ პოსტულატებს.

როგორც საზოგადოდ ცნობილია, ეკონომიკური ზრდის ახალი თეორია (**ზრდის ენდოგენური თეორია**) ეფუძნება **პ. რომერის და რ. ლუკასის** შრომებს¹⁴². ისინი გამოჩნდნენ 1980–იანი წლების მეორე ნახევარში და განმსაზღვრელი გავლენა იქონიეს ეკონომიკური აზრის განვითარებაზე შემდგომ ათწლეულში. ეკონომიკური განვითარების ახალი თეორია ყურადღების ცენტრში აყენებს სამეცნიერო ტექნიკურ პროგრესს, რომელიც ნეოკლასიკური თეორიისგან განსხვავებით, განიხილება როგორც ენდოგენური ფაქტორი. მეცნიერული ძიების კიდევ ერთი თეორიული საფუძველი გახდა „საინფორმაციო ეკონომიკა“ (**economics of information**), რომელიც ამ დროისათვის განიხილება, სულ მცირე, როგორც კაპიტალის ბაზრის ნეოკლასიკური თეორიის თანაბარმნიშვნელოვანი. „**ნეონსტიტუციონალიზმი**“ კონცენტრირდება ტრანზაქციულ ხარჯებზე, გადასახადებზე და სხვა ფრიქციებზე. „ქცევითი ეკონომიკა“ (**behavioral economics**) გამომდინარეობს არა ინფორმირებული აგენტების არარაციონალური ქცევიდან. ნეოკლასიკურისაგან განსხვავდებით, ეს თეორიები დიდ ყურადღებას უთმობენ სპეციფიკურ საბაზრო ფრიქციებს (უთანხმოებებს). ისინი ასევე გამოდიან ბაზრის ინსტიტუციონალისტური სტრუქტურის მნიშვნელობიდან. **ნეოკლასიკური თეორიის** კრიტიკის დროს, როგორც ნეონსტიტუციონალიზმის, ისე ქცევითი ეკონომიკის მომხრეები აგებენ ფინანსური სისტემის მოდელს, აჩვენებენ რა, რომ საბაზრო ფრიქციების გამოვლენამ და რაციონალური ქცევიდან გადახრამ შეიძლება გამოიწვიოს ფასების წონასწორობის და რესურსების განაწილების სერიოზული დარღვევა¹⁴³. **საინფორმაციო ეკონომიკის** არსი გამოიხატება შემდეგში, საინფორმაციო, ტრანზაქციული და სხვა ხარჯების სხვა სახეობებმა გამოიწვიეს სხვადასხვაგვარი

¹⁴² Romer P., “Increasing Returns and Long-Run Growth”, Journal of Political Economy Vol. 94, No. 5 (Oct., 1986), pp. 1002-1037

¹⁴³ Romer P., “Increasing Returns and Long-Run Growth”, Journal of Political Economy Vol. 94, No. 5 (Oct., 1986), pp. 1002-1037

ფინანსური კონტრაქტების, ბაზრებისა და შუამავლების გაჩენა სხვადასხვა ქვეყნებში და განსხვავებულ ისტორიულ პერიოდებში. (Pyndov 2006)

ზოგიერთ ეკონომისტს, მიაჩნია, რომ ფინანსური სისტემები იძლევიან საბაზრო უთანხმოებების გადალახვის შესაძლებლობას, ეკონომიკურ აგენტებს შორის რესურსების სივრცით და დროით განაწილებაზე გავლენის წყალობით. მაგალითად, ბანკების გაჩენა, რომლებიც აიოლებენ ინფორმაციის მიღებას კომპანიებისა და მათი მმართველების (მენეჯერების) შესახებ, ნათელია, რომ ცვლის საკრედიტო რესურსების (დანაზოგების) განაწილებას¹⁴⁴. ანალოგიურად, ფინანსური კონტრაქტების არსებობა, რომლებიც უზრუნველყოფენ ინვესტორების რწმენას იმის თაობაზე, რომ მსესხებლები დააბრუნებენ მათ ფულს პროცენტებით, აისახება იმაზე, თუ როგორ განკარგავენ დანაზოგებს მათი მფლობელები. ფინანსური შუამავლები ამცირებენ დანაკარგებს, რომლებიც დაკავშირებულია ინვესტირების ყველაზე ეფექტური ობიექტების განსაზღვრასთან, კორპორატიული კონტროლის განხორციელებასთან, რისკების მართვასთან და რესურსების მობილიზაციასთან¹⁴⁵. თეორია ასევე აცხადებს, რომ ამ მომსახურებების გაწევით, შუამავლები ასე ზემოქმედებენ მეურნე სუბიექტების გადაწყვეტილებებზე, რომლებიც დაკავშირებულია დაგროვებასთან და ინვესტირებასთან, რაც ახდენს უშუალო ზეგავლენას ეკონომიკის ზრდის ტემპებზე გრძელვადიან პერსპექტივაში. ახალი ფინანსური თეორია, რომელიც დაფუძნებულია ინფორმაციულ ეკონომიკაზე, გამომდინარეობს ინფორმაციის ასიმეტრიულ განაწილებაზე კრედიტორისა და მსესხებელს შორის. ინფორმაციის ასიმეტრიულობა წარმოშობს ე. წ. მორალური რისკისა და უარყოფითი არჩევანის პრობლემებს (**moral hazard, adverse selection problems**). მათი არსი იმაში მდგომარეობს, რომ ნებისმიერი ფინანსური გარიგება ატარებს კრედიტორისათვის იმის რისკს, რომ მსესხებელს შეუძლია იმოქმედოს კრედიტორის ინტერესების საზიანოდ¹⁴⁶. ეს იწვევს იმას, რომ ფინანსური გარიგება არ აღმოჩნდება ორმხრივად მომგებიანი, არამედ უპასუხებს

¹⁴⁴ Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // Вестник Финансовой академии. – 2010. – № 6. – С. 22

¹⁴⁵ Aghion Phillippe, Dewatripont Mathias, Rey Patrick (1999), Competition, Financial Discipline and Growth // Review of Economic Studies, Vol. 66, No. 4, pp. 825

¹⁴⁶ Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // Вестник Финансовой академии. – 2010. – № 6. – С. 22

სწორედ მსესხებლის ინტერესებს. ამასთან დაკავშირებით დაფინანსების ორგანიზაცია გადაიქცევა მნიშვნელოვან პრობლემად და აქედან გამომდინარე გამოიყენება დაფინანსების სხვადასხვა მექანიზმები, რომლებიც სხვადასხვაგვარად წყვეტენ მორალური რისკისა და უარყოფითი არჩევანის პრობლემას¹⁴⁷.

ცალკეულ ეკონომისტთა აზრით, ფინანსური სისტემის როლი ეკონომიკურ განვითარებაში გამომდინარეობს თავის მიერ შესრულებული ფუნქციებიდან. ზოგიერთი მკვლევარის მიხედვით, არსებობს ფინანსური სისტემის სხვადასხვა კლასიფიკაციები.

რ. ლევინი¹⁴⁸ (მინესოტას უნივერსიტეტი, აშშ) გამოყოფს ფინანსური სისტემის 5 ფუნქციას

- 1) საინფორმაციოს (ინფორმაციის მიწოდება შესაძლო ინვესტიციებზე და კაპიტალის განაწილებაზე).*
- 2) კონტროლის და მონიტორინგის (ინვესტიციების და მენეჯერების კონტროლის განხორციელება დაფინანსების მიცემის შემდეგ).*
- 3) რისკების მართვას (რისკების შემცირება, დივერსიფიკაცია და მართვა).*
- 4) დანაზოგების აკუმულაცია (ეკონომიკური სუბიექტების დანაზოგების მობილიზება).*
- 5) მიმოქცევის ხარჯების შემცირება (აადვილებს საქონლისა და მომსახურებების მიმოცვლას).*

საინფორმაციო ფუნქცია¹⁴⁹ : ფინანსურ შეამავლებს შეუძლიათ შეამცირონ ინფორმაციის მიღებისა და გადამუშავების ღირებულება, რაც, თავის მხრივ, ხელს უწყობს რესურსების უკეთ განაწილებას. ფინანსური შეამავლების გარეშე იძულებული გახდებიან გასწიონ უფრო მეტი ხარჯები, რომლებიც დაკავშირებულია ფირმების, მენეჯერების და ინვესტორების ეკონომიკური პირობების შესაფასებლად. აადვილებენ

¹⁴⁷ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, p5-6

¹⁴⁸ Levine Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2., pp. 688

¹⁴⁹ Levine Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2., pp. 688-689

რა ამ ინფორმაციის მიღებას, ფინანსურ შუამავლებს შეუძლიათ ხელი შეუწყონ ეკონომიკური ზრდის დაჩქარებას. ფინანსური შუამავლები ხელს უწყობენ რესურსების უფრო ეფექტურ განაწილებას, ახალი მომგებიანი ბიზნეს-პროექტების მოძიებით. ანალოგიურად, ფინანსურ სისტემას შეუძლია ხელი შეუწყოს სამეცნიერო ტექნოლოგიურ პროცესებს, რესურსების ყველაზე ინოვაციური კომპანიებისკენ წარმართვით. **ი. შუმპეტერი** ნახსენებ ნაშრომში აღნიშნავს¹⁵⁰ 1912 წ. „ბანკირი ... არის არა მხოლოდ უბრალო შუამავალი, ის იძლევა ინოვაციების დანერგვის შესაძლებლობას ცალკე ინდივიდებისათვის საზოგადოების ინტერესებისათვის“. აქციების განვითარებულ ბაზრებს ასევე შეუძლიათ შეუწყონ ხელი ინფორმაციების გავრცელებას კომპანიების შესახებ.

კონტროლისა და მონიტორინგის ფუნქცია¹⁵¹: კორპორატიული მართვა (corporate governance) ზოგიერთი ეკონომისტის აზრით თამაშობს ძალზე მნიშვნელოვან როლს მთლიანობაში ეკონომიკური ზრდის და კერძოდ, ფინანსური ფაქტორების ადგილების გასაგებად. პირების უნარები, რომლებიც აძლევენ ფირმებს კაპიტალს, ეფექტურად მიაღწევენ თვალი მისი გამოყენების პროცესს, გავლენას ახდენს გადაწყვეტილების მიღებაზე. იქიდან გამომდინარე, თუ რამდენად ეფექტურად აკონტროლებენ აქციონერები და კრედიტორები ფირმებს და აიძულებენ მენეჯერებს მაქსიმალზაცია გაუკეთონ კომპანიის ღირებულებას, დამოკიდებულია რესურსების განაწილების ეფექტურობა და მენაბრეთა სურვილი გამოიყენონ საკუთარი დანაზოგები წარმოებისა და ინოვაციების დასაფინანსებლად. ამრიგად, კორპორატიული მართვის ეფექტურობა ახდენს უშუალო გავლენას კომპანიის მაჩვენებლებზე, და შესაბამისად, ზრდის ტემპებზე.

რისკების მართვის ფუნქცია¹⁵²: საზოგადოდ ცნობილია, რომ ფინანსურ სისტემებს შეუძლიათ შეამცირონ რისკები, რომლებიც დაკავშირებულია ცალკეულ პროექტებთან, ფირმებთან, დარგებთან, რეგიონებთან, ქვეყნებთან და ა. შ. ბანკები, კოლექტიური ინვესტირების ინსტიტუტები, ფასიანი ქაღალდების ბაზარი – ისინი ყველანი იძლევიან

¹⁵⁰ Schumpeter, J.A., The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934

¹⁵¹ Levine Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2., pp. 688

¹⁵² Levine Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2., pp. 689

რისკების მართვის ინსტრუმენტებს¹⁵³. ფინანსური სისტემის უნარს მისცეს რისკების შემცირების და მართვის მექანიზმები შეუძლია გავლენის მოხდენა ეკონომიკის ზრდის ტემპებზე ფინანსური ნაკადების მიმართულების შეცვლის და დანაზოგის ნორმაზე ზემოქმედების გზით. საბაზო პრინციპი აქ ძალზე იოლია. რისკიანი პროექტები უფრო მომგებიანია, ვიდრე დაბალი რისკის მქონე პროექტები. თვალნათელია ასევე ინვესტორების სწრაფვა აირჩიონ ყველაზე უფრო საიმედო პროექტები. ამიტომაც ფინანსური სისტემები, რომლებიც უმარტივებენ ინვესტორებს რისკების დივერსიფიკაციას, ხელს უწყობენ სახსრების შემოდინებას მოგების მაღალი ნორმით. ეს კი, როგორც წესი, არის პროექტები, რომლებიც დაკავშირებულია ახალ ტექნოლოგიებთან. ფინანსური სისტემები იძლევიან შესაძლებლობას განხორციელდეს რისკების დროში დივერსიფიკაცია¹⁵⁴. რუბცოვის აზრით, თუ ავიღებთ თეორიულ კვლევებს, მაშინ ისინი ამ შემთხვევაში ეხება ძირითადად ბანკების როლს. ფინანსური შუამავლები უზრუნველყოფენ მოგების ნორმის გასწორებას (**შემოსავლიანობის დონის**) ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში (უფრო დაბალია ბუმის დროს, სამაგიეროდ უფრო მაღალია რეცესიის პერიოდში). რისკის კიდევ ერთ სახეობას წარმოადგენს ლიკვიდობის რისკი, ანუ იმის რისკი, თუ რამდენად სწრაფად და როგორი დანაკარგებით შეუძლიათ ბანკის მონაწილეებს გადააქციონ ესა თუ ის საფინანსო ინსტრუმენტი ნაღდ ფულად. ბევრი მომავალში მაღალრენტაბელური, მაღალტექნოლოგიური პროექტები მოითხოვენ კაპიტალის გრძელვადიან ჩადებას უკუგების ხანგრძლივი დროით. თუმცა მენაბრენი უხალისოდ დებენ ფულს, თუ ისინი არ არიან დარწმუნებულნი იმაში, რომ საჭიროების შემთხვევაში არ არის შესაძლებელი მათი ვადაძლე უკან დაბრუნება¹⁵⁵. ამიტომაც, თუ საფინანსო სისტემა არ უზრუნველყოფს საკმარის ლიკვიდობას გრძელვადიანი ინვესტირების ინსტრუმენტებით, ამ პროექტისკენ ნაკლები სახსრები იქნება მიმართული¹⁵⁶.

¹⁵³ Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // Вестник Финансовой академии. – 2010. – № 6. – С. 22–27.

¹⁵⁴ Beck Thorsten, Levine Ross, Loayza Norman (2000), Finance and Sources of Growth // Journal of Financial Economics, Vol. 58, No. 1, pp. 261

¹⁵⁵ Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // Вестник Финансовой академии. – 2010. – № 6. – С. 22–27.

¹⁵⁶ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, р6-7

ანაბრების აკუმულირების ფუნქცია¹⁵⁷ : აღნიშნულ ფუნქციასთან დაკავშირებით ეკონომისტები მიიჩნევენ რომ ანაბრების მობილიზება – ეს არის პროცესი, რომელიც დაკავშირებულია ტრანზაქციულ დანახარჯებთან, რომლებიც გამოწვეულია მათი ჩართულობით ფიზიკური და იურიდიული პირების დიდი რაოდენობისაგან – მენაბრების და ფუნქციური ასიმეტრიის გადალახვით (ინვესტორები უნდა გრძნობდნენ თავს თავდაჯერებულად, გადასცემენ რა კონტროლს თავიანთ დანახარჯებზე ფინანსურ შუამავლებს). რუბცოვის აზრით, შემთხვევითი არ არის ის რომ, რომ ერთ-ერთი ყველაზე ყველაზე ცნობილი წიგნის უმეტესი ნაწილი, რომელიც უკავშირდება აშშ-ში საბანკო საქმის განვითარებას, მიეძღვნა სხვადასხვა სიძნელეების აღწერას კაპიტალის მოზიდვაში მე-19 საუკუნეში და მე-20 საუკუნის დასაწყისში. ფინანსური სისტემა რაც უფრო უკეთესად გადაჭრის ანაბრების აკუმულირების და მათი ინვესტიციებში გარდაქმნის ამოცანას, მით უფრო წარმატებულად ვითარდება ეკონომიკა, და მით უფრო მაღალია ქვეყანაში ეკონომიკური ზრდის ტემპები. მისი თქმით, უოლტერ ბეიჯესოტის ცნობილ ნაშრომში „ლომბარდ სტრიტი“ აღნიშნულია, რომ უმთავრესი განსხვავება ინგლისსა და ყველაზე ღარიბ ქვეყნებს შორის იყო ის, რომ მასში ფინანსურ სისტემას შეეძლო მობილიზება გაეკეთებინა ფინანსური სახსრებისათვის მსხვილმასშტაბიანი პროექტებისათვის. **ბეიჯესოტი** ხაზს უსვამდა, რომ მნიშვნელოვანია არა იმდენად ანაბრის ნორმა, რამდენადაც ანაბრების გაერთიანების უნარი და მათი მიმართვა ყველაზე ეფექტური პროექტებისათვის.

მიმოქცევის ხარჯების შემცირების ფუნქცია¹⁵⁸ : რუბცოვის მიხედვით, ფუნქციურ სისტემას, რომელიც ამცირებს მიმოქცევის ხარჯებს (**ტრანზაქციული ხარჯები**), შეუძლია ხელი შეუწყოს შრომის განაწილებას (მეტ სპეციალიზაციას), ტექნიკურ ინოვაციებს და ზრდას. როგორც ცნობილია, ჯერ კიდევ ადამ სმიტმა მე-18 საუკუნის მეორე ნახევარში აჩვენა, რომ შრომის განაწილება – ეს არის მისი წარმადობის ზრდის მთავარი ფაქტორი. სმიტი ასევე აღნიშნავდა, რომ თვითონ ფული, მიმოქცევის ხარჯების შემცირების წყალობით, ხელს უწყობს სპეციალიზაციის ზრდას, და ამით აჩქარებს ტექნიკურ პროგრესს. უფრო მეტი სპეციალიზაცია მოითხოვს საქონლის

¹⁵⁷ Levine Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2., pp. 688

¹⁵⁸ Levine Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2., pp. 689-690

მიმოცვლის უფრო მეტი მოცულობის შესრულებას. ყოველ საქონლის მიმოცვლით გარიგებას თან ახლავს გარკვეული ხარჯები. ფინანსური სისტემები, რომლებიც იძლევიან მიმოქცევის ხარჯების შემცირების შესაძლებლობას, ასევე უწყობენ ხელს სპეციალიზაციების ზრდას. ამრიგად, ბაზრები, რომლებიც ხელს უწყობენ მიმოცვლას, ასევე უწყობენ ხელს შრომის ნაყოფიერების ზრდას¹⁵⁹.

რ. მერტონი და ზ. ბოდი გამოყოფენ ფინანსური სისტემის 6 ძირითად ფუნქციას¹⁶⁰:

ა) საგადახდო-საანგარიშსწორებოს;

ბ) რესურსების გაერთიანების და საწარმოში წილების გამოყოფის;

გ) ეკონომიკური რესურსების დროით, დარგებს შორის და ქვეყნებს შორის კვლავ გადანაწილებას;

დ) რისკის მართვის;

ე) საინფორმაციოს (ინფორმაციის მიწოდება ფასების შესახებ);

ვ) პრობლემების გადალახვა ან შერბილება, რომლებიც დაკავშირებულია ინფორმაციულ ასიმეტრიასთან.

ამასთან, ფინანსურ სისტემას არ შეუძლია შეასრულოს ეს ფუნქციები, თუ ისინი არ შეასრულებენ მათგან მთავარს. **რ. მერტონი და ზ. ბოდი** თვლიან¹⁶¹, რომ მთავარ ფუნქციას წარმოადგენს ეკონომიკური რესურსების დროით, დარგებს შორის და ქვეყნებს შორის კვლავ გადანაწილებას. ეს მიდგომა მთლიანობაში შეესაბამება თანამედროვე ლიტერატურაში მიღებულსაც. მოცემული ფუნქციის შესრულების შესახებ ყველაზე უკეთ მეტყველებენ შემდეგი ინდიკატორები:

¹⁵⁹ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, p7-8

¹⁶⁰ Merton, Robert C. and Zvi Bodie. "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment." Chap. 1 in The Global Financial System: A Functional Perspective, edited by Dwight B. Crane, Kenneth A. Froot, Scott P. Mason, André Perold, Robert C. Merton, Zvi Bodie, Erik R. Sirri and Peter Tufano, 3-31. Boston: Harvard Business School Press, 1995.

¹⁶¹ Merton, Robert C. and Zvi Bodie. "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment." Chap. 1 in The Global Financial System: A Functional Perspective, edited by Dwight B. Crane, Kenneth A. Froot, Scott P. Mason, André Perold, Robert C. Merton, Zvi Bodie, Erik R. Sirri and Peter Tufano, 3-31. Boston: Harvard Business School Press, 1995.

- ნაღდი ფული პლუს დეპოზიტები მოთხოვნამდე და საბანკო და არასაბანკო ფინანსური შუამავლების სასწრაფო დეპოზიტები მშპ-სთან მიმართებაში (ე. წ. ფინანსური სიღრმის მაჩვენებელი)¹⁶²;
- კერძო საწარმოებისათვის საბანკო კრედიტის დამოკიდებულება მშპ-სთან;
- შიდა კრედიტის დამოკიდებულება, რომელიც გაიცა დეპოზიტური ბანკების მიერ, შიდა კრედიტის მიმართ, რომელიც გაცემულია ქვეყნის ყველა ბანკის მიერ (ცენტრალური ბანკის ჩათვლით)¹⁶³;
- კერძო არაფინანსური კომპანიების მიმართ მოთხოვნების დამოკიდებულება შიდა კრედიტის საერთო ოდენობასთან¹⁶⁴.

რუბცოვის მიხედვით, პირველი ორი მაჩვენებელი ახასიათებენ რესურსების გადანაწილებას საბანკო სისტემის მეშვეობით. პირველი ახასიათებს რესურსების გადაადგილებას არასაფინანსოდან საფინანსო (საბანკო) სექტორში, მეორე – პირიქით. იგი აღნიშნავს, რომ რეგრესიული ანალიზის შედეგები, რომლებიც ჩატარდა ამ ორი მაჩვენებლის მიხედვით სხვადასხვა ქვეყნების მიმართ, მოწმობენ იმაზე რომ, რესურსების რაც უფრო მეტი წილი გადანაწილდება საბანკო სისტემის მეშვეობით, მით უფრო მეტია ზრდის სულადობრივი მაჩვენებლები. იგივე დამოკიდებულება არის აქციების ბაზრის განვითარების დონესა და ზრდის სულადობრივ მაჩვენებლებს შორის. მისი თქმით, ორი სხვა მაჩვენებელი მეტყველებს იმაზე, თუ ვინ გამოდის რესურსების მიმღებად საბანკო სისტემიდან (კერძო თუ სახელმწიფო სექტორი), და ასევე კერძოდ ვინ ახორციელებს რესურსების გადანაწილებას¹⁶⁵ და როგორი პროპორციით (კომერციული ბანკები/ცენტრალური ბანკი). ეს დიფერენცირება კრედიტორის და მოვალის თვალთახედვით ვარაუდობს, რომ რესურსების გადანაწილება ზრდაზე სხვადასხვა ზემოქმედებას ახდენს¹⁶⁶.

¹⁶² Beck Thorsten, Levine Ross, Loayza Norman (2000), Finance and Sources of Growth // Journal of Financial Economics, Vol. 58, No. 1, pp. 261

¹⁶³ Blackburn Keith, Hung Victor (1998), A Theory of Growth, Financial Development and Trade // Economica, Vol. 65, Issue 257, pp. 107

¹⁶⁴ Greenwood Jeremy, Jovanovic Boyan (1990), Financial Development, Growth and the Distribution of Income // Journal of Political Economy, Vol. 98, No.5, pp. 1076

¹⁶⁵ Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // Вестник Финансовой академии. – 2010. – № 6. – С. 22–27.

¹⁶⁶ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, p7-8

ამასთან, მისი თქმით, უნდა აღინიშნოს, რომ აღნიშნული დასკვნა არ წარმოადგენს უნივერსალურს. ის არ დასტურდება ცალკეული პერიოდებისათვის და ცალკეული ქვეყნებისათვის (რეგიონებისათვის). 1970–იან წლებში ფართოდ გავრცელებული თეორიის თანახმად, რომელიც აცხადებს რომ ეკონომიკური განვითარების წინაღობას წარმოადგენს სახელმწიფოს კონტროლის ქვეშ მყოფი ფინანსური სისტემა, გამოსავალს განვითარებადი ქვეყნებისთვის წარმოადგენს მისი ლიბერალიზაცია. თუმცა რეალურმა გამოცდილებამ აჩვენა, რომ **ლიბერალიზაცია ხშირად არ იწვევდა ეკონომიკურ ზრდას, და პირიქით, მთავრდებოდა ფინანსური კრიზისით**¹⁶⁷, დაქვეითებით და/ან ინფლაციის განახლებით. ლათინური ამერიკის ქვეყნების (რომლებიც ატარებდნენ თავისი ფინანსური სისტემების ლიბერალიზაციას 1970–1980–იან წლებში) მაჩვენებლების კორელაციურმა ანალიზმა აჩვენა უარყოფითი კორელაცია ფინანსური სისტემის განვითარებასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის.

ფინანსური სისტემის განვითარების მაჩვენებლები და მათი ევოლუცია: ცალკეული ეკონომისტის აზრით, ყველაზე გავრცელებულ მაჩვენებლებს, რომლებიც ახასიათებენ ფინანსური სისტემის განვითარების დონეს, წარმოადგენენ დეპოზიტების, შიდა კრედიტის, აქციების კაპიტალიზაციის, ობლიგაციებით დავალიანების შეფარდებას მშპ–ს სიდიდესთან¹⁶⁸. ეს შეფარდებები მთლიანობაში კარგად აჩვენებენ ფინანსური სისტემის განვითარების დონეს და ამ დროისათვის წარმოადგენენ სტანდარტებს ეკონომიკურ ლიტერატურაში.

ფინანსური სისტემის მე–20 საუკუნეში მაჩვენებლების ევოლუციის ყველაზე ღრმა კვლევა ჩაატარეს **რ. რაჯანმა და ლ. ზინგალემ**¹⁶⁹. საბანკო სექტორის განვითარების დონის მაჩვენებლის სახით ავტორებმა გამოიყენეს დეპოზიტების (კომერციული და შემნახველი ბანკების) შეფარდება მშპ–სთან. ეს მაჩვენებელი ითვალისწინებს მხოლოდ პასივებს, არ ეხებიან რა აქტივებს. ეს უკანასკნელი შეიძლება მნიშვნელოვანი იყოს. მაგალითად, ტრადიციულად გერმანულ ბანკებში ინგლისურ ბანკებთან შედარებით

¹⁶⁷ Blackburn Keith, Hung Victor (1998), A Theory of Growth, Financial Development and Trade // *Economica*, Vol. 65, Issue 257, pp. 107

¹⁶⁸ Harrison Paul, Sussman Oren, Zeira Joseph (1999), Finance and Growth: Theory and New Evidence // *FEDS Working Paper No. 99-35*

¹⁶⁹ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *Journal of Financial Economics* 69 (2003)

აქტივების უმეტესი ნაწილი მოთავსებულია კომერციულ სესხებში. ამრიგად, დეპოზიტების დამოკიდებულება მშპ-სთან სრულად არ ასახავს მნიშვნელობას, რომლებიც აქვთ გერმანულ ბანკებს საკრედიტო ბაზარზე¹⁷⁰. თუმცა მიუხედავად ამ ნაკლისა, ამ მაჩვენებელს გააჩნია მთავარი უპირატესობა: ის მისაწვდომია უმეტესი ქვეყნების მიხედვით და მისი განსაზღვრა შესაძლებელია ხანგრძლივი ისტორიული პერიოდების განმავლობაში¹⁷¹.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის როლის მაჩვენებლის სახით, ავტორებმა გამოიყენეს კაპიტალიზაციის მშპ-სთან დამოკიდებულება, აგრეთვე დამოკიდებულება აქციების ემისიასა და მთლიან ინვესტიციებს შორის (**Gross Fixed Capital Formation**) და ლისტინგური კომპანიების რაოდენობა მილიონ მცხოვრებზე. რაჯანისა და ზინგალეხის კვლევამ¹⁷² აჩვენა, რომ გაზომვის ხერხზე დამოკიდებულის მიუხედავად, 1913 წელს ფინანსური განვითარების საშუალო დონე საკმაოდ მაღალი იყო 1990 და 1999 წელთან შედარებითაც კი. დეპოზიტების საშუალო სიდიდე მშპ-სთან მიმართ 1913 წ. ახლოსაა 1980 წლის მაჩვენებელთან. ამასთან, ეს მართებულია ქვეყნების უმეტესობისთვისაც. ერთადერთი გამონაკლისი არის იაპონია, სადაც დეპოზიტები შეადგენდნენ მხოლოდ 19%-ს 1913 წ., ხოლო 1999 წელს ტოლი იყო 111%-ის. (Pycov 2006)

აქციების გამოშვებას, რუბცოვის აზრით, ჰქონდა შედარებით უფრო დიდი მნიშვნელობა, როგორც კერძო საწარმოების დაფინანსების წყაროს 1913 წელს, ვიდრე 1990 წელს თითქმის ყველა ქვეყანაში, რომელთა შესახებაც არსებობდა მონაცემები. ქვეყნების უმეტესობაში 1913 წელს იყო უფრო მეტი ლისტინგური კომპანიები მილიონ მცხოვრებზე, ვიდრე 1980 წელს. და მხოლოდ 1990-იანი წლების ბოლოს ბაზრის სწრაფი განვითარების შედეგად გადალახული იქნა 1913 წლის დონე. სხვაობა ცალკეულ შემთხვევებში განსაცვიფრებელია. ასე, 1980 წელს კომპანიების რაოდენობა მილიონ ადამიანზე გერმანიაში იყო ორჯერ უფრო დაბალი, ვიდრე 1913 წელს, იტალიაში სამჯერ, ავსტრიაში ხუთჯერ. მისი თქმით, იგივე შეიძლება ითქვას აქციების

¹⁷⁰ Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // Вестник Финансовой академии. – 2010. – № 6. – С. 22–27.

¹⁷¹ Beck Thorsten, Levine Ross, Loayza Norman (2000), Finance and Sources of Growth // Journal of Financial Economics, Vol. 58, No. 1, pp. 261

¹⁷² Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, Journal of Financial Economics 69 (2003)

ბაზრების შეფარდებით სიდიდეზე. უმეტეს ქვეყნებში აქციების ბაზრების სიდიდე მშპ-სთან მიმართ 1913 წელს იყო უფრო დიდი, ვიდრე 1980 წელს. მხოლოდ 1990-იანი წლების ბოლოს მათ გადააჭარბეს 1913 წლის დონეს¹⁷³.

რუბცოვის მიხედვით, თუმცა კი მთლიანობაში უმდიდრეს ქვეყნებს 1913 წელს გააჩნდათ განვითარებული ფინანსური სისტემა, მისი განვითარების დონე მნიშვნელოვნად განსხვავებული იყო¹⁷⁴. 1913 წელს მშპ-ს სიდიდე ერთ სულ მოსახლეზე არგენტინაში იყო ისეთივე, როგორც გერმანიაში ან საფრანგეთში, თუმცა დეპოზიტების სიდიდე მშპ-სთან მიმართ – მხოლოდ ამ ქვეყნების დონის 2/3 იყო. ანალოგიურად, მშპ არგენტინის ერთ სულ მოსახლეზე 1913 წელს იყო სამჯერ უფრო მაღალი, ვიდრე იაპონიაში, თუმცა აქციების ბაზრის შეფარდებითი სიდიდე – იაპონურის 1/3-ს უდრიდა. 1913 წელს აქციების ემისიის მნიშვნელობა, როგორც დაფინანსების წყაროსი, უფრო მაღალი იყო საფრანგეთში, ბელგიასა და რუსეთში, ვიდრე აშშ-ში. ამ მაჩვენებლის მიხედვით ზოგიერთი კონტინენტური ქვეყანა გამოიყურებოდა არანაკლებ განვითარებულად, ვიდრე აშშ იმ პერიოდისათვის¹⁷⁵. მისი აზრით, ასეთივე დასკვნას ადასტურებენ მონაცემები კაპიტალიზაციის შესახებ. მაღალი კაპიტალიზაცია გააჩნდა დიდ ბრიტანეთს, თუმცა ახლო მაჩვენებლები ჰქონდათ ბელგიას, საფრანგეთს, გერმანიას და შვედეთს, ისინი უსწრებდნენ აშშ-ს. კვლავ აბსოლუტური ურთიერთ დაპირისპირება კონტინენტური ევროპის, ერთი მხრივ, და აშშ-ს დიდ ბრიტანეთთან ერთად, მეორეს მხრივ, ამ მხრივ „არ მუშაობს“. ფაქტიურად, ეს ურთიერთდაპირისპირება შეიძლება გატარდეს მხოლოდ მეორე მსოფლიო ომის შემდგომი პერიოდისათვის.

ზოგიერთი ეკონომისტი¹⁷⁶, ხაზს უსვამს იმას, რომ განვითარებული ქვეყნების ჯგუფის ფინანსური განვითარების დონის კომპლექსურმა შეფასებამ (ყველა მაჩვენებლის გათვალისწინებით) მოგვცა შესაძლებლობა დასკვნის გამოტანისა იმის თაობაზე, რომ მთლიანობაში 1999 წლის მოცემული დონე იყო ისეთივე, როგორც 1913 წელს. აგრეთვე,

¹⁷³ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *Journal of Financial Economics* 69 (2003)

¹⁷⁴ Ноздрев С..Основные характеристики международного финансового рынка [Текст] / С.В. Ноздрев // Российский внешнеэкономический вестник. – 2013. – Т. 2013. – № 12. – С. 86 – 92.

¹⁷⁵ Harrison Paul, Sussman Oren, Zeira Joseph (1999), *Finance and Growth: Theory and New Evidence* // FEDS Working Paper No. 99-35

¹⁷⁶ Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // Вестник Финансовой академии. – 2010. – № 6. – С. 22–27.

1989 წელს არსებული დონე შესამჩნევად დაბალი იყო, ვიდრე 1913 წელს. 1913 წელს კაპიტალიზაციის დამოკიდებულება საფრანგეთში მშპ-ს მიმართ შეადგენდა 78%-ს, აშშ-ში – 41%-ს¹⁷⁷. 1980 წელს შესაბამისი რიცხვები გახდა: 8% და 50%. 1999 წლისათვის ორი ქვეყნის მდგომარეობა დაახლოვდა (104 - 181-ის წინააღმდეგ)¹⁷⁸. მათი აზრით, გერმანიაში მე-20 საუკუნის დასაწყისში დაფინანსება აქციების მეშვეობით იყო უფრო მაღალი განვითარებული სავალო დაფინანსებასთან შედარებით, ვიდრე დიდ ბრიტანეთში. გერმანული კომპანიები იმ დროისათვის იყვნენ ინფორმაციულად უფრო გამჭვირვალე გერმანელი აქციონერებისათვის, ვიდრე ინგლისურები ბრიტანელებისათვის, რამაც განაპირობა კიდევ ინგლისელი ინვესტორების მიერ უპირატესობის მიცემა ობლიგაციების სასარგებლოდ.

ისევე, როგორც ამ დროისათვის, 100 წლის წინ არსებობდა შესამჩნევი განსხვავებები ცალკეულ ქვეყნებს შორის¹⁷⁹. მაჩვენებლების უმეტესობის მიხედვით კონტინენტური ქვეყნები ფინანსების მხრივ 1913 წელს იყვნენ უფრო განვითარებულნი, ვიდრე აშშ¹⁸⁰. ამასთან 1913 წელს საერთო სამართლის ქვეყნები სრულებითაც არ განსხვავდებოდნენ ფინანსური სექტორის განვითარების უფრო მაღალი დონით. ყველა ქვეყანაში 1913 და 1980 წლებს შორის პერიოდში ფინანსური განვითარების მაჩვენებლები გაუარესდა. მხოლოდ მე-20 საუკუნის უკანასკნელ ოცწლეულში მოხდა ფინანსური ბაზრების კვლავ აღორძინება. 1913-1980 წწ პერიოდში ქვეყნების უმრავლესობაში ფინანსური განვითარების მხრივ აღინიშნებოდა რეგრესი. საბანკო დეპოზიტების საშუალო დონე მშპ-სთან მიმართებაში შეადგენდა 41%-ს 1913 წელს და 40%-ს 1980 წელს. კაპიტალიზაციის მშპ-სთან მაჩვენებელი შესაბამისად, 56% და 25%. ლისტინგური კომპანიების რაოდენობა მილიონ მცხოვრებზე 27-სა და 23-ს. აქციების ემისია/ მთლიანი ინვესტიციები კი 12%-დან 3%-მდე¹⁸¹.

¹⁷⁷ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *Journal of Financial Economics* 69 (2003)

¹⁷⁸ Ноздрев С. Основные характеристики международного финансового рынка [Текст] / С.В. Ноздрев // Российский внешнеэкономический вестник. – 2013. – Т. 2013. – № 12. – С. 86 – 92.

¹⁷⁹ Blackburn Keith, Hung Victor (1998), A Theory of Growth, Financial Development and Trade // *Economica*, Vol. 65, Issue 257, pp. 107

¹⁸⁰ Beck Thorsten, Levine Ross (2004), Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence // *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, Issue 3, pp. 423

¹⁸¹ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, p9

როგორც რუბცოვი აღნიშნავს, პირველმა მსოფლიო ომმა, თუ არ ჩავთვლით საკუთრივ ომის წლებს, არ იქონია რადიკალური გავლენა ფინანსურ სისტემაზე. 1929 წელს ფინანსური ინდიკატორების უმრავლესობა ახლოს იყო პირველი მსოფლიო ომის წინა დონესთან. აქციების ემისიის შეფარდებითი რაოდენობა 1912 წელს იყო მნიშვნელოვნად მეტი, ვიდრე 1913 წელს, თუმცა, ეს უმეტესად იყო აღნიშნული წელიწადის თავისებურებები (პიკის ბუმი)¹⁸². მისი თქმით, უფრო საინტერესოა ის ფაქტი რომ, თვით დიდმა დეპრესიამ არ იქონია დაუყოვნებლივი ეფექტი ფინანსურ განვითარებაზე. დეპოზიტების შეფარდებითი სიდიდე მშპ-ს მიმართ იყო გაცილებით მაღალი 1938 წელს, ვიდრე 1929 წელს; იგივე იყო კაპიტალიზაციის თანაფარდობა მშპ-სთან მიმართებაში (48% 46%-ის წინააღმდეგ)¹⁸³. აქციების ემისიის მოცულობა 1938 წელს იყო უფრო დაბალი იყო, ვიდრე 1929 წელს, მაგრამ მაგალითად ტოლი იყო 1913 წლის დონის, ხოლო ლისტინგური კომპანიების რაოდენობა მილიონ მცხოვრებზე 1938 წელს უფრო მაღალი იყო, ვიდრე 1929 წელსა და 1913 წელს. ფინანსური განვითარების მაჩვენებლების შემცირება მოხდა 1940-იან წლებში. ხუთი წლის განმავლობაში ომის დამთავრების შემდეგ, 1950 წელს, ფინანსური განვითარების ყველა ინდიკატორი იყო მნიშვნელოვნად დაბალი, ვიდრე ომის წინ, დეპოზიტები – 32% მშპ, კაპიტალიზაცია – 29%, ხოლო აქციების ემისია – 6% მთლიანი ინვესტიციებიდან¹⁸⁴. დაქვეითება არ იფარგლება ქვეყნებით, რომლებიც დამარცხდნენ ომში, თუმცა მათში ეს უფრო მეტად არის შესამჩნევი. იგივე სურათი აღინიშნება შვედეთში, არგენტინაში, ბრაზილიაში.

სხვადასხვა ფინანსური მაჩვენებელი, ცალკეული ეკონომისტთა აზრით, მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ სხვადასხვა დინამიკას აჩვენებდნენ. დეპოზიტების შეფარდებითი სიდიდე უცვლელი რჩებოდა 1950-იან წლებში, ხოლო შემდეგ დაიწყო სტაბილურად ზრდა მომდევნო ათწლეულებში. კაპიტალიზაცია მშპ-ს მიმართ მკვეთრად გაიზარდა 1950-1960-იან წლებში, ხოლო 1970-იან წელს კი დაეცა 1950 წლის დონემდე.

¹⁸² Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // Вестник Финансовой академии. – 2010. – № 6. – С. 22–27.

¹⁸³ Горюнов Е.Л., Трунин П.В. Изучение влияния уровня развития финансовых рынков на экономическое развитие, М 2013, pp 25-61

¹⁸⁴ Blackburn Keith, Hung Victor (1998), A Theory of Growth, Financial Development and Trade // *Economica*, Vol. 65, Issue 257, pp. 107

ლისტინგური კომპანიების რაოდენობამ მოსახლეობის რაოდენობასთან მიმართებაში¹⁸⁵, რომელიც მაღალი იყო 1950-იან წლებში, თანდათან იკლო 1980 წლისათვის. ეს ფენომენი, მათი თქმით, შესაძლებელია დაკავშირებული ყოფილიყო დიდი რაოდენობით კომპანიების წარმოშობასთან ომის შემდეგ და მის შემდგომი კონსოლიდაციის პროცესთან¹⁸⁶.

როგორც ზოგიერთი მკვლევარი აღნიშნავს¹⁸⁷, ფინანსური სისტემის წარსული დონე სხვადასხვა ქვეყნებში სხვადასხვა იყო. მაგალითად, აშშ-ში კაპიტალიზაციის დამოკიდებულება მშპ-სთან 1980 წელს იყო დაახლოებით ისეთივე, როგორც 1913 წელს. იგივე შეიძლება ითქვას დეპოზიტების სიდიდეზე და აქციების ემისიაზე მთლიან ინვესტიციებთან შეფარდებით. მხოლოდ ლისტინგური კომპანიების რაოდენობა გაიზარდა რადიკალურად: 1980 წელს 4-ჯერ გაიზარდა 1913 წელთან შედარებით. 1980-იანი წლების დასაწყისში აშშ-ს ფინანსური სისტემის დონე აღმოჩნდა დაახლოებით ისეთივე, როგორც 1913 წელს. სხვა სურათი იყო საფრანგეთში¹⁸⁸. კაპიტალიზაცია მშპ-ს მიმართ 1980 წელს შეადგენდა 1913 წლის დონის მხოლოდ 10%-ს, ხოლო აქციების ემისია მთლიან ინვესტიციებთან მხოლოდ 40%-ს. იგივე იყო შვედეთშიც, რომელიც არ მონაწილეობდა მეორე მსოფლიო ომში. ყველა ფინანსური მაჩვენებელი აჩვენებდა მკვეთრ ზრდას 1980 და 1990-იან წლებში ევროპაში.

რაჯანი და ზინგალეზი ამტკიცებდნენ, რომ პოლიტიკურმა კომპრომისებმა, რომლებიც მიღწეულ იქნა მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ და რომლებიც მოწოდებულია საბაზრო ძალების მოქმედების შეზღუდვისაკენ, ხელი შეუწყვეს ფინანსური ბაზრების დათრგუნვას მთელს მსოფლიოში. კონტროლმა კაპიტალის მოძრაობასთან და

¹⁸⁵ Столбов М.И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы / М.И. Столбов. – М. : Научная книга. – 208 с. – (Россия в мировой экономике). – ISBN 978-5-91393-007-1

¹⁸⁶ Blackburn Keith, Hung Victor (1998), A Theory of Growth, Financial Development and Trade // *Economica*, Vol. 65, Issue 257, pp. 107

¹⁸⁷ Harrison Paul, Sussman Oren, Zeira Joseph (1999), Finance and Growth: Theory and New Evidence // *FEDS Working Paper No. 99-35*

¹⁸⁸ Горюнов Е.Л., Трунин П.В. Изучение влияния уровня развития финансовых рынков на экономическое развитие, М 2013, pp 25-61

მნიშვნელოვანწილად საფინანსო დაწესებულებებზე, გამოიწვია ფინანსური სისტემის განვითარების კლება მე-20 საუკუნის დასაწყისის დონესთან შედარებით¹⁸⁹.

თუ 1970-იანი წლების დასაწყისში ევროპა და იაპონია დაინტერესებულნი იყვნენ კაპიტალის მოძრაობასა და ვალუტის კურსებზე კონტროლის სისტემის შენარჩუნებაში, აშშ-ს პოზიცია ამ დროისათვის სხვა იყო. გააჩნდა რა მძლავრი საფინანსო სექტორი, აშშ-ში თვლიდნენ, რომ მათი ინსტიტუტები ლიბერალიზაციის პირობებში დაიკავებენ ბაზრების ნაწილს საზღვარგარეთ. გარდა ამისა, აშშ-ში იმედოვნებდნენ, რომ მათი განვითარებული ფინანსური ინსტიტუტები მოიზიდავდნენ კაპიტალს სხვა ქვეყნებიდან, რაც გაადვილებს მზარდი სავაჭრო და საბიუჯეტო დეფიციტის დაფარვას. დიდი ბრიტანეთი ასევე იყო დაინტერესებული კაპიტალის მოძრაობაზე კონტროლის გაუქმებაში საერთაშორისო ფინანსური ცენტრში თავისი როლის აღდგენის მიზნით¹⁹⁰.

თუ 1970-იანი წლების დასაწყისში ევროპა და იაპონია, როგორც ზოგიერთი ეკონომისტი თვლის, დაინტერესებულნი იყვნენ კაპიტალის მოძრაობასა და ვალუტის კურსებზე კონტროლის სისტემის შენარჩუნებაში. აშშ-ს პოზიცია ამ დროისათვის სხვა იყო. გააჩნდა რა მძლავრი საფინანსო სექტორი, აშშ-ში თვლიდნენ, რომ მათი ინსტიტუტები ლიბერალიზაციის პირობებში დაიკავებენ ბაზრების ნაწილს საზღვარგარეთ¹⁹¹. გარდა ამისა, აშშ-ში იმედოვნებდნენ, რომ მათი განვითარებული ფინანსური ინსტიტუტები მოიზიდავდნენ კაპიტალს სხვა ქვეყნებიდან, რაც გაადვილებს მზარდი სავაჭრო და საბიუჯეტო დეფიციტის დაფარვას¹⁹². დიდი ბრიტანეთი ასევე იყო დაინტერესებული კაპიტალის მოძრაობაზე კონტროლის გაუქმებაში საერთაშორისო ფინანსური ცენტრში თავისი როლის აღდგენის მიზნით¹⁹³.

აშშ-მ პირველმა დაიწყო თავისი ფინანსური სისტემის ლიბერალიზაციის გატარება: გააუქმეს კონტროლი კაპიტალის მოძრაობაზე 1974 წელს; 1975 წელს ნიუ იორკის

¹⁸⁹ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *Journal of Financial Economics* 69 (2003)

¹⁹⁰ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, p10

¹⁹¹ Harrison Paul, Sussman Oren, Zeira Joseph (1999), *Finance and Growth: Theory and New Evidence* // FEDS Working Paper No. 99-35

¹⁹² Горюнов Е.Л., Трунин П.В. Изучение влияния уровня развития финансовых рынков на экономическое развитие, М 2013, pp 25-61

¹⁹³ Blackburn Keith, Hung Victor (1998), *A Theory of Growth, Financial Development and Trade* // *Economica*, Vol. 65, Issue 257, pp. 107

საფონდო ბირჟამ გააუქმა ფიქსირებული საკომისიოები. დიდმა ბრიტანეთმა მოხსნა კონტროლი კაპიტალზე 1979 წელს. საფონდო ბირჟის დერეგულირება (ე. წ. **Bing Bang**) მოხდა 1986 წელს. 1980–იანი წლების ბოლოს კონტროლი კაპიტალის მოძრაობაზე საყოველთაო გაუქმდა ყველა ევროპულ ქვეყანაში და იაპონიაში. სწორედ ეს, ავტორების აზრით¹⁹⁴, გახდა ფინანსური სექტორის განვითარების მძლავრი ბიძგი 1990–იან წლებში. განსაკუთრებით დადებითად იმოქმედა ევროპაში ფინანსური ბაზრების განვითარებაზე ევროპული სავალუტო კავშირის შექმნამ, რამაც სრულად გახსნა ადგილობრივი ბაზრები კონკურენციისათვის და ხელი შეუწყო ახალი სეგმენტების შექმნას, კერძოდ, ე. წ. „ახალი ბაზრების“, ემისიის, ლისტინგური კომპანიების და კაპიტალიზაციის თანმხლები ზრდით¹⁹⁵.

ფინანსური სისტემების ტიპები, მათი შედარებითი უპირატესობები: თანამედროვე ეკონომიკურ ლიტერატურაში გამოყოფენ ფინანსური სისტემების ორ მოდელს, „საბანკო“ და „საბაზრო“, რომელთა მომხრეებს არც თუ იშვიათად მოყავთ ერთნაირი ფაქტები და მტკიცებულებები, რომლებიც განიმარტებიან დიამეტრალურად საწინააღმდეგო სახით¹⁹⁶. მათი თქმით, „საბანკო“ შეხედულება (**bank-based view**) ხაზს უსვამს ბანკების პოზიტიურ როლს კაპიტალის მობილიზაციაში, საუკეთესო საინვესტიციო პროექტების განსაზღვრაში, კორპორაციების მენეჯერების კონტროლში და რისკების მართვაში¹⁹⁷. ბანკები ამცირებენ დანახარჯებს, რომლებიც დაკავშირებულია ფირმებისა და მათი მენეჯერების საქმიანობის კონტროლთან და ამით ამაღლებენ რესურსების გადანაწილების ეფექტურობას და კორპორატიული კონტროლის ეფექტიანობას (იხ. შრომები: D. Diamond, R. Ramakrishnan, A. Thakor, J. Boyd, E. Prescott). ბანკები ხშირად ამყარებენ მჭიდრო გრძელვადიან კავშირებს კომპანიებთან, რაც აადვილებს ამ უკანასკნელთა მიერ ფულადი სახსრების მიღებას წარმოების განვითარებისათვის (T. Hoshi, A. Kashyap, D. Shafshstein, R. Stulz). „საბანკო“ კონცეფციის საერთო სახე: ამცირებენ რა საინფორმაციო და ტრანზაქციების დანახარჯებს, ბანკები

¹⁹⁴ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, Journal of Financial Economics 69 (2003)

¹⁹⁵ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006,

¹⁹⁶ Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // Вестник Финансовой академии. – 2010. – № 6. – С. 22–27.

¹⁹⁷ Goldsmith Raymond (1969), Financial Structure and Development // New Haven, CT: Yale University Press

ხელს უწყობენ არსებული კომპანიების განვითარებას და ახლების შექმნას¹⁹⁸. თუმცა, „საბანკო“ კონცეფციის მომხრეები არა მხოლოდ ლაპარაკობენ ბანკების დადებით როლზე, ზოგიერთი მათგანი გამოდის ფასიანი ქაღალდების ბაზრების კრიტიკით, უსვამენ რა ხაზს საბანკო დაფინანსების უპირატესობას ემისიურთან შედარებით. **დ. სტიგლიცის** აზრით, აქციების განვითარებული ბაზრები წარმოშობენ ე. წ. „უბილეთოს“ პრობლემას: ინფორმაცია ასეთი ბაზრების შესახებ უფრო მისაწვდომია ინვესტორებისათვის, რაც არ აძლევს მათ სტიმულს ყველაზე პერსპექტიული კომპანიების მოსაძებნად. ამით ქვეითდება იმის ალბათობა, რომ სწორედ ყველაზე ეფექტური პროექტები მიიღებენ დაფინანსებას, რაც ბუნებრივია, აისახება ზრდის ტემპებზეც¹⁹⁹.

ინფორმაციის სწრაფი გავრცელება (ფასიანი ქაღალდების განვითარებულ ბაზრებზე), რუბცოვის აზრით, აქვეითებს მისი ძიების სტიმულს. გარდა ამისა, მოქმედი მენეჯერები ხშირად იყენებენ ხერხებს შესაძლო შთანთქმის წინაღობისათვის, რაც ასუსტებს ბაზრის მოქმედებას როგორც ეფექტური მადისციპლინერებელი მექანიზმისა. თუმცა თეორიულად აქციონერები აკონტროლებენ დაქირავებულ მმართველებს დირექტორთა საბჭოს მეშვეობით, ამ უკანასკნელსა და მენეჯმენტს შორის შეიძლება ჩამოყალიბდეს „ახლო ნათესაური“ ურთიერთობები, რაც გადააქცევს ფიქციად აქციონერების კონტროლს. ლიკვიდობა, რომელიც დამახასიათებელია აქციების ბაზრისათვის, შეიძლება უარყოფითად აისახოს რესურსების განაწილებაზე საზოგადოების მასშტაბებში²⁰⁰. აქციების ლიკვიდური ბაზრები, **ა. შლეიფერისა და ლ. სამერსის** აზრით, აადვილებენ შერწყმას და შთანთქმას, თუმცა კი იწვევენ კორპორატიული მეკობრეების გამდიდრებას, მათ შეუძლიათ წარმოქმნან უარყოფითი მოვლენები/პროცესები. გარდა ამისა, მაღალი ლიკვიდობა იწვევს ინვესტორების „ახლომხედველობას“. ლიკვიდურ ბაზრებზე ინვესტორებს შეუძლიათ სწრაფად და

¹⁹⁸ Beck Thorsten, Levine Ross (2004), Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence // Journal of Banking & Finance, Vol. 28, Issue 3, pp. 423

¹⁹⁹ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006,11-12

²⁰⁰ Goldsmith Raymond (1969), Financial Structure and Development // New Haven, CT: Yale University Press

დიდი დანაკარგების გარეშე გაყიდონ თავისი აქციები, რაც კვლავ აქვეითებს კორპორატიული მმართველობით დაკავების სტიმულებს²⁰¹.

რუბცოვი აღნიშნავს, რომ, „საბანკო“ სისტემის მომხრეთა აზრით, აქციების ბაზრის განვითარების მაღალი დონე არ უწყობს ხელს ეფექტურ კორპორატიულ მმართველობას და იწვევს რესურსების არა ეფექტურ განაწილებას. კონცენტრირებულ საკუთრებას (რომელიც დამახასიათებელია საბანკო მოდელის მქონე ქვეყნებისათვის), მათი შეხედულებით, შეუძლია ხელი შეუშალოს მენეჯერებს იმოქმედონ მესაკუთრეთა ინტერესების საწინააღმდეგოდ.

„საბანკო“ კონცეფციის მომხრეები კი თვლიან, რომ ბანკები უკეთ უმკლავდება ინფორმაციის მიღების ამოცანას კომპანიებისა და მენეჯერების კონტროლის შესახებ ვიდრე ფასიანი ქაღალდების ბაზარი²⁰². ბანკებს არ გააჩნიათ ფუნდამენტური ხარვეზები, რომლებიც დამახასიათებელია ფასიანი ქაღალდების ბაზრისათვის. „საბანკო კონცეფცია“ ხაზს უსვამს ბანკების როლს დაფინანსების გარე წყაროების უზრუნველყოფაში, განსაკუთრებით ახალგაზრდა ფირმებისათვის²⁰³. „საბაზრო“ შეხედულება (**market-based view**), პირიქით, მდგომარეობს იმაში, რომ ის გამოყოფს პირველ რიგში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პოზიტიურ როლს ეკონომიკურ განვითარებაში. ისევე, როგორც წინა კონცეფციის შემთხვევაში, „საბაზროს“ გააჩნია ორი მხარე; ერთის მხრივ, ის ხაზს უსვამს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პოზიტიურ როლს, მეორეს მხრივ – ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შედარებით უპირატესობებს ბანკებთან შედარებით²⁰⁴. არგუმენტაცია აქაც იგივეა, თუმცა „ზუსტად პირიქით“. მსხვილი და ლიკვიდური ბაზრები საშუალებას იძლევა შეიკრიბოს მთელი ინფორმაცია ახალ ტექნოლოგიებზე და აისახოს ისინი საბაზრო ფასებზე. გარდა ამისა, ლიკვიდურ ბაზრებზე ეკონომიკურ აგენტებს, რომლებიც იღებენ ფასიან ინფორმაციას კომპანიების

²⁰¹ Blackburn Keith, Hung Victor (1998), A Theory of Growth, Financial Development and Trade // *Economica*, Vol. 65, Issue 257, pp. 107

²⁰² Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // *Вестник Финансовой академии*. – 2010. – № 6. – С. 22–27.

²⁰³ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *Journal of Financial Economics* 69 (2003)

²⁰⁴ Beck Thorsten, Levine Ross (2004), Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence // *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, Issue 3, pp. 423

შესახებ, შეუძლიათ სწრაფად მიიღონ მოგება მათი ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გზით, სწორედ რომელიც აძლევს სტიმულს ახალი ინფორმაციის მოძიებას²⁰⁵.

აქციების ბაზარი, რუბცოვის აზრით, ასევე უზრუნველყოფს კორპორატიულ კონტროლს შთანთქმის მექანიზმის არსებობით და მენეჯერების ანაზღაურების უკეთ მიზმის შესაძლებლობას კომპანიის საქმიანობის შედეგებთან. „საბაზრო“ მიდგომის მომხრეები ასევე უსვამენ ხაზს ემისიური დაფინანსების უპირატესობებს საბანკოსთან შედარებით. ჯერ ერთი, კონკურენციის გაძლიერებით, „საბაზრო“ სისტემები ქმნიან უფრო მეტ სტიმულს მეწარმეობის განვითარებისათვის, ვიდრე „საბანკო“. მეორე, ბანკები აღმოჩნდებიან არაეფექტური კორპორატიული კონტროლიორები თავისი ინსაიდური მდგომარეობის ძალით: „საბანკო“ სისტემებში ბანკები ხშირად არიან აქციების მესაკუთრეები ან/და ხმას აძლევენ სხვა აქციონერების აქციებით. ამით ბანკებს თვითონ შეუძლიათ შევიდნენ შეთანხმებაში სხვა მენეჯერებთან გარე ინვესტორების ინტერესების საზიანოდ, რითაც აქვეითებენ კონკურენციას და ეფექტურ კორპორატიულ კონტროლს. გარდა ამისა, მკაფიო საბაზრო სიგნალების არარსებობის გამო ბანკები ხშირად აგრძელებენ ფირმების დაფინანსებას, რომლებიც ახორციელებენ დაბალრენტაბელურ პროექტებს. ამრიგად, „საბაზრო“ სისტემებთან შედარებით, „საბანკოები“ ნაკლებად არიან ორიენტირებული რესურსების მინიჭებაზე უახლეს და უფრო მომგებიან პროექტებში²⁰⁶.

„საბაზრო“ კონცეფციის მომხრეები ასევე ამახვილებენ ყურადღებას პრობლემებზე, რომლებიც წარმოშობენ მძლავრ და გავლენიან ბანკებს. მათი აზრით, უდიდესმა გავლენამ, რომლებიც გააჩნიათ ბანკებს „საბანკო“ ფინანსურ სისტემებში, შეიძლება მოახდინონ უარყოფითი ზემოქმედება ქვეყნის ეკონომიკაზე²⁰⁷. მაგალითად, იღებენ რა მნიშვნელოვან „შიდა“ (არა თანაბრად მისაწვდომ) ინფორმაციას კომპანიის შესახებ, ბანკებს აქვთ საშუალება მიიღონ მისგან თავისებური საინფორმაციო სარგებელი – ფირმები იძულებულნი არიან გადაიხადონ მეტი კაპიტალზე წვდომისათვის. ამ უნარმა, მიიღონ მომავალი მოგებების ნაწილი, როგორც აღნიშნავს რ. რაჯანი, შეიძლება

²⁰⁵ Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // Вестник Финансовой академии. – 2010. – № 6. – С. 22–27.

²⁰⁶ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, 11-12

²⁰⁷ Beck Thorsten, Levine Ross (2004), Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence // Journal of Banking & Finance, Vol. 28, Issue 3, pp. 423

უარყოფითად იმოქმედოს კომპანიის სურვილზე განახორციელოს ინოვაციური, მომგებიანი პროექტები²⁰⁸.

ბანკები, როგორც ინსტიტუტები, რომელთა პასივები წარმოქმნილია უპირატესად სავალ ინსტრუმენტებით, იძულებულნი არიან გაატარონ ფრთხილი პოლიტიკა სახსრების განთავსებაზე, რამაც ასევე შეიძლება შეაფერხოს ინოვაციური, რისკიანი პროექტების დაკრედიტება, და ამით შეანელონ ზრდა. **ფ. ალენი და დ. გეილი**²⁰⁹ ამტკიცებენ, რომ ბანკები, რომლებიც მთლიანობაში წარმატებით ასრულებენ ინფორმაციის შეკრებისა და დამუშავების ფუნქციას, აღმოჩნდებიან ნაკლებად ეფექტურები არასტანდარტული სიტუაციების შემთხვევაში, როდესაც ლაპარაკია ახალ პროდუქტებზე და ტექნოლოგიებზე. ამრიგად, „საბაზრო“ ფინანსური სისტემები უფრო ესადაგებიან ეკონომიკას, რომელიც დაფუძნებულია ცოდნაზე, ვიდრე „საბანკო“ სისტემა. საბანკო სისტემა განსაკუთრებით წარმატებულია ახალგაზრდა კომპანიების დაფინანსების თვალსაზრისით. **რ. რაჯანი და ლ. ზინგალეზი**²¹⁰, მიიჩნევენ რომ „საბანკო“ მოდელი უფრო ნაკლებ შანსს აძლევს ახალბედებს დაფინანსების მისაღებად. არ არის გასაკვირი, რომ კომპანიების საშუალო ასაკმა, რომლებმაც მოახდინეს **IPO** ფრანკფურტის საფონდო ბირჟაზე 1960–1990 წწ., შეადგინა 57 წელი – ასაკი, რომელსაც აშშ-ში ჩათვლიდნენ მიუღებლად ადგილობრივი კორპორაციებისათვის.

კიდევ ერთ ნაკლს რაჯანი და ზინგალეზი²¹¹ ხედავენ იმაში, რომ საბანკო სისტემის მქონე ქვეყნებში, როგორც წესი, ბანკები გადაჭარბებულ მხარდაჭერას უწევენ ჩავარდნილ ან სიძნელეების მქონე ფირმებს. ჩვეულებრივი გარემოებების დროს ეს სისტემას ანიჭებს სტაბილურობას. თუმცა, რადიკალური გარდაქმნების პერიოდებში ასეთი მხარდაჭერა ნიშნავს რესურსების ძალზედ ხანგრძლივ არაეფექტურ გამოყენებას. 1970-იანი წლების პირველ ნახევარში, **პირველი ნავთობის კრიზისის შემდეგ**, ბანკი „სუმიტომო“ მივიდა კოლდინგ „სუმიტომოში“ შემავალი საავტომობილო კომპანია „მაზდას“ დასახმარებლად, ბანკმა არა მხოლოდ გაუკეთა გარანტია „მაზდას“ ვალებს,

²⁰⁸ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, Journal of Financial Economics 69 (2003)

²⁰⁹ Allen F., Gale D., “Comparing financial systems” Cambridge, Mass : MIT Press, 2000

²¹⁰ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, Journal of Financial Economics 69 (2003)

²¹¹ იხილეთ იქვე

არამედ ორგანიზება გაუკეთა კომპანიის გადარჩენას, აიძულებდა რა მუშებსა და მოსამსახურეებს შეეძინათ „მაზდას“ ავტომობილები. რუბცოვის აზრით, სავარაუდოა, რომ შეცდომა იყო ბაზრის სიგნალების იგნორირება, რომლებიც დაკავშირებული იყო ავტომწარმოებლის საქმიანობასთან. შეიძლება, უკეთესი ყოფილიყო, რომ კომპანია შთაენთქა სხვა, უფრო წარმატებულ ფირმას. რადგან 1990–იანების დასაწყისში ის კვლავ აღმოჩნდა განსაცდელში და ამჯერად კომპანია გადაარჩინა ამერიკულმა კომპანია „ფორდმა“. რუბცოვი მიიჩნევს, რომ შეიძლება, უკეთესი ყოფილიყო მისი დახურვა, იაპონიის საავტომობილო წარმოების ჭარბი სიმძლავრეების ლიკვიდაციით, რაც განსაკუთრებით შესამჩნევი გახდა 1990–იან წლებში²¹².

საბაზრო მოდელის მომხრეები ხაზს უსვამენ ბანკების მიერ აქციების მნიშვნელოვანი კონცენტრაციის საფრთხეს. **ე. ვენგერის და კ. კასერერის ნაშრომში**²¹³ აღნიშნულია, რომ გერმანიაში 1990–იანი წლების დასაწყისში ბანკის მენეჯერებს გააჩნდათ საშუალოდ ხმების 61% (როგორც მესაკუთრეები, მაგრამ მეტწილად მინდობილობით) ქვეყნის 24 უმსხვილეს კომპანიაში, ხოლო 11–ში ეს წილი აჭარბებდა 75%–ს თვით გერმანიის ბანკებშიც იგივე სურათი იყო. სამი უმსხვილესი გერმანული ბანკის აქციონერთა საერთო კრებებზე ხმების წილი, რომლებიც გადაცემული იყო მინდობილობით, აჭარბებდა 80%–ს, ამასთან, ამ ხმების უდიდესი ნაწილი გადაცემულ იქნა Deutsche Bank–ის მენეჯმენტს გააჩნდა ხმის უფლება თავისი აქციების 47%–ით, **Dresder Bank–ს – 59%**. ამრიგად, გერმანიის საბანკო მენეჯმენტი რეალურად იღებს მესაკუთრეებისაგან არა მხოლოდ ბანკებზე კონტროლს, არამედ ქვეყნების უმეტეს კომპანიებზეც. ეს, “საბანკო” მოდელის მოწინააღმდეგეთა აზრით, არღვევს ეკონომიკური დემოკრატიის პრინციპებს, ზიანს აყენებს საბაზრო მექანიზმებს და იწვევს არაეფექტურ კორპორატიულ მმართველობას.

რუბცოვის აზრით, „საბანკო“ სისტემები შეიძლება იყოს ყველაზე ეფექტური ეკონომიკური განვითარების გარკვეულ ეტაპებზე. 1970–იან წლებამდე გერმანიის,

²¹² Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, Journal of Financial Economics 69 (2003)

<http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/jfereversal.pdf>

²¹³ Wenger E., Kaserer C., “The German System of Corporate Governance - A Model Which Should Not Be Imitated, Holland press, New-York 1998

იაპონიის და საფრანგეთის „საბანკო“ ეკონომიკები ვითარდებოდა უფრო სწრაფად, ვიდრე აშშ-სა და დიდი ბრიტანეთის „საბაზრო“ ეკონომიკები. 1990-იან წლებში სიტუაცია შეიცვალა 180 გრადუსით. მთლიანი შიდა პროდუქტის საშუალო წლიურმა ზრდამ აშშ-ში შეადგინა 3,1%, დიდ ბრიტანეთში 2,6%, საფრანგეთის 2,1%, გერმანიის 1%, იაპონიის – 1,1%. „საბანკო“ სისტემები ყველაზე კარგად მუშაობენ ინდუსტრიალიზაციის ადრეულ სტადიებზე, დიდი კაპიტალმოცულობის მქონე ობიექტების დაფინანსების პირობებში, სამართლებრივი სისტემის არაეფექტურობის დროს და როდესაც მეცნიერების დიდი მოცულობის მქონე დარგების როლი არ არის მაღალი. ისინი ასევე უკეთ წარმოაჩენენ თავს არცთუ დიდ, დახურულ, ერთგვაროვან ეკონომიკებში.

რაჯანისა და ზინგალეზის აზრით²¹⁴, „საბაზრო“ ფინანსური სისტემები წარმატებით მუშაობენ მხოლოდ იქ, სადაც საჯაროვდება ინფორმაცია კომპანიების მიერ და საკმაოდ არის დაცული ინვესტორთა ინტერესები. ბანკებს შეუძლიათ იარსებონ ისეთ პირობებშიც, როდესაც ერთი და მეორეც იმყოფებიან პრიმიტიულ დონეზე. ამიტომაც, სუსტი სამართლებრივი სისტემების, ანგარიშგების სტანდარტების მქონე ქვეყნებში მძლავრ ბანკებს შეუძლიათ მიიღონ ობიექტური ინფორმაცია კომპანიებისაგან და აიძულონ ისინი დაიცვან თავისი ვალდებულებები, ხელს უწყობენ რა ამით ეკონომიკის განვითარებას. შესაბამისად, აქედან გამომდინარეობს, რომ სუსტი სამართლებრივი სისტემის მქონე ქვეყნებში საბანკო დაფინანსება არა მხოლოდ უპირატესია, უაღტერნატივოდაც კი გვევლინება.

ეკონომისტების გარკვეული ნაწილი არ კამათობს იმაზე, თუ ფინანსური სისტემის რომელი მოდელია უკეთესი: „საბანკო“ თუ „საბაზრო“. მათი აზრით, მთავარია მისი განვითარების საერთო დონე²¹⁵. ფინანსური მომსახურებების საერთო დონის კონცეფცია (financial services view) აცხადებს, რომ ფინანსური სისტემის სტრუქტურას („საბანკო“ ან „საბაზრო“) მეორეხარისხოვანი მნიშვნელობა გააჩნია²¹⁶. ბანკებიც და ფასიანი

²¹⁴ Raghuram G. Rajan, Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, Journal of Financial Economics 69 (2003) <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/ifereversal.pdf>
²¹⁵ Beck Thorsten, Levine Ross (2004), Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence // Journal of Banking & Finance, Vol. 28, Issue 3, pp. 423
²¹⁶ Blackburn Keith, Hung Victor (1998), A Theory of Growth, Financial Development and Trade // Economica, Vol. 65, Issue 257, pp. 107

ქაღალდების ბაზრებიც წყვეტენ მსგავს ამოცანებს ეკონომიკაში. ქვეყნების შედარებისას პირველხარისხოვანი მნიშვნელობა აქვს საფინანსო მომსახურეობების ხარისხსა და წვდომას, და არა იმას, თუ კერძოდ რომელი, ბანკები და თუ ფასიანი ქაღალდების ბაზარი გაუწევს ამ მომსახურეობებს²¹⁷. უფრო მეტიც, ბანკები და ფასიანი ქაღალდების ბაზრები ავსებენ ერთმანეთს, უწევენ რა ფინანსურ მომსახურეობებს და ხელს უწყობენ ეკონომიკურ ზრდას. რუბცოვის თქმით, ზოგიერთი ავტორი სამართლიანად აღნიშნავს, რომ ბანკებსა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრებს შეუძლიათ ითამაშონ ურთიერთშემავსებელი როლი ეკონომიკურ ზრდაში. მაგალითად, კონკურენციის გაძლიერებით კორპორატიული კონტროლოს სფეროში, უწევენ რა ფინანსური ინვესტიციების ალტერნატიულ საშუალებებს, ფასიანი ქაღალდების ბაზრებს შეუძლიათ შეამცირონ ბანკების ზედმეტად ძლიერი ძალაუფლების პოტენციურად მავნე შედეგები. სხვადასხვა ქვეყნების ფირმებზე სხვადასხვა მონაცემების გამოყენებით, **დემირგუჩ-კუნტმა და მაქსიმოვიჩმა** აჩვენეს²¹⁸, რომ განვითარებად ქვეყნებში აქციების ბაზრის ზრდა იწვევს საბანკო კრედიტის ზრდას. **რ. ლევინი** აღნიშნავს, რომ ბევრ შემთხვევაში არა აქვს აზრი იმის არჩევას, თუ რომელიც მოდელია („საბანკო“ თუ „საბაზრო“) უკეთესი. უფრო კონსტრუქციულია ყურადღების გამახვილება იურიდიულ, მარეგულირებელ და პოლიტიკურ სისტემებზე, რომლებიც აძლევენ უფრო ეფექტური განვითარების საშუალებას ბანკებს და ფასიანი ქაღალდების ბაზარს²¹⁹.

ფინანსური სისტემების და მათი სტრუქტურების განვითარების განსხვავების მიზეზები: თავის ნაშრომში პროფესორი **რუბცოვი** აღნიშნავს რომ ჯერ კიდევ **მაქს ვებერის** დროიდან მნიშვნელოვან ფაქტორად, რომელიც გავლენას ახდენს ეკონომიკურ განვითარებაზე, განიხილება გაბატონებული რელიგია. ამ ტრადიციამ თავისი ასახვა ჰპოვა შტულცისა და ვილიამსონის ნაშრომში „*კულტურა, გახსნილობა და ფინანსური*

²¹⁷ Beck Thorsten, Levine Ross (2004), Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence // Journal of Banking & Finance, Vol. 28, Issue 3, pp. 423

²¹⁸ Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav (1998), Law, Finance and Firm Growth // Journal of Finance, Vol 53, Issue 6, pp. 2107

²¹⁹ Goldsmith Raymond (1969), Financial Structure and Development // New Haven, CT: Yale University Press

სისტემა“, რომელშიც განსხვავების ძირითადი მიზეზი დაკავშირებულია კულტურულ განსხვავებებთან, რაც თავისმხრივ განპირობებულია წამყვანი რელიგიით.

რიგი ავტორებისა, პირველ ადგილზე იმ ფაქტორთა შორის, რომლებმაც გავლენა იქონიეს ეკონომიკური ინსტიტუტების განვითარებაზე, აყენებენ ბუნებრივ პირობებს (Endowment Effect). მსჯელობის ლოგიკა შემდეგია: კოლონიებში, სადაც ბუნებრივი პირობები ხელს უწყობდა ევროპული დასახლებების შექმნას, დაიწყო მეტროპოლიის ყველა ინსტიტუტის კვლავწარმოქმნა, მათ შორის ფინანსურის. კოლონიებში, სადაც კლიმატი და სხვ. არ აძლევდა ცხოვრების საშუალებას ევროპელებს, კოლონიზატორების ინტერესი მდგომარეობდა რაც შეიძლება მეტი რესურსების ამოქაჩვა. აქ ევროპელებს არც უფიქრიათ სამართლებრივი და პოლიტიკური ინსტიტუტების შექმნა, რომლებიც დაიცავდნენ კერძო საკუთრების უფლებას. კოლონიალური ქვეყნები ქმნიდნენ და მხარს უჭერდნენ აქ ავტორიტარულ აბსოლუტურ რეჟიმებს, რომლებსაც მხოლოდ უნდა უზრუნველყოთ რესურსების გადაქაჩვა. ამა თუ იმ დონის ეფექტურობით ამ ამოცანის შესრულებით, აქ შექმნილი პოლიტიკური სტრუქტურები ხელს უშლიდნენ გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდას. ამ პოლიტიკურმა და ეკონომიკურმა ინსტიტუტებმა დღევანდლამდე შეინარჩუნეს თავისი მახასიათებლები²²⁰.

ჯონსონი და რობინსონი²²¹ აღნიშნავენ, რომ კოლონიზატორების წასვლის შემდეგ, ხელისუფლებაში მოსული ელიტა (ხშირად ესენი იყვნენ ტომის ბელადები) არც თუ იშვიათად იყენებდა თავისი ინტერესებისათვის უკვე შექმნილ ექსპლუატაციის მექანიზმს. ასე, მათი აზრით, იყო სიერა ლეონეში, სენეგალში, კონგოში. მსგავსი სიტუაცია შეიქმნა ლათინურ ამერიკაშიც. მმართველმა ელიტამ ისარგებლა არსებული ინსტიტუტებით ბუნებრივი რესურსების ექსპლუატაციისათვის და შესაბამისად რენტის მისაღებად, ნაცვლად იმისა რომ შეექმნათ ინსტიტუტები, რომელთაც შეეძლებოდათ კერძო საკუთრების, საკონტრაქტო ვალდებულებების დაცვა და დივერსიფიცირებული თანამედროვე ეკონომიკის განვითარება.

²²⁰ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006,12-13

²²¹ <https://economics.mit.edu/files/4123>

სამართლის გავლენა ფინანსური სისტემის განვითარებაზე: 1990–იანი წლების ბოლოს ავტორთა კოლექტივის²²² ორი სტატიის პუბლიკაციაში, რომლებშიც ფაქტორად, დასახელდა სამართლებრივი სისტემა, წარმოშვა კვლევების მთელი მიმართულება, რომელიც შეიძლება განვსაზღვროთ როგორც „სამართალი და ფინანსები (**low and finance**)

კონცეფცია „სამართალი და ფინანსები“ განიხილავს ფინანსურ ურთიერთკავშირებს საკონტრაქტო ურთიერთობების პრიზმაში (როგორც კონტრაქტების ერთობლიობას). თუ რა დონით სრულდება საკონტრაქტო ურთიერთობები, დამოკიდებულია ქვეყანაში არსებულ იურიდიულ ნორმებზე და კონტრაქტების ვალდებულებების შესრულების იძულების მექანიზმებზე (enforcement mechanisms). ამ თვალთახედვით იურიდიული სისტემა ხელს უწყობს როგორც ბანკების, ისე ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას. კონცეფცია „სამართალი და ფინანსები“ ხაზს უსვამს იმ ფაქტს, რომ სხვადასხვა იურიდიულ სისტემებში სხვადასხვაგვარად წყდება მესაკუთრეთა უფლებების (აქციონერთა ჩათვლით) და კრედიტორების უფლებების დაცვის საკითხი, მათ შორის მათ სახელმწიფოსთან ურთიერთობებისას, რაც თავის მხრივ მჭიდროდ არის დაკავშირებული ფინანსური სისტემის განვითარებასთან²²³.

როგორც ზემოთ იყო აღნიშნული, ფინანსური ბაზრების 1990–იან წლებში ზრდის მიზეზებს ეკონომისტები ხედავენ ეკონომიკაში სახელმწიფოს მხრიდან ჩარევის შესუსტებაში, ლიბერალიზაციაში და კაპიტალის მოძრაობაზე შეზღუდვის გაუქმებაში. რიგმა ავტორებმა გადაწყვიტეს თანამედროვე რაოდენობრივი მეთოდების გამოყენებით შეეფასებინათ ურთიერთკავშირი ცალკეულ სამართლებრივ ნორმებსა და ფინანსურ ინდიკატორებს შორის, ასევე შეეფასებინათ „საბანკო“ და „საბაზრო“ კონცეფცია. ბეკმა, დემირგუჩ–კუნტმა, ლევინმა²²⁴ გამოყვეს მახასიათებლების ორი ძირითადი ჯგუფი – კრედიტორების უფლებები და ინვესტორების უფლებები. მაგალითად, კრედიტორების უფლებებს განეკუთვნება კანონმდებლობაში ნორმის არსებობა, რომელიც პირველ

222 Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, “Law and Finance”, Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6 (December 1998), pp. 1113

223 Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav (1998), Law, Finance and Firm Growth // Journal of Finance, Vol 53, Issue 6, pp. 2107

224 Levine Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2., pp. 688

ადგილზე დააყენებდა უზრუნველყოფილი (გირაოთი) კრედიტორების ინტერესებს ყველა სხვა პირთან მიმართებაში (მ. შ. სახელმწიფოსთან), აქტივების ავტომატური ბლოკირება გაკოტრების თაობაზე განცხადების შეტანის შემთხვევისას და სხვ²²⁵.

რუბცოვის აზრით, ინვესტორების (აქციონერების) უფლებები ხასიათდება კანონმდებლობაში ჩვეულებრივი აქციების (ერთი აქცია – ერთი ხმა) ყველა მფლობელის თანაბარი უფლებების არსებობით, კუმულაციური ხმის მიცემის არსებობით, დაუსწრებელი ხმის მიცემის შესაძლებლობით, აქციების მცირე პაკეტების მფლობელების შესაძლებლობით შეიტანონ ხმის მიცემის ბიულეტენში თავისი კანდიდატები და ა. შ. შესაძლებელია ასევე გამოყენებულ იქნას ფინანსური ანგარიშგების საიმედოობა, ქვეყანაში კანონიერების დონე და სხვ. ყოველი ასეთი მაჩვენებელი იღებს რაოდენობრივ შეფასებას: ან პრინციპით „1“ – ნიშნის არარსებობა“, ან ბალების სისტემა (მაგალითად –5-დან +5-მდე, 1-დან 100-მდე, 1-დან 10-მდე და სხვ.). შემდგომ სხვადასხვა მათემატიკური მეთოდების (ძირითადად რეგრესიული ანალიზის) გამოყენებით ვლინდება კორელაცია ამ მაჩვენებლებსა და ფინანსური ბაზრების განვითარების მაჩვენებლებს ან მაკროეკონომიკური დინამიკის მაჩვენებლებს შორის. ანალიზმა გამოავლინა ძლიერი კორელაცია კრედიტორების უფლებებსა და აქციონერებსა და ფინანსურ ინდიკატორებს შორის.

თავიანთ ნაშრომებში **ბეკმა, დემირგუზ-კუნტმა, ლევინმა, მაქსიმოვიჩმა**^{226 227} სცადეს შეეფასებინათ ფინანსური სისტემის სტრუქტურის გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე, 33 ფორმის, 34 ქვეყნის დარგების და 48 ქვეყნის დონეზე მონაცემების გამოყენებით. ავტორებმა გამოიყენეს სხვადასხვა ინდიკატორები და სხვადასხვა ეკონომეტრიკული მეთოდები კავშირის შესაფასებლად ფინანსურ სტრუქტურასა და ეკონომიკურ განვითარებას შორის. მათ თავის წინაშე მიზნად დაისახეს შემდეგი საკითხები:

²²⁵ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and robert w. vishny, "Law and Finance", Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6 (December 1998), pp. 1113

²²⁶ Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav (1998), Law, Finance and Firm Growth // Journal of Finance, Vol 53, Issue 6, pp. 2107

²²⁷ Levine Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2., pp. 688

- თუ განსხვავდებიან ზრდის ტემპები ფინანსური სექტორის „საბანკო“ მოდელისა და „საბაზრო“ მოდელის მქონე ქვეყნებს შორის ან ხომ არ ახდენს ფინანსური სისტემის სტრუქტურა ეკონომიკური განვითარების მსვლელობაზე?
- თუ ახდენს გავლენას სამართლებრივი სისტემა ფინანსური სისტემის ეფექტურობაზე, და მისი მეშვეობით – ეკონომიკურ ზრდაზე?
- როგორ ფინანსურ სისტემაში ვითარდება უფრო სწრაფად დარგები, რომლებიც დამოკიდებულნი არიან გარედან დაფინანსებაზე და მათგან რომლები უფრო მეტად უწყობენ ხელს ახალი კომპანიების გამოჩენას?
- თუ ახდენს გავლენას სამართლებრივი სისტემა ახალი ფირმების გამოჩენის ტემპებზე?
- რომელ ფინანსურ სისტემებში არის უფრო ადვილი ფირმებისათვის მიიღონ ფინანსური რესურსები და თუ მოქმედებს ეს მათი ზრდის ტემპებზე?

მათმა ანალიზმა, რუბცოვის აზრით, არ დაადასტურა არც „საბანკო“ და არც „საბაზრო“ კონცეფცია. ქვეყნების დაყოფა ფინანსური სისტემის ნიშნით არ იძლევა საშუალებას აიხსნას განსხვავებები არც ზრდის გრძელვადიან ტემპებში, არც მრეწველობის განვითარების დონეზე, არც ახალი ფირმების შექმნის ან მათი ზრდის ტემპებზე. ამასთან აღმოჩენილ იქნა მდგრადი კავშირი გარე ინვესტორების უფლებებსა და მათი დაცვის ეფექტურობასა და ყველა ჩამოთვლილ ეკონომიკურ მაჩვენებლებს შორის. სამართლებრივი სისტემა, ნამდვილად ახდენს გავლენას ფინანსურ სისტემაზე, ის კი თავის მხრივ – ეკონომიკაზე. მისი თქმით, კვლევამ დაადასტურა, რომ მნიშვნელოვანია არა ფინანსური სისტემის სტრუქტურა, არამედ მისი განვითარების საერთო დონე, ასევე კრედიტორებისა და აქციონერების იურიდიული დაცვის დონე. ასეთივე დასკვნას შეიცავს სხვა ნაშრომებიც.

სამართლის გავლენა ფინანსური სისტემის განვითარებაზე: 1990-იანი წლების ბოლოს ავტორთა კოლექტივის (ლა პორტა, ლოპეს დე სილანესი, შლეიფერი და ვიშნი²²⁸) ორი სტატიის პუბლიკაციაში დასახელებულმა ფაქტორებმა წარმოშვა კვლევების მთელი

²²⁸ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and robert w. vishny, Law and Finance, Journal of Political Economy, Vol. 106, No. 6 (December 1998), pp. 1113-1155 https://www.fd.unl.pt/docentes_docs/ma/AJM_MA_7983.pdf

მიმართულება, რომელიც შეიძლება განვსაზღვროთ როგორც „სამართალი და ფინანსები (low and finance)“.

კონცეფცია „სამართალი და ფინანსები“ განიხილავს ფინანსურ ურთიერთკავშირებს საკონტრაქტო ურთიერთობების პრიზმაში (როგორც კონტრაქტების ერთობლიობას). თუ რა დონით სრულდება საკონტრაქტო ურთიერთობები, დამოკიდებულია ქვეყანაში არსებულ იურიდიულ ნორმებზე და კონტრაქტების ვალდებულებების შესრულების იძულების მექანიზმებზე (**enforcement mechanisms**). ამ თვალთახედვით იურიდიული სისტემა ხელს უწყობს როგორც ბანკების, ისე ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას²²⁹. კონცეფცია „სამართალი და ფინანსები“ ხაზს უსვამს იმ ფაქტს, რომ სხვადასხვა იურიდიულ სისტემებში სხვადასხვაგვარად წყდება მესაკუთრეთა უფლებების (აქციონერთა ჩათვლით) და კრედიტორების უფლებების დაცვის საკითხი, მათ შორის მათ სახელმწიფოსთან ურთიერთობებისას, რაც თავის მხრივ მჭიდროდ

ლევიზა, ლოაიზამ და ბეკმა ჩაატარეს კვლევა (რეგრესიული ანალიზი) ფინანსური სისტემის გავლენაზე ეკონომიკურ განვითარებაზე, მათი სტრუქტურის თავისებურებების გათვალისწინებით 71 ქვეყნის მონაცემებით 1960–1995 წწ. მათ გამოავლინეს ფინანსური სექტორის სტატისტიკურად სარწმუნო და ძლიერი ზემოქმედება ეკონომიკურ ზრდაზე²³⁰.

შესაბამისად, რეფორმებმა სამართლისა და აღრიცხვის სფეროში, რომლებიც იძლევიან აღნიშნულ სფეროში მდგომარეობის გაუმჯობესების შესაძლებლობას, შეიძლება დააჩქარონ ფინანსური შუამავლების განვითარება და ამით თავისმხრივ დააჩქარონ ეკონომიკური ზრდა. საკონტრაქტო ვალდებულებების შესრულების ამოცანები ნიშნავს გაცილებით მეტს, ვიდრე იურიდიული სისტემა თავისთავად. ქვეყნებში, სადაც ეფექტურად სრულდება კანონი, ფინანსური შუამავლები უფრო განვითარებულია, ვიდრე ქვეყნებში, სადაც სუსტია ე.წ. “ინფორსმენტი”. და ბოლოს, ავტორები ამტკიცებენ, ფინანსური სისტემის განვითარებისათვის აუცილებელია ინფორმაციის ეფექტური გახსნა. ქვეყნებში, სადაც კორპორაციები რეგულარულად აქვეყნებენ საფუძვლიან

²²⁹ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, p15

²³⁰ Beck Thorsten, Levine Ross (2004), Stock Markets, Banks and Growth: Panel Evidence // Journal of Banking & Finance, Vol. 28, Issue 3, pp. 423

ფინანსურ ანგარიშებს, ფინანსური სექტორი უფრო განვითარებულია, ვიდრე ქვეყნებში, სადაც ინფორმაცია კომპანიებზე ნაკლებად საიმედოა²³¹.

თავის ერთ-ერთ ნაშრომში **ლევინმა**²³² შეაფასა ფინანსური სისტემების ორი ტიპის გავლენა შიდა საერთო პროდუქტის დინამიკის მაჩვენებელზე. მან ვერ იპოვა იმის მტკიცებულება, რომ მათგან რომელიმე უფრო მეტად უწყობს ხელს ეკონომიკურ ზრდას. **ლევინმა და ბეკმა**, განიხილეს რა 42 ქვეყნის და 36 დარგის 1980–იან წლების მონაცემები, შეეცადნენ შეეფასებინათ ფინანსური სტრუქტურის გავლენა ახალი ფირმების შექმნაზე ან უკვე არსებულების გაფართოებაზე. ფირმების შექმნაზე ან უკვე არსებულების გაფართოებაზე. მიღებული შედეგები მოწმობენ იმას, რომ არც „საბაზრო“, არც „საბაზრო“ კონცეფცია არ დასტურდება ემპირიული მონაცემებით. კომპანიები, რომლებიც დამოკიდებულნი არიან გარედან დაფინანსებაზე, არ აჩვენებენ ზრდის უფრო სწრაფ ტემპებს არც „საბანკო“, არც „საბაზრო“ სისტემაში. თუმცა მათ აღმოაჩინეს დადასტურება კონცეფციისა „ფინანსური მომსახურებების დონე“ და „სამართალი და ფინანსები“. დარგები, რომლებიც განიცდიან მნიშვნელოვან მოთხოვნილებებს მოზიდული რესურსების მიმართ, უფრო სწრაფად ვითარდებიან ეკონომიკებში, რომელთაც გააჩნიათ ფინანსური სექტორის განვითარების უფრო მაღალი დონე. ისინი ასევე იზრდებიან შედარებით სწრაფად ეკონომიკებში, რომლებშიც სამართლებრივი სისტემები უკეთ იცავენ გარეშე ინვესტირების უფლებებს და სადაც სამართალდამცავი ორგანოები ეფექტურად იცავენ ამ ნორმებს.²³³

რუბცოვის მიხედვით, აღნიშნულმა ავტორებმა განიხილეს სამრეწველო კომპანიების რაოდენობის დინამიკა და მათი საშუალო სიდიდის ცვლილება, დაუკავშირეს რა ფინანსური განვითარების მაჩვენებლებს. იმავე დროს, აღმოჩნდა მკაფიო კავშირი ფინანსური განვითარების საერთო დონესა და საწარმოების რაოდენობის ზრდას შორის. მათ მიერ ასევე იქნა დადგენილი დადებითი კორელაცია ახალი ფირმების გამომჩენასა და კონკრეტული ვალდებულებების სამართლებრივ რეგულირებას შორის.

²³¹ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, 18-20

²³² Levine Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2., pp. 688

²³³ Beck Thorsten, Levine Ross, Loayza Norman (2000), Finance and Sources of Growth // Journal of Financial Economics, Vol. 58, No. 1, pp. 261

ამასთან, არ იქნა გამოვლენილი კავშირი ფინანსური განვითარების საერთო დონესა და სამართლებრივი ფაქტორის საწარმოს ზომას შორის.

დემირგუც-კუნტმა და მაქსიმოვიჩმა²³⁴, გამოიყენეს რა ცალკეული კომპანიების მონაცემები, ვერ აღმოაჩინეს ფინანსური სტრუქტურის გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე. ავტორები აკეთებენ დასკვნას იმის თაობაზე, რომ ფინანსური სისტემა მისი სამართლებრივი კომპონენტის ჩათვლით, ახდენს გავლენას განვითარებაზე, იმ დარგების კომპანიებისათვის რესურსების მინიჭების ხარჯზე, რომლებიც დამოკიდებულია დაფინანსების გარეშე წყაროებზე. ეს დასკვნა არის შემპეტერის იდეების შესაბამისი, რომელიც ამტკიცებდა, რომ ფინანსური განვითარება სტიმულს აძლევს ეკონომიკურ ზრდას იმის ხარჯზე, რომ ხელს უწყობს ახალი ფირმების და პროექტების შექმნას. ეს დასკვნა ადასტურებს ამავე ავტორების მიერ ადრე გაკეთებულ დასკვნასაც იმის თაობაზე, რომ ფინანსური განვითარება სტიმულს აძლევს ზრდას კაპიტალის უფრო ეფექტური გადანაწილების ხარჯზე, და არა მისი დაგროვების ხარჯზე²³⁵.

ბეკმა, დემირგუჩ-კუნტმა და ლევინმა^{236 237} გამოთვალეს რეგრესიები შერჩევით რამდენიმე ათეული ქვეყნიდან, რათა შეეფასებინათ ზემოთ მითითებული თეორიების კორექტულობა/სისწორე. ფინანსური სექტორის განვითარების დონის გასაზომად გამოიყენეს ფინანსური შუამავლების განვითარების მაჩვენებლები (ბანკების), აქციების ბაზრის, აქციონერებისა და კრედიტორების უფლებების იურიდიული დაცულობა, საკუთრების უფლებების და საკონტრაქტო ვალდებულებების შესრულების დაცულობა, აღრიცხვის სტანდარტების დაცულობა და ბანკებში სახელმწიფოს საკუთრების წილი. ფინანსური მაჩვენებლები განიხილებოდა 1975–1995 წწ. პერიოდში. მიღებული შედეგების თანახმად, სამართლებრივი სისტემები მნიშვნელოვან წილად ხსნიან განსხვავებებს ფინანსური სისტემების განვითარების დონეებს შორის. ცვლადები „სამართლებრივი სისტემების წარმოშობა“ მნიშვნელოვნად განსხვავდება ნულიდან

²³⁴ Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav (1998), Law, Finance and Firm Growth // Journal of Finance, Vol 53, Issue 6, pp. 2107

²³⁵ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, 20-21

²³⁶ Beck Thorsten, Levine Ross, Loayza Norman (2000), Finance and Sources of Growth // Journal of Financial Economics, Vol. 58, No. 1, pp. 261

²³⁷ Levine Ross (1997), Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2., pp. 688

15-ში რეგრესიის 18 განტოლებიდან ცდომილების 5%-ანი დონით. გერმანული სისტემის ქვეყნებს გააჩნიათ ფინანსური განვითარების უფრო მაღალი დონე და საკონტრაქტო ვალდებულებების შესრულების უფრო ეფექტური სისტემა, ვიდრე ინგლისური ან ფრანგული სამართლებრივი სისტემის მქონე ქვეყნებს. ქვეყნებში ბრიტანული სამართლებრივი სისტემით უკეთ არის დაცული აქციონერებისა და კრედიტორების უფლებები და უკეთესია ანგარიშგების სისტემა, ვიდრე გერმანული და ფრანგული სამართლებრივი სისტემის ქვეყნებში. ფრანგული სამართლებრივი სისტემის მქონე ქვეყნებს გააჩნიათ ფინანსური სისტემის განვითარების ყველაზე დაბალი მაჩვენებელი და უფრო დაბალი მაჩვენებლები, რომლებიც ახასიათებენ კერძო საკუთრების უფლების დაცვას, ვიდრე ინგლისური და გერმანული სამართლებრივი სისტემის მქონე ქვეყნებს.

„ბუნებრივი ფაქტორების თეორიის“ შეფასებისას ავტორებმა²³⁸ ააგეს რეგრესიის განტოლებები, გამოიყენეს რა ცვლადის სახით სიკვდილიანობის დონის მაჩვენებელი ევროპულ კოლონიზატორის სხვადასხვა კოლონიებში, რომლებიც შემდგომში გახდნენ დამოუკიდებელი სახელმწიფოები. მთლიანობაში შედეგი ცალსახად მოწმობს იმაზე, რომ რაც უფრო დაბალია სიკვდილიანობის დონე ევროპული კოლონიზაციის დროს, მით უფრო მეტია ჩვენს დროში ფინანსური განვითარების დონე²³⁹.

სხვა ქვეყნებთან შედარებით, ქვეყნებს **ფრანგული სამართლებრივი სისტემით** გააჩნიათ უფრო დაბალი ფინანსური ინსტიტუტები. მათ აქვს აღრიცხვიანობის უფრო ცუდი სისტემა, უფრო ცუდად არის ორგანიზებული საკუთრების უფლების დაცვა, უფრო დაბალი ბანკებისა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრების განვითარების დონე. ქვეყნებს საერთო და გერმანული სამართლით გააჩნიათ შედარებით უფრო ეფექტური ფინანსური დაწესებულებები. მაგალითად, საერთო სამართლის ქვეყნებს გააჩნიათ განსაკუთრებით კარგი აღრიცხვისა და ანგარიშგების სისტემები, გარე ინვესტორების უფლებების ძლიერი დაცვა და აქციების განვითარებული ბაზრები. გერმანული სისტემის ქვეყნებში უფრო უკეთესად არის დაცული კერძო მესაკუთრების უფლებები, აქ არის

²³⁸ Beck Thorsten, Levine Ross, Loayza Norman (2000), Finance and Sources of Growth // Journal of Financial Economics, Vol. 58, No. 1, pp. 261-262

²³⁹ Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav (1998), Law, Finance and Firm Growth // Journal of Finance, Vol 53, Issue 6, pp. 2107

საკონტრაქტო ვალდებულებების შესრულების უფრო ეფექტური სისტემა და კარგად განვითარებული ბანკები²⁴⁰.

ამრიგად, ფინანსური ბაზრების ევოლუციის, მათი სტრუქტურისა და ფაქტორების ანალიზი, რომლებიც ახდენენ ზემოქმედებას განვითარების დონეზე, იძლევა შემდეგი დასკვნების გაკეთების საშუალებას²⁴¹.

- უკანასკნელი 10–15 წლის მრავალრიცხოვან ნაშრომები, რომლებშიც თანამედროვე სტატისტიკური და მათემატიკური მეთოდების გამოყენებით გამოკვლეულ იქნა კავშირი ფინანსური სისტემის განვითარებასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის, ადასტურებს ცალსახად მჭიდრო კავშირის არსებობას.
- ფინანსური სისტემების ევოლუციას არ გააჩნია შეუქცევადი ხასიათი. ისტორიამ იცის ხანგრძლივი პერიოდები, როდესაც ხდებოდა ფინანსური ბაზრების განვითარების რეგრესი.
- ჩატარებულმა კვლევებმა არ გამოავლინეს ფინანსური სისტემის „საბანკო“ და „საბაზრო“ მოდელების უპირატესობები. კონკრეტულ ისტორიულ პირობებში ესა თუ ის მოდელი ხდება უპირატესი. ამასთან, ყველაზე მნიშვნელოვანს წარმოადგენს ფინანსური სექტორის განვითარების საერთო დონე.
- სამართლებრივი სისტემის ფინანსურ განვითარებაზე გავლენის რეგრესიულმა ანალიზმა გამოავლინა საერთო სამართლებრივი სისტემის უპირატესობა კოდიფიცირებულ სისტემებთან შედარებით.
- რეფორმებს სამართლისა და აღრიცხვის სფეროში, რომლებიც იძლევიან აღნიშნულ სფეროში გაუმჯობესების საშუალებას, შეუძლიათ დააჩქარონ ფინანსური შუამავლების განვითარება და ამით დააჩქარონ ეკონომიკური განვითარებაც.

²⁴⁰ Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006, 22-24

²⁴¹ იხილეთ იქვე

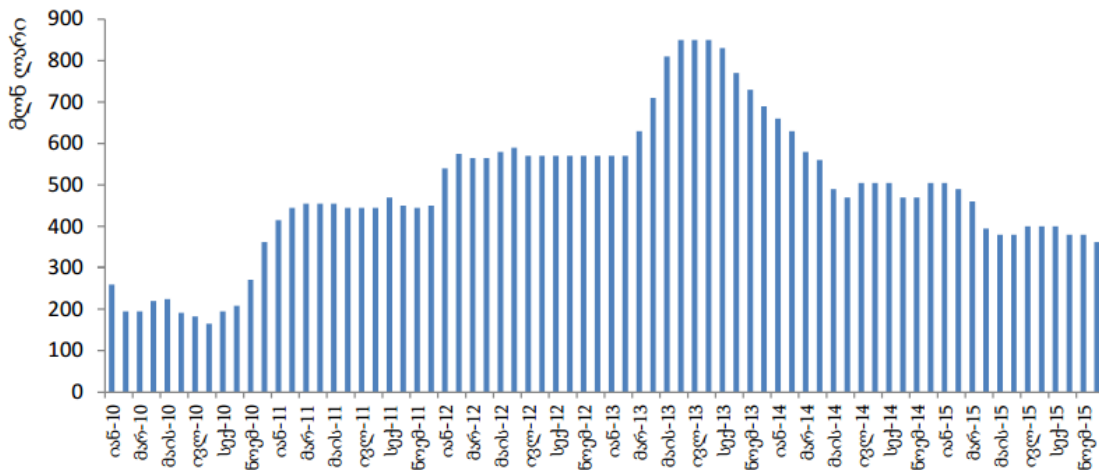
2.2 კაპიტალის ბაზრის განვითარების ტენდენციები საქართველოში

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე წარმოდგენილია სადეპოზიტო სერთიფიკატები, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები (სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები), კორპორატიული ობლიგაციები და აქციები. სადეპოზიტო სერთიფიკატები წარმოადგენს საქართველოს ეროვნული ბანკის ინსტრუმენტს ღია ბაზრის ოპერაციებისთვის, რომელიც არის 3 და 6 თვიანი ვადიანობის და რომლის გამოშვებაც ეროვნულმა ბანკმა 2006 წლიდან დაიწყო.

აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა ხდება აუქციონის მეშვეობით, მრავალი ფასის მეთოდის გამოყენებით. აუქციონში მონაწილეობის უფლება კი მხოლოდ კომერციულ ბანკებს აქვთ. სადეპოზიტო სერთიფიკატების მეშვეობით ეროვნული ბანკი ახდენს საშუალოვადიანი ლიკვიდობის ამოღებას ბაზრიდან.

დიაგრამა 17

სადეპოზიტო სერთიფიკატების პორტფელის მოცულობა 2010-2015 წლებში



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

სებ-ის 2015 წლის წლიური ანგარიშის მიხედვით²⁴², წლის დასაწყისში მიმოქცევაში არსებული სადეპოზიტო სერთიფიკატების მოცულობა 505 მლნ ლარიდან, წლის ბოლოს

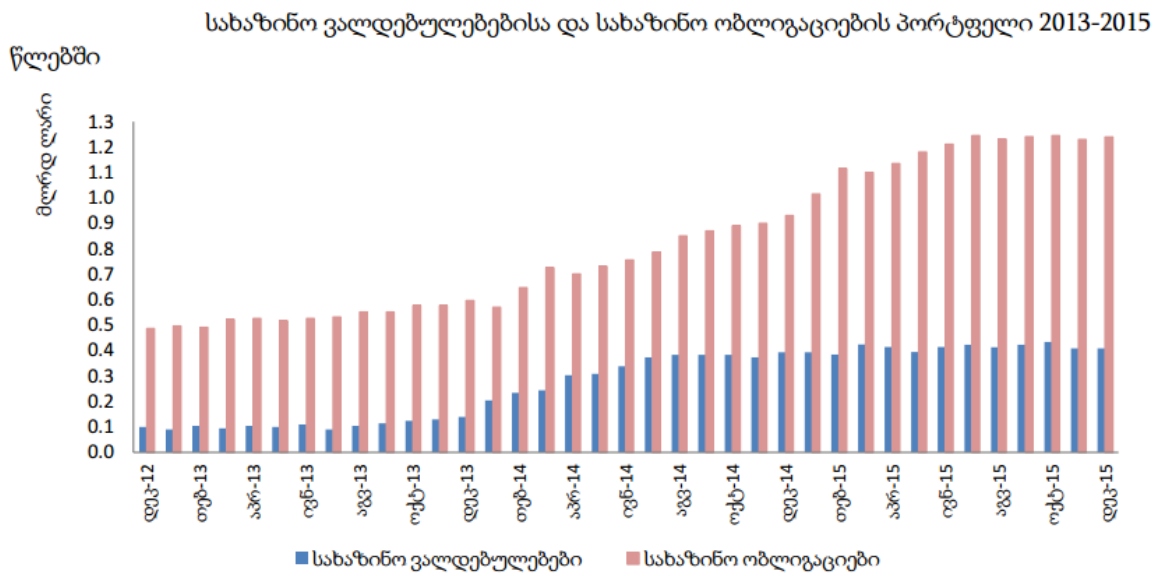
²⁴² https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2015/annual_geo_2015.pdf

360 მლნ ლარამდე შემცირდა. სადეპოზიტო სერთიფიკატების თითოეულ აუქციონში მონაწილეობდა საშუალოდ 5 კომერციული ბანკი.

ფასიანი ქაღალდებიდან აუცილებელია გამოვეთ ასევე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებიც (სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები), რომლებიც მეტად დიდი მნიშვნელოვანია ერთიმხრივ ბიუჯეტის შემოსულობების უზრუნველსაყოფად და მეორეს მხრივ ლარის ფულადი ბაზრის განვითარებისთვის.

სახაზინო ვალდებულებები 1 წლამდე ვადიანობის დისკონტური ტიპის ფასიან ქაღალდია, ხოლო სახაზინო ობლიგაციები კი 1 წელზე მეტი ვადიანობის კუპონური ტიპის ობლიგაციები, რომელიც საქართველოს შემთხვევაში 2, 5 და 10 წლიანი ვადიანობითაა წარმოდგენილი.

დიაგრამა 18²⁴³



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ეროვნული ბანკის მონაცემების თანახმად, 2015 წლის ბოლოსთვის მიმოქცევაში არსებული 409 მლნ ლარის ნომინალური ღირებულების სახაზინო ვალდებულებების მფლობელი იყო 9 კომერციული ბანკი და არასაბანკო ინვესტორები. რაც შეეხება სახაზინო ობლიგაციებს, იმავე სეზონის ინფორმაციით, 2015 წლის 31 დეკემბრის

²⁴³ საქართველოს ეროვნული ბანკის წლიური (2015) ანგარიში
https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2015/annual_geo_2015.pdf

მდგომარეობით მიმოქცევაში არსებული 1.24 მლრდ ლარის ნომინალური ღირებულების სახაზინო ობლიგაციების მფლობელი იყო 12 კომერციული ბანკი და არასაბანკო ინვესტორები.

სულ 2015 წლის ბოლოსთვის მიმოქცევაში არსებული სახაზინო ფასიანი ქაღალდების (სახაზინო ვალდებულებების და სახაზინო ობლიგაციების) ჯამურმა ნომინალურმა ღირებულებამ 1 649 მლნ ლარი (მშპ-ს 5.5%) შეადგინა²⁴⁴.

ცხრილი 1

სახელმწიფო საშინაო ვალი, ათასი ლარი (2015 წლის მდგომარეობით)	ნაშთი	დაუფარავი ნომინალუბში	მოცულობა
	2,155,269	2,187,152	
სახაზინო ფასიანი ქაღალდები	1,617,423	1,649,306	
12 თვიანი	381,066	409,000	
2 წლიანი	549,825	550,784	
5 წლიანი	553,000	554,522	
10 წლიანი	133,531	135,000	
სხვასახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები	537,846	537,846	
სახელმწიფო ობლიგაციასებ-თვის	400,846	400,846	
სახელმწიფო ობლიგაციები იაზარის ოპერაციებისთვის	137,000	137,000	

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო²⁴⁵

²⁴⁴ https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2015/annual_geo_2015.pdf

²⁴⁵ სახელმწიფო ვალის სტატისტიკა, ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალური მონაცემები/ცხრილები https://mof.ge/saxelmwifo_valis_statistika

საკმაოდ საინტერესო ვითარება იყო ბოლო წლებში კორპორატიული ობლიგაციების ბაზარზეც, სადაც 2015 წლის განმავლობაში ოთხი კომპანიის მიერ 5-ჯერ განხორციელდა ობლიგაციების ემისია.

ცხრილი 2

ობლიგაციების საჯარო ემისია

ემიტენტი	ვალუტა/მოცულობა	ვადიანობა (წელი)	ნომინალი	საპროცენტო განაკვეთი(%)
M2 უძრავი ქონება	USD/20,000,000	2	USD/1,000	9.50
სამედიცინო კორპორაცია ევექსი	USD/15,000,000	2	USD/1,000	9.50
ფინკა ბანკი საქართველო	GEL/20,000,000	3	GEL/100,000	10.10
ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერ	GEL/5,000,000	2	GEL/1,000	14.00
ჯორჯიან უოთერ ენდ ფაუერ	GEL/6,000,000	2	GEL/1,000	რეფინანსირების განაკვეთს +7.5%

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

საქართველოს ეროვნული ბანკის წლიური (2015) ანგარიშის მიხედვით: „2015 წლის 31 დეკემბრის მონაცემებით, საქართველოს საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დაშვებული იყო 128 ემიტენტის ფასიანი ქაღალდი. საანგარიშო პერიოდში სავაჭრო სესიებზე და ბირჟაზე დაფიქსირებულ გარიგებათა საერთო ღირებულებამ 945.6 მლნ ლარი შეადგინა (2.285 მლნ ცალი ფასიანი ქაღალდი). 2014 წლის ანალოგიურ მონაცემებთან შედარებით ღირებულება 20-ჯერ, ხოლო მოცულობა 27-ჯერ გაიზარდა. აქედან, ბირჟის სავაჭრო სესიაზე დაიდო 1.6 მლნ ლარის გარიგება, ხოლო ბირჟაზე დაფიქსირებული გარიგებების ღირებულებამ 944 მლნ ლარი შეადგინა. გარდაამისა, რეგისტრატორების მიერ წარმოებულ რეესტრებში აისახა ის გარიგებები, რომლებიც მოქმედი კანონმდებლობით არ ექვემდებარება საფონდო ბირჟაზე დაფიქსირებას (მემკვიდრეობით გადაცემა, ხუჭება და სხვა). 2015 წლის განმავლობაში განხორციელდა 105 ასეთი გარიგება 5.3 მლნ ფასიან ქაღალდზე²⁴⁶ .

²⁴⁶საქართველოს ეროვნული ბანკის წლიური (2015) ანგარიში

https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2015/annual_geo_2015.pdf

კრედიტის ინფორმაცია სავაჭრო სესიებზე დადებული და ბირჟაზე დაფიქსირებული მაჩვენებლების მიხედვით (2012-2015 წწ)

წელი	გარიგების რაოდენობა		ფასიანი ქაღალდების მოცულობა		ფასიანი ქაღალდების ღირებულება (ლარი)	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014
საბირჟო	120	131	6,157,585	12,122,547	1,635,820	46,549,015
დაფიქსირებული	579	115	2,278,584,220	73,306,185	943,987,562	942,647,422
სულ	699	513	2,284,741,805	252,679,511	945,623,382	52,485,730

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

დიაგრამა 19

ვაჭრობის ძირითადი მაჩვენებლები (სავაჭრო სესიებზე დადებული და ბირჟაზე დაფიქსირებული გარიგებები) 2007-2015 წწ



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

რაც შეეხება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოთამაშეებსა და მის ინფრასტრუქტურას, საქართველოს ეროვნული ბანკის თანახმად, 2015 წლის ბოლოსთვის საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ფუნქციონირებდა ორი საფონდო ბირჟა, ფასიანი ქაღალდების ერთი ცენტრალური დეპოზიტარი, რვა საბროკერო კომპანია და ფასიანი ქაღალდების სამი დამოუკიდებელი რეგისტრატორი .

²⁴⁷ https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2015/annual_geo_2015.pdf

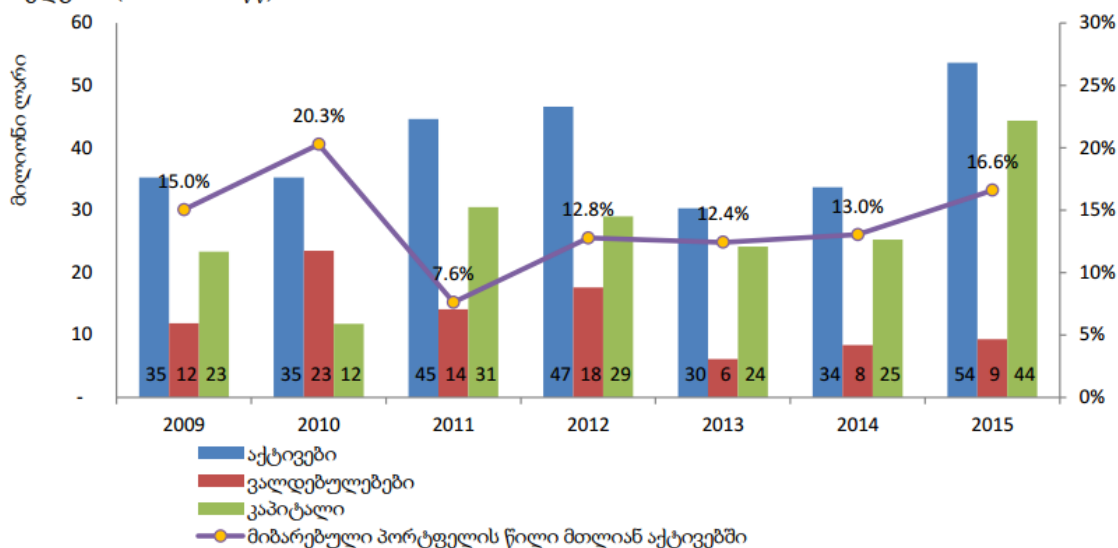
საბროკერო კომპანიების აქტივობა (2015 წ)

საბროკერო კომპანიის დასახელება	მოცულობა (ფასიანი ქაღალდი)	ღირებულება (ლარი)
სს „გალტ ენდ თაგარტს“	70,037,813	444,688,820
შპს „თიბისი ბროკერი“	837,257	119,249,840
შპს „ლიბერთი სიქიურითიზ“	665,519,509	12,989,709
სს „კაუკაზუს კაპიტალ ჯგუფი“	746,561	66,850
შპს „ქართუ ბროკერი“	62,637	44,096
შპს „აბზი ასეტ მენეჯმენტი“	-	-
შპს „სტოქს“	-	-
შპს „თბილისის ტრეიდერთა კლუბი“	-	-
სულ	737,203,777	577,039,315⁴⁶

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

საბროკერო კომპანიების მიერ ჯამური (საბირჟო და არასაბირჟო) გარიგებათა ღირებულებამ 577 მლნ ლარი შეადგინა, საიდანაც ბირჟის სავაჭრო სესიებზე დაიდო 1.7 მლნ ლარის, ხოლო ბირჟის გარეთ 575.3 მლნ ლარის გარიგება. დიაგრამა 20²⁴⁹

საბროკერო კომპანიების მთლიანი აქტივების, ვალდებულებების, კაპიტალის მონაცემები და აქტივებში კლიენტის პორტფელის პროცენტული წილის დინამიკა წლების მიხედვით (2009-2015 წწ)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

²⁴⁸ https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2015/annual_geo_2015.pdf

²⁴⁹ https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2015/annual_geo_2015.pdf

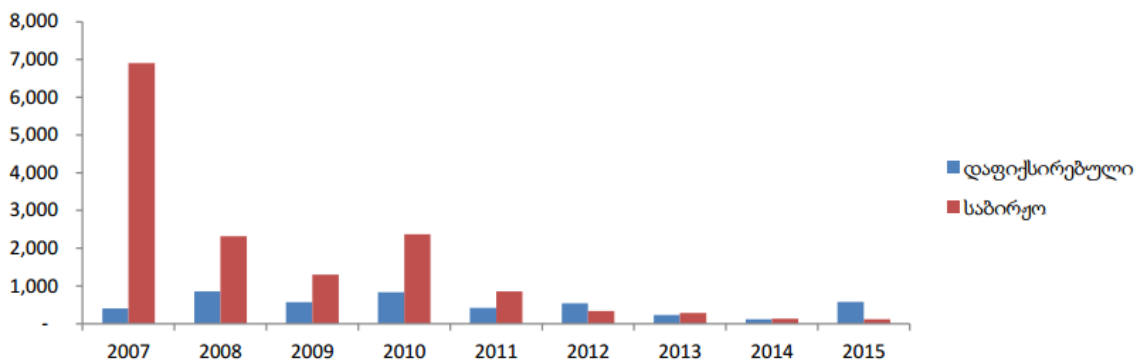
აუცილებელია ასევე იმის აღნიშვნაც, რომ 2015 წლის 31 დეკემბრის მონაცემებით, საქართველოს საფონდო ბირჟის სავაჭრო სისტემაში დაშვებული იყო 128 ემიტენტის ფასიანი ქაღალდი. საანგარიშო პერიოდში სავაჭრო სესიებზე და ბირჟაზე დაფიქსირებულ გარიგებათა საერთო ღირებულებამ 945.6 მლნ ლარი შეადგინა.

ამრიგად, მიუხედავად ბოლო პერიოდში გარკვეული მიმართულებებით ზრდის ტენდენციების არსებობისა, აუცილებელია აღინიშნოს, რომ სამწუხაროდ საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მაინც განუვითარებელია. ამის გამომწვევ მიზეზებს ჩვენი აზრით მიეკუთვნება:

- ✓ ფინანსური განათლების დაბალი დონე;
- ✓ კომპანიების მასტიმულირებელი საგადასახადო პოლიტიკის არარსებობა;
- ✓ საბანკო სექტორის კონკურენციის არსებობის ფაქტორი;

დიაგრამა 21²⁵⁰

სავაჭრო სესიებზე და ბირჟაზე დაფიქსირებული გარიგებების რაოდენობა წლების მიხედვით (2007–2015 წწ)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

²⁵⁰ საქართველოს ეროვნული ბანკის წლიური (2015) ანგარიში, ოფიციალური მონაცემები/ცხრილები <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=308>

ჩვენი შეფასებით ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისთვის აუცილებელია პირველ რიგში გაიმიჯნოს საბანკო სექტორი და საფონდო ბაზარი, კომერციულ ბანკებს შეეზღუდოთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის შემადგენელი ინსტიტუტების (კონკურენტი სფეროს წარმომადგენლების) ფლობა და მესაკუთრეობა. ასევე, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველი სამსახურის ცალკე არსებობას ეროვნული ბანკისგან დამოუკიდებლად.

ასევე, მნიშვნელოვანია საპენსიო სისტემის რეფორმირება და კერძო საპენსიო სისტემაზე გადასვლა. ეს ხელს შეუწყობს ცალკეულ ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნის ზრდას და მთლიანობაში ბაზრის განვითარებას.

ასევე ჩვენი აზრით, ქვეყანაში დაგროვებით საპენსიო სისტემის არსებობამ შესაძლოა ხელი შეუწყოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას. განსაკუთრებით მისასაღმებელია ის, რომ ამ მიმართულებით ქვეყანაში აქტიურად მიმდინარეობს მუშაობა და სახეზეა არსებითად წინგადადგმული ნაბიჯები.

ასევე, მნიშვნელოვანია საგადასახადო კოდექსში შევიდეს ცვლილებები, რომლითაც ფასიანი ქაღალდების ემისიის სტიმულირების მიზნით იმ კომპანიებს, რომლებიც აქციების ან/და ობლიგაციების საჯარო შეთავაზებას ახორციელებენ, მთელი რიგი საგადასახადო შეღავათები დაუწესდებათ.

აუცილებლად მიგვაჩნია, შეიზღუდოს ბირჟის გარეთ გარიგებების დადება, რათა პროცესი დაუბრუნდეს საბირჟო ფორმატს და მოხდეს სამართლიანი ფასწარმოქმნის ხელშეწყობა.

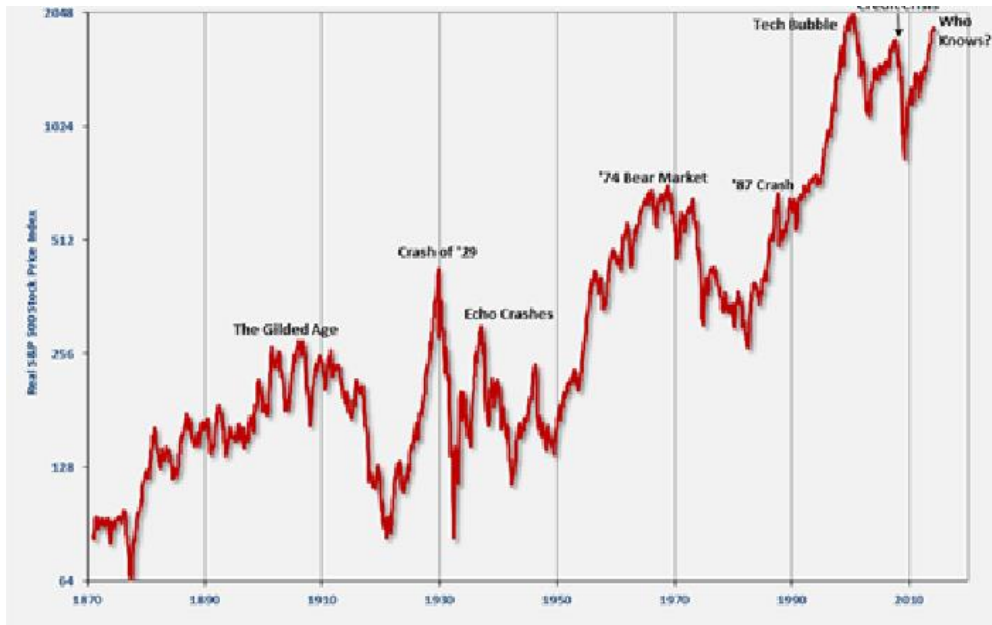
2.3 ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე არსებული კრიზისების მიმოხილვა

აღნიშნულ ქვეთავში მიმოვიხილავთ ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე წარმოქმნილი კრიზისებს ისტორიულ ჭრილში (იხ. დიაგრამა 22) იმას, თუ რა იწვევდა აღნიშნულ კრიზისებს და რამდენად უწყობდა ხელს მონეტარული ექსპანსია ბაზრებზე ე.წ. „ფინანსური ბუშტების“ წარმოქმნას.

ფინანსური ბუშტები წარმოიქმნება მაშინ, როდესაც აქტივების საბაზრო ღირებულება მკვეთრად აჭარბებსმათ საბაზისო/რეალურ ღირებულებას. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ეს არის დიდი მოცულობის აქტივების ვაჭრობა იმ ფასად, რომელიც არაადეკვატური და გადაჭარბებულია. ასეთი სიტუაცია წარმოიქმნება რომელიმე აქტივზე ჭარბი მოთხოვნის არსებობისას, რომელიც შედეგად ზრდის ფასს, რაც თავისმხრივ კვლავ მოთხოვნის ზრდას უწყობს ხელს.

დიაგრამა 22

საბაზრო „ბუშტების“ ისტორია



წყარო:

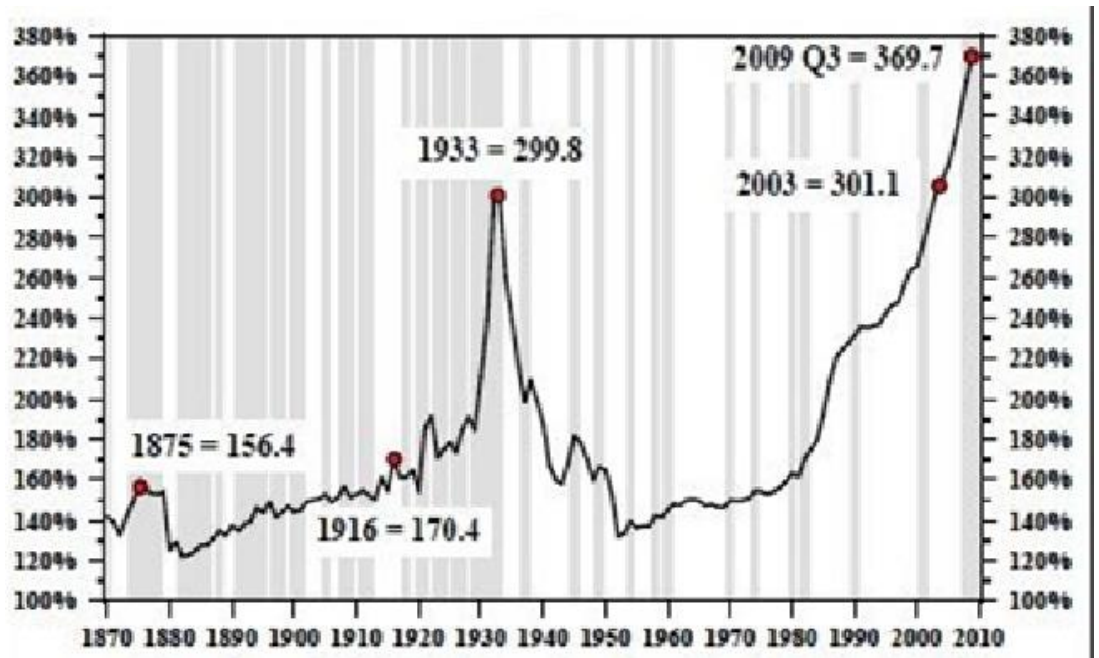
www.pragcap.com

საყოველთაოდ აღიარებული თეორია ფინანსური ბუშტების წარმოქმნის თაობაზე ჯერჯერობით არ არსებობს. ფინანსური ბუშტების წარმოქმნის ერთ-ერთი შესაძლო მიზეზია ჭარბი ფულადი ლიკვიდობა ფინანსურ სისტემაში, რომელიც იწვევს

არასტანდარტულ (ზედმეტად აქტიურ) სიტუაციას საბანკო კრედიტებისა და აქტივების ბაზრებზე. აღნიშნული შედეგად მნიშვნელოვნად იზრდება ქვეყანაში ვალდებულებების მოცულობა, რაც ბუნებრივია გარკვეულ რისკებთანაა დაკავშირებული. დიაგრამა 23-ზე კარგად არის ასახული, თუ როგორი ტემპებით იზრდებოდა აშშ-ს მთლიანი ვალის ფინანსური სიღრმე (ფარდობა მშპ-სთან) 2000-იანი წლების დასაწყისიდან.

დიაგრამა 23

აშშ-ს მთლიანი ვალი მშპ-თან შეფარდებით



წყარო: www.dailyreconing.com

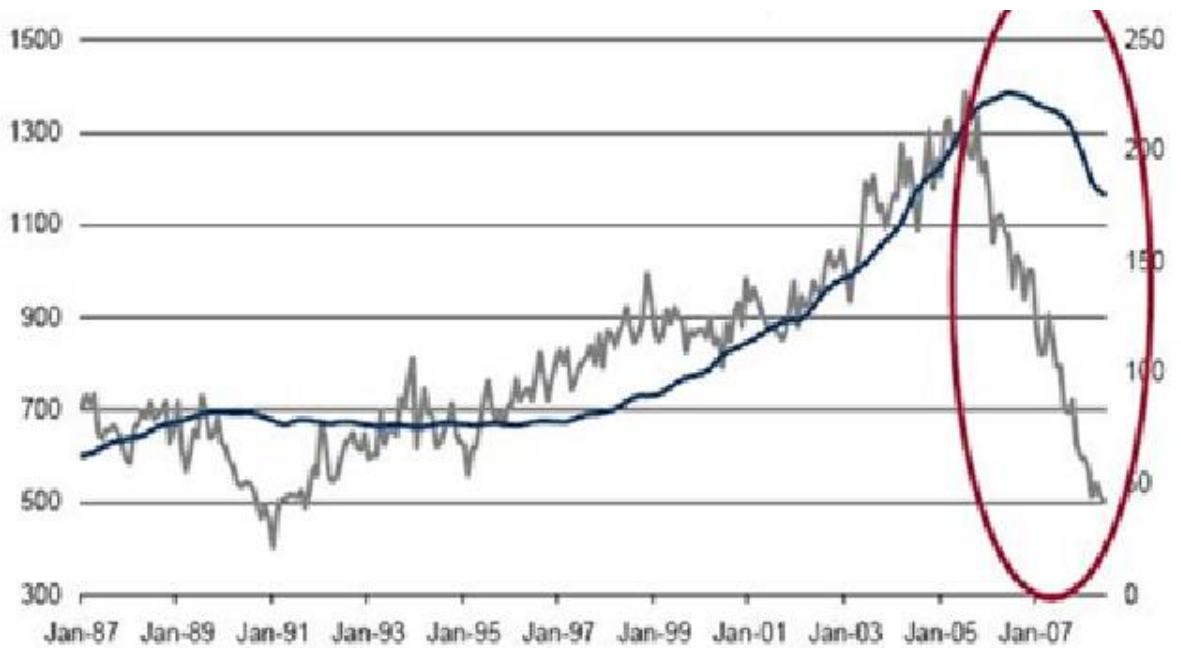
აღნიშნული პროცესები თავისმხრივ მოკლევადიან პერიოდში სპეკულაციურ ზეგავლენას ახდენს აქტივების ფასზე. როდესაც საპროცენტო განაკვეთები მცირდება, ინვესტორებს, როგორც წესი, არ სურთ შეინახონ თავიანთი კაპიტალი შემნახველ ანგარიშებზე. ამის ნაცვლად ისინი ცდილობენ გამოიყენონ ფინანსური ლევერეჯი მოზიდული სახსრების ანგარიშზე და დააბანდონ კაპიტალი ფინანსურ აქტივებში, როგორცაა: აქციები და უძრავი ქონება (იხ. დიაგრამა 24).

ეკონომიკაში ბუშტები ხშირად წარმოიქმნება როცა საკმაოდ დიდი მოცულობის ფულთან მიმართებაში საკმაოდ მცირე მოცულობის აქტივებია, რის შედეგადაც ნებისმიერი ტიპის აქტივები (მიუხედავად მათი საინვესტიციო მიმზიდველობისა)

სწრაფად აფასდება მის საბაზისო ღირებულებასთან შედარებით. როდესაც „ბუშტი“ გასკდება, ქვეყნის ცენტრალური ბანკი იძულებულია გადახედოს მის მონეტარულ პოლიტიკას და დაწიოს ლიკვიდობის დონე ფინანსურ სისტემაში, რათა შეამციროს თავისი ვალუტის გაუფასურების რისკი. როდესაც ცენტრალური ბანკი ზრდის საპროცენტო განაკვეთებს ქვეყანაში, ინვესტორები ფრთხილობენ რისკებთან მიმართებაში და შესაბამისად ერიდებიან მოზიდული კაპიტალის მკვეთრ გამოყენებას.

დიაგრამა 24

ახალი სახლების გაყიდვებისა და ბინების ფასების დინამიკა (აშშ)



წყარო: www.dailyreconing.com

ფინანსური ბუშტების წარმოქმნის ზოგიერთი ახსნა დაკავშირებულია ინფლაციასთან და მოიცავს იმ მსჯელობას, რომ ინფლაციისა და ფინანსური ბუშტების წარმოშობას საერთო მიზეზები უწყობენ ხელს. სხვები ემხრობიან იმ აზრს, რომ აქტივებს გააჩნიათ ე.წ. „ფუნდამენტალური ღირებულება“, რომელთა ზევით არსებული ფასის ნაწილი არის უკვე „ბუშტი“. ანუ, რაც უფრო სცილდება აქტივის საბაზრო ფასი მის „ფუნდამენტალურ ღირებულებას“, მით უფრო მეტად „იბერება“ ე.წ. „ბუშტები“.

არსებობს „ქაოსის თეორია“ ბუშტების შესახებ, რომელიც ამტკიცებს, რომ ბუშტები წარმოიქმნება ბაზრის კონკრეტული კრიტიკული სიტუაციისას, როდესაც ადგილი აქვს სხვადასხვა ეკონომიკური ფაქტორების ურთიერთთანაკვეთას. ზოგიერთეკონომისტს კი ფინანსური ბუშტების წარმოშობა აქტივების ირაციონალური შეფასების (შეფასება რომელიც არ ექვემდებარება ფუნდამენტალურ ფაქტორებს) გარდაუვალი შედეგად მიაჩნია.

ფინანსური ბუშტები ერთმანეთისაგან ყოველთვის რაღაცით განსხვავდებიან, თუმცა ისინი საერთო ნიშნებითაც ხასიათდებიან. ფასების ზრდა საქონელზე, უძრავ ქონებაზე (იხ. დიაგრამა 24) ან აქციებზე ყოველთვის ხასიათდება გარკვეული ეიფორიებით. ოჯახების კეთილდღეობა იზრდება, რის შედეგადაც იზრდება მათი დანახარჯებიც. ამ დროს წარმოიქმნება კარგად ცხოვრების განცდა, რაც კიდევ უფრო ზრდის დანახარჯებს და შესაბამისად ფასებს სხვადასხვა აქტივებზე. ამის შედეგად ფასები თავიანთ მაქსიმალურ ნიშნულს აღწევენ, რომლის შემდეგაც მთავრდება აჟიოტაჟი და ადგილი აქვს ფასების მკვეთრი ვარდნის დაწყებას საქონელზე, უძრავ ქონებაზე, აქციებზე და სხვა აქტივებზე, რაც საბოლოო ჯამში იწვევს საბაზრო კრახს და ფინანსურ კრიზისს. თუმცა ზოგიერთი ფინანსური კრიზისის მიზეზი სხვადასხვა მსესხებელთა გადახდისუუნარობა გახდა და არა ფასების მკვეთრი ზრდა აქტივებზე.

მიმდინარე მომენტისთვის შესაძლებელია გამოვყოთ ფინანსური ბუშტების სამი ძირითადი ტიპი, მათი განვითარების პირობებისა და შემდგომი განვითარების საფუძველზე. პირველი ტიპი - სპეკულაციური, იგივე ტრადიციული ბუშტები. მოცემულ შემთხვევაში აქტივის შექმნა განაპირობებს ინვესტორის მოლოდინი აქტივის ფასის შემდგომი ზრდისა, თუმცა მისი მოლოდინი არ ეფუძნება ფუნდამენტალური მანქენებლების ობიექტურ ცვლილებებს.

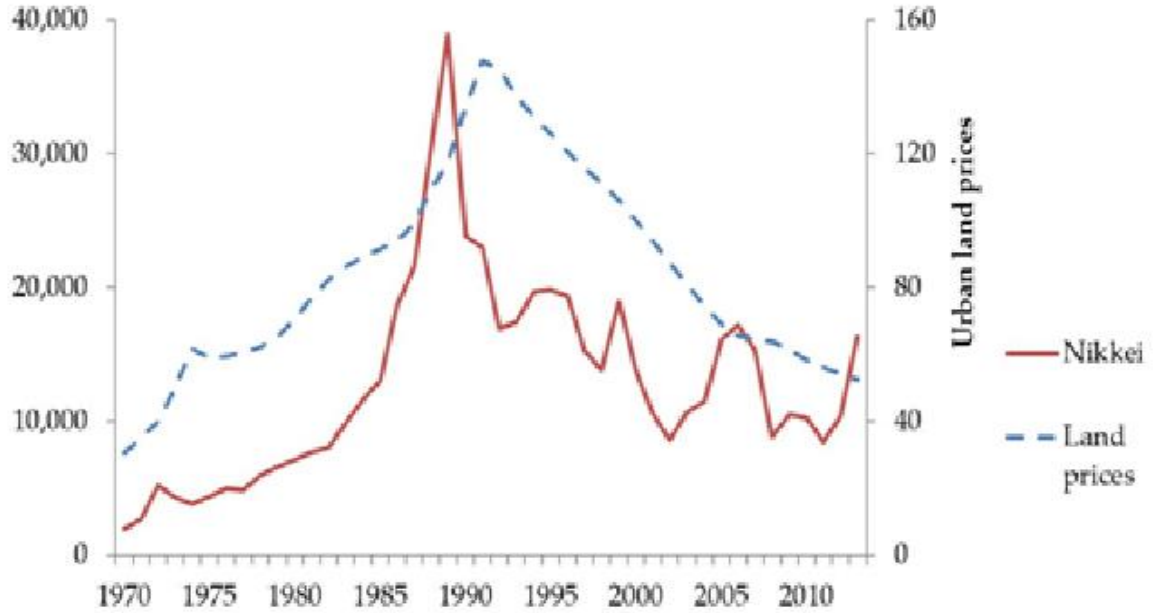
ანუ, სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, აქტივის ღირებულების თავდაპირველი ზრდა განაპირობებს ფასების შემდგომ ზრდასაც. სპეკულაციური ბუშტების ანალიზის მაგალითებს მიეკუთვნება ეკონომისტ ჰამილტონის კვლევა (Hamilton, 1986), სადაც განხილულია თვითრეალიზირებადი სპეკულაციური ბუშტები. ასევე ეკონომისტ სიგელის (Siegel, 2003) კვლევა, სადაც განხილულია ფინანსური ბუშტების ფუნქციონალური არსი.

რაციონალური მოლოდინის ჰიპოთეზის წარმოშობამ, რომელიც წამოყენებულია ეკონომისტ ლუკასის ნაშრომში (Lucas, 1972), საფუძველი დააუდო რაციონალური ბუშტების თეორიის განვითარებას, რომელიც ფინანსური ბუშტების მეორე ტიპს მიეკუთვნება. ამ ჰიპოთეზის ჩარჩოებში შესაძლებელი გახდა „ბუშტის“, როგორც ერთგვარი ცვალებადი მაჩვენებლის განმარტება. უმეტეს კვლევებში, რომლებიც ეფუძნება რაციონალურ მოლოდინებს, მოყვანილია შემდეგი განმარტება: „ბუშტი“ - ეს არის სხვაობა საბაზრო ფასსა და იმ ფასს შორის, რომელიც ეფუძნება ფუნდამენტალურ მდგენელებს.

სპეკულაციური და რაციონალური „ბუშტების“ გვერდით მოიხსენიებენ საკომისიო (კომისიურ) ბუშტებს (churning bubble) და შიდა ბუშტებს (intrinsic bubble). პირველი მათგანი განპირობებულია კლიენტებსა და პორტფელურ მენეჯერებს შორის ინფორმაციის ასიმეტრიულობით. აღნიშნულის შედეგად მენეჯერს წარმოეშობა დიდი რაოდენობით სპეკულაციური გარიგებების განხორციელების სტიმული, საკომისიო მომსახურების საფასურის მაქსიმიზაციისათვის, რომელიც რათქმუნდა პირდაპირ დამოკიდებულია დადებული გარიგებების რაოდენობაზე და მოცულობაზე.

ამიტომაც, ფასებმა შეიძლება ვერ ასახონ კომპანია - ემიტენტის ფუნდამენტალური მაჩვენებლები (Allen, Gorton, 1993). შიდა ბუშტები ფორმალურად წარმოადგენენ რაციონალური ბუშტების ქვეჯგუფს, რომლის მთავარი თავისებურებაა ბუშტის დამოკიდებულება დივიდენდური გადასახდელის მოცულობაზე (Froot, Obstfeld, 1991). ამ ქვეჯგუფის თავისებურება გულისხმობს იმას, რომ თუ კომპანია - ემიტენტის ფუნდამენტალური მაჩვენებლები სტაბილური და მდგრადია დროში, მაშინ ამ კომპანიის აქციების ნებისმიერი არასაკმარისი შეფასებაც ან ზედმეტად შეფასებაც (გადაფასებაც) სტაბილური და მდგრადი იქნება დროში. უფრო მეტიც, ეს თავისებურება განაპირობებს ფასების მაღალ მგრძობელობას ფუნდამენტალური მაჩვენებლების ცვლილებებისადმი.

„ბუშტები“ იაპონიის ბაზარზე



წყარო: www.dailyreconing.com

„საპნის ბუშტის“ ეკონომიკის კარგ მაგალითს წარმოადგენს იაპონია, რომლის ეკონომიკაც 1990-იანი წლების დასაწყისში სერიოზულ პრობლემებს განიცდიდა, რომელიც დაკავშირებული იყო უძრავი ქონებისა და საფონდო ბაზრების კრახთან. როგორც ეს ხდება უმეტეს შემთხვევებში, ამ პრობლემების სათავე მდებარეობდა წინა პერიოდის თავისებურებებში (იხ. დიაგრამა 25). 1980-იანი წლების მეორე ნახევარი იაპონიაში ხასიათდებოდა აქტივებზე ფასების სწრაფი ზრდით. ფასების ზრდა აქციებზე და მიწაზე ხშირ შემთხვევაში ატარებდა სპეკულაციურ ხასიათს და გამოწვეული იყო შემდეგი ფაქტორებით:

- შეინიშნებოდა მოსახლეობის დანახოვების მაღალი დონე. 1980-იან წლებში საშუალო იაპონური ოჯახი ზოგავდა თავისი წლიური შემოსავლის საშუალოდ 30%-ს. დანახოვების მაღალი დონემ შექმნა კაპიტალის მუდმივი სიჭარბე შეზღუდული სამომხმარებლო მოთხოვნის პირობებში.

- დიდი როლი ითამაშა იაპონური ეკონომიკის წარმატებებმა საგარეო ბაზრებზე. 80-იანი წლების დასაწყისიდან იაპონიას მუდმივად გააჩნდა დადებითი სავაჭრო ბალანსი (მიმდინარე ანგარიშის პროფიციტი). კაპიტალის შემოდინებამ ქვეყანაში განაპირობა ჭარბი ლიკვიდობა, რომლის სტერილიზირებასაც მთავრობა ვერ უმკლავდებოდა. გაგრძელებულმა საექსპორტო ბუმმა და მოქალაქეთა დანახოების ზრდამ გამოიწვია იაპონურ ბანკებში განთავსებული დეპოზიტების უზარმაზარი ზრდა. ამის შედეგად, ისევე როგორც რუსეთში, ბანკების ლიკვიდური სახსრები იდებოდა არა იმდენად წარმოების დაკრედიტებაში, რამდენადაც აქციებსა და უძრავ ქონებასთან დაკავშირებულ ოპერაციებში.

ეკონომიკური კონიუქტურა ხასიათდებოდა საპროცენტო განაკვეთების დაბალი დონით და გაუმართლებლად ოპტიმისტური მოლოდინებით იაპონიის ეკონომიკის ზრდის შესახებ. შედეგად იაპონური ინდექსი „ნიკეი“ ხუთი წლის განმავლობაში (1984-1989წწ.) 4-ზე მეტჯერ გაიზარდა 39 000 -ის დონეს მიაღწია. მიწის ღირებულება იაპონიაში 1970-იან წლებთან შედარებით გაორმაგდა. ბევრი იაპონელი გახდა მილიონერი, მათ საკუთრებაში არსებული აქტივების საბაზრო ღირებულებიდან გამომდინარე. სწორედ ამის კვალობაზე დაიწყეს იაპონლებმა საკუთარი თავის განცდა, როგორც მდიდრებისა და წარმატებულებისა. მათ დაიწყეს დიდი თანხების დახარჯვა, განსაკუთრებით საზღვარგარეთ მოგზაურობის დროს.

ამის შემდეგ 1989-1990 წლებში „ბუშტი“ გასკდა. კრახის დაწყებას ხელი შეუწყო იაპონიის ცენტრალური ბანკის მიერ საპროცენტო განაკვეთების ზრდამ, თუმცა მიუხედავად ამისა, კრახი მაინც გარდაუვალი იყო ნებისმიერ შემთხვევაში. 1990-1994 წლებში ქვეყანაში ფინანსურ აქტივებზე ფასები 1000 ტრლნ იენით შემცირდა, რაც ქვეყნის ერთი წლის მშპ-ს ორჯერ აღემატებოდა. 1992 წელს ნიკეის ინდექსი შემცირდა 14 000 -ის დონემდე. იაპონიის ეკონომიკა ვარდნის ხანგძლივ გზას დაადგა, რომლის შედეგებთან ბრძოლასაც წარუმატებლად ახორციელებდა მთელი 90-იანი წლების მანძილზე.

კრახის შედეგად პირველად ის კომპანიები დაზარალდნენ, რომლებიც ფინანსურ სპეკულაციებში იყვნენ ჩართულნი. შემდეგ დაზარალდნენ ბანკის ის მსესხებლები, რომლებიც საბანკო კრედიტებით ყიდულობდნენ მიწებს, მათზე სხვადასხვა მიზნის

ნაგებობების ასაშენებლად, რის შემდეგაც ჯაჭვური რეაქცია გადაეცა სამშენებლო კომპანიებს და დაიწყო უფრო მეტად გაფართოება. ფასების ვარდნამ მიწებზე და ფასიან ქაღალდებზე იაპონიაში წარმოქმნა ე.წ. „ცუდი სესხები“ საბანკო სისტემაში და მკვეთრად შეზღუდა საკუთარი ფინანსური სახსრები. ამ ყველაფერმა კი საბოლოო ჯამში ფინანსური ინსტიტუტების კრიზისი გამოიწვია. შემდგომი ეკონომიკური ვარდნა ხასიათდებოდა აქციებზე და მიწებზე ფასების ვარდნით, რომელიც კიდევ უფრო მეტად აუარესებდა ბანკების მდგომარეობას. შედეგად 1990-იანი წლების შუახანებში რამდენიმე იაპონური ბანკი გამოცხადდა გაკოტრებულად.

ამ პროცესების შედეგად მომდევნო წლებში იაპონიის ეკონომიკაში სერიოზული პრობლემა გახდა დეფლაცია. მისი ძირითადი გამომწვევი მიზეზი გახდა სავაჭრო ბალანსის პროფიციტი (დადებითი მაჩვენებელი): იაპონიას ბევრად უფრო მეტი გაჰქონდა ექსპორტზე, ვიდრე იმპორტით შემოჰქონდა. დადებითი სავაჭრო ბალანსის შედეგად იენის გაცვლითი კურსი მუდმივად იზრდებოდა (მყარდებოდა), გამყარებული ეროვნული ვალუტა კი დეფლაციის მნიშვნელოვანი მამოძრავებელი ძალაა. დეფლაციის დროს მცირდება შიდა მოთხოვნა. რატომ უნდა ვიყიდოთ დღეს, თუკი შესაძლებელია ხვალ (მომავალში) უფრო გაიაფებულის შექმნა? შედეგად საქონელი სულ უფრო მეტად იაფდება. ფინანსურ სისტემაში არსებულმა დეფლაციამ და კრიზისმა სწრაფად გამოიწვია წარმოების დაცემა. იაპონიის ეკონომიკამ, რომელიც სამაგალითო იყო თავისი შთამბეჭდავი ზრდით კაცობრიობის თანამედროვე ისტორიაში, სტაგნაცია დაიწყო: საშუალო წლიურმა ზრდამ 1990-იან და 2000-იან წლებში დაახლოებით 1.5% შეადგინა. იაპონიაში მიწის ფასის ზრდა კრიზის შემდგომ მხოლოდ 2005 წელს აღინიშნა, როდესაც მიწა ქ. ტოკიოში სულ რაღაც 1%-ით გაძვირდა.

1927-1929 წლების „ფინანსური ბუშტი“ საფონდო ბაზარზე: აშშ-ში ერთ-ერთ ყველაზე პირველ და ცნობილ თაღლითურ სქემად ითვლება ჩარლზ პონცის მიერ 1920-იან წლებში შემუშავებული და გამოყენებული სქემა. პონცი ინვესტორებს უხდიდა „დივიდენდებს“ იმ თანხებიდან, რომლებსაც თავისმხრივ სხვა ახალი ინვესტორებისგან იღებდა. ასეთ ინვესტორებს მისი თანამზრახველები პოულობდნენ, რომლებიც არწმუნებდნენ ხალხს იმაში, რომ ჩარლზ პონცს გააჩნია სავალუტო სპეკულაციების წარმართვის საიდუმლო სტრატეგია. პონცი თავის ინვესტორებს ჰპირდებოდა წლიურ 60%-ს. სწორედ ამგვარი დაპირებებით მან შეძლო შეეგროვებინა 8 მლნ-მდე აშშ

დოლარის მოცულობის თანხა დროის ძალიან მცირე მონაკვეთში და ჩაეთრია თავის პირამიდაში რამდენიმე ათასი ადამიანი. საბოლოოდ კი, ინვესტორთა სამწუხაროდ, აღნიშნული პირამიდა ჩამოიშალა, ხოლო თავად ჩარლზ პონცი კი დააპატიმრეს.

პონცის ეს ძალზედ მარტივი სქემა გახდა პირველი მერცხალი იმ ასეულობით სქემებიდან, რომელთა ფუნქციონირებასაც ადგილი ჰქონდა 1927-1929 წლებში. მნიშვნელოვანი მოვლენები, რომლებმაც მოამზადა 1929 წელს კრიზისის დაწყება, მიმდინარეობდა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. სიტყვა „აყვავება“ ზუსტად შეესაბამება ამ პერიოდს. 1920-იანი წლების მეორე ნახევარში ადგილი ჰქონდა ფასიანი ქაღალდების კურსის მნიშვნელოვან ზრდას, იზრდებოდა მოსახლეობის შემოსავლები, იზრდებოდა წარმოება, უმუშევრობა კი - მცირდებოდა. 1927 წლიდან 1929 წლის იანვრის თვემდე აქციების კურსის ინდექსი ორჯერ გაიზარდა, ხოლო 1929 წლის შემოდგომამდე კი კიდევ 20%-ით.

იმ დროისთვის საბირჟო კრედიტების გამოყენებამ ფართო გავრცელება ჰპოვა. სხვა სიტყვებით მას შეგვიძლია ვუწოდოთ ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა მარჟებით. ანუ ფასიანი ქაღალდის მყიდველს შეეძლო გადაეხადა ამ ქაღალდში თანხა, რომელსაც კრედიტის სახით იღებდა ბროკერისგან. თავისმხრივ საბროკერო ფირმა აკრედიტებდა მხოლოდ ფასიანი ქაღალდის ღირებულების გარკვეულ ნაწილს, ხოლო ის ნაწილი კი, რომელსაც თავად მყიდველი იხდიდა, იწოდებოდა სწორედ მარჟად. აღნიშვნის ღირსია ის ფაქტი, რომ იმ წლებში კლიენტთა ფართო მასები თავიანთ გარიგებებს ახორციელებდნენ ტელეგრაფის მეშვეობით. საზღვაო ხომალდებზე კი ბროკერებისგან ინფორმაცია იგზავნებოდა რადიოს მეშვეობით.

1920-იანი წლების ბოლოს, აქციების ფასის ის წილი, რომელსაც საბროკერო ფირმები კრედიტის სახით გასცემდნენ, 90%-ს აღწევდა, რაც იმას ნიშნავს, რომ მყიდველი თავისი სახსრებით ფარავდა აქციების ღირებულების მხოლოდ 10%-ს. კლიენტები აქტიურად სარგებლობდნენ ამ მომსახურებით და იხდიდნენ პროცენტებს ამ კრედიტებზე, რომელიც ფაქტიურად მაშინვე იფარებოდა აქციების კურსის ზრდის შედეგად მიღებული სარგებლით. თავად ეს ფასიანი ქაღალდები გადადიოდა კლიენტების საკუთრებაში, თუმცა რჩებოდნენ დაგირავებულნი საბროკერო ფირმების სასარგებლოდ. ასეთი ტიპის სქემას უდიდესი მოგება მოჰქონდა დაინტერესებული მხარეებისთვის.

იმდენად, რამდენადაც ბროკერებს არ გააჩნდათ საკმარისი კაპიტალი ყველა მსურველის დასაკრედიტებლად, ეს საბროკერო ფირმები იღებდნენ სესხებს სხვადასხვა ბანკებისგან სწორედ ამ ფასიანი ქაღალდების დაგირავების სანაცვლოდ, რომელიც ფაქტიურად მათ კლიენტებს ეკუთვნოდათ. საბროკერო სესხების დიდი შემოსავლიანობა იზიდავდა ბაზარზე არამარტო ამერიკულ ბანკებს, არამედ უცხოელ კრედიტორებსაც, რის შედეგადაც ფაქტიურად ჩამოყალიბდა იმავე ტიპის პირამიდა, რაც მანამდე.

მანამ, სანამ აქციებზე ფასები იზრდებოდა პირამიდის ყველა მონაწილე იღებდა უზარმაზარ მოგებას და არც კი ვარაუდობდნენ იმას, რომ აქციებზე ფასები მუდმივად ვერ გაიზრდებოდა.

დიდი დეპრესია (1929-1933 წწ ფინანსური კრიზისი): 1929 წლის 21 ოქტომბერს საკმაოდ მტკივნეულად დაიწყო პროცესები ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე. იმ დღეს საკმაოდ დაბალ ფასებში გაიყიდა 6 მლნ-ზე მეტი რაოდენობის აქცია. ამ ფაქტის მიმართ საზოგადოება საკმაოდ სკეპტიკურად განეწყო, რამდენიმე დღეში კი ბირჟაზე ისტორიული კატასტროფა მოხდა. სავაჭრო სესიის გახსნიდან ერთ საათში აქციებზე ფასებმა ვარდნა დაიწყო, ხოლო შუადღისთვის კი უკვე ბირჟაზე სრული პანიკა იყო. ზოგიერთი კომპანიის აქციები 1 ცენტადაც კი აღარ იყიდებოდა. ბროკერების უმრავლესობა თავისი კლიენტებისგან იღებდა გაყიდვის ბრძანებებს და ისეთი რაოდენობებისას რომლებსაც ბროკერები ვერ აუდიოდნენ. ქაოსმა დაისადგურა არასაბირჟო ბაზრებზეც. ფასიანი ქაღალდების მფლობელები დაძაბულნი ელოდნენ კოტირებების შესახებ ახალ და ახალ ინფორმაციებს. ზოგიერთი ბირჟა საერთოდ დაიკეტა კიდევ (მიშკინი 2012).

ამ დროისთვის ინვესტორთა გარკვეულმა ნაწილმა დახმარებისთვის ჯ.პ. მორგან-უმცროსს და მის ოჯახს მიმართეს. დახმარება მალე იქნა აღმოჩენილი. თუმცა, ის თანხები რომლებითაც მორგანების ოჯახმა და ნიუ-იორკის ხუთმა უმსხვილესმა ბანკმა ბირჟაზე აქციების შესყიდვა დაიწვეს, ძალიან მიზერული აღმოჩნდა მთლიან კაპიტალდაბანდებებთან შედარებით, რის შედეგადაც, მართალია მცირე დროით ფასებმა ვარდნა შეამცირეს, თუმცა პროცესების შეჩერება შეუძლებელი აღმოჩნდა. მკვეთრად გაუარესდა მრეწველობის დარგებში მდგომარეობა, შემცირდა მოთხოვნა

ნედლეულზე და საწვავზე. ფასების ვარდნის პროცესი ევროპაშიც გადავიდა. სახეზე იყო კრიზისი, რომელმაც აშშ-ს საკმაოდ დიდი პრობლემები მოუტანა.

გამომდინარე იქიდან, რომ მოსახლეობის დიდი ნაწილი (საზოგადოების ყველანაირი ფენა) ფასიანი ქაღალდების მფლობელები იყვნენ, საბირჟო კრახმა დიდი ზიანი მოუტანა მათაც. აღნიშნულმა თავის მხრე გავლენა მოახდინა სამომხმარებლო დანახარჯებზეც და მთლიანად სოციალურ-ეკონომიკურ მდგომარეობაზე. ამერიკის ეკონომიკა სულ უფრო და უფრო დიდ ანტირეკორდებს ამყარებდა:

სამრეწველო წარმოების ვარდნის მაჩვენებელმა პიკიდან ფსკერამდე 56% შეადგინა, რომელიც ბევრად მეტი იყო, ვიდრე რომელიმე სხვა ქვეყნის მაჩვენებელი;

- ✓ იმპორტი შემცირდა 80%-ით;
- ✓ მეტალურგიული წარმოება თავისი შესაძლებლობების მხოლოდ 12%-ით იყო დატვირთული.

უმუშევრობის გამო მოსახლეობა ვეღარ ახერხებდა კრედიტების გასტუმრებას, რომელთა სანაცვლოდაც თავიანთი უძრავ-მოდრავი ქონება ჰქონდათ დაგირავებული. მოიმატა ე.წ. “მკვდარი ქალაქების” რაოდენობამაც, სადაც საწარმოები და ფაბრიკა-ქარხნები დახურული იყო. ქვეყანაში გაიზარდა შიდა მიგრაცია, მოსახლეობა ერთი დასახლებული პუნქტიდან მეორეში ინაცვლებდა - თითქოსდა უკეთესის მიზნით.

აღნიშნული კრიზისის შესწავლისას ჩვენი მიზანი იყო მოგვეხდინა მონეტარული პოლიტიკის როლი იმდროინდელ პროცესებში და გამოვწვევ მიზეზებში. ამ საკითხებზე მრავალი კვლევა დაიწერა პოსტკრიზისულ პერიოდში. აღნიშნული პერიოდის გამოკვლევას ეძღვნება მილტონ ფრიდმანისა და ანა შვარცის ნაშრომი, “ამერიკის შეერთებული შტატების მონეტარული ისტორია 1867-1960 წლებში”, (1967წ) რომელშიც აჩვენეს, რომ ადრეული კეინზიანელების დასკვნების საპირისპიროდ მონეტარული პოლიტიკა დიდი დეპრესიის პერიოდში არ იყო მასტიმულირებელი. ფრო მეტიც, ის იყო “მკაცრი”, როგორც არასდროს. აღნიშნულ ნაშრომში აღწერილია იმ პერიოდში ბანკების მასიური გაკოტრების და ფულის მასის შემცირების საკითხები. შაფონდო ბირჟის კრახმა დიდი დარტყმა მიაყენა როგორც ფასიანი ქაღალდების მფლობელ ფიზიკურ პირებს (რამაც თავის მხრივ მნიშვნელოვნად შეამცირა მათი სამომხმარებლო დანახარჯები), ისე

კომერციულ ბანკებსაც, რომლებსაც აქტივების დიდი ნაწილი სწორედ ფასიან ქაღალდებში ჰქონდათ განთავსებული.

შედგად ფასიანი ქაღალდების გაუფასურების გამო ბანკებმა სერიოზული დანაკარგები განიცადეს, რამაც ისინი გაკოტრებამდე მიიყვანა. ომერციული ბანკების მასიურმა გაკოტრებამ მისურის, ინდიანას, ილინოისის, აიოვას, არკანზასის და ჩრდ. კაროლინას შტატებში, სიტუაცია იქამდე მიიყვანა, რომ შეშფოთებული მეანაბრეები ცდილობდნენ თავიანთი საჩუკო და ვადიანი ანაბრები ბანკებიდან გამოეტანათ. შიშმა შეიპყრო, პირველ რიგში, აგრარული მეურნეობის სექტორის წარმომადგენლები, რომლებიც სხვებზე მეტად დაზარალებდნენ 1920-იანი წლებში ბანკების გაკოტრების დროს. 1930 წლის ნოემბერში გაკოტრდა 265 ბანკი (180 მლნ აშშ დოლარის ოდენობის დეპოზიტებით), დეკემბერში გაკოტრდა 532 ბანკი (370 მლნ აშშ დოლარის ოდენობის დეპოზიტებით). განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია იყო 11 დეკემბერს “ამერიკის შეერთებული შტატების ბანკის” გაკოტრება (200 მლნ აშშ დოლარის დეპოზიტებით). აღნიშნული ბანკი მოხიდული დეპოზიტების მიხედვით ყველაზე მსხვილი ბანკი იყო ბოლო დრომდე აშშ-ს ისტორიაში გაკოტრებული ბანკებიდან. ამასთან, მოსახლეობაში არსებობდა მოსაზრება ამ ბანკში სახელმწიფოს ინტერესების არსებობის თაობაზე (მიშკინი 2012),

მიშკინის მიხედვით (მიშკინი 2012), მისმა გაკოტრებამ სერიოზული პრობლემები შეუქმნა საზოგადოების მხრიდან საბანკო სისტემისადმი ნდობას. პირველი საბანკო პანიკა (1930 წლის ოქტომბერი – 1931 წლის იანვარი) დაიწყო დეპოზიტების მოცულობათა კლებით. მ პერიოდში არ არსებობდა დეპოზიტების დაზღვევის სისტემა, რის გამოც ბანკის გაკოტრების შემთხვევაში მეანაბრეები თავიანთი ანაბრების მხოლოდ მცირენაწილს მიიღებდნენ. ანაბრების დაკარგვის შიშით შეპყრობილმა საზოგადოებამ გამოიტანა თავისი დანაზოგები ბანკებიდან. მის შედეგად მნიშვნელოვნად გაიზარდა ბანკებს გარეთ არსებული ნაღდი ფულის მოცულობა. ამავე დროს, გაკოტრების თავიდან აცილების მიზნით კომერციული ბანკები ზრდიდნენ რეზერვების მოცულობას, რის შედეგადაც მნიშვნელოვნად შემცირდა ფულის მულტიპლიკატორის კოეფიციენტი :

$$m=(1+C)/(r+e+C), \text{სადაც } C - \text{ ბანკებს გარეთ არსებული ნაღდი ფული (M0);$$

r-სავალდებულო რეზერვები ფსს-ში; e - კომ. ბანკების მიზნობრივი რეზერვები.

ფულის მიწოდების მოდელის თანახმად თუ C – იზრდება, მაშინ ფულადი მასა მცირდება (მულტიპლიკატორის შემცირების საფუძველზე). C-ს ზრდა იწვევს დეპოზიტების გაფართოების უნარის დასუსტებას და, შესაბამისად, ფულის მულტიპლიკატორის კლებასაც, რაც თავის მხრივ განაპირობებს ფულადი მასის შემცირებას. e-ს (მიზნობრივი რეზერვები) ზრდა ნიშნავს იმ სახსრების კლებას, რომლებიც იძლევა დეპოზიტების გაფართოების (საბანკო ფულის შექმნის) შესაძლებლობას. საბანკო კრიზისი 1931-1933 წლებში გრძელდებოდა აღნიშნული მოდელის შესაბამისად: C და e აგრძელებდნენ ზრდას. რიზისის ბოლოს, 1933 წლის მარტში, შემცირდა 25%-ზე მეტად. ს არის აბსოლუტური რეკორდი აშშ-ს მთელ ისტორიაში. ულადი მასა მცირდებოდა არნახულად, მიუხედავად მონეტარული ბაზის 20%-იანი ზრდისა. ქედან ჩანს, თუ რამდენად ძლიერად ზემოქმედებდა C და e ფულად მასაზე, ანუ, როგორ ართულებს მონეტარული პოლიტიკის წარმართველი სახელმწიფო ორგანოების საქმიანობას დეპოზიტარებისა და ბანკების ქმედებები (მიშკინი 2012)

1960-იანი წლების დასაწყისში მილტონ ფრიდმანისა და მისი მიმდევრების მიერ გამოქვეყნებული კვლევები ემყარებოდა **ემპირიულ მტკიცებულებებს**.

მთლიანობაში შესაძლებელია განვიხილოთ ემპირიული მტკიცებულებების შემდეგი სახეები: 1.დროითი დამტკიცება,რომელიც ემყარება მაჩვენებელთა სინქრონულ ცვლილებას; 2.სტატისტიკური დამტკიცება, რომელიც ემყარება ცვლადების კორელაციის სტატისტიკურ შეფასებას; 3.ისტორიული დამტკიცება, რომელიც გულისხმობს ცალკეული ფირმების ურთიერთდაკავშირებას ისტორიული პროცესების გათვალისწინებით. განვიხილოთ თითოეული მათგანი მონეტარისტების თვალთახედვით:

დროითი დამტკიცება²⁵¹: მონეტარისტები იკვლევდნენ ფულადი მასის ზრდის კავშირს ეკონომიკური აქტივობის ციკლურ ცვლილებებთან. მ კავშირის არსებობა პირველად ფრიდმანის და შვარცის ცნობილ ნაშრომში დამტკიცდა, რომელიც 1963 წელს გამოქვეყნდა. მათ აჩვენეს, რომ თითქმის 100 წლის განმავლობაში წარმოების მოცულობის კლება ფულადი მასის კლებას ემთხვეოდა. საშუალოდ, ფულადი მასის ზრდის პიკი 16

²⁵¹ Mishkin F. (2012) Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 10th Edition 10th Edition, Publisher: Prentice Hall; 10 edition

თვით უსწრებდა ეკონომიკის ზრდის პიკს. ამასთან, ამ პერიოდის ხანგძლივობა მერყეობდა რამდენიმე თვიდან 2 წლამდე. მის საფუძველზე მონეტარისტებმა დაასკვნეს, რომ ფულადი მასის ზრდა ზემოქმედებს ეკონომიკური აქტივობის ციკლურ მერყეობაზე, მაგრამ ეს ზემოქმედება ხორციელდება გარკვეული პერიოდის შემდეგ.

დროითი დამტკიცება ეფუძნება ფილოსოფიის იმ პრინციპს, რომელიც ლათინურად შემდეგნაირად უდერს: **posthoc, ergopropterhoc** და გულისხმობს იმას, რომ თუ მეორე მოვლენა ხდება პირველი მოვლენის შემდეგ, მაშინ მეორე მოვლენა განპირობებულია პირველით. ს პრინციპი მართებულია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ჩვენ დარწმუნებულები ვართ პირველი მოვლენის დამოუკიდებლობაში, ან სხვა მესამე ფაქტორის არარსებობაში.

სტატისტიკური დამტკიცება²⁵²: სტატისტიკური დამტკიცება დაფუძნებულია ფულადი მასისა და მშპ-ს ფორმალურ სტატისტიკურ შეფასებაზე. იმავე 1963 წელს მილტონ ფრიდმანმა და დევიდ მეიზელმანმა გამოაქვეყნეს აღნიშნული ტესტირების შედეგები, რომელიც ეხებოდა კეინზიანური მოდელის კრიტიკას. აღნიშნული მოდელის მიხედვით, ინვესტიციები და სახელმწიფო ხარჯები იწვევს ერთობლივი მოთხოვნის მერყეობას, ამიტომ ფრიდმანი და მეიზელმანი განიხილავდნენ “კეინზიანურ” მაჩვენებელ A-ს (ავტონომიური დანახარჯები), რომელიც ინვესტიციების და სახელმწიფო ხარჯების ტოლია. ისინი ამტკიცებდნენ: კეინზიანური მოდელი, რომელიც გულისხმობს, რომ A-ს გააჩნია წარმოების მოცულობა Y-ის მიმართ მაღალი კორელაციის უნარი, ხოლო ფულის მიწოდება -ს იგივე უნარი არ აქვს – მცდარია.

ისტორიული დამტკიცება: ისტორიული დამტკიცება, რომელსაც “აშშ-ს მონეტარული ისტორია” შეიცავდა, რჩება მონეტარისტული პოზიციის ძალზედ ავტორიტეტულ არგუმენტად. ჩვენ ვხედავდით, თუ რა დიდი მნიშვნელობა ჰქონდა ამ წიგნს ადრეული კეინზიანელობის კრიტიკისათვის, რადგან იგი ამტკიცებდა, რომ “დიდი დეპრესიის” პერიოდში მონეტარული პოლიტიკა იყო “მკაცრი”, ხოლო წარმოების დაცემა ფულადი მასის მკვეთრმა კლებამ გამოიწვია, რომელიც თავის მხრივ იყო შედეგი 1930-1933 წლების საბანკო პანიკისა. ამასთან, წიგნში დამტკიცებულია, რომ ფულადი მასის ზრდის ტემპის

²⁵² Mishkin F. (2012) Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 10th Edition 10th Edition, Publisher: Prentice Hall; 10 edition

ცვლილება წინ უსწრებს წარმოების მოცულობის ცვლილებას. ზემოაღნიშნული არგუმენტების საფუძველზე შეიძლება ჩამოვყალიბოთ დასკვნები მონეტარისტიკის მტკიცებებიდან. დოგორც ვხედავთ, უკუმიზეზ-შედგობრივი კავშირის შესაძლებლობა ან შიდაფაქტორების მოქმედება ამცირებს დროითი, ან სტატისტიკური დამტკიცების ჭეშმარიტებას. ამასთან, ბევრად უფრო დამაჯერებელია ზოგიერთი ისტორიული მტკიცებულება, რომლებშიც ფულადი მასის ზრდის ეგზოგენური შეფერხება წინ უსწრებდა ეკონომიკურ დაცემას.

2007-2008 გლობალური ფინანსური კრიზისი: წლების წინ მსოფლიოს ყურადღების ცენტრში იყო მსოფლიო ფინანსური კრიზისი და ამით გამოწვეული ეკონომიკური პრობლემები. განსაკუთრებული აქცენტი აშშ-ზე იყო გადატანილი, ვინაიდან, სწორედ ამ ქვეყანაში დაიწყო ფინანსური პრობლემები. კრიზისის გამომწვევი ერთ-ერთი მიზეზი სწორედ აშშ-ის იპოთეკური ბაზრის კრიზისი იყო. თანამედროვე მეცნიერებში ამ კრიზისმა მსოფლიო საბანკო და საფინანსო კრიზისის სახელწოდება მიიღო, რომლის დასაწყისადაც 2007 წლის ზაფხული (ძირითადად ივლისის თვე) მიიჩნევა, თუმცა კრიზისის გამომწვევი მიზეზები უფრო ადრეულ პერიოდებს მოიცავს .

„2007 წლის ზაფხულში მსოფლიოს წამყვანმა ფინანსურმა ინდექსებმა (**Dow Jones, NASDAQ, DAX, S&P500, NIKKEI და სხვა**) იწყეს ნახტომისებური ვარდნა. აშშ და მსოფლიო საფინანსო სისტემის ყველაზე მთავარი ინდიკატორი, დოუ-ჯონსის ინდექსი 2007 წლის ივლისში არსებული 14200 პუნქტიდან 2008 წლის ნოემბერში 7500 პუნქტამდე დაეცა (ინდექსის უფრო დეტალური აღწერა იხ. ქვემოთ). 2007 წლამდე აშშ-ში არსებული მშენებლობის მაღალი ტემპების, აშენებულ ფართობზე არაადექვატურად მაღალი ფასების, მშენებლობაში არსებული დიდი მოცულობის ინვესტიციების და იპოთეკური დაკრედიტების არასათანადო მეთოდების გამოყენების გამო, აშშ-ს უძრავი ქონების ბაზარი გაჯერდა და ფასებმა დაიწყო მკვეთრი ვარდნა, რასაც მოჰყვა საკმაოდ მოცულობითი დანაკარგები ინვესტორთა მხრიდან. ვითარება გაართულა იმან, რომ საბანკო დაწესებულებები ხშირ შემთხვევაში თანამონაწილეობის გარეშე, დაბალი პროცენტით გასცემდნენ კრედიტებს უძრავი ქონების შესაძენად. შედეგად დაიწყო მასობრივი გადაუხდელობები, რამაც საბანკო სექტორს სეროზული პრობლემები შეუქმნა. იპოთეკურ ბაზარზე დაწყებულ კრიზისს უპრეცედენტოდ მაღალი ნავთობის

ფასებიც დაემატა, რომელმაც 2008 წლის ივლისის დასაწყისში ბარელზე 140 აშშ დოლარი და მეტიც შეადგინა“ – (ნარმანია, 2009).

ეკონომიკის სფეროს მეცნიერები და მკვლევარები კრიზისის დაწყებას შემდეგ ფაქტორებს უკავშირებენ (მაგ.: ტეილორი, 2007) :

- ეკონომიკური განვითარების საერთო ციკლურობა; მაღალი ფასები ნედლეულზე (მ.შ. ნავთობზე)
- საფონდო ბირჟების გადახურება; საკრედიტო ბაზრის გადახურება და მის შედეგად წარმოქმნილი იპოთეკური კრიზისი აშშ-ში;
- პრაქტიკაში ახალი, გამოუცდელი ფინანსური მეთოდებისა და ინსტრუმენტების გამოყენება, როგორებიცაა საკრედიტო დეფოლტური სვოპები (**credit default swap**) და სხვა.

აშშ-ში საერთო საფინანსო და საბანკო კრიზისის უშუალო წინამორბედი, როგორც ნარმანია აღწერს, იყო 2007 წელს მაღალი რისკის მქონე იპოთეკური კრედიტების კრიზისი (subprime), ანუ ისეთი პირების იპოთეკური დაკრედიტება, რომლებსაც გააჩნდათ დაბალი შემოსავლები და ცუდი საკრედიტო ისტორია. მისი თქმით, უძრავ ქონებაზე ფასების 20%-იანი ვარდნის შედეგად, უძრავი ქონების ამერიკელი მფლობელები გადარიბდნენ 5 ტრლნ აშშ დოლარით. 2008 წლის ოქტომბერში ამერიკელმა ფინანსისტმა ჯორჯ სოროსმა იპოთეკურ პრობლემას “იპოთეკური საპნის ბუშტი“ უწოდა და განსაზღვრა როგორც “მხოლოდ და მხოლოდ ბიძგის მიმცემი მექანიზმი, რომელმაც მიგვიყვანა იქამდე, რომ გასკდა უფრო მსხვილი ბუშტი“. იგი წინასწარმეტყველებდა აშშ-ს ეკონომიკის შესუსტებას (ვარდნას) და ჩინეთის ეკონომიკის მაღალ ზრდას.

2007 წლის 31 ოქტომბერს მსოფლიო საფონდო ბაზრების ინდექსებმა პიკს მიაღწია, რის შემდეგაც დაიწყო კლება (ვარდნა): 2008 წლის 3 ოქტომბრიდან, როდესაც აშშ-ის კონგრესის წარმომადგენელთა პალატამ მეორე მოსმენით დაამტკიცა პოლსონის გეგმა, ინდექსი **S&P 500** დაეცა 30%-ით; ინდექსი **MSCI World**, რომელიც გვიჩვენებს დინამიკას განვითარებული ქვეყნების ბაზრებზე, დაეცა 32,3%-ით; განვითარებადი ბაზრების ინდექსი **SCI Emerging Marktes** დაეცა 40,5%-ით. 2000-2002 წლის ვარდნისგან

განსხვავებით (რომელიც გამოწვეული იყო ტექნოლოგიური კომპანიების საფონდო ბაზრებზე კრახით და შემოიფარგლებოდა მხოლოდ აშშ-ს ბაზრებით), 2007-2008 წლის ვარდნა შეეხო ყველა ქვეყანას და განპირობებული იყო ბუმიტა და საკრედიტო სექტორებში შემდგომი კრახით, ხოლო მოგვიანებით დაემატა – ნედლეულის ბაზრებზე არსებული პრობლემებიც. პირველად, ვარდნა დაიწყო დასავლური ბანკების აქციებმა, ხოლო 2008 წლის ივლისიდან, როდესაც დაიწყო ნავთობის სწრაფი გაიაფება, განვითარებადი ქვეყნების ნედლეულის მომპოვებელი კომპანიების აქციებმაც (ნარმანია, 2009).

2008 წლის 6-10 ოქტომბრის საბანკო კვირამ აშშ-ის სავაჭრო მოედნებზე ინდექსების ისტორიულად მაქსიმალური ვარდნა მოიტანა: **Dow Jones Industrial Average (DJIA)** 7882,51 პუნქტამდე დაეცა. 2008 წლის ოქტომბერში აშშ-ის ბაზრისთვის საფონდო ბირჟებზე ვარდნა რეკორდული გახდა ბოლო 20 წლის განმავლობაში, ხოლო იაპონიის ბაზრისთვის – მთელი მისი ისტორიის განმავლობაში.

აღნიშნული გლობალური კრიზისის წარმოშობაში ეკონომისტთა გარკვეული ნაწილი ფედერალური სარეზერვო სისტემის შერბილებულ მონეტარულ პოლიტიკას ასახელებს.

„შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის როლი კრიზისის წარმოქმნასა და გაღრმავებაში ყველაზე კარგად შეგვიძლია აღვწეროთ უაითის მიხედვით (White, 2009). უაითი შემდეგ სურათს ხატავს: 2000-იანი წლების დასაწყისი ხასიათდებოდა უპრეცედენტოდ შერბილებული მონეტარული პოლიტიკით მსხვილ ინდუსტრიულ ქვეყნებში, რასაც შემდგომში მიბაძა ბევრმა განვითარებადმა ქვეყანამაც, რომლებიც საკუთარი ვალუტის გამყარებას ებრძოდნენ (იმავე პერიოდში მათ მსხვილი სავალუტო ინტერვენციებიც განახორციელებს). შედეგად, გლობალური საპროცენტო განაკვეთები (როგორც მოკლე, ისეგ რძელვადიანი) დაბალ დონეზე შენარჩუნდა 2000-იანი წლების განმავლობაში. მოთხოვნის მხრიდან დაბალმა საპროცენტო განაკვეთებმა გამოიწვიეს მონეტარული და საკრედიტო აგრეგატების მკვეთრი ზრდა. იწოდების მხრიდან ამას დაერთო საკრედიტო სტანდარტების მკვეთრი გაუარესება. შედეგად მსოფლიოში ერთისმხრივ დაფიქსირდა ეკონომიკური ზრდის საკმაოდ მაღალი ტემპები, მაგრამ, მეორე მხრივ, მსოფლიო ეკონომიკაში დაგროვდა ოთხიმნიშვნელოვანი დისბალანსი, რომელიც უარყოფით გავლენას ახდენდა როგორც ფინანსურ, ის ერეალურ სექტორებზე: 1. მნიშვნელოვნად

გაიზარდა აქტივების ფასები (უძრავი ქონების და არამხლოდ); 2. მკვეთრად გაიზარდა ფინანსური სექტორის რისკები; 3. ევრო ქვეყანაში შიდამეურნეობების დანაზოვის დონე თითქმის ნულამდე დაეცა (ჩინეთში კი ინვესტიციებმა მშპ-ს 50 პროცენტს მიაღწია); და ბოლოს: 4. ქვეყნებში მაღალგანვითარებული ფინანსური სისტემითა და დანაზოვის დაბალი დონით დაფიქსირდა ძალიან სერიოზული სავაჭრო დეფიციტები, რომლებიც, უმეტეს წილად ფინანსდებოდა კაპიტალის ნაკადებით პროფიციტული ქვეყნებიდან, რომლებმაც გამყარებასთან ზემოაღნიშნული ბრძოლისას დააგროვეს რეზერვები“- (ბაქრაძე 2014).

ამრიგად, ზემოაღნიშნული საკითხების შესწავლისას ნათლად ჩანს, თუ რაოდენ დიდ როლს თამაშობს ცენტრალური ბანკების მონეტარული პოლიტიკა ფინანსურ ბაზრებზე აქტივებზე ფასწარმოქმნასა და ე.წ. „ბუშტების“ გამოწვევაში.

თავი 3. მონეტარული პოლიტიკის გავლენა კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირებაზე (საქართველოს მაგალითზე)

დისერტაციის ამ ნაწილში (მე-3 თავში) წარმოდგენილია ჩვენს მიერ განხორციელებული კვლევები მონეტარული აგრეგატების მიერ რეალურ ეკონომიკაზე, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთებსა და უძრავი ქონების ბაზრის ფასების ინდექსზე გავლენის სიძლიერის დასადგენად. ამ მიზნით აღნიშნული თავი დაყოფილია ორ ქვეთავად, კვლევების უფრო დეტალურად განხორციელების შესაძლებლობის მიზნით.

3.1 საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკა

ქვეყნის კონსტიტუციის თანახმად, საქართველოს ეროვნული ბანკის ძირითადი ამოცანები და ფუნქციები განსაზღვრულია ორგანულ კანონში "საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ"²⁵³. ხოლო, ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი და მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი ინსტრუმენტები მოცემულია "ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის ძირითად მიმართულებებში", რომელიც ყოველწლიურად მუშავდება ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის მიერ და რომელსაც ამტკიცებს საქართველოს პარლამენტი²⁵⁴.

ზემოაღნიშნული კანონმდებლობის მიხედვით, საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის მთავარი მიზანია ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა. ფასების სტაბილურობა გულისხმობს ინფლაციის ზომიერი და პროგნოზირებადი ტემპის არსებობას, რაც გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდისთვის აუცილებელი ფაქტორია²⁵⁵. ამასთანავე, ეროვნული ბანკი ზრუნავს საფინანსო სისტემის სტაბილურ ფუნქციონირებაზე დაქვეყნის ეკონომიკურ ზრდაზე, თუ ეს შესაძლებელია ისე, რომ საფრთხე არ შეექმნას მისი ძირითადი ამოცანის შესრულებას. ამგვარად, ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკა ემსახურება ეროვნული ვალუტის

²⁵³ https://www.nbg.gov.ge/uploads/legalacts/nbglow/new/erovnuli_bankis_kanoni.pdf

²⁵⁴ <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=533>

²⁵⁵ <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=533>

მსყიდველუნარიანობის შენარჩუნებას, მთლიანი შიდაპროდუქტის ზრდის პოტენციალის ამაღლებასა და საინვესტიციო გარემოს გაუმჯობესებას.

საზოგადოდ ცნობილია, რომ 2009 წლიდან საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმი არის **ინფლაციის თარგეთირება**. აღნიშნული რეჟიმის დროს წინასწარ განისაზღვრება ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი, რომელიც უნდა იქნას შენარჩუნებული საშუალოვადიანპერიოდში. ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელს განსაზღვრავს საქართველოს ეროვნული ბანკი და შემდგომ მტკიცდება საქართველოს პარლამენტის მიერ.

2015-2016 წლებისთვის **ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი შეადგენს 5%-ს**, 2017 წლისთვის კი - 4 პროცენტს. სებ-ის თანახმად²⁵⁶ გრძელვადიან პერიოდში აღნიშნული მიზნობრივი მაჩვენებელი თანდათან შემცირდება და დაუახლოვდება 3 პროცენტთან დონეს. ჩვენი შეფასებით, ნავთობისა და სურსათის საერთაშორისო ბაზრებზე არსებული პროგნოზების გათვალისწინებით 2017 წლისთვის 4%-იანი მაჩვენებელი მაღალია და საჭიროებს გადახედვას. მითუმეტეს, რომ უკვე შეინიშნება დეფლაციური პროცესები. მაგალითისთვის მოვიყვანოთ 2016 წლის მაისის თვე, რა დროსაც წლიურმა ინფლაციამ (წინა წლის მაისთან შედარებით) შეადგინა 2,1%, ხოლო თვის ინფლაციამ (აპრილთან შედარებით) კი (-0,4%).

როგორც ვიცით, ინფლაციის თარგეთირების ამოქმედებამდე ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკა იყენებდა **მონეტარული თარგეთირების რეჟიმს**, რაც ფულის მასის სასურველი ზრდის ტემპის მიღწევას გულისხმობს. თუმცა, პრაქტიკაში ფულზე მოთხოვნა ცვალებადია, რაც ცვლის კავშირს მონეტარული აგრეგატების ზრდასა და ფულის ზრდას შორის და წარმოიშობა თარგეთის – ფულის მასის ზრდის ტემპის მუდმივი გადახედვის საჭიროება. შესაბამისად, აქტიური მონეტარული პოლიტიკის შემთხვევაში, ფულის მასის საოპერაციო თარგეთითად გამოყენება არაეფექტიანია. მონეტარული თარგეთირების პირობებში ეროვნული ბანკი იყენებდა ფულის მასას, როგორც შუალედურ რგოლს, ინფლაციის სამართავად. ამ რეჟიმის პირობებში, ინფლაციის თარგეთირებისგან განსხვავებით, მნიშვნელოვან ფაქტორს წარმოადგენს სტაბილური კავშირი ფულის მასასა

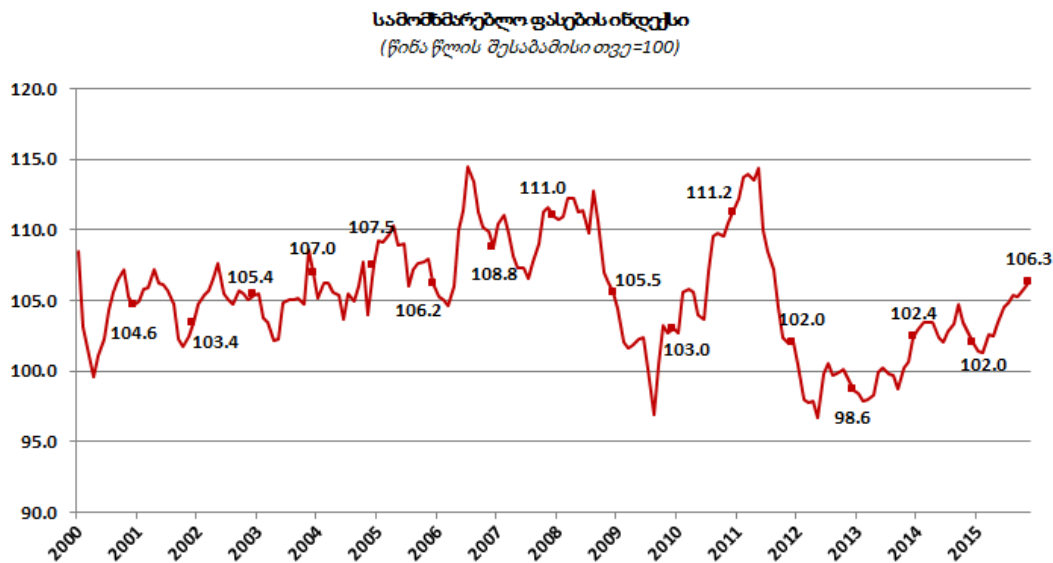
²⁵⁶ <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=533>

და ინფლაციას შორის. წლების განმავლობაში აღნიშნული კავშირი დაირღვა, რამაც მონეტარული თარგეთირების რეჟიმის გამოყენება შეუძლებელი გახადა.

ქვეყანაში ფასების დონის ცვლილების შესაფასებლად გამოიყენება სამომხმარებლო ფასების ინდექსის (სფი) ცვლილება. (სფი) ინდექსის შეფასება ხდება სამომხმარებლო კალათის მიხედვით, რომელიც მოიცავს საშუალომომხმარებლის მიერ შექმნილ საქონელსა და მომსახურებას. შესაბამისად, კალათაში შესულ საქონელსა, თუ მომსახურებაზე ფასების მატება იწვევს ინფლაციის მაჩვენებლის ზრდას.

ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი განისაზღვრება ეკონომიკის არსებული მდგომარეობის გათვალისწინებით. იგი უნდა ასახავდეს ფასების ცვლილების ისეთ მაჩვენებელს, რომელიც ოპტიმალური იქნება ეკონომიკის განვითარების არსებულ ეტაპზე²⁵⁷.

დიაგრამა 28



წყარო²⁵⁸: www.geostat.ge

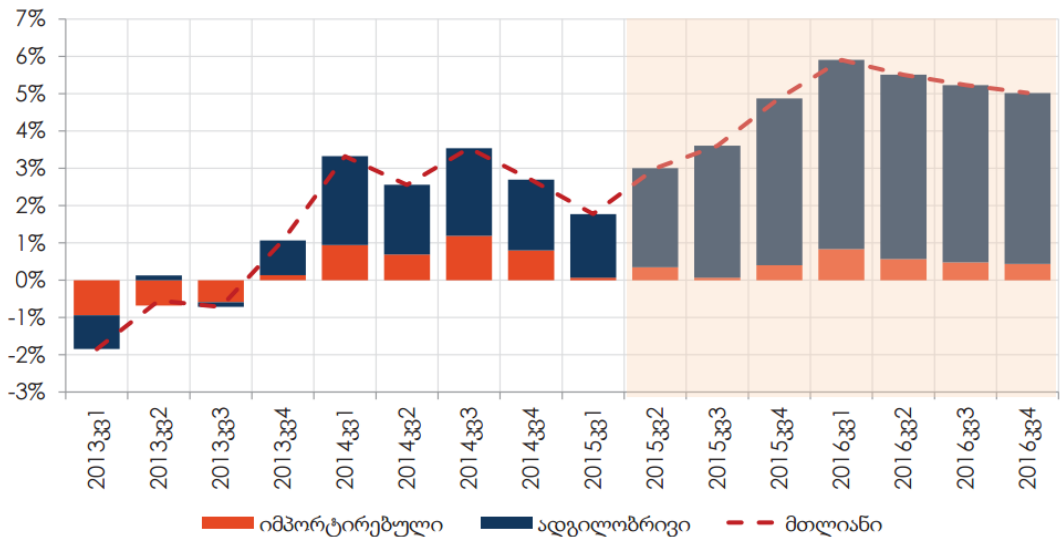
²⁵⁷ <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=533>

²⁵⁸ საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის ოფიციალური მონაცემები/დიაგრამები.
http://geostat.ge/?action=page&p_id=127&lang=geo

დიაგრამა 28-ზე კარგად ჩანს, თუ რამდენად მაღალი იყო საქართველოში ინფლაციური პროცესები განვლილ წლებში. განსაკუთრებით მტკივნეული იყო იგი 2010 წელს, როდესაც წლიური ინფლაციის მაჩვენებელმა ორნიშნა ნიშნულს მიაღწია და 11,2% შეადგინა.

დიაგრამა 29.²⁵⁹

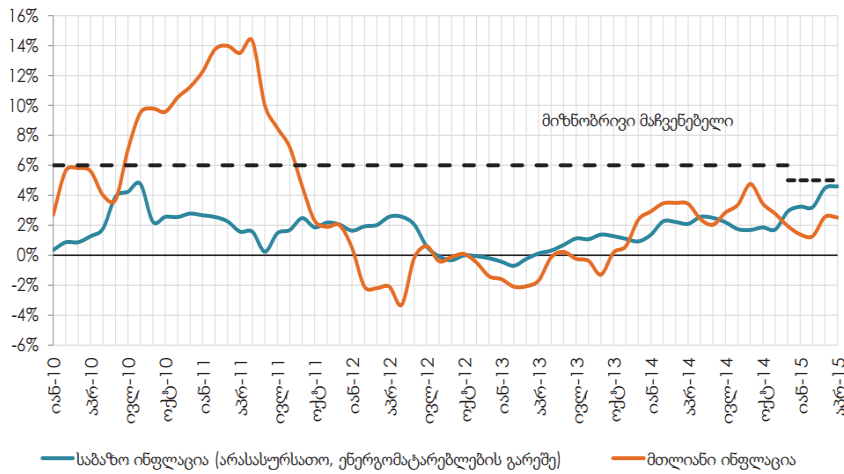
იმპორტირებული და ადგილობრივი ინფლაცია საქართველოში



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

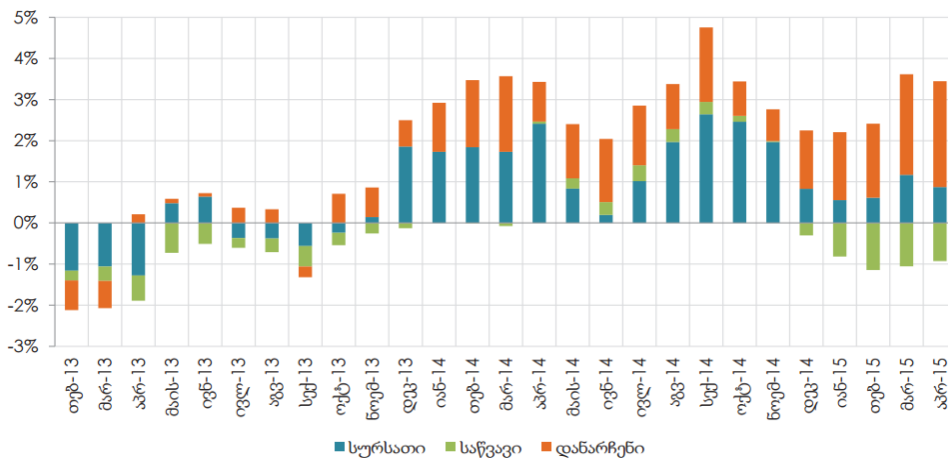
დიაგრამა 29-ზე ასახულია იმპორტირებული და ადგილობრივი ინფლაციის მაჩვენებლები საქართველოში, საიდანაც ჩანს, რომ ბოლო წლებში იმპორტირებული ინფლაციის წილი მთლიან ინფლაციაში მნიშვნელოვნად კლებულობს. ეს ძირითადად საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობსა და სურსათზე ფასების კლებითაა განპირობებული (იხ. დიაგრამა 30). თუმცა ზოგადად, უნდა აღინიშნოს, რომ სამომხმარებლო კალათაში იმპორტირებული და შერეული პროდუქციის მაღალი წილის გამო საერთაშორისო ბაზრებიდან ადგილობრივ ბაზარზე ფასების ტრანსმისია საკმაოდ ძლიერია (იხ. დიაგრამა 31), რაზეც დეტალურად წინა თავში ვმსჯელობდით.

²⁵⁹ სეპ-ი, მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში 2016 (III კვ) https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/inflationreport/2016/publish_IR_August_2016.pdf



წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკი

იმისათვის, რომ მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმმა გამართულად იმუშაოს, აუცილებელია ლარის ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტების აქტიური გამოყენება და ლარის, როგორც ეროვნული ვალუტის მიმართ მაღალი ნდობის არსებობა.



წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკი

²⁶⁰ სებ-ი, მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში 2015 (IV კვ)

https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/inflationreport/2015/IR_NOV_2015.pdf

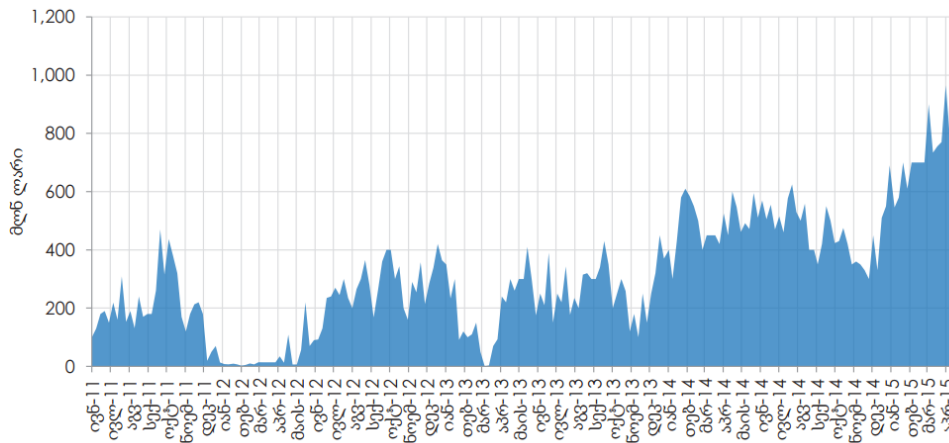
²⁶¹ სებ-ი, მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში 2015 (IV კვ)

https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/inflationreport/2015/IR_NOV_2015.pdf

ქვეყანაში არსებული დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებელი კი აფერხებს მონეტარული იმპულსების გაცემას, რადგანაც რეფინანსირების სესხების (იხ. დიაგრამა 32) მეშვეობით მხოლოდ ღარში გაცემული მოკლევადიანი სესხების საპროცენტო განაკვეთებზე ვახდენთ ზეგავლენას, რაც საერთო საბაზრო საპროცენტო განაკვეთებზე სრულად ზემოქმედების საშუალებას არ იძლევა.

დიაგრამა²⁶² 32

რეფინანსირების სესხების ნაშთები (2011-2015წწ)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

საბოლოო ჯამში, საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ სტრატეგიული მიზნების მისაღწევად მონეტარული პოლიტიკის მთავარ ამოცანად მიგვაჩნია **დოლარიზაციის შემცირება**, რომლის უზრუნველსაყოფად თავისმხრივ აუცილებელია ღარისადმი ნდობა გაიზარდოს. ეს, ჩვენის აზრით, ხელს შეუწყობს ეროვნული ვალუტით განთავსებული დეპოზიტების დაზღვევის მექანიზმის ჩამოყალიბებას ქვეყანაში. დოლარიზაციის შემცირება ხელს შეუწყობს მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმის გაუმჯობესებას, საპროცენტო არხების გაძლიერებას, რაც საბოლოო ჯამში მნიშვნელოვნად გაზრდის მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას.

²⁶² საქართველოს ეროვნული ბანკი, თვის მიმოხილვა (მაისი, 2015)
https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/moneratfiscal/2015/tvis_mioxilva_maisi.pdf

აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ დეპოზიტების დაზღვევის მექანიზმის შექმნა გარკვეულ სირთულეებთანაა დაკავშირებული. პირველ რიგში აუცილებელია ყურადღება გაგამახვილოთ იმაზე, თუ ვინ დააზღვევს დეპოზიტებს, სახელმწიფო თუ კერძო სექტორი. ამ მხრივ მსოფლიო პრაქტიკა ბევრ მოდელს იცნობს, თუმცა საქართველოსთვის ვფიქრობთ უმჯობესი იქნება თუკი დამზღვევი არა სახელმწიფო, არამედ კერძო ორგანიზაცია (მაგ.: საერთაშორისო სადაზღვევო კომპანია) იქნება.

მიუხედავად აღნიშნული საკითხის აქტუალობისა, მისი დეტალური განხილვა სცდება ჩვენი საკვლევი თემატიკის არეალს, რის გამოც ამ თავში აღნიშნულ საკითხზე მცირე შეფასებით შემოვიფარგლეთ.

გარდა დეპოზიტების დაზღვევის სისტემისა არსებობისა, ასევე, მნიშვნელოვანია ის, რომ ლარიზაციის ხელშეწყობის მიმართულებით ბოლო წლებში საქართველოს ეროვნული ბანკი ძლიერ გააქტიურდა, რაც გამოიხატა კიდევ ლარის ფულადი ბაზრის მოცულობის ზრდაშიც. ასევე მნიშვნელოვანია რეფინანსირების სესხების ინსტრუმენტის არსებობა, რომელიც ბაზარზე მოკლევადიანი ლიკვიდობის მიწოდებას უზრუნველყოფს. სწორედ ამის შედეგია ის, რომ გაიზარდა ლარის გრძელვადიანი სესხების ხელმისაწვდომობა და იკლო საპროცენტო განაკვეთებმაც.

ლარიზაციის ხელშეწყობას ემსახურებოდა ასევე, 2016 წლის 27 აპრილს საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის მიერ მიღებული გადაწყვეტილებები, რომელიც გულისხმობდა ლარით მოზიდულ სახსრებზე კომერციული ბანკებისთვის მინიმალური საგაღდებულო რეზერვების შემცირებას 10%-დან 7%-მდე, ხოლო ფინანსურ სტაბილურობაზე მოქმედი შესაძლო რისკების შესამცირებლად უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე კი 15%-დან 20%-მდე გაზრდას.

3.2 მონეტარული აგრეგატების გავლენა რეალურ ეკონომიკაზე

აღნიშნულ ქვეთავში წარმოდგენილია ჩვენს მიერ განხორციელებული კვლევა იმის შესახებ, თუ რა გავლენას ახდენს მონეტარული პოლიტიკა რეალურ ეკონომიკაზე, საქართველოს მაგალითზე. ვლევის მიზანია შეისწავლოს, არსებობს თუ არა რეალურ ეკონომიკასა და ნომინალურ ეკონომიკას შორის ურთიერთკავშირი, რამდენად მნიშვნელოვანია ეს ურთიერთკავშირი, როგორია მისი გავლენა ეკონომიკურ კონიუნქტურაზე. მაკროეკონომიკურ თეორიაში ამ მიმართულებით კონცეპტუალური აზრთა სხვადასხვაობა არსებობს. ამა თუ იმ თეორიას საფუძვლად უდევს მონეტარული გადამცემი მექანიზმის სხვადასხვაგვარი გააზრება, რომელიც მჭიდრო კავშირშია ფასებისა და ხელფასების ქცევის შინაარსისა და თავისებურებების გააზრებასთან.

წინამდებარე ქვეთავი ამ მექანიზმებს მიმოიხილავს და კვლევისთვის იყენებს იმპულსზე რეაქციის და ვარიაციის დეკომპოზიციის ფუნქციებს ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელს ფარგლებში. შოკების იდენტიფიკაციისთვის ხდება, რამდენიმე ალტერნატიული მოდელის შედეგების შედარება, შეუზღუდავი ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის ფარგლებში.

ქართულ ეკონომიკურ ლიტერატურაში მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმის თეორიული და პრაქტიკული ასპექტების კვლევას ნაკლები ყურადღება ეთმობა. შესაძლებელია მხოლოდ რამდენიმე ნაშრომის (ბაქრაძე, ბილმერი 2008; სამხარაძე 2008; დაბლა-ნორისი 2007; ბლუაშვილი 2013) მოყვანა ამ თემატიკაზე. წინა კვლევებისგან განსხვავებით მოცემულ კვლევაში აქცენტი კეთდება არა უშუალოდ ტრანსმისიულ მექანიზმებზე და მათ მნიშვნელოვნებაზე, არამედ ფულის ნეიტრალობის საკითხზე და მის მნიშვნელობაზე.

ჩვენი კვლევის მიხედვით დასტურდება მონეტარული პოლიტიკის შოკების რეალურ ეკონომიკაზე გავლენის მნიშვნელოვნება, რაც მიუთითებს ქვეყანაში საანალიზო პერიოდის სხვადასხვა მონაკვეთებზე მონეტარული ფაქტორებით სტიმულირებული ბუმის არსებობაზე.

მონაცემები და ეკონომეტრიკული მოდელი: კვლევისთვის გამოყენებულ იქნა შეუზღუდავი ფორმის ვექტორული ავტორეგრესიული მოდელი. მოდელი შეიცავს 6

ენდოგენურ და 1 ეგზოგენურ ცვლადს. კვლევის პროცესში გამოყენებულია 1996-2015 წლების კვარტალური მაჩვენებლები. კვლევა ეყრდნობა ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის ფარგლებში იმპულსზე რეაქციის ფუნქციების გამოკვლევას:

$$Y_t = A(L')Y_{t-i} + Z_t + E_t$$

$$Y_t = (M_t, RGDP_t, RC_t, CPI_t, R_t, REER_t)$$

$$Z_t = (TR_t, TREND_t)$$

სადაც, Y_t - ენდოგენური ცვლადების ვექტორი, Z_t - ეგზოგენური ცვლადების ვექტორი, E_t - ნარჩენობითი წევრის ვექტორი.

ენდოგენური ცვლადებისთვის გამოყენებულ იქნა შემდეგი დროითი მწკრივები: რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტი (GDP); სამომხმარებლო ფასების ინდექსი (CPI); ეროვნულ ვალუტაში სესხებზე საშუალო კვარტლის რეალური საპროცენტო განაკვეთები (R); რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის (REER); საოჯახო მეურნეობების მოხმარება რეალური გამოსახულებაში (RC); ფულის მიწოდების მაჩვენებლის დასახასიათებლად გამოვიყენეთ სამი მაჩვენებელი: სარეზერვო ფული (CC); მონეტარული აგრეგატი (M3), მონეტარული აგრეგატი (M2). ეგზოგენური ცვლადის სახით გამოყენებულ იქნა საზღვარგარეთიდან მიღებული ტრანსფერტების (მიმდინარე და კაპიტალური) (Y_{tr}) და საზღვარგარეთიდან მიღებული ფაქტორული შემოსავლების (Y_f) ჯამი (TR), აღნიშნული მაჩვენებელი გამოყენებულ იქნა იმ მოსაზრებით, რომ ჩვენი მოსაზრებით ეს ცვლადი ყველაზე მეტად იყო ეროვნული ეკონომიკის კონიუნქტურის განმსაზღვრელი შესაფასებელ პერიოდზე, ამასთან ის ყველაზე მეტად ეგზოგენური ფაქტორია და მნიშვნელოვანი საგარეო შოკის მახასიათებელია.

კვარტალური მონაცემების ანალიზის დროს მნიშვნელოვან საკითხს წარმოადგენს სეზონურობა. კვლევაში ყველა ცვლადი სეზონურად შესწორებულია. შესაბამისად, ყველა მონაცემის ტესტირება მოხდა სეზონური კომპონენტის არსებობაზე X12 მეთოდის გამოყენებით.

რაც შეეხება სტაციონარობის საკითხს, მისი ანალიზისთვის გამოყენებულ იქნა რამდენიმე ტესტი: გაფართოებული დიკი-ფულერის (ADF), ფილიპს-პერონის (PP), დიკი-

ფულერის (DF-GLS), კვიატკოვსკი-ფილიპს-შმიდტი-შინის (KPSS) ტესტები. ამასთან დროითი მწკრივების სტაციონალურობის შემოწმება ჩატარდა სეზონურად მოუსწორებელ და გაუფილტრავ მწკრივზე .

ქვემოთ მოცემულ ცხრილ №5-ში წარმოდგენილია ერთეულოვანი ფესვის ტესტების შედეგები სხვადასხვა ტესტების გამოყენებით 5%-იანი მნიშვნელოვნების დონისთვის. ტესტები ჩატარებულია ყველა სპეციფიკაციისთვის: ტრენდისა და კონსტატასთვის, მხოლოდ კონსტანტასთვის და ტრენდის და კონსტანტის გარეშე.

ცხრილი 5.

ერთეულოვანი ფესვის ტესტები (ADF, PP, DF-GLS, KPSS)

ტესტები		ცვლადები					
		RGDP	ΔRGDP	CR	ΔCR	TR	ΔTR
ADF- ტესტი	სპეციფიკაცია	T,4	T,0	T,0	-	T,3	T,2
	ADF-სტატისტიკა	-2.49	-2,49	- 4.35	-	- 2.07	- 12.16
	კრიტიკული მნიშვნელობები	-3.47	-3,46	- 3.46	-	- 3.47	- -3.47
PP- ტესტი	სპეციფიკაცია	T	T	T	-	T	-
	PP -სტატისტიკა	-8,21	-2.47	-4.3	-	- 6.81	-
	კრიტიკული მნიშვნელობები	-3.46	-3.46	- 3.46	-	- 3.46	-
DF- GLS- ტესტი	სპეციფიკაცია	T,4	T,0	T,3	T,3	T,3	T,4
	DF-GLS -სტატისტიკა	-2.22	-2.27	- 1.12	- 3.95	- 2.12	- -2.48
	კრიტიკული მნიშვნელობები	-3.11	-3.10	- 3.11	- 3.11	- 3.11	- -3.11

KPSS- ტესტი	სტატისტიკის ანალიზის შედეგად:						
	• ADF, PP, DF-GLS და KPSS ტესტების მიხედვით, ღ ღპირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია.	T	T	T	T	T	T
	KPSS -სტატისტიკა	0.22	0.13	0.19	0.12	0.24	0.141
	კრიტიკული მნიშვნელობები	0.14	0.14	0.14	0.14	0.14	0.146
შედეგი		I(1)	I(0)	ND	I(0)	I(1)	I(0)

სტაციონარობის ანალიზის შედეგად:

ADF, PP და DF-GLS ტესტების მიხედვით, CPI, CC და M2 პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია, თუმცა KPSS ტესტის მიხედვით TS -პროცესია. მიღებული წინააღმდეგობრივი შედეგი არ გვაძლევს საშუალებას დროითი მწკრივები დანამდვილებით მივაკუთვნოთ TS ან DS -პროცესს. ამიტომ, ჩვენს მიერ გამოყენებულ იქნა კოსრეინის პროცედურა, რომლის მიხედვითაც CPI განისაზღვრა, როგორც TS-პროცესი. ხოლო CC და M2 დროითი მწკრივების DS-პროცესისთვის მიკუთვნება საკმაოდ რთულია, თუმცა იგი უპირატესად DS-პროცესისათვის დამახასიათებელი ვარიაციის დინამიკით ხასიათდება.

- PP, DF-GLS და KPSS ტესტების მიხედვით M3 პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია, თუმცა ADF ტესტის მიხედვით იგი მეორე რიგის ინტეგრაციული პროცესია, რაც კოსრეინის პროცედურითაც დასტურდება.

- ADF და PP ტესტების მიხედვით R სტაციონალური პროცესია, რასაც ეწინააღმდეგება DF-GLS და KPSS ტესტების შედეგები. თუმცა, კოსრეინის პროცედურით იგი უპირატესად სტაციონალური პროცესისთვის დამახასიათებელი ვარიაციის დინამიკით ხასიათდება.

- ADF, DF-GLS და KPSS ტესტების მიხედვით, RGDP და RC პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია. ხოლო PP ტესტის და კოხრეინის პროცედურის მიხედვით TS-პროცესია.
- ADF, PP, DF-GLS და KPSS ტესტების მიხედვით, REER პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია.
- ADF, PP და DF-GLS ტესტების მიხედვით, CPI, CC და 2 პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია, თუმცა KPSS ტესტის მიხედვით TS -პროცესია. მიღებული წინააღმდეგობრივი შედეგი არ გვაძლევს საშუალებას დროითი მწკრივები დანამდვილებით მივაკუთვნოთ TS ან DS -პროცესს. ამიტომ, ჩვენს მიერ გამოყენებულ იქნა კოხრეინის პროცედურა, რომლის მიხედვითაც CPI განისაზღვრა, როგორც TS-პროცესი. ხოლო CC და 2 დროითი მწკრივების DS-პროცესისთვის მიკუთვნება საკმაოდ რთულია, თუმცა იგი უპირატესად DS-პროცესისათვის დამახასიათებელი ვარიაციის დინამიკით ხასიათდება.
- PP, DF-GLS და KPSS ტესტების მიხედვით 3 პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია, თუმცა ADF ტესტის მიხედვით იგი მეორე რიგის ინტეგრაციული პროცესია, რაც კოხრეინის პროცედურითაც დასტურდება.
- ADF და PP ტესტების მიხედვით R სტაციონალური პროცესია, რასაც ewinaaRmdegeba DF-GLS და KPSS ტესტების შედეგები. თუმცა, კოხრეინის პროცედურით იგი უპირატესად სტაციონალური პროცესისთვის დამახასიათებელი ვარიაციის დინამიკით ხასიათდება.
- ADF, DF-GLS და KPSS ტესტების მიხედვით, RGDP და RC პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია. ხოლო PP ტესტის და კოხრეინის პროცედურის მიხედვით TS-პროცესი.
- ADF, DF-GLS და KPSS ტესტების მიხედვით, თქ პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია. ხოლო PP ტესტის და კოხრეინის პროცედურის მიხედვით TS-პროცესი

ცხრილი 6. ინფორმაციული კრიტერიუმების მნიშვნელობები ვექტორული ავტორეგრესიის სხვადასხვა რიგის მოდელისთვის.

VAR Lag Order Selection Criteria

Sample: 1996Q1 2020Q4

Included observations: 70

Endogenous variables: LCC_DIF LREER_DIF LRC_SA LCPI_SA LR_

LRGDP_SA

Exogenous variables: C LTR_DIF @TREND

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	602	NA	2.28e-15	-16.68964	-16.11146	-16.45998
1	780	311.6656	3.88e-17	-20.77034	-19.03579*	-20.08136
2	851	110.4390*	1.50e-17*	-21.74975	-18.85883	-20.60144*
3	873	30.68365	2.42e-17	-21.34738	-17.30009	-19.73975
4	914	50.42495	2.41e-17	-21.49148	-16.28782	-19.42452
5	961	49.57852	2.22e-17	-21.80287	-15.44284	-19.27659
6	1003	37.36162	2.71e-17	-21.97951	-14.46311	-18.99391
7	1040	26.83785	4.64e-17	-22.02445*	-13.35169	-18.57953

Endogenous variables: LM2_DIF LREER_DIF LRC_SA LCPI_SA LR_SA

Exogenous variables: C LTR_DIF @TREND

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	592	NA	3.01e-15	-16.40983	-15.83165	-16.18017
1	773	315.2028	4.84e-17	-20.54852	-18.81397*	-19.85954
2	844	111.5032	1.84e-17*	-21.54728	-18.65636	-20.39897*

3	867	32.67941	2.84e-17	-21.18564	-17.13834	-19.57800
4	915	59.53987*	2.29e-17	-21.54171	-16.33805	-19.47476
5	961	47.71122	2.23e-17	-21.80263	-15.44260	-19.27635
6	1008	41.61609	2.36e-17	-22.11652	-14.60012	-19.13091
7	1044	25.88477	4.20e-17	-22.12334*	-13.45057	-18.67841

Endogenous variables: LM3_DIF LREER_DIF LRC_SA LCPI_SA LR_SA I

Exogenous variables: C LTR_DIF @TREND

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	614	NA	1.59e-15	-17.04951	-16.47133	-16.81985
1	799	322.6375	2.26e-17	-21.31008	-19.57553*	-20.62109
2	871	112.8914	8.38e-18*	-22.33408	-19.44316	-21.18577*
3	893	30.70547	1.35e-17	-21.93215	-17.88486	-20.32452
4	936	52.17875*	1.29e-17	-22.11704	-16.91338	-20.05008
5	976	42.33480	1.45e-17	-22.23265	-15.87262	-19.70637
6	1028	46.78622	1.30e-17	-22.71331	-15.19691	-19.72771
7	1069	29.16532	2.03e-17	-22.85135*	-14.17858	-19.40642

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information

criterion

SC: Schwarz information criterion

ზემოაღნიშნული შედეგების გათვალისწინებით და აგრეთვე იმის გათვალისწინებით, რომ საქართველო 1996-2015 წლებში მნიშვნელოვან სტრუქტურულ ძვრებს განიცდიდა, მიგვაჩნია, რომ: REER, CC, M2, M3, TR ინტერპრეტირებულ უნდა იქნას DS-პროცესებად, ხოლო CPI, R, RGDP და CRTS-პროცესებად.

მაშასადამე ცვლადების უმეტესობა მოცემულ დროით მონაკვეთზე განისაზღვრა, როგორც ტრენდის მიმართ სტაციონალური დროთი მწკრივები, ამიტომაც ეგზოგენურ ცვლადებში ჩვენს მიერ ჩართულ იქნა წრფივი ტრენდის ფაქტორი. მოდელში ცვლადები რომელიც იდენტიფიცირდა, როგორც პირველი რიგის ინტეგრირებული პროცესები ისინი განიხილება პირველი რიგის სხვაობებში.

ტექნიკურად მხოლოდ სამი ცვლადი განისაზღვრა, როგორც არა ნულოვანი რიგის ინტეგრირებული პროცესი, ამიტომ კონტეგრაციული კავშირები საანალიზო მწკრივებისთვის არ შეიძლება განისაზღვროს და ჩვენ განვიხილავთ ვექტორულ ავტორეგრესიას შეცდომის კორექციის გარეშე. ცვლადების სტანდარტიზებისთვის აღებულია მათი ლოგარითმული მნიშვნელობები.

ლაგის რიგის განსაზღვრისთვის ჩვენ განვიხილეთ 0-დან 7 ლაგამდე მოდელების ვარიანტები. როგორც ჩანს, ცხრილი 5 დან. კრიტერიუმების უმეტესობა მიუთითებს, რომ საუკეთესო ვარიანტს წარმოადგენს მოდელი 2 ლაგით.

მოდელის ავტორეგრესიული პოლინომის მახასიათებელი შებრუნებული ფესვები მოდულით ერთზე ნაკლებია, რაც VAR მოდელის სტაციონალურობაზე მიუთითებს.

ცვლადების ენდოგენურობის/ეგზოგენურობის ანალიზისთვის გრეინჯერის წყვილური მიზეზ-შედეგობრიობის ტესტის მიხედვით (იხ. დანართი 2) ჩვენი მოდელისთვის ჩანს, რომ ვლინდება:

1) სამივე მოდელისთვის გრეინჯერის მიხედვით კავშირი $CC/M2/M3 \rightarrow REER$, $REER \rightarrow RGDP$, $CC/M2/M3 \rightarrow RGDP$, $RC \rightarrow CPI$, $CPI \rightarrow R$; $CC/M2/M3$ ცვლადების ეგზოგენურობა; R , $RGDP$, $REER$ ცვლადების ენდოგენურობა.

2) პირველი მოდელისთვის გრეინჯერის მიხედვით კავშირი $CC \rightarrow CPI$; RC ცვლადის ეგზოგენურობა; CPI ცვლადის ენდოგენურობა.

3) მეორე მოდელისთვის გრეინჯერის მიხედვით კავშირი $RGDP \rightarrow CPI$ მიმართულებით; RC ცვლადის ეგზოგენურობა;

4) მესამე მოდელისთვის გრეინჯერის მიხედვით კავშირი $RGDP \rightarrow CPI$, $RGDP \rightarrow RC$ და $RC \rightarrow REER$ მიმართულებით.

ექსტორულ ავტორეგრესიულ მოდელში იმპულსზე რეაქციის ფუნქცია გვიჩვენებს ენდოგენური ცვლადების რეაქციას შემთხვევითი სიდიდის ერთჯერად შოკზე და მოულოდნელი შოკური ზემოქმედების შემდეგ სისტემის რეაქციის კვლევის საშუალებას გვაძლევს. პრობლემას ამ ტიპის მოდელში წარმოადგენს, ის რომ სისტემის განტოლებების შოკები კორელირებულია და ახდენენ ერთმანეთზე გავლენას. თუ შემთხვევითი წევრების ვარიაციები კორელირებულია, მაშინ უნდა მოხდეს მათი გარდაქმნა ისე, რომ ისინი არ იყვნენ კორელირებული, რათა შესაძლებელი იყოს ცვლადებს შორის იმპულსის პირდაპირი ინტერპრეტაცია.

სიმსმა (Sims 1980) შემოგვთავაზა შოკების თანწყობის სქემით ამ პრობლემის გადაწყვეტა. იმპულსების ორთოგონალიზაციისთვის ვიყენებთ ქოლესკის დეკომპოზიციას. კერძოდ, იმის დაშვებით, რომ ერთი შოკის გავლენა წარმოადგენს ნულოვანს. იმპულსზე რეაქციის ფუნქცია აჩვენებს შოკის ერთი სტანდარტული ერთეულით ცვლილების დროს როგორი იქნება სისტემის ენდოგენური ცვლადების რეაქცია. თუ დაუშვებთ მიმდევრობის ცვლილებას, მაშინ ფუნქცია შეიცვლის სახეს. თუ ფუნქცია მნიშვნელოვნად იცვლება, მაშინ უნდა ვივარაუდოთ რომ ადგილი აქვს ინოვაციების ჯვარედინ მნიშვნელოვან კორელაციას.

ჩვენს მოდელში ცვლადები შემდეგი რიგითობით არის დალაგებული:

$CC/M2/M3 - RC - REER - CPI - R -$

ასევე მოხდა სხვა სქემების ანალიზიც : $CC/M2/M3 - RC - REER - GDP - CPI - R$ და $CC/M2/M3 - REER - CPI - R - RC - GDP$.

ალტერნატიული სქემების ანალიზის შედეგად ფუნქციებს არსებითი ცვლილებები არ განუცდიათ, რაც იმას ნიშნავს, რომ არ აქვს ნარჩენობითი წევრების ჯვარედინ კორელაციას ადგილი

ცხრილი 7. რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის ვარიაციის დეკომპოზიცია

Period	S.E.	LCC_DIF	LREER_DIF	LRC_SA	LCPI_SA	LR_SA	LRGDP_SA
1	0.056	7.605	0.007	7.582	0.147	0.423	84.233
2	0.059	17.642	0.085	5.252	1.493	1.297	74.228
3	0.059	26.536	4.782	4.214	4.747	0.996	58.723
4	0.060	26.806	4.431	3.822	6.667	0.893	57.378
5	0.060	26.501	5.044	3.716	6.543	0.908	57.285726
6	0.060	26.866	5.371	3.409	6.410	0.901	57.040
7	0.060	27.156	5.510	3.243	6.245	0.888	56.955

Cholesky Ordering: LCC_DIF LRC_SA LREER_DIF LCPI_SA LR_SA
LRGDP_SA

Period	S.E.	LM2_DIF	LREER_DIF	LRC_SA	LCPI_SA	LR_SA	LRGDP_SA
1	0.064	11.369	0.031	6.392	0.000	1.559	80.647
2	0.066	27.681	0.127	4.204	0.260	3.675	64.049
3	0.068	40.781	5.183	3.118	2.832	2.690	45.393
4	0.068	45.228	4.842	2.653	3.360	2.543	41.372
5	0.068	46.737	5.375	2.373	3.175	2.687	39.651
6	0.068	47.669	5.669	2.149	3.163	2.800	38.547
7	0.069	48.293	5.888	1.995	3.109	2.894	37.818

Cholesky Ordering: LM2_DIF LRC_SA LREER_DIF LCPI_SA LR_SA
LRGDP_SA

Period	S.E.	LM3_DIF	LREER_DIF	LRC_SA	LCPI_SA	LR_SA	LRGDP_SA
1	0.052	15.471	0.073	3.987	0.253	2.522	77.691
2	0.054	40.190	1.398	2.503	0.2164	3.571	52.119
3	0.055	50.743	2.337	1.568	2.996	2.737	39.617
4	0.056	53.317	1.933	1.280	3.792	2.379	37.296

5	0.056	54.754	1.769	1.150	3.507	2.3113	36.506
6	0.056	55.931	1.628	1.064	3.341	2.219	35.815
7	0.056	56.843	1.525	0.993	3.209	2.134	35.292

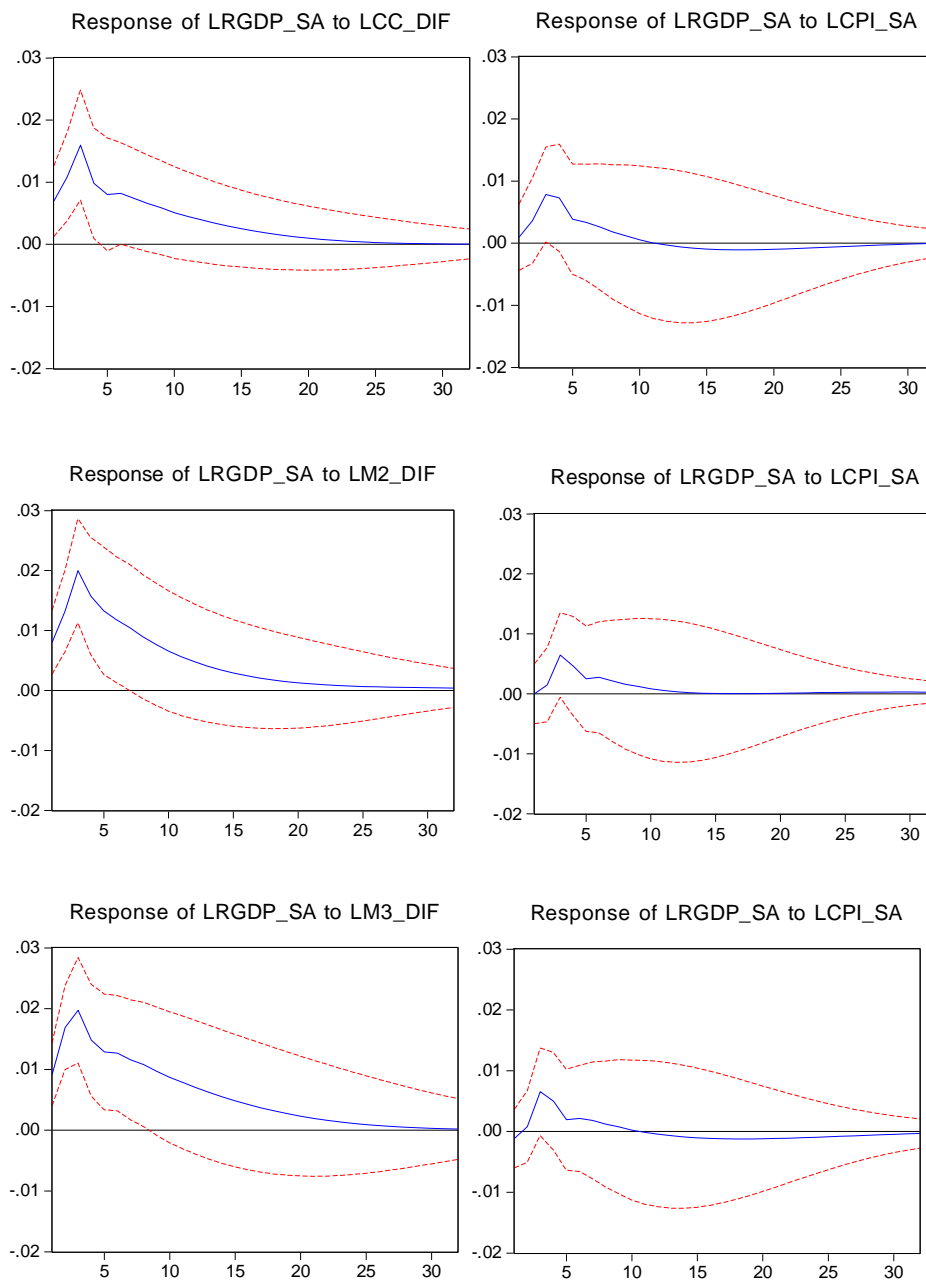
Cholesky Ordering: LM3_DIF LRC_SA LREER_DIF LCPI_SA LR_SA
LRGDP_SA

შედეგები: ჩვენს მიერ იდენტიფიცირებულ მოდელებში მთლიანი გამოშვების საფასო შოკზე იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები სტატისტიკურად არამნიშვნელოვანია. არამნიშვნელოვანია მთლიანი შიდა პროდუქტის ვარიაციაში სამომხმარებლო ფასების ინდექსის ვარიაციაც.

ამასთან გავლენა არ ატარებს მერყევ ხასიათს და მისი გავლენა მე-3 კვარტალში აღწევს მაქსიმუმს. მთლიანი შიდა პროდუქტის მაჩვენებელი კი პრატიკულად მონოტონურად უბრუნდება წონასწორულ მნიშვნელობას.

არასრულყოფილი ინფორმაციის გამო, რაც ეკონომიკაში პრაქტიკულ პრობლემას წარმოადგენს, მნიშვნელოვანი ადგილი უჭირავს ექსცესს. ფასების საინფორმაციო ფუნქციის დარღვევა კი შეიძლება რეალურ სექტორზე და მის სტაბილურობაზე არაერთგვაროვნად აისახოს. კერძოდ ის შეიძლება იქცეს საბრუნავ საშუალებებში, ძირითად საშუალებებში და სხვა არათანაბარი ინვესტიციების განხორციელების მიზეზი. ეს კი, ეკონომიკური რყევების გამომწვევი მიზეზი და დინამიკური არასტაბილურობის დაკარგვის ფაქტორია. თუმცა მოცემულ შემთხვევაში ეკონომიკა სწრაფად ადაფტირდება ასეთი ტიპის შოკებისადმი.

რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები ფულის მიწოდების და საფასო შოკებზე



მთლიანი გამოშვების ფულადი აგრეგატების (CC, M2 და M3) ცვლილების იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია. მთლიანი შიდა პროდუქტის ვარიაციის დეკომპოზიცია გვიჩვენებს, რომ მშპ-ს ვარიაცია ძირითადად ახსნილია

საკუთარი ვარიაციით წარსულ პერიოდში. 1-2 კვარტლის შემდეგ მთლიანი შიდა პროდუქტის ვარიაციაში ფულის მასის აგრეგატების ცვლილების ვარიაციაა ყველაზე მნიშვნელოვანი. ამასთან დინამიკური წონასწორობის აღდგენის პროცესი ატარებს მონოტონურ ხასიათს და მისი გავლენა მე-3 კვარტალში აღწევს მაქსიმუმს მთლიანი შიდა პროდუქტის მაჩვენებელი მონოტონურად უბრუნდება წონასწორულ მნიშვნელობას.

აღნიშნულიდან გამომდინარე შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ჰიპოთეზა ფულის მიწოდების მთლიანი გამოშვებაზე ზემოქმედების ნეიტრალობის შესახებ უარყოფილია. ჩვენი შეხედულებით შედეგები აიხსნება იმით რომ ადაპტაციის პროცესები რეალურ სექტორში განსახილველ პერიოდში სწრაფად არ მიმდინარეობს.

ფულის მასის და ფასების დონის ამგვარი დამოკიდებულება რეალური მშპ-ს ზრდის მიმართ ადასტურებს ქვეყანაში მონეტარული ფაქტორებით სტიმულირებული ბუმის არსებობას.

შესასწავლ პერიოდში მიმოქცევაში ეროვნული ვალუტის მოცულობა დაახლოებით 13-ჯერ გაიზარდა, ხოლო საშუალო წლიურმა ზრდის ტემპმა დაახლოებით 16% შეადგინა. ფულის მიწოდების ტემპი განსაკუთრებით მაღალი იყო 2004- 2007 წლებში. ამის ფონზე რეალური მშპ 2.7-ჯერ, ხოლო ოფიციალური სტატისტიკური მონაცემებით სამომხმარებლო ფასების ინდექსი 2.8-ჯერ გაიზარდა, ხოლო საშუალო წლიურმა რეალური მშპ-ს ზრდის ტემპმა 5,8%, ხოლო საშუალო წლიურმა ინფლაციამ 6% შეადგინა.

მონეტარული პოლიტიკის სირთულეები დაკავშირებული იყო აგრეთვე უცხოური ვალუტის დიდი რაოდენობით შემოდინებასთან, კერძოდ, საქართველოს საგადამხდლო ბალანსის ფინანსური ანგარიშის მიხედვით უცხოური ინვესტიციების მოცულობამ მხოლოდ 2002-2008 წლების მანძილზე 8.5 მილიარდ აშშ დოლარს მიაღწია, ხოლო ეროვნული ბანკის უცხოური ვალუტის რეზერვები 1,372 მლნ აშშ დოლარით გაიზარდა. უცხოური ვალუტის დიდი რაოდენობით შემოდინება, დადებით ფაქტორთან ერთად, ორი მნიშვნელოვანი უარყოფითი ტენდენციით ხასიათდება: პირველი, უცხოური ვალუტის შემოდინებით ეროვნული ვალუტის კურსის გამყარება აუარესებს საქართველოს სავაჭრო პირობებს და აფერხებს ექსპორტის ზრდის ტემპებს; მეორე, უცხოური

სავალუტო რეზერვების დაგროვება და ეროვნული ვალუტის კურსის სტაბილურობის უზრუნველყოფა ახდენს ინფლაციურ ზეწოლას ეკონომიკაზე და ზრდის ეროვნული ვალუტის ჭარბ მიწოდებს ეკონომიკაში. ორივე ეს ტენდენცია განსახილველ პერიოდში დამახასიათებელი იყო საქართველოსათვის. ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საქართველოში ადგილი ჰქონდა უპირატესად პერმანენტულ მონეტარულ შოკებს, რაც ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელოვანი განმაპირობებელი ფაქტორი იყო .

ასევე აღსანიშნავია, რომ მოდელში საოჯახო მეურნეობების მოხმარების ფაქტორის ჩართვამ გააძლიერა ფულის მასის შოკის რეალურ მთლიან შიდა პროდუქტზე ზემოქმედების მნიშვნელოვნება. რისი ინტერპრეტირებაც შეგვიძლია ისე, რომ ფულის მასის ზრდა ამსუბუქებს გარიგებების დადებას და ზრდის საოჯახო მეურნეობების მოხმარების ზღვრულ სარგებლიანობას. საოჯახო მეურნეობების მოხმარების ფაქტორის მნიშვნელოვნებას ტრანსმისიის მექანიზმში დასტურდება სხვა კვლევებითაც (**Bacchella and Gerlach, 1997; Sarno and Taylor, 1998; Taylor, 1999; Angeloni, Kashyap, Mojon, Terlizzese, 2003**). თუმცა მოცემული კვლევა არ იძლევა აღნიშნული მექანიზმის სრულყოფილად შესწავლის საშუალებას, მას საყურადღებო დასკვნებამდე მივყავართ, რაც შემდგომი კვლევის საგანია.

დასკვნები: ამრიგად, დისერტაციის ამ ნაწილში (ქვეთავში) ჩვენს მიერ ჩატარებული კვლევების შედეგად გამოიკვეთა რამდენიმე მნიშვნელოვანი საკითხი:

კვლევის შედეგების მიხედვით საფასო შოკი ეკონომიკურ ზრდაზე მნიშვნელოვან გავლენას არ ახდენს და მის მნიშვნელოვნებაზე მხოლოდ მოკლევადიან პერიოდში შეგვიძლია ვისაუბროთ, ხოლო საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში საფასო შოკის გავლენა შეზღუდულია, რაც მიუთითებს ეკონომიკის უნარზე სწრაფად ადაფტირდეს ასეთი ტიპის შოკებისადმი.

აღნიშნული შედეგი შეიძლება ლუკასის არასრულყოფილი ინფორმაციის მოდელის დადასტურებად განვიხილოთ, რომლის მიხედვითაც რეალური შედეგები მხოლოდ მოულოდნელ მონეტარულ შოკს შეუძლია გამოიწვიოს;

მნიშვნელოვანია ფულის მასის შოკის ეკონომიკურ ზრდაზე ზეგავლენა. ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საქართველოში ადგილი ჰქონდა უპირატესად პერმანენტულ მონეტარულ შოკებს, რაც ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელოვანი განმაპირობებელი ფაქტორი იყო;

მოდელში საოჯახო მეურნეობების მოხმარების ფაქტორის ჩართვამ გააძლიერა ფულის მასის შოკის რეალურ მთლიან შიდა პროდუქტზე ზემოქმედების მნიშვნელოვნებას.

აღნიშნულიდან გამომდინარე, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ მოკლევადიან პერიოდში ფულის მიწოდების შოკის მიმართ მთლიანი გამოშვება არ ხასიათდება ნეიტრალობის თვისებით საქართველოში. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ საანალიზო პერიოდში ადგილი ჰქონდა უპირატესად პერმანენტულ მონეტარულ შოკებს.

3.3 მონეტარული აგრეგატების გავლენა კაპიტალის ბაზარზე

დისერტაციის აღნიშნულ ნაწილში (ქვეთავში) წარმოდგენილია ჩვენს მიერ განხორციელებული კვლევა იმის შესახებ თუ რა გავლენას ახდენს საქართველოს მაგალითზე მონეტარული შოკები სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებსა და უძრავი ქონების ბაზარზე.

მონაცემები და ეკონომეტრიკული მოდელი: კვლევის პროცესში გამოყენებულია ორი ტიპის მოდელი. მოდელების გამიჯვნის მიზეზი საკვანძო ცვლადებში არასაკმარისი დაკვირვების რაოდენობაა. პირველი მოდელი მოიცავს 2007-2015 წლების, ხოლო მეორე, 2009-2015 წლების კვარტალურ მაჩვენებლებს. კვლევა ეყრდნობა ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელის ფარგლებში იმპულსზე რეაქციის ფუნქციების გამოკვლევას.

პირველი მოდელი:

$$Y_t = A(L')Y_{t-i} + Z_t + E_t$$
$$Y_t = (M_t, RGDP_t, RC_t, CPI_t, R_t, REER_t, AP)$$
$$Z_t = (TR_t, TREND_t)$$

მეორე მოდელი:

$$Y_t = A(L')Y_{t-i} + Z_t + E_t$$
$$Y_t = (M_t, GR, AP)$$
$$Z_t = (TREND_t)$$

სადაც, Y_t - ენდოგენური ცვლადების ვექტორი, Z_t - ეგზოგენური ცვლადების ვექტორი, E_t - ნარჩენობითი წევრის ვექტორი.

ენდოგენური ცვლადებისთვის გამოყენებულ იქნა შემდეგი დროითი წერიკები :რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტი (GDP); სამომხმარებლო ფასების ინდექსი (CPI); ეროვნულ ვალუტაში სესხებზე საშუალო კვარტლის რეალური საპროცენტო განაკვეთები (R); რეალური ეფექტური გაცვლითი კურის (REER); საოჯახო მეურნეობების მოხმარება რეალური გამოსხულებაში (RC); უძრავი ქონების ფასების ინდექსი (AP);სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთები (GR), ფულის

მიწოდების მაჩვენებლის დასახასიათებლად გამოვიყენეთ სამი მაჩვენებელი: სარეზერვო ფული (CC); მონეტარული აგრეგატი (M3), მონეტარული აგრეგატი (M2). ეგზოგენური ცვლადის სახით გამოყენებულ იქნა საზღვარგარეთიდან მიღებული ტრანსფერტების (მიმდინარე და კაპიტალური) (Y_{tr}) და საზღვარგარეთიდან მიღებული ფაქტორული შემოსავლების (Y_f) ჯამი (TR), აღნიშნული მაჩვენებელი გამოყენებულ იქნა იმ მოსაზრებით, რომ ეს ცვლადი ყველაზე მეტად იყო ეროვნული ეკონომიკის კონიუნქტურის განმსაზღვრელი შესაფასებელ პერიოდზე, ამასთან ის ყველაზე მეტად ეგზოგენური ფაქტორია და მნიშვნელოვანი საგარეო შოკის მახასიათებელია.

მოდელში განხილულია მონეტარული შოკის გავლენა ფინანსურ ბაზრებზე. იმის გათვალისწინებით, რომ საქართველოს საფონდო ბირჟის ინდექსები არასაკმარისად ახასიათებს ფინანსური ბაზრების მაკროეკონომიკურ დონეს (არასაბირჟო გარიგებების დიდი ოდენობა, რომელიც წინა თავეებში აღვწერეთ), მის ნაცვლად გამოვიყენეთ ორი ცვლადი, ერთ წლამდე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთები და უძრავი ქონების ფასების ინდექსი. მიგვაჩნია, რომ უძრავი ქონების ფასების ინდექსი დაბალი ფინანსური განვითარების ქვეყნებისთვის კარგი ინდიკატორია ქონების სექტორის დასახასიათებლად, თანაც ფინანსური ბაზრის განვითარებლობამ საქართველოში წარმოშვა ფულის დაბანდების ტენდენცია უპირატესად უძრავ ქონებაში ყოველ შემთხვევაში დღემდე ამ ტენდენციას ჰქონდა ადგილი.

კვარტალური მონაცემების ანალიზისას მნიშვნელოვანი საკითხია სეზონურობა. წინამდებარე ნაშრომში ყველა ცვლადი სეზონურად შესწორებულია. შესაბამისად ყველა მონაცემის ტესტირება მოხდა სეზონური კომპონენტის არსებობაზე X12 მეთოდის გამოყენებით.

რაც შეეხება სტაციონალურობის საკითხს მისი ანალიზისთვის გამოყენებული იქნა რამდენიმე ტესტი: გაფართოებული დიკი-ფულერის (ADF), ფილიპს-პერონის (PP), დიკი-ფულერის (DF-GLS), კვიატკოვსკი-ფილიპს-შმიდტი-შინის (KPSS) ტესტები. ამასთან, დროითი მწკრივების სტაციონალურობის შემოწმება ჩატარდა სეზონურად მოუსწორებელ და გაუფილტრავ მწკრივზე.

ქვემოთ მოცემულ ცხრილ №9-ში წარმოდგენილია, 1996-2015 წლების დროით შუალედში, ერთეულოვანი ფესვის ტესტების შედეგები სხვადასხვა ტესტების გამოყენებით 5%-იანი მნიშვნელოვნების დონისთვის. ტესტები ჩატარებულია ყველა სპეციფიკაციისთვის: ტრენდისა და კონსტატასთვის, მხოლოდ კონსტანტასთვის და ტრენდის და კონსტანტის გარეშე.

სტაციონარობის ანალიზის შედეგად:

- ADF, PP, DF-GLS და KPSS ტესტების მიხედვით, REER პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია, ხოლო AP - TS -პროცესია.
- ADF, PP და DF-GLS ტესტების მიხედვით, GR, CPI, CC და M2 პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია, თუმცა KPSS ტესტის მიხედვით, TS- პროცესია. მიღებული წინააღმდეგობრივი შედეგი არ გვაძლევს საშუალებას დროითი მწკრივები დანამდვილებით მივაკუთვნოთ TS ან DS -პროცესს. ამიტომ ჩვენს მიერ გამოყენებულ იქნა კოხრენის პროცედურა, რომლის მიხედვითაც, CPI და GR განისაზღვრა, როგორც TS-პროცესი. ხოლო, CC და M2 დროითი მწკრივების DS-პროცესისთვის მიკუთვნება საკმაოდ რთულია, თუმცა იგი უპირატესად DS-პროცესისთვის დამახასიათებელი ვარიაციის დინამიკით ხასიათდება.
- PP, DF-GLS და KPSS ტესტების მიხედვით, M3 პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია, თუმცა ADF ტესტის მიხედვით იგი მეორე რიგის ინტეგრაციული პროცესია, რაც კოხრენის პროცედურითაც დასტურდება.
- ADF და PP ტესტების მიხედვით, R სტაციონალური პროცესია, რასაც ეწინააღმდეგება DF-GLS და KPSS ტესტების შედეგები. თუმცა, კოხრენის პროცედურით, იგი უპირატესად სტაციონალური პროცესისთვის დამახასიათებელი ვარიაციის დინამიკით ხასიათდება.
- ADF, DF-GLS და KPSS ტესტების მიხედვით RGDP და RC პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია. ხოლო PP ტესტის და კოხრენის პროცედურის მიხედვით - TS-პროცესი.

- ADF, DF-GLS და KPSS ტესტების მიხედვით თღ პირველი რიგის ინტეგრაციული პროცესია. ხოლო PP ტესტის და კოხრენის პროცედურის მიხედვით TS-პროცესი.

ზემოაღნიშნული შედეგების გათვალისწინებით და აგრეთვე იმის გათვალისწინებითაც, რომ საქართველო 1996-2015 წლებში მნიშვნელოვან სტრუქტურულ ძვრებს განიცდიდა, მიგვაჩნია, რომ: REER, CC, M2, M3, TR ინტერპრეტირებულ უნდა იქნას DS-პროცესებად, ხოლო CPI, R, RGDP, AP, GR და CRTS-პროცესებად.

მაშასადამე, ცვლადების უმეტესობა მოცემულ დროით მონაკვეთზე განისაზღვრა, როგორც ტრენდის მიმართ სტაციონალური დროთი მწკრივები, ამიტომაც ეგზოგენურ ცვლადებში ჩვენს მიერ ჩართულ იქნა წრფივი ტრენდის ფაქტორი. მოდელში ცვლადები რომელიც იდენტიფიცირდა, როგორც პირველი რიგის ინტეგრირებული პროცესები ისინი განიხილება პირველი რიგის სხვაობებში.

ტექნიკურად მხოლოდ სამი ცვლადი განისაზღვრა, როგორც არა ნულოვანი რიგის ინტეგრირებული პროცესი, ამიტომ კონტეგრაციული კავშირები საანალიზო მწკრივებისთვის არ შეიძლება განისაზღვროს და ჩვენ განვიხილავთ ვექტორულ ავტორეგრესიას შეცდომის კორექციის გარეშე. ცვლადების სტანდარტიზებისთვის აღებულია მათი ლოგარითმული მნიშვნელობები.

ჩვენს მიერ შეფასებულ იქნა სამი მოდელი, რომელიც შეიძლება ორ ჯგუფად დაჯგუფდეს: პირველი ტიპის მოდელში ფინანსურ ბაზრების დასახასათებლად აღებულ იქნა ორი ცვლადი ერთ წლამდე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისსაპროცენტო განაკვეთები და უძრავი ქონების ფასების ინდექსი, რომლის საფუძველზე აგებულ იქნა სამი მოდელი, სადაც ფულის მიწოდების მაჩვენებლის დასახასათებლად სხვადასხვა მაჩვენებლები: სარეზერვო ფული (CC); მონეტარული აგრეგატი (M3), მონეტარული აგრეგატი (M2); მეორე ტიპის მოდელში ფინანსური ბაზრების დასახასათებლად აღებულ იქნა მხოლოდ უძრავი ქონების ფასების ინდექსი, რომლის საფუძველზე აგებულ იქნა სამი მოდელი, სადაც ფულის მიწოდების მაჩვენებლის დასახასათებლად სხვადასხვა მაჩვენებლები: სარეზერვო ფული (CC); მონეტარული აგრეგატი (M3), მონეტარული აგრეგატი (M2);

ლაგის რიგის განსაზღვრისთვის ჩვენ პირველი ჯგუფის მოდელებში გამოვიყენეთ მოდელები 2 ლაგით, ხოლო მეორე ტიპის მოდელებში 3 ლაგით. ოპტიმალური ლაგის სრულყოფილი გამოკვლევა ვერ მოხერხდა შესასწავლი დროითი დიაპაზონის სიმცირის გამო. ამიტომ, ზემოთ განხილული ლაგების სიღრმე ოპტიმალურია აღნიშნული შეზღუდვის გათვალისწინებით.

მოდელების ავტორეგრესიული პოლინომის მახასიათებელი შებრუნებული ფესვები მოდულით ერთზე ნაკლებია, რაც VAR მოდელის სტაციონალურობაზე მიუთითებს.

ცვლადების ენდოგენურობის/ეგზოგენურობის ანალიზისთვის გრეინჯერის წყვილური მიზეზ-შედეგობრივობის ტესტის მიხედვით (იხ. დანართი) ჩვენი მოდელისთვის ჩანს, რომ ვლინდება:

პირველი ტიპის მოდელისთვის 1) სამივე მოდელისთვის Gr ცვლადი ეგზოგენურია; 2) პირველი მოდელისათვის გრეინჯერის მიხედვით კავშირი AP→CC; ცვლადის ეგზოგენურობა; 3) მეორე მოდელისათვის M2 და AP ცვლადების ეგზოგენურობა; 4) მესამე მოდელისათვის გრეინჯერის მიხედვით კავშირი M3→AP და GR→M3 მიმართულებით;

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე შემდეგი მიზეზ-შედეგობრივი სქემის აგება შეიძლება:
GR → CC/M2/ M3

მეორე ტიპის მოდელისთვის შემდეგი მიზეზ-შედეგობრივი სქემის აგება შეიძლება:
REER –AP-CC/M2/ M3-RC -R - CPI

შემთხვევითი სიდიდის ერთჯერად შოკზე ენდოგენური ცვლადების სისტემის რეაქციის ანალიზისთვის უნდა შევისწავლოთ იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები. პრობლემას ამ ტიპის მოდელში სისტემის განტოლებების შოკების კორელირებულობა წარმოადგენს ამ პრობლემის გადაწყვეტა შეგვიძლია ქოლესკის დეკომპოზიციის გამოყენებით იმპულსების ორთოგონალიზაციის საშუალებით.

თუ დავუშვებთ მიმდევრობის ცვლილებას მაშინ ფუნქცია შეიცვლის სახეს. თუ ფუნქცია მნიშვნელოვნად იცვლება მაშინ უნდა ვივარაუდოთ რომ ადგილი აქვს ინოვაციების ჯვარედინ მნიშვნელოვან კორელაციას.

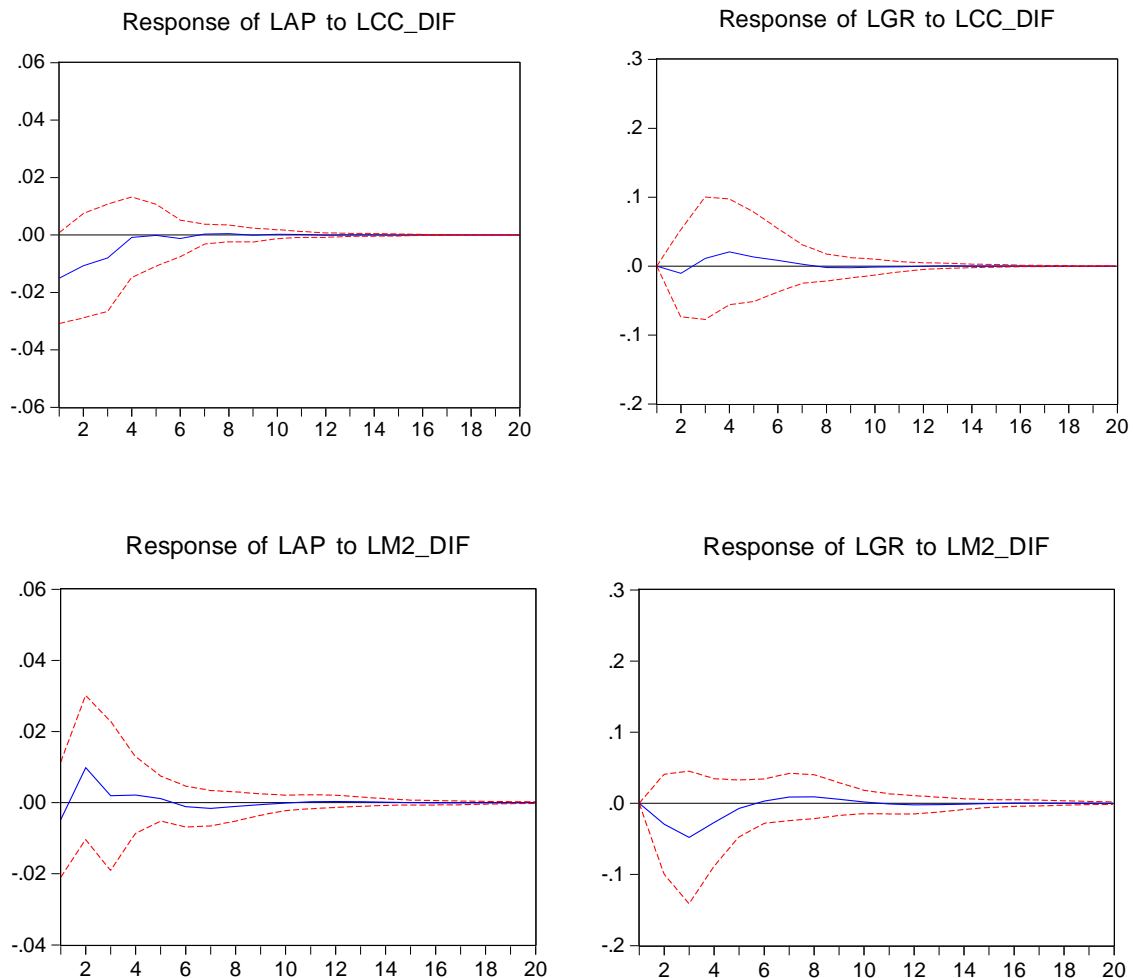
საქართველოს მაგალითზე რეალურ გამოშვებაზე ფულის მიწოდების გაველენის შესწავლის დროს შესწავლილ იქნა უფრო დიდი დიაპაზონი, კერძოდ 1996-2015 წლამდე პერიოდის კვარტალური მონაცემები, სადაც გრეინჯერის მიხედვით სხვა მიზეზ-შედეგობრივი კავშირები გამოვლინდა. იმის გათვალისწინებით, რომ ჩვენი მოდელის შესასწავლი პერიოდი შეზღუდულია 2007-2015 და 2009-2015 წლების დიაპაზონით არასაკმარის მონაცემების არსებობის გამო ძველ პერიოდებში, ამიტომ მიზანშეწონილად მიმაჩნია ზემოაღნიშნული კვლევის შედეგების გაზიარება მოდელის ასაგებად, შესაბამისად, ჩვენს მეორე მოდელში ცვლადები შემდეგი რიგითობით არის დალაგებული:

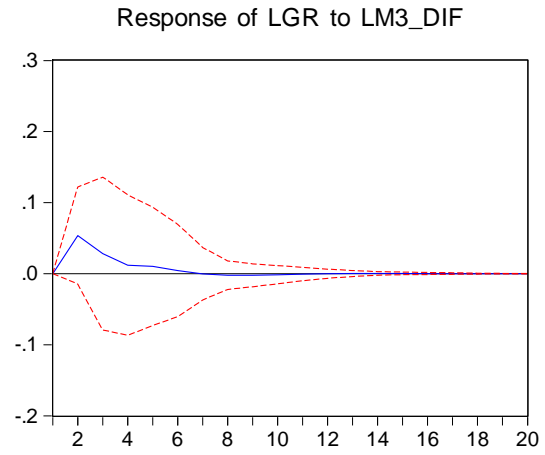
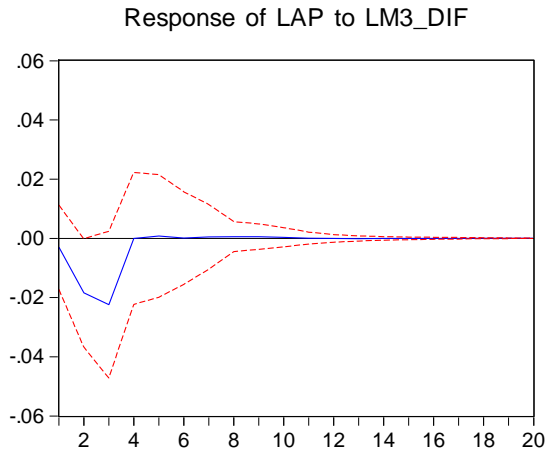
CC/M2/ M3= RC= REER =CPI =R =GDP= GDP

ასევე მოხდა ორივე ტიპის მოდელში ალტერნატიული სქემების ანალიზი. ალტერნატიული სქემების ანალიზის შედეგად ფუნქციებს არსებითი ცვლილებები არ განუცდიათ, რაც იმას ნიშნავს, რომ არ აქვს ნარჩენობითი წევრების ჯვარედინ კორელაციას ადგილი.

შედეგები: ჩვენს მიერ იდენტიფიცირებულ მოდელებში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთების ფულის მიწოდების შოკზე იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები სტატისტიკურად არამნიშვნელოვანია. არამნიშვნელოვანია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთების ვარიაციაში ფულადი აგრეგატების ვარიაციაც. ამასთან, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთების მაჩვენებელი რყევებით უბრუნდება წონასწორულ მნიშვნელობას, რაც წონასწორობის აღდგენის ადაფტაციურ მექანიზმზე მოუთითებს. აღსანიშნავია, რომ მასზე მაქსიმალური გავლენა 2 და 3 ფულად აგრეგატებს გააჩნიათ, სადაც მხოლოდ კომერციული ბანკების დეპოზიტებია თავმოყრილი. ასეთი გავლენის მიზეზი პირველ რიგში სახელმწიფოსთვის სესხის გაცემის ბაზა უნდა მივიჩნიოთ, კერძოდ, ეროვნულ ვალუტაში დეპოზიტების მოულოდნელად ზრდამ უნდა გამოიწვიოს საპროცენტო განაკვეთების შემცირების შოკი.

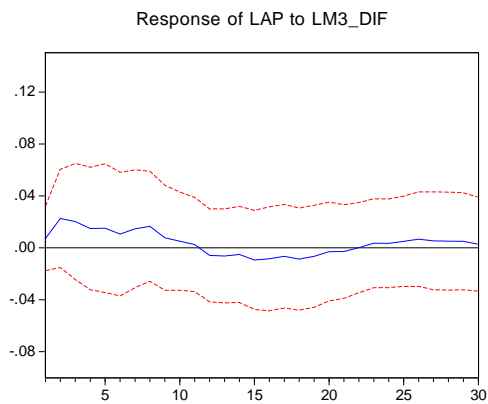
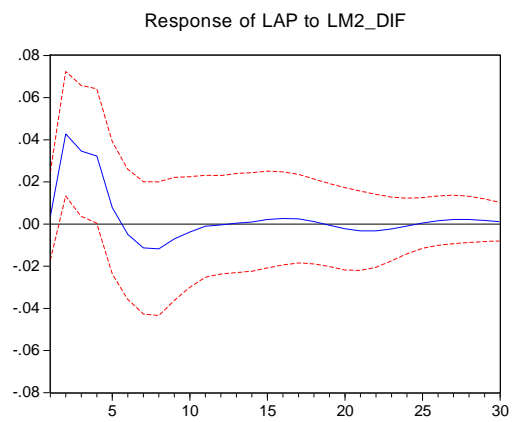
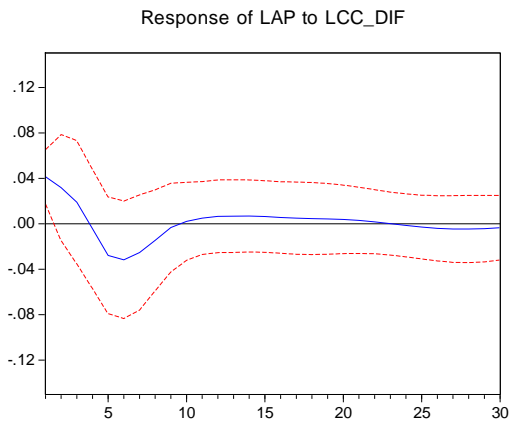
პირველი მოდელისათვის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთების და უძრავი ქონების ფასების ინდექსის იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები ფულის მიწოდების შოკებზე





დიაგრამა 35

მეორე მოდელისთვის უძრავი ქონების ფასების ინდექსის იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები ფულის მიწოდების შოკებზე



უძრავი ქონების ფასების ინდექსის ფულადი აგრეგატების (CC, M2 და M3) ცვლილების იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია. უძრავი ქონების ფასების ინდექსის ვარიაციის დეკომპოზიცია გვიჩვენებს, რომ უძრავი ქონების ფასების ინდექსის ვარიაციაში ფულის მასის აგრეგატების ცვლილების ვარიაცია მაღალი მნიშვნელოვნების დონით ხასიათდება. ამასთან, დინამიკური წონასწორობის აღდგენის პროცესი ატარებს რყევით ხასიათს და მისი გავლენა სხვადასხვა მოდელებში განსხვავებული დროითი ლაგის შემდეგ აღწევს მაქსიმუმს, ინდექსის მაჩვენებელი ძირითადად რყევებით უბრუნდება წონასწორულ მნიშვნელობას.

აღსანიშნავია, რომ განსხვავდება პირველი და მეორე მოდელის შედეგები, თუმცა მიზეზი მოდელის არასრულფასოვნებაში უნდა ვეძებოთ. ვფიქრობთ, რომ მეორე მოდელი უძრავი ქონების ფასების ინდექსზე ფულის ბაზრის გავლენის თვალსაზრისით უფრო სრულ ინფორმაციას იძლევა.

შესაბამისად, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ფულადი აგრეგატების ზრდა საწყის ეტაპზე მნიშვნელოვნად ზრდის უძრავი ქონების ფასების ინდექსს, თუმცა შოკი საკმაოდ ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში უძრავი ქონების ბაზარზე დინამიკური არასტაბილურობის მიზეზია.

ცხრილი 8.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთების და უძრავი ქონების ფასების ინდექსის ვარიაციის დეკომპოზიცია

Variance Decomposition of LGR:					Variance Decomposition of LAP:			
Period	S.E.	LGR	LCC_DIF	LAP	S.E.	LGR	LCC_DIF	LAP
1	0.15	100.00	0.00	0.00	0.04	7.40	14.11	78.49
2	0.22	99.75	0.23	0.02	0.05	21.85	15.62	62.54
3	0.24	99.58	0.40	0.02	0.06	23.68	17.22	59.10
4	0.25	98.15	1.09	0.77	0.06	23.46	17.08	59.46
5	0.25	97.19	1.36	1.45	0.06	23.46	17.08	59.47

6	0.25	96.99	1.47	1.55	0.06	23.53	17.11	59.35
7	0.25	96.98	1.47	1.55	0.06	23.69	17.07	59.24

Cholesky Ordering: LGR LCC_DIF LAP

Period	S.E.	LGR	LM2_DIF	LAP	S.E.	LGR	LM2_DIF	LAP
1	0.14	100.00	0.00	0.00	0.04	6.13	1.47	92.40
2	0.20	97.65	2.11	0.23	0.04	13.57	5.84	80.59
3	0.22	93.41	6.22	0.37	0.04	17.97	5.50	76.52
4	0.23	91.74	7.33	0.94	0.05	18.03	5.68	76.30
5	0.23	91.53	7.40	1.07	0.05	18.44	5.69	75.86
6	0.23	91.64	7.30	1.06	0.05	19.15	5.69	75.15
7	0.23	91.65	7.31	1.04	0.05	19.65	5.76	74.59

Cholesky Ordering: LGR LM2_DIF LAP

Period	S.E.	LGR	LM3_DIF	LAP	S.E.	LGR	LM3_DIF	LAP
1	0.14	100.00	0.0.0	0.00	0.03	3.50	0.76	95.73
2	0.21	93.26	6.62	0.12	0.03	14.20	18.54	67.25
3	0.23	92.61	6.91	0.49	0.03	23.17	30.39	46.44
4	0.23	92.01	7.02	0.97	0.03	24.04	30.02	45.94
5	0.23	91.55	7.17	1.28	0.03	24.81	29.69	45.51
6	0.23	91.50	7.16	1.34	0.03	25.92	29.23	44.85
7	0.24	91.53	7.13	1.33	0.03	26.35	29.07	44.58

Cholesky Ordering: LGR LM3_DIF LAP

უძრავი ქონების ფასების ინდექსის ვარიაციის დეკომპოზიცია

Period	S.E.	LCC_DIF	LRC	LREER_DIF	LCPI_SA	LRN_SA	LRGDP_SA	LAP
1	0.043	31.474	9.644	4.128	1.160	3.296	0.287	50.011
2	0.055	28.525	7.112	6.684	0.722	3.384	3.296	50.278
3	0.067	23.182	5.194	23.350	2.261	2.665	4.317	39.031
4	0.071	18.807	4.199	35.052	3.216	2.470	4.678	31.578
5	0.073	19.459	5.130	36.778	3.866	2.203	4.629	27.934
6	0.075	21.448	7.785	35.123	3.531	2.185	4.264	25.663
7	0.076	22.931	8.548	33.737	3.335	2.596	4.209	24.646

Cholesky Ordering: LCC_DIF LRC LREER_DIF LCPI_SA LRN_SA LRGDP_SA LAP

Period	S.E.	LM2_DIF	LRC	LREER_DIF	LCPI_SA	LRN_SA	LRGDP_SA	LAP
1	0.033	0.377	30.287	1.417	6.568	0.675	5.437	55.239
2	0.040	27.408	22.904	1.790	5.176	1.946	4.517	36.258
3	0.044	32.469	21.401	7.058	4.012	2.458	3.710	28.891
4	0.049	37.247	18.683	8.637	3.548	3.666	3.177	25.042
5	0.053	34.576	19.166	12.222	3.496	3.704	3.305	23.532
6	0.055	31.618	21.105	12.425	4.139	3.369	3.973	23.371
7	0.056	29.754	24.017	11.683	4.463	3.220	4.617	22.246

Cholesky Ordering: LM2_DIF LRC LREER_DIF LCPI_SA LRN_SA LRGDP_SA LAP

Period	S.E.	LM3_DIF	LRC	LREER_DIF	LCPI_SA	LRN_SA	LRGDP_SA	LAP
1	0.034	1.051	20.899	9.052	18.984	13.857	3.529	32.629
2	0.041	5.275	17.933	11.504	11.135	15.467	5.406	33.281

3	0.046	6.576	14.371	24.917	8.067	13.084	5.417	27.568
4	0.052	6.608	12.431	32.305	9.774	10.731	5.196	22.956
5	0.055	6.723	13.302	31.029	12.098	9.611	5.570	21.667
6	0.058	6.558	18.133	28.215	11.530	9.192	5.035	21.336
7	0.059	7.238	18.016	27.332	11.349	9.079	4.985	22.001

Cholesky Ordering: LM3_DIF LRC LREER_DIF LCPI_SA LRN_SA LRGDP_SA LAP

ფულის მასისა და უძრავი ქონების ფასების ინდექსის, როგორც საქართველოში ფინანსური ბაზრის მახასიათებელი მაჩვენებლის ამგვარი დამოკიდებულება დასტურდება სხვა კვლევებითაც (Bernanke and Kuttner 2004, Campbell and Cochrane 1999, Brandt and Wang 2003).

ჩვენის აზრით, მოდელის ეკონომიკური ინტერპრეტაცია შესაძლებელია შემდეგი სახით: ფულის მიწოდების მოულოდნელ ზრდას შეუძლია გამოიწვიოს საპროცენტო განაკვეთების შემცირება, შეამცირებს საინვესტიციო პროექტების რისკიანობას. იმის გათვალისწინებით, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განუვითარებლობის გამო საქართველოში ფულის დაბანდების მხოლოდ სამი ალტერნატივაა (**უძრავი ქონება, დეპოზიტები და ბიზნეს პროექტები**), ბიზნეს პროექტი კი მაღალფინანსურ დაბანდებებს გულისხმობს, რისთვისაც საკუთარი სახსრები არასაკმარსია და საფინანსო სექტორიდან სესხის აღების გარეშე განხორციელება საკმაოდ რთულია. საფინანსო სექტორში საპროცენტო განაკვეთები შემცირების მიუხედავად მაღალ დონეზეა, რაც ქვეყნის რისკის პრემიის მაღალი მაჩვენებლით და საფინანსო სექტორში დაბალი კონკურენციითაა განპირობებული. ამასთან, უძრავი ქონების ბაზარზე დაბანდებები ნაკლებ რისკიანია, ბიზნესპროექტებთან შედარებით. ამიტომ, ერთის მხრივ ბიზნეს სექტორის წახალისებით, ხოლო, მეორე მხრივ, მოხმარების წახალისებით გაიზრდება მოთხოვნაც და მოგვიანებით მიწოდებაც უძრავი ქონების ბაზარზე.

ამრიგად, დისერტაციის აღნიშნულ ქვეთავში ჩვენს მიერ განხორციელებული კვლევის შედეგად გამოიკვეთა, რომ **ფულის მასის შოკი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთებზე მნიშვნელოვან გავლენას არ ახდენს და მის**

მნიშვნელოვნებაზე მხოლოდ მოკლევადიან პერიოდში შეგვიძლია ვისაუბროთ, ხოლო საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში ფულის მასის შოკის გავლენა შეზღუდულია, ასეთი შედეგის მიზეზი შესაძლოა არასაკმარისი დაკვირვების რიცხვშიც ვეძებოთ და მიგვაჩნია, რომ ამ მიმართულებით კვლევა კვლავ გასაგრძელებელია.

კვლევის შედეგად აგრეთვე ჩანს, რომ მნიშვნელოვანია ფულის მასის შოკის უძრავი ქონების ფასების ინდექსზე ზეგავლენა. ზემოაღნიშნული სრულად ესმინება ეკონომიკურ თეორიაში არსებულ მოსაზრებას ფულის მასით მოკლევადიან პერიოდში ეკონომიკის წახალისებაზე, სადაც უძრავი ქონების ბაზარიც არ არის გამონაკლისი.

ასევე აღსანიშნავია რომ უძრავი ქონების ფასების ინდექსზე მონეტარული შოკები უფრო ძლიერია, ვიდრე მთლიან გამოშვებაზე მონეტარული შოკების გავლენა, რაც შეიძლება ინტერპრეტირდეს საქართველოში, როგორც უძრავი ქონების ბაზრისადმი დაბანდების მაღალ მიდრეკილებად, ვიდრე ეკონომიკის სხვა დარგებში, რაც ფინანსური ბაზრების ინსტიტუციონალური შეზღუდვით და განუვითარებლობითაა განპირობებული.

და ნ ა რ თ ი:

დანართი 1

გრეინჯერის წყვილური მიზეზ-შედეგობრივობის ტესტის შედეგები

1				2				3			
Dependent variable: LCC_DIF				Dependent variable: LM2_DIF				Dependent variable: LM3_DIF			
Excluded	Chi- sq	df	Pro b.	Excluded	Chi- sq	df	Prob.	Excluded	Chi- sq	df	Prob.
LREER_D IF	3.234	2	0.19 8	LREER_D IF	0.665	2	0.716	LREER_D IF	0.079	2	0.961
LRC_SA	0.850	2	0.65 3	LRC_SA	1.601	2	0.448	LRC_SA	0.100	2	0.951
LCPI_SA	1.880	2	0.39 0	LCPI_SA	0.226	2	0.893	LCPI_SA	0.632	2	0.729
LR_SA	0.124	2	0.93 9	LR_SA	0.696	2	0.706	LR_SA	0.672	2	0.714
LRGDP_S A	0.600	2	0.74 0	LRGDP_S A	0.307	2	0.857	LRGDP_S A	2.727	2	0.255
All	9.142	1 0	0.51 9	All	3.299	1 0	0.973	All	8.134	10	0.615
Dependent variable: LREER_DIF				Dependent variable: LREER_DIF				Dependent variable: LREER_DIF			
Excluded	Chi- sq	df	Pro b.	Excluded	Chi- sq	df	Prob.	Excluded	Chi- sq	df	Prob.
LCC_DIF	4.644	2	0.09 8	LM2_DIF	4.748	2	0.093 0	LM3_DIF	7.057	2	0.029

LRC_SA	4.313	2	0.115	LRC_SA	3.781	2	0.150	LRC	5.456	2	0.065
LCPI_SA	2.191	2	0.334	LCPI_SA	2.338	2	0.310	LCPI_SA	2.674	2	0.262
LR_SA	2.831	2	0.242	LR_SA	4.093	2	0.129	LR_SA	4.170	2	0.124
LRGDP_SA	1.776	2	0.411	LRGDP_SA	1.478	2	0.477	LRGDP_SA	2.833	2	0.242
All	19.601	10	0.033	All	19.729	10	0.031	All	22.572	10	0.012
Dependent variable: LRC_SA				Dependent variable: LRC_SA				Dependent variable: LRC_SA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	0.139	2	0.932	LM2_DIF	0.180	2	0.913	LM3_DIF	3.240	2	0.197
LREER_DIF	1.374	2	0.502	LREER_DIF	1.314	2	0.518	LREER_DIF	2.493	2	0.287
LCPI_SA	1.118	2	0.571	LCPI_SA	1.004	2	0.605	LCPI_SA	0.881	2	0.643
LR_SA	2.871	2	0.237	LR_SA	2.930	2	0.230	LR_SA	3.000	2	0.223
LRGDP_SA	3.093	2	0.212	LRGDP_SA	3.313	2	0.190	LRGDP_SA	5.044	2	0.080
All	9.968	10	0.443	All	10.016	10	0.439	All	13.576	10	0.193
Dependent variable: LCPI_SA				Dependent variable: LCPI_SA				Dependent variable: LCPI_SA			

Excluded	Chi-sq	df	Pro b.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	6.061	2	0.048	LM2_DIF	3.386	2	0.183	LM3_DIF	2.146	2	0.341
LREER_D IF	0.049	2	0.975	LREER_D IF	0.141	2	0.931	LREER_D IF	0.579	2	0.748
LRC_SA	7.034	2	0.029	LRC_SA	7.147	2	0.028	LRC_SA	6.901	2	0.031
LR_SA	0.739	2	0.690	LR_SA	0.983	2	0.611	LR_SA	1.159	2	0.560
LRGDP_S A	4.305	2	0.116	LRGDP_S A	4.983	2	0.082	LRGDP_S A	4.660	2	0.097
All	20.050	10	0.028	All	16.808	10	0.078	All	15.305	10	0.121
Dependent variable: LR_SA				Dependent variable: LR_SA				Dependent variable: LR_SA			
Excluded	Chi-sq	df	Pro b.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	2.046	2	0.359	LM2_DIF	2.803	2	0.246	LM3_DIF	0.912	2	0.633
LREER_D IF	0.508	2	0.775	LREER_D IF	0.972	2	0.614	LREER_D IF	1.098	2	0.5773
LRC_SA	3.966	2	0.137	LRC_SA	4.094	2	0.129	LRC_SA	4.478	2	0.106
LCPI_SA	20.226	2	0.000	LCPI_SA	23.610	2	0.000	LCPI_SA	22.340	2	0.000
LRGDP_S A	2.197	2	0.333	LRGDP_S A	1.981	2	0.371	LRGDP_S A	1.728	2	0.421

All	35.51	1	0.00	All	36.67	1	0.000	All	33.76	10	0.000
	2	0	0		8	0			6		
Dependent variable: LRGDP_SA				Dependent variable: LRGDP_SA				Dependent variable: LRGDP_SA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	9.790	2	0.007	LM2_DIF	17.506	2	0.000	LM3_DIF	21.281	2	0.000
LREER_D IF	8.368	2	0.015	LREER_D IF	7.651	2	0.021	LREER_D IF	6.151	2	0.046
LRC_SA	0.475	2	0.788	LRC_SA	0.716	2	0.698	LRC	1.062	2	0.587
LCPI_SA	2.784	2	0.248	LCPI_SA	3.542	2	0.170	LCPI_SA	3.016	2	0.221
LR_SA	1.414	2	0.493	LR_SA	3.810	2	0.148	LR_SA	2.985	2	0.224
All	25.623	1	0.004	All	35.090	1	0.000	All	39.721	10	0.000

დანართი 2

ერთეულოვანი ფესვის ტესტები (ADF, PP, DF-GLS, KPSS)

ტესტები		ცვლადები											
		CP I	ΔC PI	R	ΔR	REE R	ΔRE ER	CC	ΔC C	M2	ΔM 2	M3	ΔM 3
ADF- ტესტი	სპეციფიკაცია	T,0	T,1	T,3	-	T,0	T,0	T,4	T,3	T,5	T,4	T,1 1	T,7
	ADF- სტატისტიკა	- 2,4 9	- 8.2	- 4.73	-	-2.8	-9.43	0.71	- 3.8 3	-0.5	- 4.9 1	2.5 3	- 1.8 9
	კრიტიკული მნიშვნელობები	- 3,4 9	- 3.4 7	- 3.47	-	-3.46	-3.46	- 3.47	- 3.4 7	- 3.4 7	- 3.4 7	- 3.4 7	- 3.4 7
PP- ტესტი	სპეციფიკაცია	T	T	T	-	T	T	T	T	T	T	T	T
	PP სტატისტიკა	- 2.4 7	- 9.1 2	-4.06	-	-2.8	-9.47	1.22	- 12. 6	- 0.6 7	- 11. 4	3.4 6	- 8.7 1
	კრიტიკული მნიშვნელობები	- 3.4 6	- 3.4 7	-3.46	-	-3.46	-3.46	-3.46	- 3.4 6	- 3.4 6	- 3.4 6	- 3.4 6	- 3.4 6
DF- GLS- ტესტი	სპეციფიკაცია	T,0	T,0	T,3	T,2	T,0	T,0	T,4	T,3	T,8	T,4	T,8	T,7
	DF-GLS სტატისტიკა	- 2.2 7	- 8,3 9	-0.61	9.4 1	-2.8	-9.56	-0.28	- 3.2 2	- 1.3 8	- 4.7 2	- 0.5	- 1.3 5
	კრიტიკული მნიშვნელობები	- 3.1 0	- 3.1 1	-3.11	3.1 1	-3.10	-3.10	-3.11	- 3.1 1	- 3.1 2	- 3.1 1	- 3.1 2	- 3.1 2
	სპეციფიკაცია	T	T	C	C	T	C	T	T	T	T	T	T

KPSS - ტესტი	KPSS სტატისტიკა	0.1 3	0.1 1	0.68	0.3 2	0.147	0.05	0.29	0.1 47	0.2 8	0.1 86	0.3	0.1 1
	კრიტიკული მნიშვნელობები ები	0.1 4	0.1 4	0.46	0.4 6	0.146	0.14	0.14	0.1 46	0.1 4	0.1 4	0.1 4	0.1 4
შედეგი		N D	I(0)	N	-	I(1)	I(0)	I(1)	N	I(1)	N	I(1)	I(0)

დანართი 3

გრენჯერის წყვილური მიზეზ-შედეგობრივობის ტესტის შედეგები

პირველი ტიპის მოდელი											
1				2				3			
Dependent variable: LCC_DIF				Dependent variable: LM2_DIF				Dependent variable: LM3_DIF			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LGR	4.524	2	0.10	LGR	2.586	2	0.27	LGR	5.556	2	0.06
LAP	8.408	2	0.01	LAP	1.000	2	0.60	LAP	0.452	2	0.79
All	14.96	4	0.00	All	4.813	4	0.30	All	7.648	4	0.10
	5		5				7				5
Dependent variable: LGR				Dependent variable: LGR				Dependent variable: LGR			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	0.622	2	0.73	LM2_DIF	1.151	2	0.56	LM3_DIF	2.916	2	0.23
LAP	0.110	2	0.94	LAP	0.250	2	0.88	LAP	0.297	2	0.86
All	0.783	4	0.94	All	1.317	4	0.85	All	3.102	4	0.54
			1				9				1
Dependent variable: LAP				Dependent variable: LAP				Dependent variable: LAP			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	1.097	2	0.57	LM2_DIF	1.641	2	0.44	LM3_DIF	6.835	2	0.03
LGR	1.737	2	0.42	LGR	0.590	2	0.74	LGR	4.192	2	0.12
			0				5				3

All	2.287	4	0.68 3	All	2.874	4	0.57 9	All	8.477	4	0.07 6
მეორე ტიპის მოდელი											
1				2				3			
Dependent variable: LCC_DIF				Dependent variable: LM2_DIF				Dependent variable: LM3_DIF			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LRC	2.427	2	0.29 7	LRC	0.435	2	0.80 4	LRC	10.65 7	2	0.00 5
LREER_DI F	5.756	2	0.05 6	LREER_DI F	1.069	2	0.58 5	LREER_DI F	0.673	2	0.71 4
LCPI_SA	0.547	2	0.76 0	LCPI_SA	1.358	2	0.50 7	LCPI_SA	0.560	2	0.75 6
LRN_SA	0.624	2	0.73 1	LRN_SA	2.737	2	0.25 4	LRN_SA	0.298	2	0.86 2
LRGDP_S A	0.276	2	0.87 0	LRGDP_S A	2.983	2	0.22 4	LRGDP_S A	0.279	2	0.87 0
LAP_SA	7.303	2	0.02 5	LAP_SA	10.67 9	2	0.00 4	LAP_SA	7.658	2	0.02 2
All	31.06 8	12	0.00 1	All	35.58 8	1 2	0.00 0	All	33.76 2	1 2	0.00 1
Dependent variable: LREER_DIF				Dependent variable: LREER_DIF				Dependent variable: LREER_DIF			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	1.446	2	0.48 5	LM2_DIF	1.323	2	0.51 6	LM3_DIF	0.389	2	0.82 3
LRC	3.009	2	0.22 2	LRC	3.632	2	0.16 3	LRC	3.149	2	0.20 7

LCPI_SA	1.327	2	0.515	LCPI_SA	3.660	2	0.160	LCPI_SA	2.624	2	0.269
LRN_SA	0.318	2	0.853	LRN_SA	1.437	2	0.488	LRN_SA	0.438	2	0.803
LRGDP_SA	0.146	2	0.930	LRGDP_SA	1.016	2	0.602	LRGDP_SA	0.310	2	0.857
LAP_SA	0.400	2	0.819	LAP_SA	2.741	2	0.254	LAP_SA	1.048	2	0.592
All	10.257	12	0.593	All	10.067	12	0.610	All	8.634	12	0.734
Dependent variable: LRC_SA				Dependent variable: LRC_SA				Dependent variable: LRC_SA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	0.521	2	0.770	LM2_DIF	3.244	2	0.198	LM3_DIF	7.054	2	0.029
LREER_DIF	0.010	2	0.994	LREER_DIF	0.604	2	0.740	LREER_DIF	1.796	2	0.407
LCPI_SA	1.386	2	0.499	LCPI_SA	1.384	2	0.501	LCPI_SA	0.828	2	0.661
LRN_SA	1.046	2	0.592	LRN_SA	1.447	2	0.485	LRN_SA	4.834	2	0.089
LRGDP_SA	0.140	2	0.932	LRGDP_SA	0.012	2	0.994	LRGDP_SA	3.973	2	0.137
LAP_SA	2.296	2	0.317	LAP_SA	4.420	2	0.110	LAP_SA	5.337	2	0.069

All	9.365	12	0.67 1	All	13.63 9	1 2	0.32 4	All	19.62 1	1 2	0.07 5
Dependent variable: LCPI_SA				Dependent variable: LCPI_SA				Dependent variable: LCPI_SA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	0.604	2	0.73 9	LM2_DIF	3.753	2	0.15 3	LM3_DIF	2.904	2	0.23 4
LRC	14.00 4	2	0.00 1	LRC	22.21 0	2	0.00 0	LRC	17.58 2	2	0.00 0
LREER_DIF	2.013	2	0.36 6	LREER_DIF	4.201	2	0.12 2	LREER_DIF	0.839	2	0.65 7
LRN_SA	5.250	2	0.07 2	LRN_SA	7.685	2	0.02 1	LRN_SA	1.225	2	0.54 2
LRGDP_SA	1.775	2	0.41 2	LRGDP_SA	3.903	2	0.14 2	LRGDP_SA	3.972	2	0.13 7
LAP_SA	0.050	2	0.97 5	LAP_SA	5.455	2	0.06 5	LAP_SA	2.477	2	0.29 0
All	37.39 2	12	0.00 0	All	47.96 3	1 2	0.00 0	All	45.11 4	1 2	0.00 0
Dependent variable: LR_SA				Dependent variable: LR_SA				Dependent variable: LR_SA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	0.679	2	0.71 2	LM2_DIF	1.453	2	0.48 4	LM3_DIF	0.421	2	0.81 0
LRC	10.98 2	2	0.00 4	LRC	14.68 4	2	0.00 1	LRC	10.96 8	2	0.00 4
LREER_DIF	1.172	2	0.55 6	LREER_DIF	2.183	2	0.33 6	LREER_DIF	0.441	2	0.80 2
LCPI_SA	2.413	2	0.29 9	LCPI_SA	2.564	2	0.27 7	LCPI_SA	4.299	2	0.11 7

LRGDP_S A	0.148	2	0.92 9	LRGDP_S A	0.957	2	0.62 0	LRGDP_S A	0.648	2	0.72 3
LAP_SA	0.085	2	0.95 9	LAP_SA	1.866	2	0.39 4	LAP_SA	0.959	2	0.61 9
All	47.61 8	12	0.00 0	All	50.71 0	1 2	0.00 0	All	46.58 8	1 2	0.00 0
Dependent variable: LRGDP_SA				Dependent variable: LRGDP_SA				Dependent variable: LRGDP_SA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	4.772	2	0.09 2	LM2_DIF	2.602	2	0.27 2	LM3_DIF	2.578	2	0.27 6
LRC	25.75 7	2	0.00 0	LRC	8.914	2	0.01 2	LRC	12.32 2	2	0.00 2
LREER_DI F	10.65 2	2	0.00 5	LREER_DI F	5.804	2	0.05 5	LREER_DI F	7.290	2	0.02 6
LCPI_SA	5.394	2	0.06 7	LCPI_SA	3.025	2	0.22 0	LCPI_SA	0.412	2	0.81 4
LRN_SA	2.391	2	0.30 3	LRN_SA	1.029	2	0.59 8	LRN_SA	0.377	2	0.82 8
LAP_SA	0.393	2	0.82 1	LAP_SA	0.415	2	0.81 3	LAP_SA	3.519	2	0.17 2
All	46.27 7	12	0.00 0	All	39.55 1	1 2	0.00 0	All	39.47 7	1 2	0.00 0
Dependent variable: LAP_SA				Dependent variable: LAP_SA				Dependent variable: LAP_SA			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LCC_DIF	0.399	2	0.81 9	LM2_DIF	9.070	2	0.01 1	LM3_DIF	1.752	2	0.41 7
LRC	1.057	2	0.58 9	LRC	0.871	2	0.64 7	LRC	2.315	2	0.31 4

LREER_DI F	0.123	2	0.94 0	LREER_DI F	1.809	2	0.40 5	LREER_DI F	0.587	2	0.74 6
LCPI_SA	0.529	2	0.76 8	LCPI_SA	1.038	2	0.59 5	LCPI_SA	0.013	2	0.99 3
LRN_SA	0.043	2	0.97 9	LRN_SA	1.180	2	0.55 4	LRN_SA	0.954	2	0.62 1
LRGDP_S A	1.763	2	0.41 4	LRGDP_S A	2.153	2	0.34 1	LRGDP_S A	5.142	2	0.07 7
All	10.83 8	12	0.54 3	All	25.38 5	1 2	0.01 3	All	13.10 7	1 2	0.36 1

დანართი 4

ფულის მასის აგრეგატები	ეროვნული ვალუტა მიმოქცევაში, ათასილარი	სარეზერვო ფული, ათასილარი	მონეტარული აგრეგატი (M3), ათასილარი	მონეტარული აგრეგატი (M2), ათასილარი	მონეტარული აგრეგატი (M1), ათასილარი	ბანკებს გარეთ არსებული ნაღდი ფული (M0), ათასილარი
იანვარი-15	2 264 561	4 111 313	11 197 676	5 513 645	4 069 634	1 860 482
თებერვალი-15	2 320 259	4 141 065	11 430 746	5 552 475	4 055 655	1 886 010
მარტი-15	2 312 871	4 169 036	11 581 240	5 485 166	4 009 114	1 869 532
აპრილი-15	2 335 317	4 580 598	11 865 515	5 566 482	4 079 870	1 914 454
მაისი-15	2 442 093	4 478 239	11 835 308	5 656 041	4 160 728	1 993 695
ივნისი-15	2 420 851	4 505 864	11 792 213	5 658 530	4 168 497	1 979 812
ივლისი-15	2 452 985	4 525 163	12 034 463	5 711 041	4 329 673	2 019 654
აგვისტო-15	2 521 682	4 674 625	12 720 190	5 736 852	4 481 014	2 040 076
სექტემბერი-15	2 467 831	4 907 397	13 124 204	5 742 839	4 490 889	2 016 211
ოქტომბერი-15	2 468 398	4 763 122	13 073 662	5 638 957	4 435 513	1 991 139
ნოემბერი-15	2 397 855	4 474 717	12 998 224	5 600 817	4 331 261	1 926 390
დეკემბერი-15	2 503 732	4 948 158	13 343 921	5 762 932	4 435 599	1 981 936
იანვარი-16	2 273 510	4 823 667	13 172 033	5 403 938	4 114 187	1 825 973
თებერვალი-16	2 278 563	4 858 796	13 155 832	5 418 626	4 103 947	1 829 398
მარტი-16	2 302 598	4 553 777	12 936 581	5 481 546	4 040 475	1 825 777

დანართი 5.

მონეტარული აგრეგატების თანაფარდობა
მთლიან შიდა პროდუქტთან, %

	დეპოზიტები	ბანკების აქტივები	სესხები
	მთლიან შიდა პროდუქტთან, %		
01.01.2012	27.7	52.1	30.9
01.04.2012	27.2	50.4	30.7
01.07.2012	28.2	51.5	32.0
01.10.2012	28.8	54.1	32.2
01.01.2013	29.2	54.9	32.4
01.04.2013	30.3	53.7	32.3
01.07.2013	32.4	56.7	33.8
01.10.2013	33.9	59.9	35.3
01.01.2014	36.0	64.3	38.5
01.04.2014	35.3	64.3	38.3
01.07.2014	36.5	65.5	38.8
01.10.2014	37.2	66.6	39.2
01.01.2015	39.9	70.7	43.6
01.04.2015	42.2	76.3	47.9
01.07.2015	41.6	77.1	47.5
01.10.2015	44.5	79.9	49.4
01.01.2016	45.3	79.4	49.6
01.04.2016	44.3	76.8	48.5

დანართი 6.

სასელმწიფო ობლიგაციების აუქციონის შედეგები

აუქციონის ნომერი	ობლიგაციის ემისიის თარიღი	დაფარვის თარიღი	განთავსება (ნომინალი)	საანგარიშსწორებო ფასი	კუპონის განაკვეთი, %
1	მარ	სექ	7 000 000	7 626 426	12
2	მარ	დეკ	7 000 000	7 697 514	12
3	მარ	ივნ	13 000 000	14 041 644	12
4	მარ	სექ	12 000 000	13 986 743	12
5	მარ	მარ	7 000 000	8 070 541	12
6	მარ	მარ	6 000 000	6 955 708	12
7	მარ	ივნ	11 000 000	12 055 067	12
8	მარ	დეკ	9 000 000	10 058 549	12
9	მარ	სექ	10 000 000	11 087 729	12
10	მარ	ივნ	12 000 000	13 715 295	12
11	მარ	მარ	5 000 000	5 653 047	12
12	მარ	მარ	5 000 000	5 541 143	13
13	მარ	ივნ	10 000 000	11 451 409	12

დასკვნები:

ამრიგად, დისერტაციაში მოცემული კვლევების შედეგად დასკვნების სახით გამოიკვეთა რამდენიმე მნიშვნელოვანი საკითხი:

მონეტარული გადაცემის არხების დეტალური შესწავლის შედეგად შეგვიძლია ვთქვათ, რომ სხვადასხვა არხების სიძლიერე დამოკიდებულია ცალკეული ქვეყნების ეკონომიკურ თავისებურებებზე, ქვეყანაში ფინანსური ბაზრების განვითარების დონეზე, სამომხმარებლო კალათაში იმპორტირებული პროდუქციის წილზე, დოლარიზაციის მაჩვენებელზე, ბიზნესის დაფინანსების წყაროებში კრედიტების წილზე და სხვ.

საქართველოში მონეტარული გადაცემის არხების საფუძვლიანი შესწავლის შედეგად იკვეთება საპროცენტო განაკვეთების არხის სისუსტე (მაღალი დოლარიზაციის გამო) და ვალუტის გაცვლითი კურსის არხის სიძლიერე (სამომხმარებლო კალათაში იმპორტის მაღალი წილის გამო). ფინანსური ბაზრების განუვითარებლობიდან გამომდინარე, კეთილდღეობის არხი ფაქტიურად არ არსებობს, ასევე შეინიშნება მოლოდინების არხის გარკვეული დონით არსებობაც.

მიუხედავად ბოლო პერიოდში გარკვეული მიმართულებებით ზრდის ტენდენციების არსებობისა, სამწუხაროდ უნდა აღინიშნოს, რომ საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მაინც განუვითარებელია. ამის გამომწვევ მიზეზებს ჩვენი აზრით მიეკუთვნება:

- ✓ ფინანსური განათლების დაბალი დონე;
- ✓ კომპანიების მასტიმულირებელი საგადასახადო პოლიტიკის არარსებობა;
- ✓ საბანკო სექტორის კონკურენციის არსებობის ფაქტორი;

ჩვენი შეფასებით ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისთვის აუცილებელია პირველ რიგში გაიმიჯნოს საბანკო სექტორი და საფონდო ბაზარი, კომერციულ ბანკებს შეეზღუდოთ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურის შემადგენელი ინსტიტუტების (კონკურენტი სფეროს წარმომადგენლების) ფლობა და მესაკუთრეობა.

ასევე ჩვენი აზრით, ქვეყანაში კერძო საპენსიო სისტემის არსებობამ შესაძლოა ხელი შეუწყოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას. განსაკუთრებით მისასაღმებელია ის, რომ ამ მიმართულებით ქვეყანაში აქტიურად მიმდინარეობს მუშაობა და სახეხეა არსებითად წინგადადგმული ნაბიჯები.

ჩვენი აზრით, აუცილებელია საგადასახადო კოდექსში შევიდეს ცვლილებები, რომლითაც ფასიანი ქაღალდების ემისიის სტიმულირების მიზნით იმ კომპანიებს, რომლებიც აქციების ან/და ობლიგაციების საჯარო შეთავაზებას ახორციელებენ, მთელი რიგი საგადასახადო შეღავათები დაუწესდებათ.

აუცილებლად მიგვაჩნია, შეიზღუდოს ბირჟის გარეთ გარიგებების დადება, რათა პროცესი დაუბრუნდეს საბირჟო ფორმატს და მოხდეს სამართლიანი ფასწარმოქმნის ხელშეწყობა.

მონეტარული პოლიტიკის სირთულეები საქართველოში დაკავშირებული იყო უცხოური ვალუტის დიდი რაოდენობით შემოდინებასთან, კერძოდ, საქართველოს საგადასახადო ბალანსის ფინანსური ანგარიშის მიხედვით უცხოური ინვესტიციების მოცულობამ მხოლოდ 2002-2008 წლების მანძილზე 8.5 მილიარდ აშშ დოლარს მიაღწია, ხოლო ეროვნული ბანკის უცხოური ვალუტის რეზერვები 1,372 მლნ აშშ დოლარით გაიზარდა. უცხოური ვალუტის დიდი რაოდენობით შემოდინება, დადებით ფაქტორთან ერთად, ორი მნიშვნელოვანი უარყოფითი ტენდენციით ხასიათდებოდა: პირველი, უცხოური ვალუტის შემოდინებით ეროვნული ვალუტის კურსის გამყარება აუარესებდა საქართველოს საგაჭრო პირობებს და აფერხებდა ექსპორტის ზრდის ტემპებს; მეორე, უცხოური სავალუტო რეზერვების დაგროვება და ეროვნული ვალუტის კურსის სტაბილურობის უზრუნველყოფა ახდენდა ინფლაციურ ზეწოლას ეკონომიკაზე და ზრდიდა ეროვნული ვალუტის ჭარბ მიწოდებს ეკონომიკაში. ორივე ეს ტენდენცია განსახილველ პერიოდში დამახასიათებელი იყო საქართველოსათვის. ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საქართველოში ადგილი ჰქონდა უპირატესად პერმანენტულ მონეტარულ შოკებს, რაც ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელოვანი განმაპირობებელი ფაქტორი იყო.

შესასწავლ პერიოდში მიმოქცევაში ეროვნული ვალუტის მოცულობა დაახლოებით 13-ჯერ გაიზარდა, ხოლო საშუალო წლიურმა ზრდის ტემპმა დაახლოებით 16% შეადგინა.

ფულის მიწოდების ტემპი განსაკუთრებით მაღალი იყო 2004- 2007 წლებში. ამის ფონზე რეალური მშპ 2.7-ჯერ, ხოლო ოფიციალური სტატისტიკური მონაცემებით სამომხმარებლო ფასების ინდექსი 2.8-ჯერ გაიზარდა, ხოლო საშუალო წლიურმა რეალური მშპ-ს ზრდის ტემპმა 5,8%, ხოლო საშუალო წლიურმა ინფლაციამ 6% შეადგინა.

ჩვენს მიერ იდენტიფიცირებულ მოდელებში სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთების ფულის მიწოდების შოკზე იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები სტატისტიკურად არამნიშვნელოვანია. არამნიშვნელოვანია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთების ვარიაციაში ფულადი აგრეგატების ვარიაციაც. ამასთან, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთების მაჩვენებელი რყევებით უბრუნდება წონასწორულ მნიშვნელობას, რაც წონასწორობის აღდგენის ადაფტაციურ მექანიზმზე მიუთითებს.

აღსანიშნავია, რომ მასზე მაქსიმალური გავლენა M2 და M3 ფულად აგრეგატებს გააჩნიათ, სადაც მხოლოდ კომერციული ბანკების დეპოზიტებია თავმოყრილი. ასეთი გავლენის მიზეზი პირველ რიგში სახელმწიფოსთვის სესხის გაცემის ბაზა უნდა მივიჩნიოთ, კერძოდ, ეროვნულ ვალუტაში დეპოზიტების მოულოდნელად ზრდამ უნდა გამოიწვიოს საპროცენტო განაკვეთების შემცირების შოკი.

აღსანიშნავია, რომ განსხვავდება პირველი და მეორე მოდელის შედეგები, თუმცა მიზეზი მოდელების არასრულფასოვნებაში უნდა ვეძებოთ. ვფიქრობთ, რომ მეორე მოდელი უძრავი ქონების ფასების ინდექსზე ფულის ბაზრის გავლენის თვალსაზრისით უფრო სრულ ინფორმაციას იძლევა.

კვლევის შედეგებიდან შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ფულადი აგრეგატების ზრდა საწყის ეტაპზე მნიშვნელოვნად ზრდის უძრავი ქონების ფასების ინდექსს, თუმცა შოკი საკმაოდ ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში უძრავი ქონების ბაზარზე დინამიკური არასტაბილურობის მიზეზია.

ჩვენს მიერ განხორციელებული კვლევის შედეგად გამოიკვეთა, რომ ფულის მასის შოკი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთებზე მნიშვნელოვან გავლენას არ ახდენს და მის მნიშვნელოვნებაზე მხოლოდ მოკლევადიან პერიოდში

შეგვიძლია ვისაუბროთ, ხოლო საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში ფულის მასის შოკის გავლენა შეზღუდულია, ასეთი შედეგის მიზეზი შესაძლოა არასაკმარისი დაკვირვების რიცხვშიც ვექებოთ და მიგვაჩნია, რომ ამ მიმართულებით კვლევა კვლავ გასაგრძელებელია.

კვლევის შედეგად აგრეთვე ჩანს, რომ მნიშვნელოვანია ფულის მასის შოკის უძრავი ქონების ფასების ინდექსზე ზეგავლენა. ზემოაღნიშნული სრულად ესმინება ეკონომიკურ თეორიაში არსებულ მოსაზრებას ფულის მასით მოკლევადიან პერიოდში ეკონომიკის წახალისებაზე, სადაც უძრავი ქონების ბაზარიც არ არის გამონაკლისი.

ასევე აღსანიშნავია რომ უძრავი ქონების ფასების ინდექსზე მონეტარული შოკები უფრო ძლიერია, ვიდრე მთლიან გამოშვებაზე მონეტარული შოკების გავლენა, რაც შეიძლება ინტერპრეტირდეს საქართველოში, როგორც უძრავი ქონების ბაზრისადმი დაბანდებების მაღალ მიდრეკილებად, ვიდრე ეკონომიკის სხვა დარგებში, რაც ფინანსური ბაზრების ინსტიტუციონალური შეზღუდვით და განუვითარებლობითაა განპირობებული.

უძრავი ქონების ფასების ინდექსის ფულადი აგრეგატების (CC, M2 და M3) ცვლილების იმპულსზე რეაქციის ფუნქციები სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია. უძრავი ქონების ფასების ინდექსის ვარიაციის დეკომპოზიცია გვიჩვენებს, რომ უძრავი ქონების ფასების ინდექსის ვარიაციაში ფულის მასის აგრეგატების ცვლილების ვარიაცია მაღალი მნიშვნელოვნების დონით ხასიათდება.

ამასთან, დინამიკური წონასწორობის აღდგენის პროცესი ატარებს რყევით ხასიათს და მისი გავლენა სხვადასხვა მოდულებში განსხვავებული დროითი ლაგის შემდეგ აღწევს მაქსიმუმს, ინდექსის მაჩვენებელი ძირითადად რყევებით უბრუნდება წონასწორულ მნიშვნელობას.

კვლევის შედეგების მიხედვით, საქართველოში საფასო შოკი ეკონომიკურ ზრდაზე მნიშვნელოვან გავლენას არ ახდენს და მის მნიშვნელოვნებაზე მხოლოდ მოკლევადიან პერიოდში შეგვიძლია ვისაუბროთ, ხოლო საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში საფასო შოკის გავლენა შეზღუდულია. ეს მიუთითებს ეკონომიკის უნარზე - სწრაფად ადაფტირდეს ასეთი ტიპის შოკებისადმი. აღნიშნული შედეგი შეიძლება ლუკასის

არასრულყოფილი ინფორმაციის მოდელის დადასტურებად განვიხილოთ, რომლის მიხედვითაც, რეალური შედეგები მხოლოდ მოულოდნელ მონეტარულ შოკს შეუძლია გამოიწვიოს;

ასევე აღსანიშნავია, რომ მოდელში საოჯახო მეურნეობების მოხმარების ფაქტორის ჩართვამ გააძლიერა ფულის მასის შოკის რეალურ მთლიან შიდა პროდუქტზე ზემოქმედების მნიშვნელოვნება. საოჯახო მეურნეობების მოხმარების ფაქტორის მნიშვნელოვნება ტრანსმისიის მექანიზმში დასტურდება სხვა კვლევებითაც.

გამოყენებული ლიტერატურა:

1. ასათიანი რ. „გლობალური ფინანსური კრიზისი და ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის მულტიპლიკაციური ეფექტი საქართველოში“, ჟურნალი „სოციალური ეკონომიკა“ , №9. თბილისი 2009.
2. ბარბაქაძე ხ. „სავალუტო რისკი: შეფასებები და მართვის მეთოდები“, ჟურნალი „ახალი ეკონომისტი“, 1. - გვ.45-49, თბილისი 2009.
3. ბაქრაძე გ. „2007-2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისი: მიზეზები და ინტერპრეტაციები“, საქართველოს ეროვნული ბანკის ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, ტომი 2, №2, 2014.
4. ბახტაძე ლ. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების პრობლემები საქართველოში“, სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი „ბანკი“1-2 (15), თბილისი, 2003.
5. ბლუაშვილი ა. „მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები საქართველოში: ბოლოდროინდელი დინამიკა“, ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე - 2013. ტომი I, 3, გვ. 57-74;
6. დოღონაძე, ი., მონეტარული პოლიტიკის გავლენა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, “ეკონომისტი”, 2016, №3, გვ. 118-133.
7. დოღონაძე, ი., მონეტარული აგრეგატების გავლენა რეალურ ეკონომიკაზე, “ეკონომისტი”, 2016, №4, გვ. 91-103.
8. დოღონაძე, ი., კაპიტალის ბაზარი და მონეტარული შოკის ეფექტები საქართველოში, “საქართველოს ეკონომიკა, ნოემბერი 2016,
9. დოღონაძე, ი., მონეტარული ტრანსმისიის მექანიზმი (თეორიული მიმოხილვა), “ბიზნესი და კანონმდებლობა”, №3, 2016, გვ. 40-46
10. კოვზანაძე ი. „სისტემური საბანკო კრიზისების გამოკვლევა: გაკვეთილები მომავლისათვის“, სამეცნიერო-პოპულარული ჟურნალი „თსუ მეცნიერება“, 1. - გვ.69-72, თბილისი 2011
11. კონტრიძე გ. „საქართველოში საბანკო სისტემის განვითარების ზოგიერთი ტენდენციის შესახებ“, ჟურნალი „სოციალური ეკონომიკა“, 1. - გვ.84-95, თბილისი 2007.
12. მდივნიშვილი თ. „გაცვლითი კურსის გავლენა სამომხმარებლო ფასებსა და იმპორტის ფასებზე“, საქართველოს ეროვნული ბანკის ჟურნალი „ეკონომიკა და საბანკო საქმე“, ტომი2, №1 თბილისი 2014

13. მექვაბიშვილი ე. „თანამედროვე მაკროეკონომიკური თეორიები“, 234 გვ. თბილისი 2012.
14. მექვაბიშვილი ე. „ეკონომიკის გლობალიზაცია: მიმართულებები, გამოწვევები, პერსპექტივები“, საგამომცემლო სახელი „ინოვაცია“, თბილისი 2009
15. ნარმანია დ. „საბანკო სისტემის გამოწვევები“. ყოველთვიური ანალიტიკური ჟურნალი „ექსპერტი“. თბილისი 2010.
16. ოსტაპენკო ნ. და ტაბაღუა ს. „მოხმარების მაკროეკონომიკური ფუნქციის ძირითადი დეტერმინანტების ანალიზი“, ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე - 2014. ტომი II, №2, გვ.47-66.
17. ოსტაპენკო ნ. დოღონაძე ი., ფულის მიწოდების გავლენა რეალურ გამოშვებაზე, ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე, ტომი 4, №1, 2016, გვ. 67-83
18. ქისტაური ლ. „ეროვნული ფულად-საკრედიტო სისტემის შექმნის პირველი ნაბიჯები“. ეროვნული ბანკი (ფორმირება, საქმიანობა, მომავალი). გამომცემლობა „სამთავისი“, თბილისი, 1996.
19. ჩიკვილაძე მ. „საქართველოს თანამედროვე სახელმწიფო ფინანსები“. ჟურნალი „სოციალური ეკონომიკა“, თბილისი 2011. №1(13) გვ.364-365.
20. ჩუთლაშვილი ა. „მსოფლიო ფინანსური კრიზისის გამომწვევი მიზეზების შესახებ“, „სამეცნიერო შრომების კრებული“, თბილისი 2009. გვ.62-70
21. ლუდუშაური ლ. „საბანკო რისკების მართვის თანამედროვე ტექნოლოგიები“. სამეცნიერო-პრაქტიკული ჟურნალი „სოციალური ეკონომიკა“, თბილისი 2007.
- 22 ჯგერენაია ე. „საქართველოს ეკონომიკის პრობლემების მიმოხილვა და 2007 წლის პროგნოზები“, ჟურნალი „საქართველოს ეკონომიკა“, თბ., 2007. - 4(113). - გვ.8-13;
23. ჯგერენაია ე. „მსოფლიო ეკონომიკის ახალი პარადიგმა“, ჟურნალი „საქართველოს ეკონომიკა“, თბილისი 2008. 10 (131). - გვ.45-48;
24. ჯგერენაია ე. „მსოფლიო ეკონომიკა 2010 - რა გველოდება ხვალ ?“ ჟურნალი „საქართველოს ეკონომიკა“, თბილისი 2009. 12(145). - გვ.57-66
25. ჯგერენაია ე. „აშშ-ს საგარეო ვალის ანატომია“, ჟურნალი „საქართველოს ეკონომიკა“, თბილისი 2013. 9-10(186-187). - გვ.5-7, 10-12.
26. Angeloni, I., A. Kashyap, B. Mojon and D. Terlizzese (2003), “Monetary transmission in the euro area: does the interest rate channel explain all?”, NBER Working Papers No. 9984

27. Aghion Phillippe, Dewatripont Mathias, Rey Patrick (1999), Competition, Financial Discipline and Growth // Review of Economic Studies, Vol. 66, No. 4, pp. 825-852.
28. Arestis Philip, Demetriades Panicos (1997), Financial Development and Economic Growth: Assessing the Evidence // Economic Journal, Vol. 107, No.442, pp.783-799
29. Aizenman J., Hutchison M., Noy I. (2011) Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets, World Development, Elsevier, vol. 39(5), pages 712-724
30. Allen F., Gale D., "Comparing financial systems" Cambridge, Mass : MIT Press, 2000
31. Barro R., Sala-i-Martin X. - Economic Growth. New York. 1995.
32. Bacchella, Gerlach (1997) "Consumption and Credit Constraints: International Evidence", Journal of Monetary Economics, 40, pp. 207-38.
33. Bakradze, Giorgi, and Andreas Billmeier. "Inflation Targeting in Georgia: Are We There Yet?." NBGWP. no. 04 (2008).
34. Bennett T. McCallum, On Consequences and Criticisms of Monetary Targeting, NBER Working Paper No. 1596 (Also Reprint No. r0683), Issued in April 1985
35. Bernanke B. S., A. S. Blinder (1992): "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", American Economic Review, Vol. 82, № 4, pp. 901-921
36. Bernanke B. (1995) Measuring Monetary Policy, Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, no. 3 (1998).
37. Bernanke B. S., A. S. Blinder (1992): "The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission", American Economic Review, Vol. 82, № 4, pp.
38. Beck T., Levine R., Loaysa R., "Finance and the sources of growth", Journal of Financial Economics Volume 58, Issues 1-2, 2000, Pages 261-300
39. Beck Thorsten, Levine Ross, Loayza Norman (2000), Finance and Sources of Growth // Journal of Financial Economics, Vol. 58, No. 1, pp. 261-300
40. Blackburn Keith, Hung Victor (1998), A Theory of Growth, Financial Development and Trade // Economica, Vol. 65, Issue 257, pp. 107-124
41. Bierens H. J. (1997) "Testing the unit root with drift hypothesis against nonlinear trend stationarity, with an application to the US price level and interest rate", Journal of Econometrics, Vol. 81, pp. 29-64.
42. Brissimis S. N., N. S. Magginas (2006): "Forward-looking information in VAR models and the price puzzle", Journal of Monetary Economics, Vol. 53, Issue 6, pp. 1225-1234.
43. Cameron R., Crisp O., Patrick H.T., and Tilly R. ."Banking in the Early Stages of Industrialization. A Study in Comparative Economic History", Published by New York, etc.: Oxford University Press, 1967

44. Caballero R, Krishnamurthy A, (2009), Global Imbalances and Financial Fragility, NBER Working Paper No. 14688
45. Canova F., M. Ciccarelli (2006): “Estimating Multi-Country VARModels”, European Central Bank, Working Paper N° 603/ April 006.
46. Cochrane J.H. (1988) “How Big is the Random Walk in GNP?” Journal of Political Economy, Vol. 96, pp. 893-920
47. Christiano, L.J. (1988), “Searching for a Break in GNP”, NBER, Working Papers No. 2695.
48. Christiano L., Gust C., Roldos J., “Monetary Policy in a Financial Crisis”, Journal of Economic Theory, 2004, v119(1,Nov), pp 64-103
49. Dabla-Norris, Era, Daehaeng Kim, Mayra Zermeno, Andreas Billmeier, and Vitali Kramarenko (2007), “Modalities of Moving to Inflation Targeting in Armenia and Georgia.” IMF WP.no. 133..
50. Doghonadze, I., Treasury Bills and Real Estate Markets During the Monetary Policy Expansion Conditions (Based On The Example of the Georgia), Journal Association 1901 “SEPIKE”, Edition 14, Frankfurt (Germany), 2016, pp. 57-70.
51. Demirguc-Kunt Asli, Maksimovic Vojislav (1998), Law, Finance and Firm Growth // Journal of Finance, Vol 53, Issue 6, pp. 2107-2137
52. Effects in the FMP Model. Federal Reserve Bank of Boston Conference Series 5, pp. 9-84.
53. Eichengreen B., Portes R.,” The Anatomy of Financial Crises”, New York: Cambridge University Press, 1987, pp. 10-58.
54. Edwards S., Savastano Miguel A., “The Mexican Peso in the Aftermath of the 1994 Currency Crisis”, University of Chicago Press, January 2000.
- Fama, E.F. and Schwert, G.W. (1977) Asset returns and inflation, Journal of Financial Economics, 5, 115-146.
55. Friedman, M. (1968). The Role of Monetary Policy. American Economic Review, Vol. 58, no. 1,
56. Guillermo Calvo, Frederic S. Mishkin, The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries, NBER Working Paper No. 9808, Issued in June 2003
57. Ghysels E. & Perron P. (1990) “The Effect of Seasonal Adjustment Filters on Tests for a Unit Root” Econometrics Research Program, Princeton University, Research Memorandum no. 355.
58. Golodniuk I. (2006): “Evidence on the bank-lending channel in Ukraine”, Research in International Business and Finance, Vol. 20, Issue 2, pp. 180–199.
59. Goldsmith, Raymond William, “Financial structure and development”, New Haven : Yale University Press, 1969
60. Graciela Kaminsky, Amine Mati, Nada Choueiri, Thirty Years of Currency Crises in Argentina: External Shocks or Domestic Fragility?, NBER Working Paper No. 15478, Issued in November 2009

61. Hamilton J.D. (1994), *Time Series Analysis*, Princeton University Press, Princeton.
62. Harrison Paul, Sussman Oren, Zeira Joseph (1999), *Finance and Growth: Theory and New Evidence* // FEDS Working Paper No. 99-35
63. Hicks J. R. (1937), "Mr. Keynes and the "Classics"; A Suggested Interpretation", *Econometrica*, Vol. 5, no. 2, pp. 147-159
64. Jayaratne, J. and Strahan, P.E. (1996) *The Finance-Growth Nexus: Evidence from Bank Branch Deregulation*. *The Quarterly Journal of Economics*, 111, pp 639-670
65. Jeffrey Sachs, Aaron Tornell, Andres Velasco, *The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?* NBER Working Paper No. 5142, Issued in June 1995
66. Joshua Aizenman, Reuven Glick, *Pegged Exchange Rate Regimes -- A Trap?*, NBER Working Paper No. 11652 pp 3
67. King, R.G. and Levine, R. (1993) „Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right“. *The Quarterly Journal of Economics*, 108, 717-737
68. Krugman P., Bergsten F., Dornbusch R., Frenkel J., Kindleberger C., "International Aspects of Financial Crises", University of Chicago Press, January 1991
69. Kaminsky Graciela L., Reinhart Carmen M., "Bank Lending and Contagion: Evidence from the Asian Crisis", University of Chicago Press, January 2001
70. Kydland F.E., Prescott E.C. (1977) "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans." *The Journal of Political Economy*, Vol. 85, No. 3. pp. 473-491.
71. Leeper E. M., Ch. A. Sims, T. Zha (1996): "What Does Monetary Policy Do?", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1996(2), pp. 1-63.
72. Levine R., "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?", *Journal of Financial Intermediation*, Volume 11, Issue 4, October 2002, pp 398-428
73. Lucas R. (1980) "Methods and Problems in Business Cycle Theory", *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol 12, no.4, pp. 696-715.
74. Lucas R. (1972) *Expectations and the Neutrality of Money*, *Journal of Economic Theory*, , Vol4, no.2, pp. 103-124.
75. Linda Goldberg, B. Gerard Dages, Daniel Kinney, *Foreign and Domestic Bank Participation in Emerging Markets: Lessons from Mexico and Argentina*, NBER Working Paper No. 7714, Issued in May 2000
76. Merton, Robert C. and Zvi Bodie. "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment." Chap. 1 in *The Global Financial System: A Functional Perspective*, edited by Dwight
77. B. Crane, Kenneth A. Froot, Scott P. Mason, André Perold, Robert C. Merton, Zvi Bodie, Erik R. Sirri and Peter Tufano, 3-31. Boston: Harvard Business School Press, 1995.

78. Mckinnon R., "Money and Capital in Economic Development" 1973, Brookings Institution Press, December 1, 2010
79. McCallum, B. (1999) «Analysis of the monetary transmission mechanism: Methodological issues», NBER Working paper, 7395.
80. Maddala G.S., Kim I.M. (1998) "Unit roots, cointegration and structural change", Cambridge University Press, Cambridge.
81. Mishkin F. (2012) Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 10th Edition, Publisher: Prentice Hall;
82. Mishkin F. (2006) Monetary Policy Strategy: How Did We Get Here? Panoeconomicus, Savez ekonomista Vojvodine, Novi Sad, Serbia, vol. 53(4),
83. Mishkin F. (2011) Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis, Published: in "Approaches to monetary policy revisited - lessons from the crisis," 6th ECB Central Banking Conference, 18-19 November 2010
84. Mishkin F. (2012) Macroprudential Policies in Open Emerging Economies, Published: Hahn, Joon-Ho & Mishkin, Frederic S. & Shin, Hyun Song & Shin, Kwanho, 2011. "Macroprudential policies in open emerging economies," Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco, issue Nov.
85. Modigliani, F. (1971) „Monetary Policy and Consumption: Linkages via Interest Rate and Wealth“, 1971
86. Nunes L.S., Newbold P., Kuan C.M. (1997) "Testing for Unit Roots With Breaks. Evidence on the Great Crash and the Unit Root Hypothesis Reconsidered", Journal of American Statistical Association, Vol. 90, pp. 268-281
87. Phelps, E. S. (1967). Phillips Curves, Expectations of Inflation and Optimal Unemployment over Time. *Economica* Vol. 34 no. 135 pp. 254-281.
88. Phelps, E. S. (1968). Money-Wage Dynamics and Labor-Market Equilibrium. *Journal of Political Economy*, Vol. 76, no. 4, pp. 678-711.
89. Perron P. (1989) "The great crash, the oil price shock, and the unit root hypothesis", *Econometrica*, Vol. 57, no. 6, pp. 1361-1401.
90. Perron, P. (1994) Trend, unit root, and structural change in macroeconomic time series. In: *Cointegration for the Applied Economist*, Rao, B.B. (ed.), Basingstoke: Macmillan Press, 113-146.
91. Perron (2006) Dealing with structural breaks. *Palgrave Handbook of Econometrics Vol.1 Econometric Theory*, K. Patterson and T.C. Mills (eds.), Palgrave Macmillan, 2006, 278-352 (working paper version).

92. Perron, P., Vogelsang T. (1991) „Nonstationarity and level shifts with an application to purchasing power parity“, *Econometrics Research Program, Princeton University, Research Memorandum no. 359.*
93. Perron, P. (1997) Further evidence from breaking trend functions in macroeconomic variables. *Journal of Econometrics*, 80, 55-385.
94. Perron, P., Yabu, T. (2005) Testing for shifts in trend with an integrated or stationary noise component. Department of Economics, Boston University.
95. Portes R, (2009), *Development vs Debt: Past and Future*, © 1990 Institute of Development Studies.
96. Raghuram G. Rajan; Luigi Zingales, “Financial Dependence and Growth”, *The American Economic Review*, Vol. 88, No. 3. (Jun., 1998), pp. 559-586.
97. Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6 (December 1998), pp. 1113-1155
98. Razin A., Rosefield S., “Currency and Financial Crises of the 1990s and 2000s”, *Oxford University Press*, vol. 57(3), pages 499-530
99. Rousseas, S. 1998. *Post Keynesian Monetary Economics*, Macmillan Press, N.Y.
100. Samkharadze, Besik. “Monetary Transmission Mechanism in Georgia: Analyzing Pass-Through to Different Channels.” NBG WP.no. 02 (2008).
101. Sarno L., Taylor P.M. (1998) “Real Interest Rates, Liquidity Constraints and Financial Deregulation: Private Consumption Behaviour in the UK”, *Journal of Macroeconomics*, Vol. 20, no.3, pp. 221-42.
102. Sebastian Edwards, Miguel A. Savastano, *The Mexican Peso in the Aftermath of the 1994 Currency Crisis*, Chapter in NBER book *Currency Crises (2000)*, Paul Krugman, editor (p. 183 – 236), Published in January 2000 by University of Chicago Press
103. Schumpeter, J.A., *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest and the Business Cycle*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934
104. Sidrauski, M., (1967). Rational choices and patterns of growth in a monetary economy. *American Economic Review* Vol. 57, Issue 2, pp. 534-544.
105. Sims, C. (1972) “Money, income and causality”, *American Economic Review*, 62, pp. 540–542.
106. Sims, C. (1980) “Comparison of interwar and postwar business cycles”, *American Economic Review*, 70, pp. 250–257.
107. Sims Ch. A., T. A. Zha (1998): “Does Monetary Policy Generate Recessions?”, *Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 98-12/ July 1998.*
108. Taylor P.M. (1999) Real interest rates and macroeconomic activity // *Oxford review economic policy*. Vol. 15. no. 2, pp. 95-113.

109. Taylor John B. (2007) Housing and Monetary Policy Stanford University; National Bureau of Economic Research (NBER);
110. Woodford M. (2007) How Important is Money in the Conduct of Monetary Policy? Journal of Money, Credit and Banking, Blackwell Publishing, vol. 40(8), pages 1561-1598, December
111. Wenger E., Kaserer C., "The German System of Corporate Governance - A Model Which Should Not Be Imitated, Holland press, New-York 1998
112. Zivot, E., Andrews, D. (1992) "Further evidence on the Great crash, the oil price shock and the Unit root hypothesis", Journal of Business and Economic Statistics, Vol. 10, no. 3, pp. 251–287.
113. Ноздрев С..Основные характеристики международного финансового рынка [Текст] / С.В. Ноздрев // Российский внешнеэкономический вестник. – 2013. – Т. 2013. – № 12. – С. 86 – 92.
114. Носко В.П. (2011), Эконометрика (Книга первая), Издательский дом "Дело", Москва.
115. Миркин Я.М., Жукова Т.В. Роль коммерческих банков на финансовом рынке: аналитическое исследование / Я.М. Миркин, Т.В. Жукова // Вестник Финансовой академии. – 2010. – № 6. – С. 22–27.
116. Рубцов Б. Б. "Эволюция институтов финансового рынка и развитие экономики", 2006,
117. Столбов М.И. Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы / М.И. Столбов. – М. : Научная книга. – 208 с. – (Россия в мировой экономике). – ISBN 978-5-91393-007-1
118. Горюнов Е.Л., Трунин П.В. Изучение влияния уровня развития финансовых рынков на экономическое развитие, М 2013, pp 25-61
119. Кейнс Дж.м. Общая теория занятости, процента и денег. М.,1978.

ვებ-გვერდები

1. www.geostat.ge
2. www.mof.gov.ge
3. www.nbg.gov.ge
4. www.nber.org
5. www.imf.org
6. www.oecd.org
7. www.worldbank.org
8. www.tradeingeconomics.com