ავთანდილ სილაგაძე
მიხეილ თოქმაზიშვილი

პოსტკომუნისტური ფინანსური პოლიტიკა

თბილისი
2008

ავთანდილ სილაგაძე, მიხეილ თოქმაზიშვილი: პოსტკომუნისტური ფინანსური პოლიტიკა. 112 გვ. საგამომცემლო სახლი **„ინოვაცია“.** თბილისი, 2008.

ნაშრომში განხილულია პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში ტრანსფორმაციის პრობლემები და განხორციელებული ფინანსური პოლიტიკის შედეგები, დახასიათებულია ფინანსური პოლიტიკის გატარების ალტერნატიული გარემოებები და მოცემულია დასკვნები მათი შესაძლო ტრანსფორმაციის შესახებ. დახასიათებულია სხვადასხვა ქვეყანაში ფინანსურ-სავალუტო რეგულირების წინააღმდეგობები და გაშუქებულია ისტორიული გამოცდილებიდან მიღებული შედეგები.

რედაქტორი: საქართველოს მეცნიერებათა აკადემიის წევრ-კორესპონდენტი, პროფესორი **ვლადიმერ პაპავა.**

ISBN 978-9941-9029-8-7

შინაარსი

შესავალი.....4

თავი 1. პოსტსაბჭოთა ქვეყნების გარდაქმნის კონცეფციები
1.1. რეფორმების თეორიული საფუძვლები.....6
1.2. ფინანსური პოლიტიკის მიმართულებები 9

თავი 2. ფინანსური კრიზისები
2.1. ფინანსური კრიზისების განვითარება.....29
2.2. პოსტკომუნისტური ფინანსური კრიზისების
თავისებურებები 43

თავი 3. ფინანსური პოლიტიკის რეფორმები
პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში
3.1. ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის ევოლუცია....50
3.2. ფინანსური პოლიტიკის რეფორმები და სავალუტო
რისკები საქართველოში 62
3.3. სავალუტო ურთიერთობების რეგულირების
პოლიტეკონომიური ასპექტები.....85

დასკვნა 104
ლიტერატურა.....107

შესავალი

პოსტკომუნისტური ქვეყნების ეკონომიკური განვითარება თანამედროვე პერიოდში ეკონომიკური გარდაქმნების საკმაოდ რთულ გზებზე მეტყველებს. მხედველობაშია არა ტრანსფორმაციის საბოლოო მიზანი - ეკონომიკის საბაზრო რელსებზე გადაყვანა, არამედ გარდაქმნების პროცესი (ზოგჯერ ექსპერიმენტული), რომელიც არცთუ იშვიათად ვერ უზრუნველყოფდა მნიშვნელოვან პროგრესს ეროვნული მეურნეობის სტაბილურ განვითარებაში.

90-იან წლებში დაწყებულ გარდაქმნებს ფინანსური კრიზისებიც მოყვა. მართალია, შემდგომში კრიზისები დაიძლია, მაგრამ გარდაქმნის პროგრამები (დაწყებული „ვაშინგტონის კონსენსუსის" კონცეფციით, შემდგომ - სიღარიბის დაძლევის პროგრამები და სტრატეგიული განვითარების გეგმები), ვეღარ უზრუნველყოფდა ყოფილი საბჭოთა ქვეყნების სწრაფ განვითარებას და ფინანსური კრიზისების თავიდან აცილებას.

პოსტკომუნისტურ პერიოდში ქვეყნების ეკონომიკური გარდაქმნის სტრატეგიული მიმართულებები ძირითადად ემყარებოდა ევოლუციური განვითარების მოლოდინს, საბაზრო კანონებთან თანდათანობით ადაპტირებას, რაც შედარებით ნაკლებ მსხვერპლს მოითხოვდა. თუმცა, სხვადასხვა პოლიტიკური თუ ეკონომიკური და ინსტიტუციონალური ფაქტორების ზემოქმედების შედეგად, ეკონომიკა საბაზრო შოკში აღმოჩნდა და რადიკალური ცვლილებების გატარება მოითხოვა, რომლებიც განვითარების ყველა ეტაპზე ეფექტური არ იყო.

სტრატეგიული პროგრამების წარმატებით განხორციელებას ყოველთვის გააჩნდა თანმდევი ეფექტები, რომლებიც თავს იჩენდნენ განვითარების ყოველ ეტაპზე და ტრანსაქციულ ხარჯებს მოითხოვდნენ. ტრანსფორმაციულ ქვეყნებში არსებული ეკონომიკური ცოდნა და გამოცდილება ვეღარ განსაზღვრავდა მოსალოდნელი ცვლილებების მთელ

სპექტრს და ეკონომიკის მოულოდნელი სცენარით განვითარება თავისებურ გამოცდას უწყობდა ხელისუფლებას.

ტრასფორმაციული ეკონომიკის მკვლევარები განსხვავებულად აფასებენ ასეთ მოვლენებს. გარდამავალ ეტაპზე ახალი ეკონომიკური აზროვნებაც წინააღმდეგობაში აღმოჩნდა ძველ სტერეოტიპულ აზროვნებასთან. ტრანსფორმაციის პროცესი ისტორიული ეტაპი იყო, რომელმაც გამოავლინა დაშვებული შეცდომები.

წინამდებარე ნაშრომის მიზანი გლობალური ფინანსური რისკებიდან დანახული ტრანსფორმაციული განვითარების პერიპეტიების განხილვაა. მასში განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა იმ ფინანსურ-სავალუტო რეჟიმებს, რომლებიც ცალკეული ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების მთავარი კატალიზატორი გახდა.

თავი 1. პოსტსაბჭოთა ქვეყნების გარდაქმნის კონცეფციები

1.1. რეფორმების თეორიული საფუძვლები

პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში, საზოგადოებრივ-ეკონომიკური გარდაქმნების საწყის ეტაპზე, განისაზღვრა ეკონომიკის ტრანსფორმაციის ორი გზა: **პირველი, ევოლუციური** და **მეორე,** ე.წ. **„შოკური"**. ისინი ემყარებოდნენ ევოლუციური და რევოლუციური გარდაქმნების ტრივიალურ ფილოსოფიურ პოსტულატებს.

ცნობილმა ეკონომისტმა **ვ. ლეონტიევმა** საბაზრო ეკონომიკისადმი ადაპტაცია შეადარა პატარა ბავშვისთვის ცურვის სწავლებას: მან შეიძლება ხანგრძლივ დროში ისწავლოს ცურვა მისი სიცოცხლისათვის უსაფრთხო გზებით ან იმ შემთხვევაშიც, თუკი მას ჩავაგდებთ წყალში და ექსტრემალურ პირობებში სიცოცხლის რისკის საფასურად იგი თავის გადარჩენას შეძლებს.

სხვადასხვა პოსტკომუნისტურ ქვეყანაში არსებული პოლიტიკური გარემოს შესაბამისად, გაზიარებული იყო ორივე მიმართულების მართებულობა. საზოგადოებრივ-პოლიტიკური ძალების მნიშვნელოვანი ნაწილი ძირითადად ემხრობოდა საბაზრო ეკონომიკაზე თანდათანობით, გრადუალურ გადასვლას. თუმცა, გარდამავალი ქვეყნების ეკონომიკა 90-იანი წლების დასაწყისში პრაქტიკულად, შოკურ მდგომარეობაში აღმოჩნდა და ამან მოითხოვა რადიკალური ცვლილებების გატარება, განსაკუთრებით მონეტარულ სფეროში.

გარდაქმნის პოლიტიკა ეყრდნობოდა ორ თეორიულ მიმართულებას:

1. ნეოკლასიკურ ეკონომიკაზე დაფუძნებულ მეინსტრიმინგს, რომელიც ეფუძნება ყველა ქვეყნისათვის განზოგადებულ მიდგომას. იგი აღიარებს ყველა ქვეყანაში ერთნაირ პრობლემებს და ყველგან ტრანსფორმაციის

განხორციელებას ლიბერალიზაციის, სტაბილიზაციისა და სტრუქტურული ტრანსფორმაციის გზით. ეს მიმართულება "შოკური თერაპიის" მომხრეა;

2. **მეორე მიმართულება ინსტიტუციონალიზმსა და პოსტკეინზურ მიდგომებს ეყრდნობა.** მათი აზრით, ქვეყნები ერთმანეთისაგან განსხვავდებიან და მათი პროგრამებიც უნდა განსხვავდებოდნენ გარემოსა და პირობების შესაბამისად. ამ ქვეყნებში უნდა ჩამოყალიბდეს საბაზრო სოციალიზმისაგან განსხვავებული დემოკრატიის „მესამე გზა".[1]

პირველ მიმართულებას ლობირებდა საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (**სსფ, სტენლი ფიშერი** და მისი მიმდევრები), მეორეს კი - მსოფლიო ბანკი (**მბ, იოზეფ სტიგლიცი** და მისი მიმდევრები). როგორც შემდგომ გამოვლინდა, არცერთი მიმართულება არ იყო დაზღვეული ნაკლოვანებებისაგან. განსხვავებული ტემპებით და რესურსებით განხორციელებულმა რეფორმებმა განსხვავებული შედეგები მოგვცა. სსფ-ის დახმარებით განხორციელებული რეფორმები ძირითადად ემყარებოდა ნეოკლასიკურ მიმართულებას. ფართო პროპაგანდა ეწეოდა ლიბერალიზაციას, სტაბილიზაციასა და სტრუქტურულ ტრანსფორმაციას. თუმცა, ინსტიტუციონალური მიმართულების მოთხოვნები ყოველთვის იჩენდა თავს. შესაბამისად, მიღებულმა შედეგებმა გარდამავალი ქვეყნების ტრანსფორმაციაში განსხვავებები გამოავლინა.

ეკონომიკის ტრანსფორმაციის ეს მიმართულება ითვალისწინებდა:

1. **ეკონომიკურ ლიბერალიზაციას,** რომელიც გულისხმობდა: ფასების ლიბერალიზაციას, საწარმოებზე სახელმწიფო კონტროლის გაუქმებას და თავისუფალ საგარეო ვაჭრობას; სახელმწიფო საკუთრების კერძო საკუთრებაში გადაცემას პრივატიზების გზით;

2. **მაკროეკონომიკურ სტაბილიზაციას,** რომელიც უნდა განხორციელებულიყო ფულადი მასის რეგულირებით და საკრედიტო ინსტიტუტების რეფორმირებით.

1 Lavigue Marie (2000). The Economics of the Transition Process. What have we learned? Problems of Post-Communsm. July-August. Vol 47. #4. p.17.

ტრანსფორმაციის შედეგად წარმოებრივი რესურსები უნდა გადანაცვლებულიყო დაბალმწარმოებლურიდან ისეთ სანარმოებზე, რომლებიც უკეთ შეძლებდნენ რესურსების გამოყენებასა და ახალი რესურსების მოზიდვას. ამასთან, უზრუნველყოფილი უნდა ყოფილიყო მათ საქმიანობაში სახელმწიფოს ჩაურევლობა.

ამ გზაზე მრავალი ძველი საწარმო აღმოჩნდა მკვდრადშობილი. ფინანსურ სისტემაში კი რეფორმები ახალი საბანკო სისტემის შექმნას ემყარებოდა. იგი პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში განვითარდა დასავლეთის გზით. ცენტრალური ბანკი ძირითადად აწარმოებდა ემისიას, მრავალრიცხოვანი კომერციული ბანკები კი კრედიტებს გასცემდნენ. ცენტრალური ბანკის ფუნქციად განისაზღვრა მონეტარული რეგულირება, ინფლაციის შეზღუდვა და საბანკო ზედამხედველობა. [1]

აღნიშნული მიმართულებებისაგან განსხვავებით, სხვა ექსპერტები აქცენტს განვითარების ტემპების პოლიტიკაზე, რეფორმების პროცესის სისწრაფეზე აგებდნენ. ამ კრიტერიუმით მეცნიერ-ეკონომისტები ორ დიდ ჯგუფად იყოფა: ეკონომიკურ რეფორმებში „შოკების" მომხრეებად და „გრადუალისტებად". ამ აღიარებული კლასიფიკაციის გარდა ე.წ. „მესამე გზას" გამოყოფენ, რომლის არსიც მდგომარეობს თანდათანობით (დროში გაწელილ) გრადუალიზმში, როცა ბაზარზე გადასვლა დროში არის ძალზე გავრცობილი.[2] ისინი რეფორმირების შესაბამის ზემოთ აღნიშნულ ორ თეორიულ მიმართულებას — ევოლუციურს და შოკურს - შეესატყვისება. ამასთან, გრადუალიზმის განხორციელება, როგორც მისი კრიტიკოსები აღნიშნავენ, მოითხოვდა როგორც პოლიტიკურ გარანტიებს, ასევე მძლავრ ფინანსურ მხარდაჭერას,

1 ზოგიერთმა ქვეყანამ (ესტონეთი, ლიტვა, ლატვია) უარი თქვა მონეტარული პოლიტიკის გატარებაზე, შემოიღო სავალუტო საბჭოს მსგავსი სისტემები და ეროვნული ვალუტა დაამაგრა უცხოეთის რომელიმე ვალუტასთან ფიქსირებული კურსით. ამით თავიდანვე ორიენტაცია აიღო მათ დონორ და ძირითად ინვესტორ ქვეყნებთან ინტეგრაციაზე.

2 პაპავა გ. (2005). პოსტკომუნისტური გარდამავალი პერიოდის მაკროეკონომიკა. თბ., ოსუ, გვ. 20.

რომელიც საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაციებს და კერძოდ, საერთაშორისო სავალუტო ფონდს უნდა განეხორციელებინა, მაგრამ ეს უკანასკნელი კი, თავის მხრივ, ეყრდნობოდა „ვაშინგტონის კონსენსუსს", ანუ „შოკურ თერაპიას" ორთოდოქსული სცენარით.[1]

ტრანსფორმაციის განზოგადებული მიდგომის საფუძველზე განხორციელებულმა „შოკური თერაპიის" პოლიტიკამ ქვეყნებს სწრაფი სასტარტო განვითარების საშუალება მისცა. გარდაქმნა დამოკიდებული იყო ინსტიტუციონალურ მიკრო და მაკროეკონომიკურ გარემოებებთან. ასეთი პოლიტიკა სწრაფად განხორციელდა მხოლოდ ფასებისა და ვაჭრობის ლიბერალიზაციასთან, ინფლაციის სტაბილიზაციასთან და მცირე საწარმოების პრივატიზებასთან მიმართებაში, მაგრამ სხვა, განსაკუთრებით ფინანსურ სფეროში რეფორმების გატარებას დიდი დრო დასჭირდა. ამასთან, ამ სფეროში აღმოცენდა დღემდე გაურკვეველი რეჟიმები, რომლებიც დღესაც აბრკოლებენ ქვეყნების ფინანსურ სტაბილურობას.[2]

1.2. ფინანსური პოლიტიკის მიმართულებები

პოსტკომუნისტურ ქვეყნებს, სხვა ქვეყნებისაგან განსხვავებით, სრულიად სხვა ისტორიულ, კულტურულ და ინსტიტუციონალური გამოცდილებისა და წარმოების განსხვავებული კულტურის პირობებში უხდებოდათ კერძო საკუთრებაზე გადასვლა და სხვა ქვეყნებისაგან განსხვავებით პოსტსაბჭოთა

---

1 პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში რეფორმების განხორციელებაში სავალუტო ფონდის საქმიანობაც კრიტიკას დაექვემდებარა. (ჰაჰავა ჯ. (2000). საერთაშორისო სავალუტო ფონდი საქართველოში: მიღწევები და შეცდომები. თბ., "იმპერიალი"; ჰაჰავა ჯ. (2005). პოსტკომუნისტური გარდამავალი პერიოდის მაკროეკონომიკა. თბ., თსუ, გვ. 23.).

2 Fisher Stanley and Sahay Ratna (2000). The Transition Economics After Ten Years. IMF Working Paper WP/00/30 (February 1), www.imf.org/external/pubs/ft/wp.2000/wp0030.pdf

ქვეყნებმა უფრო მტკივნეულად განიცადა გარდაქმნის ტრანსაქციული ტკივილები და კრიზისები. ეკონომიკური კრიზისებიდან თავის დაღწევა კი გულისხმობდა იმ ღონისძიებების გატარებას, რომელიც უზრუნველყოფდა წმინდა ინსვესტიციების ზრდას.

ტრანსფორმაციის პერიოდში, მართალია ყოფილ საბჭოთა ქვეყნებს ცენტრალური ევროპის ქვეყნების მსგავსი პრობლემები ჰქონდათ, მაგრამ გამოვლინდა, რომ ქვეყნები განსხვავებულია მიუხედავად საზოგადოების მართვაში უახლოესი ისტორიული ერთიანობისა. ტრანსფორმაციის ერთნაირი პროგრამების განხორციელების შედეგები ქვეყნების მიხედვით განსხვავებული აღმოჩნდა. გაჩნდა მოსაზრებებიც, რომ გარდაქმნა არ დამთავრებულა და საჭიროა შემდეგი სტრუქტურული ტრანსფორმაციის გაგრძელება.[1] ასეთი მიდგომები ამართლებს ტრანსფორმაციის თეორიული კონცეფციის სრულყოფილებას, შეცდომები კი კონკრეტული ხელისუფლების ქმედებითაა განპირობებული.

ქვეყნებს შორის გამოვლინდა განსხვავებები ტრანსფორმაციის საწყის ეტაპზე. ყველა ქვეყანას განსხვავებული სასტარტო პოზიციები ჰქონდა საბაზრო ეკონომიკის მშენებლობის დასაწყისში. მათ სხვადასხვა გზით დაიწყეს ქვეყნის განვითარება. შედეგად, ჩამოყალიბდა ქვეყნების ორი ჯგუფი – **პირველი**, სადაც მაკროეკონომიკური სტაბილიზაცია შედარებით წარმატებული იყო (ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის და ბალტიისპირეთის ქვეყნები) და **მეორე**, სადაც ასეთი წარმატება ნაკლებად ხელშესახები იყო (სხვა პოსტსაბჭოთა ქვეყნები).

პოსტსაბჭოთა ქვეყნებისათვის დამახასიათებელი გახდა ბიუჯეტის მაღალი დეფიციტი, ინფლაცია და განსხვავებული სავალუტო-ფინანსური რეჟიმები, რომლებმაც ვერ უზრუნველყვეს სავალუტო კრიზისების თავიდან აცილება.

---

1 Interview with **Stiglitz Joseph** (1997). in ``Transition Economy Is still a Well-defined Category,`` Transition 8, no.6 (December). 1 (www.worldbank.org/html/prddr/trans/pdf/novdec97.pdf.

90-იანი წლებისათვის სწორედ ფინანსური და, მათ შორის, სავალუტო კრიზისებია დამახასიათებელი, რომელიც განსაკუთრებით 1997-1998 წლებში რუსეთს შეეხო და იგი ჯაჭვური რეაქციით მთელს პოსტსაბჭოთა სივრცეში გავრცელდა. ფინანსურმა კრიზისმა ყველაზე უარყოფითად სწორედ ამ ქვეყნებზე იმოქმედა, რაც დაკავშირებული იყო ამ ქვეყნებში ფინანსური ინსტიტუტების სუსტ განვითარებასთან.

პოსტსაბჭოთა ქვეყნებისათვის დამახასიათებელი გახდა სავალუტო და საბანკო კრიზისები, რაც იმაზე მეტყველებს, რომ ფინანსური სისტემა სწორედ ამ ორი ინსტიტუტის სუსტ განვითარებაზე, კერძოდ, ბანკების განუვითარებლობასა და სახელმწიფო რეგულირების პრობლემებზეა აგებული. ამის შედეგად, 90-იან წლებში ფინანსური კრიზისების შედეგად, პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში პროდუქციის წარმოება 2.2-ჯერ შემცირდა, ვიდრე ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპისა და ბალტიისპირეთის ქვეყნებში. ამ მხრივ, ყველაზე „მაღალი მაჩვენებელი" ჰქონდა საქართველოს. აქ წარმოების მოცულობა 1990 წლის დონესთან შედარებით, შემცირდა 78 %-ით, რაც თითქმის 3-ჯერ აღემატებოდა დიდი დეპრესიის დროს აშშ-ში წარმოების დაცემის მასშტაბებს. ამასთან, თუ ევროპის ქვეყნებში წარმოების დაცემის პერიოდი საშუალოდ 4 წელი იყო, პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში მან საშუალოდ 7 წელი შეადგინა. საქართველოში ეს პერიოდი შედარებით ხანმოკლე, მაგრამ ყველაზე ღრმა იყო (იხ. ცხრილი 1).

ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპისა და ბალტიისპირეთის ქვეყნებში სტაბილიზაციამ და სტრუქტურულმა რეფორმებმა 90-იან წლებში დადებითი შედეგები გამოიღო და ზრდის ტემპებიც დაჩქარდა. მათ შეძლეს საგარეო ფინანსურ-სავალუტო შოკებზე რეაგირება და ნაკლები დანაკარგებით მოახერხეს მათგან თავის დაღწევა. უკვე 2000 წელს ბევრმა მათგანმა მიაღწია 1989 წლის დონეს და გადაჭარბა კიდეც მას, მაშინ როდესაც მეორე ჯგუფის ქვეყნებმა (პოსტსაბჭოთა) შედარებით ნაკლები ტემპებით მოახდინეს ფინანსური ინსტი-

ცხრილი 1.

გარდამავალი რეცესია (დაცემა) და „დიდი დეპრესია“

ქვეყნები	წარმოების დაცემის ხანგრძლივობა (წელი)	კუმულატიური წარმოების შემცირება (%)	რეალური მშპ 2000წ. (1990=100)
ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპისა და ბალტიისპირეთის ქვეყნები	4	23	107
ალბანეთი	3	33	110
ბულგარეთი	4	16	81
ხორვატია	4	36	87
ჩეხეთი	3	12	99
ესტონეთი	5	35	85
უნგრეთი	5	15	109
ლატვია	6	51	61
ლიტვა	5	44	67
პოლონეთი	2	6	144
რუმინეთი	3	21	82
სლოვაკეთი	4	23	105
სლოვენია	3	14	120
აღმოსავლეთ ქვეყნები	7	51	63
სომხეთი	4	63	67
აზერბაიჯანი	6	60	55
ბელორუსი	6	35	88
საქართველო	5	78	29
ყაზახეთი	6	41	90
ყირგიზეთი	6	50	66
მოლდოვა	7	63	35
რუსეთი	7	40	64
ტაჯიკეთი	7	50	48
უკრაინა	10	59	43
უზბეკეთი	6	18	95
დიდი დეპრესია: 1930-34 წწ.			
საფრანგეთი	3	11	-
გერმანია	3	16	-
გაერთიანებული სამეფო	2	6	
აშშ	4	27	-

წყარო: Transition (2002), January-February. World Bank.

ტუტების ჩამოყალიბება, ვერ მიაღწიეს სტაბილიზაციას და სტრუქტურული რეფორმებიც სანახევროდ განახორციელეს. ეს ქვეყნები დღესაც ჩამორჩებიან 1989 წლის დონეს.

პოსტკომუნისტური ქვეყნებიდან მხოლოდ რამდენიმე (ძირითადად ბალტიისპირეთის) ქვეყანამ დააღწია თავი განვითარების დაბალ დონეს და მნიშვნელოვნად გაზარდა თავისი კეთილდღეობა (იხ. ცხრილი 2). მათი მთლიანი შიგა პროდუქტი მოსახლეობის ერთ სულზე 2.5-ჯერ აღემატება სხვა ქვეყნების ანალოგიურ მაჩვენებელს. მხოლოდ ნავთობმომპოვებელი ქვეყნების (რუსეთი, ყაზახეთი, აზერბაიჯანი) ეკონომიკური ზრდის ტემპები დაჩქარდა, ძირითადად, ბუნებრივი რესურსებიდან მიღებული შემოსავლების ხარჯზე. სხვა ქვეყნებში კვლავ ეკონომიკის ზრდის შედარებით დაბა-

ცხრილი 2.

პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში მთლიანი შიგა პროდუქტის დინამიკა მოსახლეობის ერთ სულზე (აშშ დოლარი)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
აზერბაიჯანი	647	697	758	880	1045	1586	2362
ბელორუსი	1036	1235	1467	1801	2350	3084	3792
ესტონეთი	4108	4544	5385	7093	8638	10230	12007
ლატვია	3293	3520	3972	4802	5944	6969	8781
ლიტვა	3260	3487	4076	5373	6543	7494	8592
მოლდოვა	311	362	412	498	662	771	876
რუსეთი	1762	2088	2364	2967	4089	5310	6877
საქართველო	648	690	736	875	1135	1433	1746
სომხეთი	620	691	779	924	1182	1625	2128
ტაჯიკეთი	139	173	193	243	321	353	424
თურქმენეთი	1327	1199	1083	1017	979	973	923
უკრაინა	2287	1836	1372	1052	883	785	640
უზბეკეთი	598	517	458	393	388	371	557
ყაზახეთი	1223	1486	1650	2055	2856	3756	5043
ყირგიზეთი	277	305	317	376	429	473	536
საშუალოდ შეწონილი	1435,7	1522,0	1668,1	2023,3	2498,3	3014,2	3685,6

წყარო: გაეროს სტატისტიკური ბაზა – http://unstats.un.org/unsd/snaama/selectionbasicFast.asp

ლი ტემპებია, რაც გამოწვეულია ამ ქვეყნებში მიმდინარე ინსტიტუციონალური ცვლილებებით (იხ. ცხრილი 3).

ცხრილი 3.

პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდის ტემპი

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
აზერბაიჯანი	11.1	9.9	10.6	11.2	10.2	26.4	34.5
ბელორუსი	5.8	4.7	5.1	7.1	11 4	9 4	9.9
ესტონეთი	7.9	7.7	8.1	7.1	8.1	10.5	10.9
ლატვია	6.9	8.1	6.5	7.2	8.7	10,6	11.9
ლიტვა	4.1	6.6	6.9	10.3	7.3	7.6	7.8
მოლდოვა	2.1	6.1	7.8	6.6	7.4	7.5	4.1
რუსეთი	10.1	5.1	4 7	7.3	7.1	6.4	6.7
საქართველო	1.8	4.8	5.5	11.1	6.3	9.6	9.1
სომხეთი	5 9	9.6	13 2	14.1	21 5	21.2	16 9
ტაჯიკეთი	8.3	9.6	10.8	11.1	10.3	6.7	7.1
თურქმენეთი	5.5	4.3	0.3	3.3	5.1	9.1	9.1
უკრაინა	5.9	9.2	5 2	9.6	12.1	2.7	7 1
უზბეკეთი	4.1	4.3	4.2	4.5	7.7	7.1	9.1
ყაზახეთი	9.8	13.5	9.8	9.3	9.6	9.7	10.6
ყირგიზეთი	-5 2	5.3	0.1	7.1	7.1	-0.2	2.7
საშუალოდ შეწონილი	29.1	4.3	22.5	1.10	10.12	7.9	19.2
საშუალო შეწონილი ბალტიისპირეთის ქვეყნებისათვის	16.6	27.8	6.9	7.2	28.3	29.5	30.8
საშუალო შეწონილი დანარჩენი ქვეყნებისათვის	19.11	22.4	9 11	31.5	14.5	29.7	19.8
საშუალო შეწონილი ნავთობმომპოვებელი ქვეყნებისათვის (რუსეთი, აზერბაიჯანი, ყაზახეთი, თურქმენეთი)	1.7	23.4	8.7	28.2	23.5	12.7	28.8

წყარო: გაეროს სტატისტიკური ბაზა – http://unstats.un.org/unsd/snaama/selectionbasicFast.asp

90-იანი წლების ბოლოს მსოფლიო ბანკმა, განსხვავებული განვითარებიდან გამომდინარე, დააჯგუფა ქვეყნები და გამოყო მათი ორი ჯგუფი: ცენტრალური ევროპა და ბალტიის ქვეყნები ერთის მხრივ, და სამხრეთ აღმოსავლეთ ევროპა

პოსტსაბჭოთა ქვეყნებთან ერთად მეორეს მხრივ.[1] ქვეყნების პირველ ჯგუფში 2000 წლისათვის ყველა ქვეყანამ (ჩეხეთის გამოკლებით) შეძლო 1990 წლის მთლიანი შიგა პროდუქტი-ის დონის მიღწევა. ბულგარეთისა და რუმინეთის ეკონომიკის ზრდის პროცესი არაერთხელ შეჩერებულა მწვავე მაკროეკონომიკური კრიზისებით, რომლებიც გამოწვეული იყო არასაკმარისი სტრუქტურული რეფორმებით. ყოფილი სსრ კავშირის 12 ქვეყნის რეალურმა მთლიანი შიგა პროდუქტი-მა მიაღწია 1990 წლის დონის მხოლოდ 62,7 პროცენტს. საქართველოს კი ამ მხრივ, ერთ-ერთი დაბალი მაჩვენებელი გააჩნდა.

დღეს უკვე ქვეყნები სრულიად სხვა პრინციპით ჯგუფდება. ფაქტობრივად აღიარებულია ევროკავშირთან მიმართებაში ქვეყნების ჯგუფი, რომლებიც გახდნენ მისი წევრები და ის ქვეყნები, რომლებიც სამეზობლო პოლიტიკაში გაერთიანდნენ და რუსეთი. ასეთი დაყოფა პოლიტიკური ნიშნით ხდება. გეოგრაფიული ნიშნით დღესაც მოქმედებს პოსტსაბჭოთა ქვეყნები და ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნები, ხოლო ეკონომიკური ნიშნით კი გამოიყოფა განვითარებული ევროკავშირის ქვეყნები და ყოფილი საბჭოთა რესპუბლიკები (ბალტიისპირეთის ქვეყნების გარდა).

დღეს ყოფილ საბჭოთა ქვეყნებში ეკონომიკა ჯერ კიდევ ჩამორჩება ცენტრალური ევროპის ქვეყნების განვითარებას. დღემდე არსებულ ტრანსფორმაციის სხვადასხვა კონცეფციებსა და პროგრამებს შორის ყველაზე ეფექტური სტიმული აღმოჩნდა ევროკავშირთან შეერთების მოტივაცია, რომელმაც საბოლოო მიზნები დაუსახა იმ ქვეყნებს, ვინც ასეთი ორიენტაცია აიღო. შესაბამისად, გარდამავალი პერიოდიც თანდათანობით წარსულს ჩაბარდა და გეზი აღებულია ევროკავშირის გაერთიანებასა და მის სამეზობლო პოლიტიკაზე. ამ ურთიერთობებში ჩაერთო ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის ყველა ქვეყანა და პოსტსაბჭოთა

1 The first Ten Years: Analysis and Lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union (2002). Report #23511, World Bank. http://wbln0018.worldbank.org/eca/cca.nsf

ქვეყნების დიდი ნაწილი (რუსეთის გამოკლებით). ამასთან, წინააღმდეგობები, რომელიც დაკავშირებული იყო ფინანსურ ინსტიტუტებთან, ევროკავშირის კანდიდატმა და წევრმა ქვეყნებმა ავტომატურად გადალახეს ევროკავშირის სავალუტო ზონაში მიერთების პოლიტიკით, ხოლო სხვა ქვეყნებში კი ეს პრობლემა კვლავ გადაუჭრელი დარჩა.

ამჟამად, ყოფილ კომუნისტურ ქვეყნებს უწოდებენ „ახალ საბაზრო ქვეყნებს" ან „ახლად აღმოცენებულ საბაზრო ქვეყნებს"[1]. ამ ცნებაში გულისხმობენ კაპიტალის თავისუფალ გადაადგილებას და საერთაშორისო ფინანსების მოქმედების შესაძლებლობას ამ ქვეყნების სივრცეში. ამ თვალსაზრისით, გარდამავალი პერიოდის ქვეყნებისათვის ახლად აღმოცენებული საბაზრო ქვეყნების სახელწოდება სავსებით მართებულია. აღსანიშნავია, რომ სწორედ კაპიტალის თავისუფალი გადაადგილებისათვის ხელისშეწყობა და ამ მიზნით შესაბამისი ფინანსური ინსტიტუტების ჩამოყალიბება გახდა ამ ქვეყნების პოლიტიკის ძირითადი ორიენტირი, რომელმაც დომინანტის როლი შეასრულა მათი დღევანდელი მდგომარეობის ჩამოყალიბებაში.

კვლავ დღის წესრიგშია საკითხი, თუ საით მიემართებიან ეს ქვეყნები. შესაბამისად, შეიცვალა დამოკიდებულება გარდამავალი ეტაპისადმი და ამ ქვეყნებს, გარდამავალი ქვეყნების ნაცვლად, უკვე დაბალგანვითარებული ქვეყნები უწოდეს, ხოლო ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის პოსტკომუნისტურ ქვეყნებს კი – ახლად აღმოცენებული საბაზრო ქვეყნები. ისინი ამჟამად ევროკავშირის წევრი და კანდიდატი ქვეყნები არიან.

ამდენად, მიდგომა შეიცვალა იმისდამიხედვით, პოსტკომუნისტურმა ქვეყნებმა სხვა ქვეყნების განვითარებისაგან, თუ რა განსხვავებული თვისებები შეიძინეს. ქვეყნების დიფერენციაცია განხორციელდა იმისდა მიუხედავად, რომ ყველა ამ ქვეყანას საბაზრო ტრანსფორმაციის სასტარტო ეტაპზე ჰქონდათ საერთო ინსტიტუციონალური ბაზა სახელმწიფო ეკონომიკის სახით.

---

1 **Lavigue** Marie (2000). The Economics of the Transition Process. What have we learned? Problems of Post-Communsm. .July-August, Vol 47. #4., p.16.

ინფლაცია. პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში ფასების ლიბერალიზაციის დაწყებისას თავი იჩინა ინფლაციამ და ჰიპერინფლაციამ, ცხოვრების დონე ყველგან დაეცა, შემოსავლების განაწილებამ უთანაბრო ხასიათი შეიძინა, უმუშევრობამ კი კულმინაციას მიაღწია.

მოსახლეობამ განსაკუთრებით მტკივნეულად განიცადა ტრანსფორმაციის პირველი შედეგები, ხოლო მთავრობას კი ეკონომიკის შოკური მდგომარეობიდან თავის დასაღწევად აღარ შეეძლო აერჩია ისეთი კურსი, რომელიც უზრუნველყოფდა ქვეყანას წმინდა ინვესტიციების ზრდით და ეკონომიკური ტრანსფორმაციისათვის აუცილებელი სტაბილური განვითარებით. შედეგად, განვითარდა ინფლაცია და შედგომ კი ჰიპერინფლაცია (იხ. ცხრილი 4).

ცხრილი 4.

პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში ინფლაციის დინამიკა (%)

	1990-95 საშუალოდ	1996-2000 საშუალოდ	2001-2006 საშუალოდ
სომხეთი	1685,4	8,3	3.1
აზერბაიჯანი	705,2	3,2	11.4
საქართველო	3310,6	14,6	6.3
ყირგიზეთი	324,4	24,1	4
მოლდოვა	432	22,7	10.5
ტაჯიკეთი	738,2	122	11
უზბეკეთი	527,7	41,6	14.7
საშუალოდ 7 ქვეყნისათვის	1103,4	33,8	8.7
რუსეთი	536	39,4	12.8
პოსტსაბჭოთა ქვეყნები	1028,4	56,7	9.2

წყარო: World Economic Outlook Database. 2007; www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2007/02/weodata/index/aspx

ცხადია, რომ ყველა ქვეყანა აღმოჩნდა „ღია სივრცეში“ და თავისუფალი საბაზრო განვითარებამ შეუქმნა მათ რისკები, რომლებიც არსებულ მოუმწიფებელ ფინანსურ სივრცეში თამაშობდა ამ ქვეყნების სამრეწველო ტემპების დაცემის,

ინფლაციის განვითარებისა და კეთილდღეობის ზრდის შენელების ფაქტორების როლს. ამ რისკების მართვისა და თავის დაღწევის გამოცდილების უქონლობის გამო, ისინი კიდევ უფრო რეალური ხდებოდა.

ფაქტობრივად, ფასების ლიბერალიზაციამ გაზარდა სავაჭრო ბალანსში საგადასახდელო დეფიციტი ქვეყანაში კონურენტუნარიანი საქონლის არ არსებობის გამო. ვალუტის თავისუფალი კურსის შემოღებამ კი გამოიწვია მკვეთრი დევალვაცია და იმპორტულ საქონელზე ფასების ზრდა. ამასთანავე, კაპიტალის ნაკლებობის შედეგად გაიზარდა სარგებლის განაკვეთები და შეფერხდა კაპიტალდაბანდების ზრდა.

90-იან წლებში ინფლაციის ზრდისა და ფინანსური კრიზისების შედეგად დაეცა ეკონომიკური განვითარება. ნეოკლასიკურ პოსტულატებზე დაყრდნობით მეინსტრიმინგული სკოლა ამას ნაწილობივ აღიარებდა, მაგრამ აქვე იმასაც ამტკიცებდა, რომ კეთილდღეობის გაუარესება მხოლოდ პირობითი იყო და მისი გაზომვა მხოლოდ ფარდობითი ხასიათისაა. ინტიტუციონალური მიმართულების მიმდევრები კი აღიარებდნენ, რომ სიღარიბე გაიზარდა განსაკუთრებით პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში და იგი იყო ძლიერი სოციალური შოკი, რომელიც ქვეყნების ეკონომიკის თავისებურებების გაუთვალისწინებლობამ გამოიწვია.

აღმოსავლეთ ევროპის, სამხრეთ კავკასიისა და ცენტრალური აზიის ქვეყნებმა დაიწყეს გარდაქმნები იმ დროიდან, როდესაც მათ ჯინის კოეფიციენტის მიხედვით, მსოფლიოში ერთ-ერთი ყველაზე დაბალი მაჩვენებელი ჰქონდათ. 1988 წელს 2.5-იდან მხოლოდ ერთი ადამიანი მიეკუთვნებოდა აბსოლუტურ სიღარიბეში მცხოვრებს დღეში 2.15 აშშ დოლარზე ნაკლები შემოსავლით, ათი წლის შემდეგ მათი რიცხვი უკვე 5-იდან ერთი იყო. აბსოლუტურ სიღარიბეში ცხოვრობდა ტაჯიკეთის მოსახლეობის 68%, ყირგიზეთში - 50% და სომხეთში - 40%. საქართველოში კი 42%. პოსტსაბჭოთა ქვეყნები ამჟამად, უთანაბრობის თვალსაზრისით, მსოფლიოში ყველაზე მაღალი მაჩვენებლების ქვეყნებს მიეკუთვნებიან, რაც

აიხსნება გავრცელებული კორუფციის და საბაზრო "თამაშის წესების" უგულებელყოფით.

ნეოკლასიკური მიმართულება აღიარებდა, რომ ინფლაციის სტაბილიზაციას შედეგად მოყვა რეალური მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდა. ამდენად, ჯერ განხორციელდა სტაბილიზაცია და შემდეგ ზრდა, მაგრამ კითხვაზე თუ რა უნდა იყოს ინფლაციის ის ზღვარი, რომლის შედეგადაც დაიწყება ეკონომიკის ზრდა, პასუხები განსხვავებული იყო. დღეს უკვე ამ კითხვაზე პასუხი შედარებით კონკრეტულია და დაკავშირებულია ევროკავშირის მოთხოვნებთან: ქვეყნებმა მიაღწიონ ევროპის განვითარებული ქვეყნების ინფლაციის საშუალო მაჩვენებელს, რაც დაახლოებით 3%-ზე ნაკლებია.

ფინანსური სისტემა. გარდაქმნის საწყის ეტაპზე დიდი მნიშვნელობა მიენიჭა ცენტრალური ბანკის ტრანსფორმაციას და ეფექტური ფისკალური სისტემის ჩამოყალიბებას. თუმცა, პრობლემები წარმოიშვა ცალკეულ ქვეყნებში კორუფციასთან დაკავშირებით. სახელმწიფო ინსტიტუტების სისუსტემ ზემოქმედება ვერ მოახდინა ეკონომიკის ზრდაზე. ფაქტობრივად გამოვლინდა, რომ ფინანსური ინსტიტუტების ჩამოყალიბება გარდაქმნის აუცილებელი მუხტი უნდა ყოფილიყო. ფინანსური ინსტიტუტების მშენებლობა აღმოჩნდა ის სფერო, რომელსაც ნეოკლასიკური და ინსტიტუციონალური მიმართულებები განსხავავებულად აფასებდნენ. ინსტიტუციონალისტები სახელმწიფო და საბაზრო ინსტიტუტების ჩამოყალიბებას დიდ მნიშვნელობას ანიჭებდნენ. ისინი უნდა აშენებულიყო და სპონტანურად არ უნდა წარმოშობილიყო.

ამ მიმართულებით, პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში ხელისუფლებას გააჩნდა ორი პოლიტიკის ალტერნატივა: 1. **შემზღუდავი მონეტარული** პოლიტიკა, რომლის მიზანია ფულის მიწოდების შეზღუდვითა და სარგებლის განაკვეთის რეგულირებით ინფლაციის შერბილება და 2. **ექსპანსიონური მონეტარული პოლიტიკა**, რომლის მიზანია ფულის მასის ზრდით კერ-

ძო წარმოების ინვესტირება და უმუშევრობის შემცირება.[1]

ამ ალტერნატივიდან პოსტკომუნისტურმა ქვეყნებმა პირველი გზა აირჩიეს და დაივიწყეს ინდივიდუალური ძალისხმევა, თავისუფალი საბაზრო ძალების ქმედება, რაც ეკონომიკის სტიმულირებისა და წახალისების უგულებელყოფას ნიშნავს. ამასთან, რამდენადაც მათი მთავარი პრობლემა სახელმწიფოს ვალის ზრდა იყო, ფულის მიწოდება და „ღია ბაზრის" ოპერაციები ინფლაციის ზრდას ასტიმულირებდა.

ეკონომისტებს შორის საერთო თანხმობა მიღწეულია მხოლოდ ორ შემთხვევაში. აღიარებულია, რომ მკაცრი მონეტარული ღონისძიებები გამართლებულია მაშინ, როდესაც: **1. ფულის მასის ზრდის შედეგად მაღალია მოთხოვნა და 2. მოხმარების ზრდა მიწოდებასთან შედარებით უნდა განეიტრალდეს მოთხოვნა-მიწოდების სრულყოფით და მიწოდებაზე ორიენტირებული პოლიტიკის განხორციელებით.**

შემზღუდავი მონეტარული პოლიტიკის განხორციელება არ იძლევა ანტიინფლაციურ შედეგებს იმ შემთხვევაში, როდესაც მოთხოვნა სტაბილურია ან კიდევ მცირდება, ხოლო ადგილობრივი წარმოება არაკონკურენტუნარიანია და იმპორტი კი იზრდება.

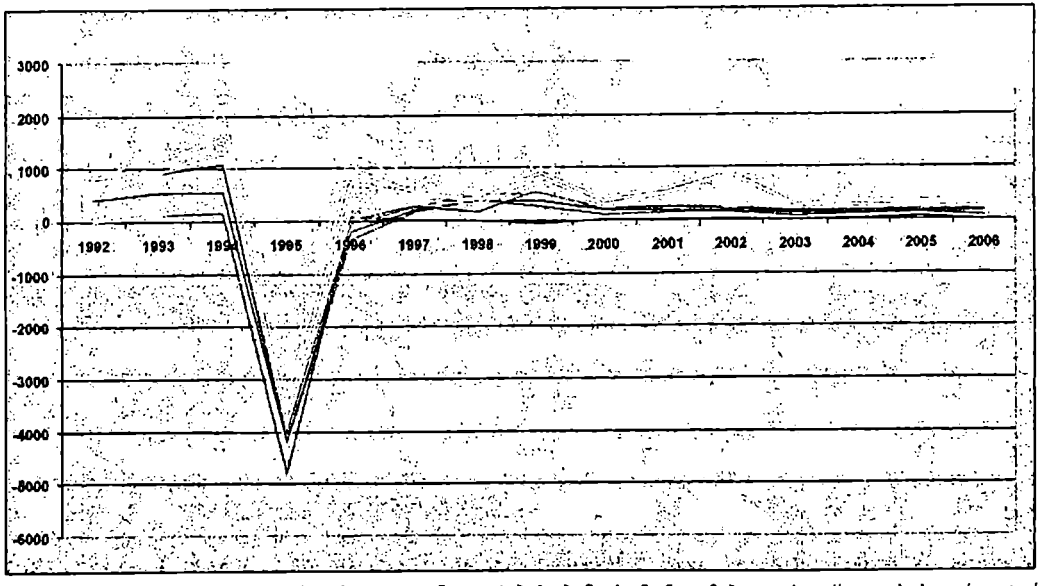
პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში ეკონომიკის ლიბერალიზაციასთან ერთად ხორციელდებოდა ექსპანსიონური მონეტარული პოლიტიკა, რაც ფაქტობრივად, ფულის მასის ზრდასთან ერთად ინფლაციის ზრდას განაპირობებდა (იხ. დიაგრამა 1).

ამჟამად, შესაძლებელია გავერკვეთ იმაში, თუ ფულის მასის ზრდა რატომ იწვევს ინფლაციას (ლიბერალური საკრედიტო პოლიტიკა). საეჭვო როდია, რომ ფულის მასის ზრდა იწვევს ფასების ზრდას, ვინაიდან სახელმწიფო საწარმოებში არ ხორციელდება სტრუქტურული გარდაქმნები „რბილი ბიუჯეტური შეზღუდვების" გამო. სახელმწიფო საწარმოთა დიდი უმრავლესობა მუშაობდა ფაქტობრივი მონოპოლიის პირობებში. ამიტომ მათ შეეძლოთ ფასების ზრდა თავიანთი შეხედულებისამებრ.

1 ლიტერატურაში მათ მკაცრ ფულად-საკრედიტო და ლიბერალურ ფულად-საკრედიტო პოლიტიკასაც უწოდებენ.

დიაგრამა 1.

პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში ინფლაციის (საშუალო წლიური) და ფართო ფულის (M3) ცვლილებების თანაფარდობა (%)



წყარო: ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის მონაცემები - http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/sei.xls

ამასთან, ისინი ამყარებდნენ ფიქტიურ სავაჭრო კავშირებს სხვა ფირმებთან, ხოლო მათ ეკონომიკურ საქმიანობაზე არ არსებობდა არც საბაზრო და არც ქმედითი სახელმწიფოებრივი კონტროლი. ამ შემთხვევაში, ფულის მასის ზრდა იწვევდა არა ჭარბ მოთხოვნას, რომელსაც შეეძლო ზემოქმედება მოეხდინა წარმოების ზრდაზე, არამედ ქმნიდა მიწოდების ინფლაციას.

იბადება კითხვა, ფულის მასის ზრდაზე კონტროლს შეეძლო თუ არა ინფლაციის ზრდის შეკავება? საეჭვოა, რომ სახელმწიფო საკუთრების პირობებში ფულის მასის კონტროლს აეძულებინა მეწარმეები შეეცვალათ თავიანთი მუშაობის სტილი, რადგან ისინი ფაქტობრივად აწარმოებდნენ პროდუქციას ფინანსური სისტემის გვერდის ავლით და უშუალოდ ერთმანეთს აკრედიტებდნენ. ეს მათ საშუალებას აძლევდათ გაეზარდათ ფასები. ამ გარემოების გამოსასწორებლად საჭირო ხდებოდა სახელმწიფო საწარმოთა მართვის სისტემისა და ფუნქციონირების რეორგანიზაცია, რომელსაც, სახელმწიფო საკუთრებისთვის დამახასიათებელი უარყოფითი თვისებების გამო, არ შეეძლო მოეტანა რეალური ეკონომიკური ეფექტი. პრივატიზების შედეგად კი მნიშვნელოვანი გახდა ფინანსური შუამავლობა, მაგრამ ამ ინსტიტუტების სისუტემ ვერ უზრუნველყო წარმოება შესაბამისი ფინანსური რესურსებით, რის შედეგადაც გაიზარდა მიწოდების ინფლაცია.

ემპირიული მონაცემებით დგინდება, რომ წარმოებაზე საკმაოდ დიდი ზეგავლენა ფულად არხებს ენიჭება. იგი ძირითადად ხორციელდება ფულადი მასის ცვლილებით, რომელსაც სხვადასხვა შედეგი აქვს:

1. ფულის მასის ზრდა ზემოქმედებს სარგებლის განაკვეთების შემცირებაზე, რაც ინვესტიციებისა და შემდგომ წარმოების ზრდას იწვევს;

2. ფულის მასის ზრდის მეშვეობით საბანკო დეპოზიტები იზრდება, რომელიც კრედიტების ინვესტიციებისა და გამოშვების ზრდაზე დადებითად მოქმედებს. ბანკების დაკრედიტება მნიშვნელოვანი ხდება იმ შემთხვევაში, როდესაც ქვეყნებს აღებული აქვს კურსი ფულის მიწოდების თარგეთირებაზე.

ეს კი ნიშნავს იმას, რომ ქვეყნების მიერ განსაზღვრულ მიზნებს ექვემდებარება ფულის მასის ცვლილები;

3. ფულის მასის ზრდის შედეგად იზრდება ფინანსური აქტივების და ფასიანი ქაღალდების ფასები. აქტივებზე ფასების ზრდის შედეგად იზრდება კაპიტალიზაცია, მცირდება რისკები და იზრდება კრედიტები და გამოშვება;

4. ფულის მასის ზრდა იწვევს შინამეურნეობების განკარგულებაში არსებული ფინანსური აქტივების ზრდას, კერძოდ, შემოსავალი მათ მიერ დაზოგილ ფინანსურ აქტივებზე იზრდება. ამასთანავე, იზრდება შინამეურნეობების მიერ წარმოებული პროდუქცია. შინამეურნეობების აქტივების ცვლილების ეფექტი დამოკიდებულია იმაზე, თუ მოსახლეობის შემოსავლების ზრდა რაზე ზემოქმედებს. თუ იგი იწვევს იმპორტირებული საქონლის მოხმარების ზრდას, მაშინ ეკონომიკის ზრდის ტემპები ნელდება;

5. ფულის მასა იცვლება გაცვლითი კურსის ცვლილებასთან ერთად. ფულადი მასის ზრდა შეზღუდულია ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პირობებში, ვინაიდან ამ სისტემაში სარგებლის განაკვეთები ენდოგენურია. გაცვლითი კურსის არხები მოქმედებს თავისუფალ მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში, სადაც სარგებლის განაკვეთები გაცვლის კურსზე და საერთოდ, სავაჭრო ურთიერთობებზე აისახება. გაცვლითი კურსის არხი ზემოქმედებს ძირითადად იმ პირობებში, როდესაც გეზი აღებულია ინფლაციის თარგეთირებაზე. გრძელვადიან პერიოდში გაცვლითი კურსი ისეთი ფუნდამენტალური ფაქტორებით განისაზღვრება, როგორიცაა, მაგალითად, სამომხმარებლო უნარის პარიტეტი, ხოლო მოკლევადიან პერიოდში კი იგი ფინანსური აქტივების წონასწორობასთანაა დაკავშირებული. ასეთ პირობებში ფულის მასის ზრდა სარგებლის განაკვეთებს ამცირებს, რის შედეგადაც მცირდება ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსი, წმინდა ექსპორტი და გამოშვება კი იზრდება.

ამდენად, ფულად-სავალუტო პოლიტიკის განხორციელებისას გამოიყენება ხუთი ტრანსმისიული მექანიზმი: სარგებლის

განაკვეთების, ბანკების დაკრედიტების, ფულადი არხების, შინამეურნეობების აქტივების, გაცვლითი კურსის მექანიზმები. ფულის მიწოდების ზრდის შედეგად (1) ფინანსური სექტორში სარგებლის განაკვეთები ან გაცვლითი კურსი ან ფინანსური აქტივების ფასი იცვლება (2). შემდგომ ასეთი ცვლილებები რეალურ სექტორში ინვესტიციების მოხმარებასა და წმინდა ექსპორტზე ზემოქმედებს (3), და ბოლოს, ყოველივე ეს წარმოების ცვლილებებს იწვევს (4). ქვეყნები ერთმანეთისაგან ამ სტადიების სიღრმით, დინამიკით და მნიშვნელობით განსხვავდებიან.

ამ დინამიკაზე ზემოქმედებს სახელმწიფო ხარჯების მდგომარეობაც. როცა ფულის მასის ზრდა იწვევს ინვესტიციების ზრდას, ეს დადებითად აისახება ეკონომიკის განვითარებაზე, მაგრამ თუ ფულის მასის ზრდა სახელმწიფო ხარჯების ზრდასთან ერთად მიმდინარეობს, მაშინ ეკონომიკური ზრდის დადებითი ეფექტი ნეიტრალიზდება.

პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში წარმოებაზე ფულადი მასის ზემოქმედება ძირითადად გაცვლითი კურსის და კერძოდ, ეროვნული ვალუტის ღირებულების ცვლილებით ხდებოდა. სხვა მექანიზმები განუვითარებელი იყო და წარმოებული ფასეულობის დასაცავად ფართოდ გამოიყენებოდა უცხოური ვალუტა.

უნდა ითქვას, რომ ეროვნული ვალუტის ღირებულება გამოხატული უცხოურ ვალუტაში და მისი ღირებულება, რომელიც გაანგარიშებულია ქვეყნის შიგნით მისი ყიდვითიუნარის მიხედვით, ერთმანეთისაგან განსხვავდება. საქმე იმაშია, რომ ეროვნული ფული, რომელიც იცვლება უცხოურ ვალუტაში, არ შეესაბამება ამ ფულის ფასს, რამდენადაც უცხოური ვალუტა ფულის ინფლაციისაგან დაცვის და დაგროვების საშუალებად გადაიქცა.

იმპორტს პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში მოაქვს მოგება მწარმოებელი ქვეყნებისათვის, რომელიც შემდგომ შეიძლება გამოყენებული იქნეს ადგილობრივ ბაზრებზე ნედლეულის (აგრეთვე, პრივატიზების ობიექტების, მიწის და სხვ.) დაბალ ფასებში შესასყიდად. ასეთ შემთხვევაში, ეროვნული ვალუტის გასაცვლელი კურსი ასახავდა ინფლაციურ მოლო-

დინს და არ ჰქონდა კავშირი იმ კურსთან, რომლითაც შეიძლებოდა ექსპორტ-იმპორტის დაბალანსების მიღწევა. თავისუფალი ფასები კი ვერ ასტიმულირებდა ადგილობრივი წარმოების განვითარებას, ხოლო ფინანსური ინსტიტუტების სისუსტე და ეკონომიკაში მისი შუამავლობის დაბალი წილი ვერ უზრუნველყოფდა ეკონომიკის სტაბილურ განვითარებას და ზრდას. ამის შედეგად გაიზარდა ფინანსური რისკებიც და შეიქმნა ფინანსური კრიზისების საფრთხეები.

ინსტიტუციონალური ურთიერთობების ჩამოყალიბება. პოსტსაბჭოთა, აღმოსავლეთი და ცენტრალური ევროპისა და ბალტიისპირეთის ქვეყნებში განსხვავებული ისტორიული პირობების შედეგად ჩამოყალიბდა სხვადასხვა ინსტიტუციონალური გარემო. ეს პირობები განსხვავებულად არის ინტერპრეტირებული. ნეოკლასიკოსები აქცენტს მაკროეკონომიკურ პირობებზე აკეთებენ, ინსტიტუციონალისტები კი – ქვეყნებში კომუნისტური რეჟიმების ხანგრძლივობაზე. სწორედ ამიტომ, პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში საბაზრო ინსტიტუტების მშენებლობა, სახელმწიფოსადმი პატერნალისტური მენტალიტეტის გამო, გაცილებით რთული აღმოჩნდა.

პოსტსაბჭოთა ქვეყნების ტრანსფორმაციის განმაზოგადებელი პირობა იყო სახელმწიფოს როლის მნიშვნელობის შემცირება. ცხადია, რომ სახელმწიფოს ეკონომიკური ფუნქციები უნდა შემცირებულიყო, მაგრამ სახელმწიფოს გარეშე, არც ინსტიტუტების სპონტანური წარმოშობა იქნებოდა დამაკმაყოფილებელი. 90-იანი წლების ბოლოს მსოფლიო ბანკმა თავისი დამოკიდებულება შეცვალა და გარდამავალ ქვეყნებში სახელმწიფოს როლზე ალაპარაკდა. [1]

ნეოკლასიკური სკოლის აღიარებით, სახელმწიფომ შესაბამისი ინსტიტუტების ჩამოყალიბების ძალაუფლება ბაზარს უნდა გადასცეს და იგი საბანკო, საგადასახადო და სხვა კანონმდებლობებით უნდა გაძლიერებულიყო. ამასთან, სახელ-

1 World Development Report (1997). The State in a Changing World. World Bank. Oxford University Press.

მწიფო ხარჯების წილი მთლიანი შიგა პროდუქტში უნდა შემცირებულიყო.

ინსტიტუციონალური სკოლის მოთხოვნით, საბაზრო ინსტიტუტების მშენებლობა სახელმწიფოს უნდა განეხორციელებინა, მაგრამ რომელ სფეროში? მომსახურებაში, მრეწველობაში თუ სად? ეს საკითხი დღესაც კი საკამათოა, რამდენადაც საგარეო ვაჭრობის სწრაფმა ლიბერალიზაციამ და ტარიფების შემცირებამ ქვეყნები საგარეო ბაზრების შოკების ზემოქმედებისაგან დაუცველი დატოვა. ეს განსაკუთრებით ძლიერად ფინანსურ კრიზისებში გამოვლინდა. ახლად ჩამოყალიბებულმა ფინანსურმა ინსტიტუტებმა საგარეო შოკებს ვერ გაუძლეს და ფაქტობრივად, ეკონომიკა კიდევ ერთხელ დაანგრიეს. ეკონომისტების გარკვეული ნაწილი გარდამავალ ეტაპზე წარმოების დაცვას მოითხოვდა. ეს პოსტკომუნისტურ ლიტერატურაშიც ხშირად იწერებოდა. ნეოკეინზური პოლიტიკის გამოყენება რაციონალურად ჩაითვალა, თუმცა, ასეთი რეკომენდაციები ნეოკლასიკურ სკოლასთან წინააღმდეგობებს აძლიერებდა.

გარდაქმნამ სტანდარტული საბაზრო ეკონომიკის ჩამოყალიბებას ხელი შეუწყო. თუმცა, ნეოკლასიკოსების აღიარებით, ზოგიერთ ქვეყანაში, მაგალითად, რუსეთში საზოგადოების მმართველი ახალი „მუტანტები" შეიქმნა.

როგორც პრაქტიკა ადასტურებს, ბაზარზე ორიენტირებული სტაბილიზაციის პოლიტიკას ეკონომიკური ზრდის პროცესი ავტომატურად არ მოსდევს. ი. შუმპეტერი წერდა ე.წ. „შემოქმედებითი ნგრევის" შესახებ: საზოგადოება ჯერ ინგრევა გააზრებულად და შემდეგ იქმნება მიზანმიმართულად. იგი ამ პროცესში ხელსაყრელი სოციალურ-ეკონომიკური გარემოს ჩამოყალიბებას გულისხმობდა. პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში „შემოქმედებითი ნგრევა" არ მომხდარა. მან სტიქიური ხასიათი მიიღო და ფაქტობრივად, „ყველაფრის ნგრევა" განხორციელდა. ამან "წუთიერი სპეკულაცია", „შავი ბაზრები" და „ფარული მეწარმეობა" წარმოშვა.

პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში ბაზრების ჩამოყალიბება სპონტანური ძალების კომბინირებული მოქმედებით ხდებოდა

და რამდენადაც არსებული სოციალურ-პოლიტიკური და ინსტიტუციონალური პირობები სპონტანური ძალების თავისუფალი მოქმედების შესაძლებლობას არ იძლეოდა, ამიტომ საბაზრო ინსტიტუტები სახელმწიფოს ინტერვენციებითაც ყალიბდებოდა და წინსვლისა და შეფერხებების („**Stop and Go**") გზით იმართებოდა.

თავისთავად, სოციალურ-ეკონომიკური სისტემის ტრანსფორმაცია რომელიმე ერთიანი უნივერსალური პროგრამის გამოყენებას უგულებელყოფს. იგი დროში გათვლილი ლოკალური და პერსპექტიული ღონისძიებების ერთიანობას, ყოველდღიური ცვლილებების პრიზმაში კორექტირებული გზების განხორციელებას, სპეციფიკური შედეგების გათვალისწინებას მოითხოვს. ამ თვალსაზრისით, არც ერთი შემუშავებული ეკონომიკური პროგრამა არ იყო სრულყოფილი. ისინი არ ითვალისწინებდნენ ლოკალურ შედეგებს და ამასთანავე, თითოეული ღონისძიებით განპირობებულ ცვლილებებს და იმ გადახრებს, რომელიც შესაძლებელია მომხდარიყო ამ პროგრამების განხორციელებისას. ამიტომ ისინი მხოლოდ იდეალურად, ზოგად შტრიხებში ასახავდნენ გარდაქმნის შესაძლებლობებს. პროგრამების წარმატებით განხორციელება კი, როგორც დადებითი, ასევე უარყოფითი ეკონომიკური შედეგებიდან გამომდინარე სასარგებლო ისტორიულ დასკვნებს, ქვეყნების ხელთ არსებულ რესურსებს და გამოცდილებას უნდა ეფუძნებოდეს.

ეკონომიკური გარდაქმნების მთავარი სისუსტე იმაშიცაა, რომ „შოკურმა თერაპიამ", რომელიც ფაქტობრივად ეკონომიკაზე „ძლიერი დარტყმა" იყო, საკუთრების სუბიექტების შეცვლა მოითხოვა, მიუხედავად იმისა, იყო თუ არა საკმარისი კაპიტალი დაგროვებისათვის და ინვესტირებისათვის.

ეკონომიკური პროგრამების ძირითადი საფუძველია ის გარემოება, რომ ინდივიდუალური ინტერესების განხორციელება უნდა ზრდიდეს ეკონომიკურ კეთილდღეობას და უზრუნველყოფდეს მთელი საზოგადოებრივი დონის ამაღლებას. ასეთი კონტექსტი საბაზრო ძალებით შესაბამისი ინსტიტუტების მეშვეობით იქმნება და შესაბამისი პოლიტი-

კური ღონისძიებებით ხორციელდება, რომლებიც მხოლოდ დამხმარე საშუალებას უნდა წარმოადგენდეს.

საკამათო არ უნდა იყოს, რომ ყოველი ქვეყნის სოციალურ-ეკონომიკური სისტემა, რომელიმე უნივერსალური რეცეპტის ან პროგრამის გამოყენებას უგულებელყოფს, მიუხედავად მისი საერთაშორისო მნიშვნელობისა. იგი ყოველდღიური ცვლილებების პრიზმაში, დროის და გარემოს გათვალისწინებით, ლოკალური და პერსპექტიული დაგეგმვის განხორციელებას, მის ფილტრაციას და კორექტირებას მოითხოვს. ამ თვალსაზრისით, ტრანსფორმაციის გზაზე მდგარ ქვეყნებს სტაბილიზაციის უზრუნველყოფასა და აქტიური სოციალური პოლიტიკის გატარებას შორის, ეკონომიკის საკრედიტო საინვესტიციო უზრუნველყოფასა და უმუშევრობას შორის, საგადასახადო და საინვესტიციო პოლიტიკას შორის და ა.შ. ალტერნატივის არჩევა უხდებათ.

აქტიური სახელმწიფო და სპონტანური საბაზრო ძალები გარდამავალი ქვეყნების ეკონომიკის მამოძრავებელი ძალებია, სადაც სახელმწიფო საკუთრების განსახელმწიფოებრიობით და მონეტარული ბერკეტების გააქტიურებით ცდილობს ეკონომიკის რეგულირებას, ხოლო საბაზრო ძალები კი ჯერ-ჯერობით ჩამოყალიბების სტადიაშია. ეს უკანასკნელი ეკონომიკის აღორძინებისათვის საკმარის სტიმულებს ვერ ქმნის და აქტიური საინვესტიციო პოლიტიკის განხორციელებას მოითხოვს, რომელიც მოსახლეობისა და საწარმოების დაბალი გადახდისუნარიანობით შეზღუდულია.

და ბოლოს, კითხვები, რომელიც იბადება ტრანსფორმაციასთან დაკავშირებით — თუ როდის შეძლებენ ტრანსფორმაციული ქვეყნები დაეწიონ დასავლეთ ევროპას, მეინსტრიმინგი ასე პასუხობს — ლიბერალიზაცია, გახსნილობა და ანტიინფლაციური პოლიტიკა ეკონომიკას ანვითარებს, მაგრამ პოსტსაბჭოთა ქვეყნებმა გარდაქმნა განვითარების ყველაზე დაბალი დონით დაიწყეს, ამიტომ მომავალი სცენარი შეიძლება პესიმისტური იყოს. [1]

1 United Nations Economic Comission for Europe UNECE, Economic Survey of Europe, Vol.1, New York, UNECE, 2000, p. 174.

თავი 2. ფინანსური კრიზისები

2.1. ფინანსური კრიზისების განვითარება

ფინანსური კრიზისი ისეთი დისბალანსია ეკონომიკაში, რომელიც უარყოფითად მოქმედებს მის ზრდაზე. მისთვის დამახასიათებელია აქტივების ფასების შემცირება და ფინანსური და კომერციული სტრუქტურების გაკოტრება. კრიზისი წარმოიშობა ფინანსური და ეკონომიკური დარღვევების შედეგად, რომელზეც ეკონომიკა მწვავედ რეაგირებს.

ფინანსურ კრიზისს წინ უძღვის კაპიტალის ნაკადების შენელება და მისი გადინებისა და იმპორტის მკვეთრი შემცირება. ამ პირობებში ძლიერდება საბანკო დეპოზიტების მფლობელთა ეროვნული ვალუტის კონვერტაციისაკენ მისწრაფება, რომლის სიძლიერე დამოკიდებული ხდება საერთაშორისო რეზერვების მდგომარეობაზე. რაც უფრო ძლიერია ამ რეზერვებზე დამოკიდებულება კრიზისამდელ პერიოდში, მით უფრო დრამატულია კრიზისის შემდგომი მიმდინარეობა, ეროვნული ვალუტაც მეტ დევალვაციას განიცდის და მით უფრო მეტი ხარჯი სჭირდება ამ კრიზისიდან თავის დაღწევას. ჩვეულებრივ, საერთაშორისო რეზერვებზე დამოკიდებულების კოეფიციენტი იზრდება კრიზისამდე ორი წლით ადრე. მთავრობის ყოველი ცდა, რომ არ განხორციელდეს გაცვლითი კურსის მკვეთრი კორექცია, განმტკიცდეს ეროვნული ვალუტა და მისი ფიქსირებული კურსი, ხშირად აჭარბებს ეკონომიკის შესაძლებლობებს, უკურეაქციას აძლევს ექსპორტის განვითარებას. მონეტარული პოლიტიკა იძენს ექსპანსიურ ხასიათს, იზრდება შიგა კრედიტების მოცულობა. მართალია, ჩვეულებრივ, ფიქსირებული კურსი შიგა ფინანსური სისტემის სტაბილურობის შესახებ ინვესტორების რწმენის მთავარი ინდიკატორია, მაგრამ კრიზისამდე რამდენიმე თვით ადრე ეს რწმენა ადვილად იფანტება და იწყება ფინანსური აჟიოტაჟი, რომელიც კიდევ უფრო მეტად აჩქარებს

ფინანსური კრიზისის მოახლოებას.

საერთოდ, არსებობს ფინანსური კრიზისის სამი ძირითადი სახე: **სავალუტო, საბანკო და ვალის კრიზისები:**

1. სავალუტო კრიზისი წარმოიშობა მაშინ, როდესაც ეროვნული ვალუტა უფასურდება. ამ დროს სახელმწიფო ეროვნული ვალუტის დაცვის მიზნით იძულებულია დახარჯოს საერთაშორისო რეზერვების გარკვეული რაოდენობა და განახორციელოს სავალუტო ინტერვენციები საფონდო ბირჟებზე ან გაზარდოს სარგებლის განაკვეთები. კრიზისების წარმოშობას დაახლოებით ორი წლით ადრე წინ უძღვის მშვიდი გარემო. ამ პერიოდში ვალუტის რეალური ღირებულება მაღალია, მაგრამ კრიზისამდე სამი თვით ადრე ვალუტის რეალური გაცვლითი კურსი ეცემა. ეროვნული ვალუტის ღირებულების გადაფასება მცირდება კრიზისის კულმინაციური წერტილის მიღწევის შემდეგაც.

რეალური გაცვლითი კურსის ცვლილებები განსხვავებულია ინდუსტრიულ და განვითარებად ქვეყნებში და ისინი ქვეყნების თავისებურებათა გათვალისწინებით იწვევენ რეზერვების შემცირებას, სავალუტო „კრახს" და სხვ. უარყოფით მოვლენებს.

სავალუტო კრიზისებს წინ უძღვის გაუარესებანი ვაჭრობის სფეროში. იგი მოსალოდნელი კრიზისის პირველი სიმპტომია და ასრულებს ბარომეტრის როლს მდგომარეობის გაუარესების შესახებ.

კრიზისიამდე ორი წლით ადრე ინფლაცია მაღალია, მაგრამ დაახლოებით ერთი წლით ადრე ინფლაცია ხდება ზომიერი. სავარაუდოა, რომ ინფლაცია ხდება მთავრობის მიერ ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის შენარჩუნების პოლიტიკის რეალური შედეგი. კრიზისის დაწყებიდან 12-18 თვის განმავლობაში ინფლაციის დონე კვლავ იზრდება, ხოლო შემდეგ კი იგი თანდათანობით მცირდება;

2. საბანკო კრიზისის დროს ბანკები კარგავენ თავიანთი აქტივების ნაწილს ან კოტრდებიან, ბანკების ბალანსი უარესდება და საბანკო პორტფელებში იზრდება უმოქმედო კრედიტების წილი. საბანკო კრიზისის დროს საბანკო შენატანები

მასობრივად ამოიღება, მაგრამ განვითარებულ ინდუსტრიულ ქვეყნებში (მაგალითად, 80-იანი წლების ბოლოს ფინეთში, შვედეთში, ნორვეგიაში) საბანკო კრიზისი არ ასოცირდებოდა დეპოზიტების მასობრივ ამოღებასთან, ხოლო განვითარებად ქვეყნებში კი ეს პროცესი უფრო მტკივნეულად წარიმართება;

3. საგარეო სავალო კრიზისი ასახავს ისეთ სიტუაციას, როდესაც სახელმწიფო ვეღარ ემსახურება მის მიერ აღებულ შიგა თუ საგარეო ვალებს და ვალდებულებებს.

ფინანსური კრიზისის ამ სახეებს ერთმანეთთან კორელაციური კავშირი აქვთ, თუმცა, სხვადასხვა ქვეყანაში ისინი განსხვავებული სცენარით წარიმართება.

თანამედროვეპერიოდშიმსოფლიოშიყველაზეგავრცელებულია სავალუტო კრიზისი. ცნობილია სავალუტო კრიზისის 160-ზე მეტი შემთხვევა, საიდანაც ორი მესამედი მოდის განვითარებად ქვეყნებზე. მისი საშუალო ხანგრძლივობა (ანუ დრო, როდესაც მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდის ტემპი წინასაკრიზისო პერიოდის დონეს აღწევს), შეადგენს 1,6 წელს. განვითარებადი ქვეყნები შედარებით სწრაფად გამოდიან ამ კრიზისიდან, ვიდრე განვითარებული ქვეყნები.

სავალუტო კრიზისის ერთ-ერთი შედეგია სავალუტო კრახი. იგი ნიშნავს ეროვნული ვალუტის კურსის არანაკლებ 25%-ით დაცემას. იგი გაცილებით დიდხანს მიმდინარეობს, ვიდრე სავალუტო კრიზისი და მისი საშუალო ხანგრძლივობა შეადგენს 2,0 წელს.

სავალუტო კრიზისს მჭიდროდ უკავშირდება საბანკო კრიზისი, რომელიც ხშირად მისი თანმხლები მოვლენაა. საბანკო კრიზისი, მართალია შედარებით უფრო იშვიათია სავალუტო კრიზისთან შედარებით, მაგრამ იგი ყველაზე ხანგრძლივი და დამანგრეველია ეკონომიკისათვის.[1] საერთოდ, განვითა-

1 ასე მაგალითად, საბანკო კრიზისებიდან თაეის დასაღწევად გაღებულმა ხარჯმა ჩილესა და არგენტინაში 80-იანი წლების დასაწყისში მთლიანი შიგა პროდუქტის 40% შეადგინა, ხოლო უმოქმედო კრედიტებმა კი მალაიზიაში 1988 წელს და შრი-ლანკაში 90-იანი წლების დასაწყისში საერთო კრედიტების 30%-ს გადააჭარბეს.

რებად ქვეყნებში საბანკო კრიზისიდან გამოსვლა უფრო მეტ სახსრებს მოითხოვს, ვიდრე განვითარებულ ქვეყნებში.

ცნობილია საბანკო კრიზისის 50-ზე მეტი შემთხვევა. აქედან აბსოლუტური უმრავლესობა განვითარებად ქვეყნებზე მოდის. საბანკო კრიზისის შემდგომ პერიოდში განვითარებულ ქვეყნებს საშუალოდ 4 წელზე მეტი დასჭირდათ კრიზისამდელი დონის მისაღწევად, განვითარებულ ქვეყნებს კი - მხოლოდ 2,8 წელი. მართალია, განვითარებად ქვეყნებს ნაკლები დრო სჭირდებათ თავიანთი ეკონომიკის აღსადგენად, მაგრამ მათი წარმოების დანაკარგები საშუალოდ უფრო მეტია განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით.

საბანკო კრიზისის პერიოდში წარმოება რეალურად ეცემა დაახლოებით 14-15 პროცენტით, მაშინ, როდესაც სავალუტო კრიზისის პერიოდში ეს მაჩვენებელი მხოლოდ 5-7 პროცენტია. ზოგჯერ შეიძლება ასეთი კრიზისები წინ არ უსწრებდნენ წარმოების დანაკარგებს და ახდენდნენ მხოლოდ გაცვლითი კურსის კორექციას.

ქვეყნების შედარებისას ვლინდება, რომ განვითარებულ ქვეყნებში ნაკლებია სავალუტო და საბანკო კრიზისები, ვიდრე განვითარებად ქვეყნებში. იმის გამო, რომ კრიზისის ამ სახეებს შეიძლება ჰქონდეთ წარმოშობის საერთო პირობები ან ერთი კრიზისი იწვევდეს მეორეს, ქვეყნები ერთსა და იმავე დროს შეიძლება განიცდიდნენ საბანკო და სავალუტო კრიზისებს. ჩვეულებრივ, საბანკო კრიზისები წინ უსწრებენ სავალუტო კრიზისებს, ზოგიერთ შემთხვევაში კრიზისები ერთდროულად ხდება და ერთმანეთის თანმხლები მოვლენებია. ცალკეულ შემთხვევაში კი სავალუტო კრიზისი წინ უძღვის საბანკო კრიზისს.

სავალუტო, საბანკო და სავალო კრიზისები ერთდროულად არსებობდა 1994-95 წლებში მექსიკაში და 1997 წელს აღმოსავლეთ აზიაში. საბანკო კრიზისები წინ უსწრებდნენ სავალუტო კრიზისებს ძირითადად განვითარებად ქვეყნებში, თურქეთსა და ვენესუელაში 1994-95 წლებში. საბანკო კრიზისები წინ უსწრებდნენ სავალო კრიზისებს 1981-82 წლებში

არგენტინასა და ჩილეში. ცნობილია საპირისპირო შემთხვევებიც. 1997 წელს აღმოსავლეთ აზიის ქვეყნებში, განსაკუთრებით ინდონეზიაში, სავალუტო კრიზისი გადაიზარდა საბანკო და სავალო კრიზისებად.

აქედან არ შეიძლება დავასკვნათ, რომ ერთი კრიზისის წინსწრება მეორესთან შედარებით აუცილებლად მათ შორის მიზეზობრივ კავშირს ემყარება. თუმცა, არც ასეთი ურთიერთობის გამორიცხვა არ შეიძლება. კრიზისების განვითარება და მიმდინარეობა ყოველ ქვეყანაში ამ ქვეყნის განსაკუთრებული პირობებითაა განსაზღვრული.

კრიზისების წარმოშობის პირობაა ფინანსური არასტაბილურობა, რომელიც ბრუნავს შემდეგ ჯაჭვურ წრეში: სარგებლის განაკვეთების ზრდის შედეგად მცირდება ინვესტიციები. იგი აფერხებს ეკონომიკის ზრდას. პარალელურად იზრდება მეწარმეობრივი რისკიც, რაც კრიტიკულს ხდის ბანკების საბალანსო მდგომარეობას და კიდევ უფრო ამძაფრებს კრიზისის მოლოდინს. სარგებლის განაკვეთების ზრდა, ფინანსური გარიგებების ჩაშლა და ვალუტის გაუფასურების მოლოდინი ანგრევს არაფინანსურ ინსტიტუტებს და ამწვავებს ბანკების პრობლემებს. ინვესტიციების, კრედიტებისა და ეკონომიკური აქტივობის შემცირების შედეგად იწყება საბანკო პანიკა, რასაც თან მოსდევს ეროვნული ვალუტის უცხოურ ვალუტაში გადადენა. ამის შედეგად კიდევ უფრო იზრდება სარგებლის განაკვეთები.

ზომიერი ინფლაციის მქონე ქვეყნებში, სესხები გაიცემა ხანგრძლივი ვადით, სარგებლის განაკვეთები ფიქსირებულია გარკვეული პერიოდით და ინფლაცია კონტროლირებადია. ეროვნული ვალუტის დევალვაცია არ იწვევს ინფლაციის ფართო მოლოდინს და გაცვლითი კურსიც ზომიერი რჩება. სარგებლის განაკვეთების ზრდა კი იმთავითვე ვერ ზემოქმედებს კაპიტალური ნაკადების მოძრაობაზე, რადგან კრედიტები გაცემულია ხანგრძლივი ვადით.

სულ სხვა ვითარებაა ისეთ ქვეყნებში, სადაც ინფლაციის დონე მაღალია, ხოლო საბანკო კრედიტი კი გაიცემა მოკლე

ვადით. ინფლაციის შემცირებას არ აქვს საკმარისი ზემოქმედების ეფექტი ეკონომიკურ აღმავლობასა და ინვესტიციების ზრდაზე, რადგან არსებობს ეროვნული ვალუტის მოულოდნელი გაუფასურების მოლოდინი. ასეთი მოლოდინისადმი სერიოზული შიშის გამო, კრედიტები გაიცემა მხოლოდ მოკლე ვადით.

ამჟამად, პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში განსხვავებული ვითარებაა და საშუალო ინფლაცია 5-12 პროცენტია, მაგრამ მათთვის საერთოა ის, რომ შედარებით შეზღუდულია საკრედიტო რესურსები და მეწარმეობრივი გარემო. მიუხედავად იმისა, რომ ინფლაციური მოლოდინი მცირეა, საკრედიტო რესურსების მოძრაობა რისკებისაგან დაუცველია, რაც სავალუტო მდგომარეობაზე სპეკულაციური დარტყმის წინაპირობას ქმნის.

როდესაც სავალუტო მდგომარეობა პირველ სპეკულაციურ დარტყმას იღებს, ეროვნულ ბანკს ეროვნული ვალუტის დასაცავად აქვს არჩევანის საშუალება: ან გაყიდოს საერთაშორისო რეზერვები ან კიდევ გაზარდოს სარგებლის განაკვეთი. როდესაც იზრდება სარგებელი, მაშინ იძაბება საბანკო სისტემა, ხოლო როდესაც ინვესტორი გრძნობს, რომ ეროვნულ ბანკს შეუძლია გაზარდოს სარგებლის განაკვეთი, მაშინ იგი იწყებს ვალუტაზე შეტევას და მისი გაყიდვით იმედოვნებს სარგებელის მიღებას. ასეთ პირობებში, ძირითადად მოკლევადიანი კრედიტების, უცხოურ ვალუტაში ვალების დიდი რაოდენობით დაგროვებისა და გაურკვევლობის გრძნობის არსებობის გამო, მზადდება სავალუტო კრიზისი, რომელიც ფინანსური კრიზისის წინაპირობა ხდება.

ამდენად, შეიძლება დავასკვნათ, რომ სავალუტო კრიზისი წარმოიშობა მაშინ, როდესაც იქმნება ეროვნულ ვალუტაზე სპეკულაციური შეტევის სერიოზული საშიშროება. მისგან განსხვავებით, საბანკო კრიზისის წარმოშობას წინ უძღვის კონვერტაციის პრობლემები და ხელისუფლების ინტერვენციული ღონისძიებები, ხოლო სავალო კრიზისის დროს კი ქვეყნის სახელმწიფო ფინანსური ინსტიტუტები ვერ ასრუ-

ლებენ თავიანთ ვალდებულებებს. აქვე აღვნიშნავთ, რომ ამ კრიზისების გვერდით სისტემატურად არსებობს საგადასახდელო ბალანსის კრიზისიც, რომლის დროს წარმოიშობა სტრუქტურული პრობლემები და მცირდება საერთაშორისო რეზერვები, რაც, თავის მხრივ, წარმოშობს სავალუტო კრიზისს.

სავალუტო, საბანკო, სავალო და საგადასახდელო კრიზისების ელემენტები შეიძლება არსებობდეს ერთდროულად, რადგან ისინი ერთმანეთს გარკვეულწილად მიზეზ-შედეგობრივად უკავშირდებიან, მაგრამ ასეთი კავშირი, როგორც ზემოთ აღინიშნა, არ არის აუცილებელი. საბანკო სექტორის მდგომარეობის გაუარესება ყოველთვის არ ზემოქმედებს და არ იწვევს სავალუტო კრახს. სავალუტო კრიზისი შეიძლება იყოს ფინანსური ბაზრების მდგომარეობის შედეგიც. იგი ზემოქმედებს ქვეყნის მაკრო- და მიკროეკონომიკურ განვითარებაზე და საკმაოდ მგრძნობიარეა საგარეო-ეკონომიკური ფაქტორებისა და პოლიტიკური განვითარების მიმართ, ამიტომ, სავალუტო კრიზისი არის ფინანსური კრიზისის ყველა კატეგორიის ქვაკუთხედი. იგი არ შეიძლება დავიყვანოთ მხოლოდ გაცვლითი კურსის რეჟიმის შეცლაზე, რადგან გაცვლითი კურსის რეჟიმის შეცვლა ყოველთვის არ ნიშნავს გაცვლითი კურსის პრობლემების არსებობას. გაცვლითი კურსის რეჟიმის შეცვლა ყოველთვის არ იწვევს საბანკო, ინფლაციური ან საგადასახდელო პრობლემების გამწვავებას.

სავალუტო კრიზისის განსაზღვრის პრობლემები. ისტორიულად, სავალუტო კრიზისს აქვს ორი განმარტება: **პირველი,** იგი, ვიწრო გაგებით, ასოცირებულია მონეტარულ სკოლასთან და დაკავშირებულია საბანკო პანიკასთან; **მეორე,** დაკავშირებულია აქტივების ღირებულებასთან, ფინანსური და არაფინანსური ინსტიტუტების საქმიანობის ჩავარდნასთან, დეფლაციასთან, ფინანსური ბაზრების მოშლასთან.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში კრიზისების კრიტერიუმებად სხვადასხვა მაჩვენებელია აღებული: ეროვნული ვალუტის არანაკლებ 25 პროცენტით შემცირება აშშ დოლართან

მიმართებაში და 10 პროცენტით დევალვაცია წინა წელთან შედარებით; წმინდა კაპიტალის ნაკადების (აქტივების) მთლიანი შიგა პროდუქტთან თანაფარდობის უარყოფითი ცვლილება სულ მცირე 5 პროცენტით მაინც; მთლიანი შიგა პროდუქტის ტემპების შემცირება და დევალვაცია; რეზერვების გადინება და ნომინალური გაუფასურება; ფულის მიწოდებასთან სარეზერვო დანაკარგების შეფარდების ცვლილება; გაცვლითი კურსის საშუალო ინდექსის ცვლილების, სარგებლის განაკვეთისა და რეზერვების M1-თან ფარდობის გადახრა 1,5 პუნქტით; გაცვლის რეჟიმის ცვლილება და დევალვაცია.[1]

მასმედიაში განსაკუთრებით პოპულარულია კრიზისის განმარტება, როგორც გარკვეული სარგებლის დანაკარგი ქვეყანაში. ამასთან, უმრავლესობის აზრით, კრიზისის ძირითადი მაჩვენებელია საერთაშორისო რეზერვების შემცირება (M3-ის შეფარდება საერთაშორისო რეზერვებთან). ეკონომიკურ თეორიაში სხვა კრიტერიუმებად მიღებულია ისეთი მაჩვენებლები, როგორიცაა: საბანკო სისტემის მდგომარეობა, საერთაშორისო ლიკვიდურობის დონე (მოკლევადიანი საგარეო სესხის თანაფარდობა რეზერვებთან) და სხვ. ყველაფერი დამოკიდებულია იმაზე, თუ რა პრინციპებით განვსაზღვრავთ სავალუტო კრიზისს.

კრიზისების ყველაზე მარტივი მაჩვენებელია საერთაშორისო ლიკვიდურობის დონე. ეს არის ცენტრალური ბანკისა და ეკონომიკის შესაძლებობა წინ აღუდგეს კაპიტალის ნაკადების დროებით ცვლილებებს იმისათვის, რომ ამ ცვლილებებმა სერიოზული ზემოქმედება არ მოახდინოს მაკროეკონომიკურ შედეგებზე (მაგალითად, გაცვლის კურსზე ან მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდაზე). ამ ცვლილებების ზემოქმედების რაოდენობრივად გამოხატვა რთულია. შედარებით იოლია, მაგალითად, საერთაშორისო რეზერვების შეფასება (რეზერვების თანაფარდობა 3 თვის იმპორტთან).

1 Currency Crises in Emerging Markets - Selected Comparative (2001). Marek Dabrowski (Ed). CASE, Warsaw, p.14-15.

კრიზისების დადგენა ხდება მას შემდეგ, როცა იგი აღწევს ბოლო ფაზას და ვლინდება ვალუტის უკიდურესი დევალვაციის, ან - რეალური სექტორის გარკვეული დანაკარგების სახით იმ შემთხვევაში, თუ აგენტების სპეკულაციური შეტევისაგან მთავრობა თავს დაიცავს და არ მისცემს საშუალებას ვალუტა გაუფასურდეს. საერთოდ, არ შეიძლება კრიზისის ერთმნიშვნელოვნად განსაზღვრა. მას პირობითი ხასიათი აქვს და შეიძლება დავიყვანოთ ისეთ განსხვავებულ ინდიკატორებზე, რომლებიც გამოხატავენ ვალუტის გაცვლითი კურსის შემცირებას, მაკროეკონომიკურ პოლიტიკაში რადიკალურ კორექტივებს, უცხოური კაპიტალისა და ინვესტიციების გადინებას, აგენტების რწმენის დაკარგვას ეროვნული ვალუტისადმი და მათ მიერ სპეკულაციურ შეტევას სავალუტო კურსზე[1].

ყველა ზემოთ მოცემული კრიტერიუმით გაცვლითი კურსის ცვლილება არის სავალუტო რისკის გამომხატველი რეალური მაჩვენებელი. მისი კურსის გადახრა და შემცირება ხანგრძლივი პერიოდით არსებული სტაბილური კურსიდან უნდა იყოს კრიზისის წარმოშობის პირველი სიმპტომი.[2]

ფიქსირებული სავალუტო რეჟიმის დროს საერთაშორისო რეზერვების შემცირება და თავისუფალი მცურავი კურსის პირობებში კი გაცვლის კურსის ცვლილებები კრიზისის წარმოშობის მაჩვენებლებია. მიუხედავად ამისა, კრიზისების გამაფრთხილებელი ინდიკატორები წინასწარ მაინც ზუსტად ვერ ახერხებენ კრიზისის წინასწარმეტყველებას, მაგრამ შეუძლიათ გამოავლინონ ის პრობლემები, რომლებსაც ხელისუფლებამ ყურადღება უნდა მიაქციოს და დროზე მიიღოს პროფილაქტიკური ღონისძიებები.

ყველა ქვეყანაში კრიზისის ცალკეული ეპიზოდი გამორჩეულად თავისებურია და მათი ყველა განზომილების რაოდენობრივად ასახვა შეუძლებელია. ისინი ერთნაირი სცენარით

---

1 სპეკულაციური შეტევის ინდექსი, რომელიც გაიზომება გაცვლის კურსის, საერთაშორისო რეზერვებისა და სარგებლის განაკვეთების სიდიდით.

2 ამ შეხედულებას ავითარებს: **Tomczynzka** M.(2000), Early Indicators of Currency Crises. Review of some Literature. Case, Warsaw, p. 8.

არ ვითარდებიან, რაც არ იძლევა მათი განზოგადების შესაძლებლობას. რაც მთავარია, კრიზისი ხშირად ვითარდება მოულოდნელად, ამიტომ არც ერთი მოდელის ან ემპირიული კვლევის შედეგებზე დაყრდნობით გაკეთებული კრიზისების პროგნოზი წარმატებული არ შეიძლება იყოს. ამდენად, კრიზისების მაჩვენებლების სისტემა ბოლომდე განსაზღვრული არ შეიძლება იყოს.

მაჩვენებლების სისტემა, რომელიც ასახავს კრიზისების მოლოდინს, მოიცავს საერთაშორისო რეზერვებისა და ვალუტის ცვლილებების დინამიკას, რეალური გაცვლის კურსს, საკრედიტო გარემოს, ინფლაციას, სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტს, აგრეთვე სავაჭრო ბალანსს, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს, ფულის აგრეგატის M3-ის შეფარდებას საერთაშორისო რეზერვებთან, რეალური მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდას, სარგებლის განაკვეთს, ფისკალურ დეფიციტს და სხვ. ზოგადად, ქვეყნის სუსტი ეკონომიკური მდგომარეობა არის კრიზისების „მკვებავი ნიადაგი".

ქვეყნების განვითარების თავისებურებებიდან გამომდინარე, საჭირო ხდება ყველა ქვეყნისათვის სპეციფიკური ინდიკატორების ერთობლიობის შემუშავება და მათი დიაგნოსტიკა. ამასთან, მხედველობაშია მისაღები ისიც, რომ კრიზისები არა მარტო ეკონომიკის პრობლემების გამოვლენაა, არამედ მასთან დაკავშირებულია პოლიტიკური მდგომარეობის გაურესება და ინვესტორებისა და ძირითადი ეკონომიკური აგენტების სუბიქტური ზემოქმედების ცვლილებები ეკონომიკის დანარჩენ "მოთამაშეებზე".

სუსტი ეკონომიკა მოსალოდნელი სავალუტო კრიზისების წარმოშობის ერთ-ერთი პირობაა. რაც უფრო ხანგრძლივია სტაგნაცია, მით უფრო მეტი რისკი არსებობს სავალუტო კრიზისებისათვის. ამ შემთხვევაში, ძირითადი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები სავალუტო კრიზისების ალბათობას გამოხატავენ.

მთლიანობაში, ფინანსურ-სავალუტო კრიზისი არასტაბილური პოლიტიკის შედეგია, რომელიც ვლინდება ემპირიულად ადვილად დასანახ მოვლენებში - მაღალი სარგებლის

განაკვეთების არსებობაში, საბანკო სექტორის პრობლემებში, ხშირ პოლიტიკურ ცვლილებებში, უმუშევრობის დონეში და სხვ. მართალია, მაკროეკონომიკური მდგომარეობის გაუარესება სავალუტო კრიზისების პირობაა, მაგრამ იგი არასაკმარისია მისი რეალურად წარმოშობისათვის.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში კრიზისების გამაფრთხილებელ მაჩვენებლებსა და კრიზისების წარმოშობას შორის მაქსიმალურ ინტერვალად ასახელებენ 24 თვეს (საგადასახდელო ბალანსის კრიზისის შემთხვევაში) და 12 თვეს სხვა დანარჩენ შემთხვევაში (მაგალითად, M3 თვის რეზერვების მაჩვენებლის გაუარესება).[1] კონკრეტულად კი ჩვენ გამოვყოფთ პრიორიტეტების მიხედვით მხოლოდ იმ 10 მაჩვენებელს, რომლებიც აღიარებულია უმრავლეს ეკონომიკურ ლიტერატურაში.[2] ეს მაჩვენებლებია:

- **მონეტარული პოლიტიკის თვალსაზრისით**: რეალური გაცვლითი კურსი; საერთაშორისო რეზერვები; კრედიტების ზრდა; ინფლაცია;
- **ფისკალური პოლიტიკის თვალსაზრისით**: ფისკალური დეფიციტი; მთავრობის დაკრედიტება;
- **რეალური სექტორის მიხედვით**: მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდა; დასაქმება/უმუშევრობის თანაფარდობა;
- **საგარეო სექტორის მიხედვით**: სავაჭრო ბალანსი.

ამ მაჩვენებლების კონკრეტული ცვლილებები კრიზისამდე და კრიზისის შემდეგ განსხვავებულია: კრიზისამდე (დაახლოებით ერთი წლით ადრე) იზრდება ისეთი მაჩვენებლები, როგორიცაა: თანაფარდობა M2/რეზერვებთან, ფისკალური დეფიციტი, შიგა კრედიტი/მთლიანი შიგა პროდუქტთან. ეს მაჩვენებლები კრიზისის შემდეგ მცირდება, მაგრამ კრიზისის წინ მცირდება მთლიანი შიგა პროდუქტის მაჩვენებლები, საერთაშორისო რეზერვები, უარესდება ექსპორტის და იმპორტის მაჩვენებლები.

1 **Tomczynska** M. (2000). Early Indicators of Currency Crises. Review of some Literature. Case Warsaw, p.17.

2 **Kaminsky G. Lizondo, S. Reinhart, C.** Leading Indicators of Currency Crises. IMF Staff papers, Vol 45, #1.

მიუხედავად იმისა, რომ ეს მაჩვენებლები უნივერსალურია, ყველა ქვეყანაში განსხვავებულ მნიშვნელობას იძენს თითოეული მათგანის მიერ გამოვლენილი ეკონომიკური, ფინანსური და სოციალური მდგომარეობა, რომელთა ანალიზიც კრიზისების წარმოშობის პროფილაქტიკის პირობაა.

სავალუტო კრიზისის ინსტიტუციურ-ორგანიზაციული წანამძღვრები. სავალუტო კრიზისის წარმოშობის თავისებურებები დაკავშირებულია ეკონომიკური აგენტებისა და ხელისუფლების ქცევების ოპტიმისტურ და პესიმისტურ მოლოდინზე.

როდესაც ხელოვნურად არსებული წონასწორობის კურსი დაუფიქსირებელია და არსებობს გარკვეული ფარგლები თავისუფალი რყევებისათვის, ხელისუფლება პასუხისმგებელია სტაბილურობის შენარჩუნებაზე ამ რყევების დიაპაზონში. როდესაც ფულის მიწოდების პროცესში წარმოიშობა უწესრიგობა და იზრდება მიმოქცევაში ფულის რაოდენობა, მცოცავი ვალუტის კურსის პირობებში გაცვლითი კურსი მცირდება. თუ გარკვეულ ფარგლებში გაცვლით კურსზე მთავრობის პასუხისმგებლობის რწმენა მტკიცეა, მაშინ ბაზრის აგენტებს (ფინანსურ ინსტიტუტებს) ექმნებათ ოპტიმისტური მოლოდინი და უპირატესობას ანიჭებენ არა ფულის მოცულობის ზრდას, არამედ შემცირებას, არა ეროვნული ვალუტის ღირებულების გაუფასურებას, არამედ გაზრდას. ისინი ყიდიან უცხოურ ვალუტას და გაცვლითი კურსიც იზრდება.

ამის საპირისპიროა პესიმისტური მოლოდინი, რომელიც აძლიერებს ზეწოლას ვალუტის კურსზე. მთავრობის მიერ გარკვეულ დიაპაზონში ეროვნული ვალუტის ღირებულების შენარჩუნების მიზნით პერიოდულად ფულის მოცულობის ზრდა ეკონომიკურ აგენტებში ეროვნული ვალუტის ღირებულების შემცირების მოლოდინს წარმოშობს. ეს უკანასკნელნი აჩქარებენ ამ პროცესს იმით, რომ თავიდან იცილებენ ეროვნულ ვალუტას, შესაბამისად, გაცვლითი კურსიც მცირდება.

როდესაც ხელისუფლების ქცევა არ იმსახურებს საზოგა-

დოების ნდობას, მაშინ ეკონომიკურ აგენტებში წარმოიქმნება გაურკვევლობის გრძნობა და მათი ქცევა გაუთვალისწინებელი ხდება. სავალუტო შოკი იქმნება შემთხვევითი არეულობისას. ამ დროს ხელისუფლება ცდილობს მის კორექტირებას, უკიდურეს შემთხვევაში კი ცვლის პოლიტიკას, რასაც საბოლოოდ ბრუნვაში ფულის მასის ზრდა მოყვება. ხელისუფლების ცდა - შეინარჩუნოს ვალუტა გარკვეულ დიაპაზონში - უშედეგოა. ბაზრის აგენტები აღიქვამენ კურსის გაუფასურებას, როგორც მომავალი ფუნდამენტური პრობლემების წარმოშობის სიმპტომს და ისინი ცდილობენ უცხოური ვალუტის შესყიდვას მათი გაყიდვის ნაცვლად. ამდენად, ისინი იქცევიან დესტაბილიზაციის ფაქტორებად. ასეთიმადესტაბილიზირებელი ეფექტის გამო, ხელისუფლება ზოგჯერ უფრო ადრე იწყებს ინტერვენციებს ბანკთაშორის ბირჟაზე, რაც კიდევ უფრო საეჭვოს ხდის გაცვლითი კურსის დამაჯერებლობას, ასუსტებს ბაზრის აგენტების ნდობას და აძლიერებს გაურკვევლობას ბაზარზე.

ყოველივე ამის საფუძველზე შეიძლება დავასკვნათ, რომ ეკონომიკური აგენტებისა და ხელისუფლების ქცევები განაპირობებენ გაცვლითი კურსის ცვლილებებს და ქმნიან სავალუტო კრიზისის წარმოშობის ინსტიტუციურ პირობებს.

სავალუტო რისკების წარმოშობის ხელშემწყობი გარემოება არის ხელისუფლება, რომელიც სხვადასხვა ბერკეტებით ცდილობს მის თავიდან აცილებას. გამოვყოფთ ხელისუფლების მოქმედების სამ ფორმას:

1. კომპენსირება. მთავრობა კრიზისის პერიოდში აქტიურად ცდილობს დანაკარგების კომპენსირებას. ხელოვნურად გაწონასწორებული გაცვლითი კურსის შენარჩუნება შეუძლებელია თუ ხელისუფლება შეეცდება დაკარგული რეზერვების კომპენსირებას, რაც ბაზრის აგენტების მოლოდინს ეთანხმება. სპეკულაციური შეტევის პერიოდში დაკარგული რეზერვების სანაცვლოდ ფულის მიწოდებაზე აქცენტირება შესაძლებლობას იძლევა გაცვლითი კურსი, ფასები და სარგებლის განაკვეთი შენარჩუნდეს იმ პირობით, თუ შეიც-

ვლება მხოლოდ ფულის მიწოდება კაპიტალური ნაკადების სახით, ხოლო საერთაშორისო რეზერვების შემცირება კი კომპენსირდება შიგა კრედიტების ზრდით. სპეკულაციური შეტევისას რეზერვები იწურება, მყარდება თავისუფალი მცურავი გაცვლითი რეჟიმი, ბაზრის წონასწორობა დამოკიდებული ხდება შიგა ვალის ზრდის ტემპზე, შიგა და საგარეო პოლიტიკაზე და სარგებლის განაკვეთებზე. თავისუფალი გაცვლითი კურსის სირთულეების გადაჭრის ძირითადი ბერკეტი ხდება შიგა კრედიტი. პრაქტიკულად კი აქცენტი სავალუტო ბაზრებიდან ფინანსური ვალდებულებების ბაზრებისაკენ გადაინაცვლებს, რადგან ხელისუფლების მისწრაფება - მოახდინოს რეზერვების კომპენსირება - გულისხმობს შიგა ვალის გაფართოებასა და მათ სახელმწიფო ვალდებულებების შესასყიდად წარმართვას;

2. ადმინისტრირება. იგი უკავშირდება სპეკულაციური ზეწოლის მოლოდინს. ბაზრის მონაწილეები არ არიან დარწმუნებულები, თუ როდის განხორციელდება ასეთი ზეწოლა და რამდენად შეიცვლება გაცვლითი კურსი. იქმნება გაურკვევლობა, რომელიც კრიტიკული ხასიათისაა. იგი ხელოვნურად განმტკიცდება ხელისუფლების მიერ მაშინ, როცა იგი ხმამაღლა პროგნოზირებს მოსალოდნელი სპეკულაციური შეტევებისა და გაურკვევლობის წარმოშობას და მისი თავიდან აცილების მიზნით იწყებს ადმინისტრაციულ ზემოქმედებას წონასწორობის შესანარჩუნებლად;

3. პროფილაქტიკა. მთავრობა პოლიტიკურად გადაერთვება ყველა იმ საშუალებებზე, რომელიც თავიდან ააცილებს კრიზისებს. ასეთი საშუალებები, მაგალითად, უცხოური სესხების მოზიდვა, კაპიტალზე კონტროლი და სხვ., ზღუდავს კრიზისის გავრცელებას, მაგრამ მას თავიდან ვერ იცილებს. ამის მაგალითია, 90-იანი წლების აზიური კრიზისი.

ყველა ქვეყანაში სავალუტო კრიზისები განსხვავებული სცენარით წარიმართება, მისი სხვა ქვეყნებში გადამდები ინფექციაც განსხვავებულ საფუძვლებს ემყარება. მიუხედავად ამისა, ყველგან კრიზისების სტიმულატორი ეროვნულ

ვალუტაზე ეკონომიკური აგენტების სპეკულაციური შეტევა იყო. ეკონომიკური აგენტების სპეკულაციური შეტევა ეროვნულ ვალუტაზე და მასზე ხელისუფლების რეაგირება ქვეყანაში არსებული ეკონომიკური მდგომარეობის რეფლექსური ასახვაა. შესაბამისად, კრიზისებიც გლობალურ კანონზომიერებებთან ერთად ქვეყნის ეკონომიკურ თავისებურებებს ავლენენ.

2.2. პოსტკომუნისტური ფინანსური კრიზისების თავისებურებები

პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში 90-იან წლებში მთლიანი შიგა პროდუქტის დაცემის სიღრმე და ხანგრძლივობა მნიშვნელოვნად აღემატებოდა ცენტრალურ და აღმოსავლეთ ევროპაში მიმდინარე ანალოგიურ მოვლენებს (იხ. დიაგრამა 2).

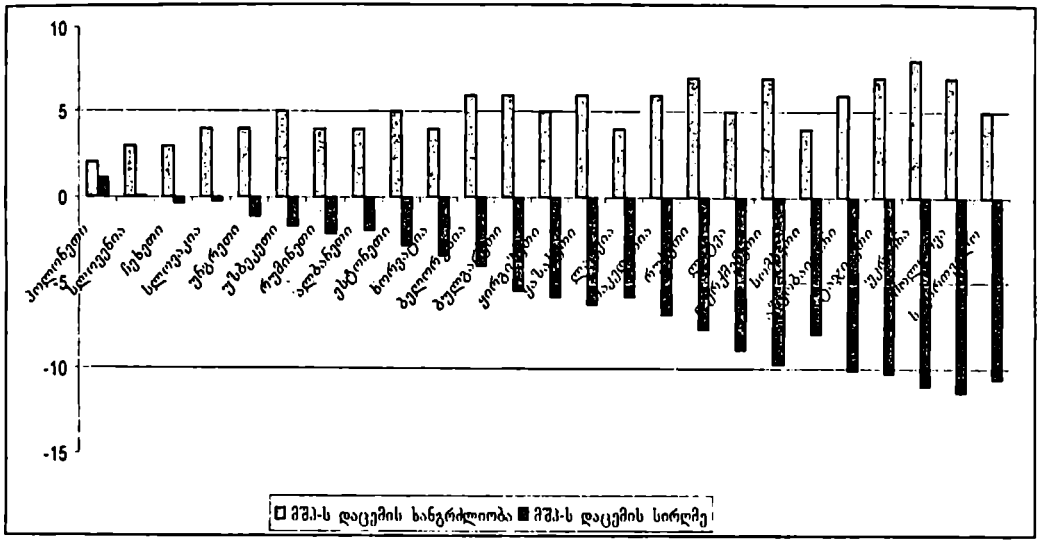
ფინანსური კრიზისები ადვილად შეეხო პოსტსაბჭოთა ქვეყნებს. აქ მთავარი როლი შეასრულა რუსეთის ფინანსურმა კრიზისმა, რომელიც ადვილად გადაედო სხვა ქვეყნებს ინერციით შემორჩენილი მჭიდრო სავაჭრო, ფინანსური და ეკონომიკური კავშირების გამო.

რატომ იყო ასეთი ღრმა საბანკო და სავალუტო კრიზისები?

ნეოკლასიკური მიმართულების მომხრეთა ინტერპრეტაციით, რუსეთში და სხვა პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში სავალუტო კრიზისები განაპირობა არასწორმა პოლიტიკამ. ბანკების სახელმწიფო რეგულირება ზემოქმედებდა ამ კრიზისებზე. ინსტიტუციონალისტების აზრით, საბანკო კრიზისი წარმოშვა ბანკების, როგორც შუამავლის როლის სისუსტემ, ფინანსური რეგულირების სისუსტემ და რისკიანი კრედიტების სიმძიმემ. რუსეთის კრიზისს კი თან სდევდა ეკონომიკის კრიმინალიზაციის ზემოქმედებაც, რომელიც ძველი პერიოდიდან შემორჩა. მთლიანობაში კი ფინანსური კრიზისი განპირობებული იყო სახელმწიფოს მიერ ფინანსური მართვის ბერკეტების არასწორი რეგულირებით და ფასიანი ქაღალდების გადაჭარბებული ემისიით.

დიაგრამა 2.

მშპ-ს დაცემის სიღრმე და ხანგრძლივობა პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში



წყარო: World Bank, (1998), "Transformation", June, issue 9, # 3, p.

ბანკები ბაზრის რეალური შემოქმედია. ისინი როგორც „შუამავლები“ ამყარებენ კონტაქტს მწარმოებელსა და მომხმარებლებს, ფულის მფლობელებსა და მწარმოებლებს, მომხმარებლებსა და ფულის გამსესხებლებს შორის. მეწარმეობა ემყარება კომერციული ბანკების ფინანსურ მხარდაჭერას, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც ბაზარზე არასაკმარისი დანაზოგების შედეგად წარმოების განვითარება ფერხდება. დანაზოგების სიმცირის პირობებში მრავალი კომერციული ბანკი გასცემდა კრედიტს ცენტრალური ბანკებიდან აღებული ვალით. ამასთან, საწარმოთა შორის კოორდინაციის უქონლობამ განაპირობა ის, რომ ისინი ვალებს ვერ ფარავდნენ. შედეგად, კიდევ უფრო გაიზარდა ემისია (მხედველობაში გვაქვს ლიბერალური პოლიტიკა, რომელიც დამახინჯებულად წარიმართა და ძირითადად გადარიცხვების ფორმა მიიღო, რასაც „ჰაერის გადარიცხვა“ ეწოდება). კრედიტების მოცულობის გაზრდას და საკრედიტო ექსპანსიას ფულის ფლანგვა, არასაქონლური ოპერაციები და ინფლაციის ზრდა მოჰყვა. იგი შემდგომში შეიცვალა საპირისპირო რადიკალური ღონისძიებებით: შეიზღუდა კრედიტები, რომელსაც პირველ ხანებში სარგებლის განაკვეთების კატასტროფული ზრდა მოჰყვა. იგი, ისევე როგორც პირველ შემთხვევაში, არახელსაყრელი და არამიმზიდველი იყო ეკონომიკის რეგულირების მექანიზმებში. ფინანსური სისტემის რეორგანიზაცია არაეფექტურად წარიმართა.

ამ პერიოდში გარდაქმნის მიზანს შეადგენდა ეკონომიკის ზრდისათვის შესაბამისი კონტექსტის შექმნა. იგი მოითხოვდა: **1. შეფარდებითად სტაბილური ვალუტის არსებობას; 2. ფინანსური ვალდებულებების ზუსტად შესრულებას, საბაზრო შუამავლების არსებობას; 3. ზომიერი ბიუჯეტური და საგადასახადო პოლიტიკის წარმართვას, რომელიც ხელს შეუწყობდა წარმოების გაფართოებას. ეს ფაქტორები განსაზღვრავდნენ ქვეყნებში კრიზისების სიღრმეს.**

მსოფლიო ბანკის გამოკვლევებით, ქვეყნების კრიზისული მდგომარეობა ძირითადად საბაზრო დისციპლინის მოთხოვნების უგულებელყოფამ განაპირობა, რაც მნიშვნელოვანი ფაქტორია მაკროეკონომიკური სტაბილურობისა და ეკონო-

მიკური ზრდისათვის. ამ მოთხოვნების უგულებელყოფამ, თავის მხრივ, პრივატიზების შედეგად გავლენიანი ჯგუფების შექმნა, საგადასახადო დავალიანებების ზრდა, ფინანსური რესურსების არარაციონალური გამოყენება განაპირობა.[1]

დასავლეთის ეკონომისტებს შორის მიმდინარეობს კამათი, თუ ეკონომიკური რეფორმების დროს წარმოების დაცემის და უმუშევრობის დონის რა დანაკარგები შეიძლება იქნეს მიზანშეწონილად აღიარებული. პრაქტიკულად, ასეთი საუბარი პოსტკომუნისტურ ქვეყნებთან მიმართებაში არ გამოკვეთილა, რადგან თავისი ბუნებით ამ ქვეყნების ტრანსფორმაცია საბაზრო ეკონომიკაზე იყო უნიკალური იმ თანმდევი მოვლენებით, რომელსაც აქამდე ბუნებაში და ისტორიაში არ ჰქონია ადგილი. შესაბამისად, ეკონომიკური და ფინანსური კრიზისებიდან თავის დაღწევის გზების ძიებაც ანალოგიურად - ცდებისა და შეცდომების გზით წარიმართა. თუმცა, აშკარაა, რომ გარდამავალი პერიოდის ტრანსაქციული ხარჯები მაღალ ჰიპერინფლაციასა და ეკონომიკის ზრდის დაცემაში გამოიხატა, რომელიც, თავის მხრივ, გამოიწვია საბაზრო ინსტიტუტების განუვითარებლობამ და ფინანსური ინსტიტუტების სუსტმა რეგულირებამ.

ფინანსური პოლიტიკის კრიზისი რუსეთში. 1998 წლის აგვისტოში რუსეთში გავრცელდა კრიზისი, სადაც ერთმანეთს გადაეხლართა სავალუტო და საბანკო კრიზისები და მათი წარმოშობის მიზეზი სახელმწიფოს მიერ არასწორად წარმართული ფინანსურ-სავალუტო პოლიტიკა გახდა.

1995-1997 წლებში რუსეთის სახელმწიფო ბიუჯეტი მკვეთრად დეფიციტური იყო. მის დასაფარად რუსეთის მთავრობა პერიოდულად ზრდიდა თავის ფინანსურ ვალდებულებებს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით, რომლის რეალიზაცია როგორც შიგა, ასევე მსოფლიო ბაზრებზე ხდებოდა.

---

1 The first Ten Years: Analysis and Lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union (2002). Report #23511, World Bank. http://wbln0018.worldbank.org/cca/cca.nsf

იგი მიზნად ისახავდა სესხების მოზიდვისათვის და ეროვნული ვალუტის განმტკიცებისათვის ხელშეწყობას. ამ პოლიტიკით გადამეტებულმა გატაცებამ უარყოფითი შედეგები გამოიღო. ემიტირებული ფასიანი ქაღალდების ღირებულება 1997 წელს მთლიანი შიგა პროდუქტის 15%-ს აღემატებოდა. სახელმწიფო ვალების მომსახურება და მისი ნაწილის დაფარვა დამატებით ემისიას მოითხოვდა, ემისიის ზრდა კი „ფინანსური პირამიდის" ჩამოყალიბებას და სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე სარგებლის განაკვეთების გაზრდას ნიშნავდა, რაც შემდგომში გარდაუვალ კრიზისს მოასწავებდა.

ფასიანი ქაღალდების ემისია, როგორც ბიუჯეტის შევსების წყარო, თანდათანობით სახიფათო თამაშს ემსგავსებოდა. ფინანსთა სამინისტრო დავალიანებების დასაფარად ხარჯებს ზრდიდა. მიღებული შემოსავლები და მის მომსახურებაზე გაწეული დანახარჯების ბალანსი ბიუჯეტისათვის სულ უფრო ნაკლებად სარგებლიანი ხდებოდა. ფასიანი ქაღალდების ემისიამ ჯერ კიდევ ერთი წლით ადრე თანდათანობით დაიწყო თავისი მნიშვნელობის დაკარგვა.

სახელმწიფო პოლიტიკაზე შესაბამისი რეაგირება როგორც შიგა, ასევე უცხოელმა ეკონომიკურმა აგენტებმა მოახდინეს. შედეგად, შემცირდა უცხოური ინვესტიციები, ფასიანი ქაღალდების რეალიზება, გაუარესდა რუსეთის საგადასახდელო ბალანსი, ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა მკვეთრად შემცირდა. ამას ისიც დაემატა, რომ 1998 წლის მესამე კვარტალში ფასიანი ქაღალდების დიდი ნაწილის ანაზღაურების ვადა დადგა. ამ პერიოდს კრიზისიც დაემთხვა, რუბლის დევალვაცია გარდაუვალი გახდა.

რუსეთის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოთხოვნის შემცირება ძირითადად განაპირობა რუსეთის სახელმწიფოს მიერ აღებული ვალდებულებების მიმართ უცხოური ინვესტორების უნდობლობამ. აშკარა გახდა ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდა. ამ მდგომარეობას მსოფლიო ბაზარზე რუსეთის ძირითადი საექსპორტო პროდუქტებზე - ნავთობზე და გაზზე ფასების შემცირებაც აუარესებდა, რომელმაც ბიუჯეტის შემოსავლები შეამცირა, ხოლო რუბლის კურსის სტაბილიზა-

ციისათვის ცენტრალური ბანკი თავის ოქროს მარაგებს ხარჯავდა. უცხოელმა ინვესტორებმა რუბლის მოსალოდნელი დევალვაციისაგან თავიდან ასაცილებლად დროულად დაიჭირეს თადარიგი და რუსული ვალუტის მოშორება დაიწყეს, რამაც მოსალოდნელი კრიზისი კიდევ უფრო დააჩქარა.

1997-1998 წლებში მსოფლიო ბაზრებზე გაიზარდა ნავთობი და ნავთობპროდუქტები და ფასები თითქმის 40%-ით შემცირდა. მსოფლიო ფასები დაეცა სხვა სანედლეულო პროდუქციაზეც. ამის შედეგად, რუსეთის ნავთობის ექსპორტი 2-ჯერ შემცირდა. ნავთობის კრიზისის თავიდან ასაცილებად ნავთობმომპოვებელი ქვეყნები შეთანხმდნენ ნავთობის მოპოვების შემცირებაზე, მაგრამ ეს ღონისძიება რუსეთისათვის დაგვიანებული აღმოჩნდა. სსფ-ის მონაცემებით, მსოფლიო ფასების შემცირების შედეგად, რუსეთის ზარალი მარტო ნავთობზე და ნავთობპროდუქტებზე 2,8 მლრდ. დოლარი შეადგინა. ამ ზარალის კომპენსირების ერთ-ერთი გზა საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაციებიდან სესხების მიღება იყო.

ამას ისიც დაემატა, რომ რუსეთი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების უცხოელი მფლობელებისათვის ვალის გასასტუმრებლად იძულებული იყო ევროობლიგაციები მიეცა, რაც მის სავალუტო-სარეზერვო ფონდს კიდევ უფრო მეტად ამცირებდა. ამასთან, ევროობლიგაციების შესყიდვით, რუსეთს უკვე აღარ შეეძლო ბიუჯეტის შევსება, რადგან მისი წლიური სარგებელი 30%-ს აჭარბებდა.

კრიზისის თავიდან ასაცილებლად რუსეთის ხელისუფლებამ გაატარა შემდეგი ღონისძიებები:

1. რუბლის დევალვაციის გასანეიტრალებლად და სავალუტო სახსრებზე მოთხოვნის გაზრდის შესამცირებლად, რუსეთის მთავრობამ შემოიღო დამატებითი საბაჟო გადასახადი 3%-ის ოდენობით და ამით შეზღუდა იმპორტი;

2. დასაწყისში ცენტრალურმა ბანკმა რუბლის კურსის შესანარჩუნებლად გაზარდა სავალუტო თანხები. შედეგად, მკვეთრად შეუმცირდა ოქროს და სავალუტო რეზერვები 17 მლრდ დოლარით, რამაც ცენტრალური ბანკის რეზერვების

დაახლოებით 8 % შეადგინა;

3. ცენტრალურმა ბანკმა გაამკაცრა კომერციული ბანკების მიერ ვალუტის შესყიდვა, ამან თავდაპირველად მოითხოვა რუბლის გადარიცხვა ვალუტის სანაცვლოდ, რამაც მრავალი ბანკი გადახდისუუნარო გახადა. ამასთან, მკვეთრად შეიზღუდა მოთხოვნები ვალუტაზე, სავალუტო კორიდორი 2,3-ჯერ გაიზარდა. ამას ბაზრის საპირისპირო რეაქცია მოჰყვა: გაძვირდა ვალუტა, გაიზარდა იმპორტული საქონლის ფასები და ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე ოპერაციები გაიყინა;

4. კომერციულ ბანკებს აგვისტოს შუა რიცხვებში საზღვარგარეთ აღებულ კრედიტებზე ვალის გადახდა დროებით აეკრძალათ.

ამდენად, ფინანსურ-საკრედიტო პოლიტიკის კრიზისის შედეგად, სახელმწიფომ ინვესტორების ნდობა დაკარგა. ცენტრალური ბანკი იძულებული გახდა დაეხურა სავალუტო ბაზარი, ხოლო სახელმწიფომ კი თავის ვალდებულებებზე ნაწილობრივ უარი განაცხადა.

ეროვნული ვალუტის შესუსტების შედეგად, ფაქტობრივად რუსეთის ეკონომიკის დოლარიზაცია მოხდა. რუსეთის მთავრობის მიერ გატარებული ადმინისტრაციული ღონისძიებები ეკონომიკური კრიზისის თავიდან ასაცილებლად არასაკმარისი აღმოჩნდა. იგი ეკონომიკაში მხოლოდ ადმინისტრაციულ ჩარევას ითვალისწინებდა და ფაქტობრივად ეკონომიკური რეფორმების შეჩერებას გულისხმობდა.

რუსეთის ფინანსური კრიზისი „დომინოს ეფექტის" მოქმედებით გავრცელდა რუსეთთან ეკონომიკურად მჭიდროდ დაკავშირებულ ქვეყნებში. უკრაინაში კრიზისი, სხვა ფაქტორებთან ერთად, გამოიწვია უცხოური კაპიტალის შემოსვლის დაბალმა ტემპმა, საგარეო და შიგა ვალების დაგროვებამ და სხვა შიგა პრობლემებმა. ბელორუსში ეკონომიკის ზრდა მკვეთრად დაეცა, ამიტომ უკვე კრიზისში მყოფი ქვეყნისათვის ფინანსური კრახი მოულოდნელი არ ყოფილა. ბალტიისპირეთის ქვეყნებმა, მართალია გაუფასურებისაგან თავიანთი ეროვნული ვალუტის დაცვა შეძლეს, მაგრამ ექსპერტების გაანგარიშებით, ამ კრიზისის გამო მაინც იზარალეს.

თავი 3. ფინანსური პოლიტიკის რეფორმები პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში

3.1. ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის ევოლუცია

ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ევოლუცია. 90-იან წლებში გარდამავალმა ქვეყნებმა ინსტიტუციონალური გარდაქმნები ძირითადად დაამთავრეს და სხვადასხვა ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის გამოყენებით ინფლაციის 10%-ზე უფრო დაბალ მაჩვენებელს მიაღწიეს. ამავე პერიოდში გამოვლინდა მთელი რიგი რისკები, რომლებმაც სავალუტო კრიზისების გავრცელების პირობები შექმნეს, ხოლო შემდგომ აიძულეს ქვეყნები თავიანთი ფულად-საკრედიტო პოლიტიკისათვის გადაეხედათ. აღმოჩნდა, რომ ფიქსირებული გაცვლითი კურსის მქონე ქვეყნები (მაგალითად, ბალტიისპირეთის ქვეყნები), ანტიინფლაციური პოლიტიკის გატარებაში შეზღუდულნი იყვნენ. მეორეს მხრივ, უცხოური ინვესტორების ენთუზიაზმის შესანარჩუნებლად ეროვნული ვალუტის რეგულირება არ იყო მიმზიდველი და იგი ინფლაციის განვითარების საშიშროებას ქმნიდა. ქვეყნების განვითარების სხვადასხვა პირობების შესაბამისად ჩამოყალიბდა ფულად-საკრედიტო რეგულირების ოთხი სისტემა:

1. ქვეყნები (ბალტიისპირეთის ქვეყნები და ბულგარეთი), რომლებმაც მიზნად დასახეს მყარი სავალუტო ფიქსირებული კურსის შენარჩუნება და ინფლაციის თარგეთირება, ჩამოაყალიბეს სავალუტო საბჭოს მსგავსი რეჟიმები; [1]
2. ქვეყნების მეორე ჯგუფმა (ყაზახეთი და სომხეთი) მიზნად დასახეს ინფლაციის თარგეთირება;
3. ქვეყნების მესამე ჯგუფმა (რუსეთი) მიზნად დაისახეს ანტიინფლაციური პოლიტიკის გატარება;

---

1 თუმცა, კლასიკური ფორმით საველუტო საბჭოები ამ ქვეყნებში დღესაც არ მოქმედებენ.

4. მეოთხე ჯგუფის ქვეყნებს კი მიეკუთვნებიან უმრავლესი პოსტსაბჭოთა ქვეყნები (საქართველო, მოლდოვა, აზერბაიჯანი, თურქმენეთი, ტაჯიკეთი, უზბეკეთი), რომლებიც ანხორციელებენ ე.წ. „შერეულ პოლიტიკას" და დაბალი ინფლაციის შენარჩუნებასთან ერთად გაცვლითი კურსის ოპტიმიზაციაზე არიან ორიენტირებულნი.

თავდაპირველად, ფიქსირებული გაცვლითი კურსის მქონე ქვეყნებისათვის დამახასიათებელი იყო მაღალი ჰიპერინფლაცია. ცენტრალურ ბანკებს კომერციული ბანკების დასაკრედიტებლად შეზღუდული როლი გააჩნდა და ისინი მთავრობებს ფართოდ აფინანსებდნენ. უცხოურ ბანკებს და კომპანიებს ფინანსურ ბაზრებზე მაღალი ხვედრითი წილი ჰქონდათ. ამ და კიდევ სხვა ფაქტორებმა განსაზღვრეს 90-იანი წლების დასაწყისში ბალტიისპირეთის ქვეყნებს თავიანთი ეროვნული ვალუტა მიებათ იმ ქვეყნების უცხოური ვალუტისათვის, რომელიც შედარებით სტაბილურობით გამოირჩეოდა და მათი ძირითადი დონორები იყვნენ. ბალტიისპირეთის ქვეყნებისათვის ასეთი ვალუტა მარკა გახდა. მიუხედავად ამისა, ამ ქვეყნებს საშუალოდ 6 წელი დასჭირდათ 10%-ზე დაბალი ინფლაციის მისაღწევად.

ეროვნული ვალუტის სიმყარე მათი ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ეფექტიანობის კრიტერიუმია, თუმცა, ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ ამის საფასურად მათ უარი თქვეს მონეტარული პოლიტიკის გამოყენებაზე და შექმნეს ლიბერალური სავალუტო კანონმდებლობა. ასეთი ქვეყნები მცირე ქვეყნებია, ამიტომ სერიოზული ფინანსური მონოპოლიებისათვის ნაკლებად მიმზიდველებია მათ ბაზარზე სპეკულაციური კაპიტალის იმპორტის განსახორციელებლად. შესაბამისად, მათი საგადასახდელო ბალანსიც ნაკლებად ირყევა. ამასთან, ამ ქვეყნებში ცენტრალურმა ბანკებმა კომერციულ ბანკებზე ზედამხედველობის ფუნქცია შეინარჩუნა, მაგრამ 1995-96 წლებში საბანკო კრიზისებს მაინც ვერ გადაურჩნენ.

ჩვენ არ შეგვიძლია ვამტკიცოთ, რომ ასეთი პოლიტიკა სტაბილურობის მიღწევის ერთადერთი გზა იყო, ან პირიქით. საქმე ის არის, რომ ეროვნულ ბანკს, სავალუტო საბჭოს რეჟიმის

ჩამოყალიბების გარდა, ეროვნული ვალუტის სტაბილურობის შესანარჩუნებლად სხვა ბერკეტებიც გააჩნია.

ინფლაციის თარგეთირებაზე ორიენტირებულ ქვეყნებში დაბალი ინფლაციის მიღწევამდე შემოიღეს, ასე ვთქვათ, კორიდორი ინფლაციის შესამცირებლად. ასეთი კორიდორი სარგებლის განაკვეთების მიმართაც განხორციელდა (უნგრეთი). ზოგიერთი ქვეყანა ფიქსირებული კურსიდან თარგეთირებულ ინფლაციაზე გადავიდა (სომხეთი) და აქცენტი წმინდა ინფლაციის მაჩვენებელზე გააკეთა.[1] სხვა ქვეყნებში ინფლაციის ზემოქმედების ბერკეტად გამოიყენეს სარგებლის განაკვეთები, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით ოპერაციები ღია ბაზარზე (საქართველო, პოლონეთი). ამასთან, ეროვნულ ბანკსა და სახელმწიფოს მიერ გატარებულ ბიუჯეტურ პოლიტიკას შორის აშკარად გამოვლინდა წინააღმდეგობები. თარგეთირებული ინფლაციის პოლიტიკა წარმატებული იმ ქვეყნებში აღმოჩნდა, სადაც ეს წინააღმდეგობები ინსტიტუციონალურად დარეგულირდა და მიღწეული იქნა შეთანხმება, რათა ბიუჯეტური ხარჯები მიზნობრივად ინფლაციის გათვალისწინებით გაეწიათ. სხვა ქვეყნებში, სადაც ინსტიტუციონალური რეგულირება არ განხორციელდა და ცენტრალური ბანკი და მთავრობა ერთმანეთის გამანეიტრალებელ პოლიტიკას ახორციელებდა, ეკონომიკა გრადუალურად განვითარდა. ინფლაციის შენელებასთან ერთად შემცირდა ეკონომიკის ზრდის ტემპები და ბიუჯეტური შემოსავლებიც. ეს ვითარება ვალუტის გაცვლითი მცოცავი კურსის პოლიტიკას ემყარებოდა. დადგა ვალუტის დევალვაციას და ინფლაციას შორის ალტერნატივის საკითხი, თუმცა, სხვა ქვეყნებისაგან განსხვავებით, ყაზახეთში ერთდროულად ეროვნული ვალუტის კურსისა და ინფლაციის შემცირება განხორციელდა.

უმეტესმა პოსტსაბჭოთა ქვეყანამ შერეული პოლიტიკა გამოიყენა. მონეტარული პოლიტიკა აქცენტირებული იყო გაცვლითი კურსის რეგულირებაზე. გარდამავალი ქვეყნებისათვის დამახასიათებელი იყო უცხოური ვალუტის დიდი წილი ეროვ-

1 ეს მაჩვენებელი სახელმწიფოს მიერ დადგენილ ფასებს, ტარიფებს და არაპირდაპირ გადასახადებს გამორიცხავს.

ნულ ეკონომიკაში და ადგილობრივი ფინანსური და საბანკო სისტემების სუსტი მონაწილეობა ეკონომიკურ საქმიანობაში. ამიტომ უცხოური ვალუტა ფულის მიმოქცევაზე ზემოქმედების ეფექტური საშუალება ხდებოდა. შესაბამისად, ვალუტის მართვადი მცურავი კურსი ყოფილი საბჭოთა და მთელი რიგი ევროპის ქვეყნებისათვის დამახასიათებელი გახდა. პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში უცხოური კაპიტალის მონაწილეობა იმ კომერციულ ბანკების საქმიანობას უქმნიდა საშიშროებას, რომელთაც დივერსიფიცირებული კრედიტები არ გააჩნდათ და მათ პორტფელში უცხოურ ვალუტას მაღალი წილი ეკავა. არალიკვიდურობის პირობებში ეს ბანკები რისკის წინაშე აღმოჩნდნენ. მათ გადასარჩენად ცენტრალურმა ბანკმა მოკლევადიანი კრედიტები გასცა, ხოლო სხვა ქვეყნებში კი უცხოურ ვალუტის საბანკო პორტფელებში მონაწილეობამ ეს ბანკები კრიზისებს გადაარჩინა (საქართველო).

მთლიანობაში, პოსტსაბჭოთა ქვეყნებისათვის დამახასიათებელი იყო დისკრეციონული ფინანსურ-სავალუტო პოლიტიკა ფულადი და ინფლაციური თარგეთირების ცალკეული ელემენტებით. მათთვის დამახასიათებელი იყო ვალუტის თავისუფალი ცურვისადმი შიში. 1998 წლის კრიზისის შემდეგ, ეს შიში განეიტრალდა, თუმცა, აღმოჩნდა, რომ გაცვლითი კურსის კვაზიფიქსირებული რეჟიმი ინფლაციის თანმიმდევრულ შემცირებას ვერ უზრუნველყოფდა.

საერთო კანონზომიერება იყო ხელისუფლების სწრაფვა ინფლაციის გასაკონტროლებლად. ფასების ლიბერალიზაციამ ხელი შეუწყო რესურსების გადანაწილებასა და ფასების ზრდას, პარალელურად კი ფასების ზრდის მოლოდინმა ეს პროცესი დააჩქარა. საგარეო ვაჭრობის ლიბერალიზაციამ უცხოურ ვალუტაში ფულის მოცულობა კიდევ უფრო მეტად გაზარდა. ფულის მიწოდების ზრდამ ფასების ზრდის პროვოცირება მოახდინა და ინფლაცია ჰიპერინფლაციაში გადაიზარდა. ამას თან მოჰყვა ფინანსურ აქტივებზე სარგებლის განაკვეთების ზრდა, რომელმაც ფინანსურ სექტორში დანაზოგების კაპიტალიზაცია კიდევ უფრო დააჩქარა. ამდენად, ფინანსურ სექტორში აქტივების ფასის სპეკულაციური

ზრდის შედეგად რეალურ სექტორში ინვესტიციები და წარმოება შემცირდა. ეს იყო პოსტსაბჭოთა ქვეყნების განვითარების საერთო სცენარი, რომელიც შემდგომ გლობალური ფინანსურ-სავალუტო კრიზისების ინიცირებით გამწვავდა.

სავალუტო ევოლუციის წინააღმდეგობები. ქვეყნებში წინაკრიზისულ პირობას ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსების არათანმიმდევრული და წინააღმდეგობრივი შიგა პოლიტიკა ქმნის. იგი ფასიანი ქაღალდების ემისიასა და შიგა ვალის გაზრდას ეფუძნება. კერძო სექტორი ცდილობს ისარგებლოს შექმნილი მდგომარეობით და სპეკულაციური ქცევებით მიიღოს სარგებელი. ასეთი პოლიტიკა შეიძლება მანამ გაგრძელდეს, სანამ ცენტრალურ ბანკს საკმარისი საერთაშორისო სავალუტო რეზერვი გააჩნია. გარე ბაზარზე მომუშავე ეკონომიკური აგენტები ცდილობენ თადარიგის დაჭერას, ვიდრე ბანკის რეზერვები კრიტიკულ წერტილს მიაღწევს. ამიტომ ბაზარზე მათი შეტევა სისტემატურ ხასიათს იძენს, რაც სავალუტო ბაზარს კიდევ უფრო ძაბავს. გარკვეულ საფეხურზე ეს შეტევები წარმატებულია, რის შედეგადაც „ჩრდილოვანი მცურავი სავალუტო კურსი" ყალიბდება. რაც უფრო უძლური ხდება ცენტრალური ბანკი სავალუტო კურსის სტაბილურობაში, მით უფრო ძლიერდება თავისუფალი გაცვლითი კურსის მოქმედება და მასზე სპეკულაციური შეტევაც ჩერდება.

როდესაც ცენტრალური ბანკის საერთაშორისო რეზერვები დიდია და მთავრობისადმი გაცემული შიგა კრედიტი მცირე, მაშინ ხელოვნურად გაწონასწორებული სავალუტო კურსი ხანგრძლივი პერიოდით უსაფრთხოა და სპეკულაციური შეტევებიც უშედეგო, რადგან ასეთი შეტევებით შემოსავლებს მხოლოდ ბაზრის პროვოცირების მომწყობი აგენტები კარგავენ. სავალუტო წონასწორობის რღვევა ცენტრალური ბანკის საერთაშორისო რეზერვების ამოწურვის შემდეგ იწყება. ამასთან, რაც უფრო იზრდება ცენტრალური ბანკის მიერ მთავრობის შიგა დაკრედიტება, მით უფრო ღრმავდება წინააღმდეგობები. და ბოლოს, რაც უფრო მაღალია სარგებლის განაკვეთის ელასტიკურობა, მით უფრო სწრაფად იწყება სა-

ვალუტო კრიზისი. ბანკის რეზერვების ამოწურვის შემდეგ გაცვლით კურსზე სპეკულაციური შეტევა შედეგიანია.

ასეთი სცენარის საფუძველია სავალუტო ბაზარზე სპეკულაციური ზეწოლის თავისებურებები. იგი ხელისუფლების რეალურად შესაძლებელ მარტივ და მექანიკურ პოლიტიკას ეფუძნებოდა. ხელისუფლებას ძალუძს შეამციროს საგადასახდელო ბალანსის პრობლემები, რომლებიც ამძაფრებენ ფისკალურ პოლიტიკას, ხოლო ცენტრალური ბანკი, გარდა გაცვლით კურსზე ინტერვენციისა და მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებისა, სხვა ინსტრუმენტებსაც ფლობს, რომელთა გამოყენება მოკლევადიან და გრძელვადიან ეკონომიკურ მიზნებს შორის კომპრომისთან არის დაკავშირებული.

ქვეყნები მსგავსნი არიან იმით, რომ ხელისუფლების ქცევა სპეკულაციური ზეწოლისას შეზღუდულია თავისუფალი ქმედებისაგან პოლიტიკური და ეკონომიკური წინააღმდეგობების გამო. ამ შემთხვევაში, ბაზრის აგენტების სპეკულაციური შეტევა ვალუტაზე, დევალვაციისათვის ობიექტურ ეკონომიკურ პირობებს ქმნის. ხელისუფლება კი ვალუტის კურსის დასაცავად შეზღუდულ სავალუტო რესურსებს ფლობს. თავის მხრივ, რეზერვები განსაზღვრავენ იმ სარგებელს, რომელიც ბაზრის მოვაჭრეებმა უნდა მიიღონ.

როდესაც ხელისუფლების რეზერვები გაცილებით მეტია, ვიდრე ის რესურსები, რომელსაც ბაზრის აგენტები ფლობენ, მაშინ ბაზრის აგენტების მიერ თავიანთი რესურსების ხელისუფლებისადმი მიყიდვისას სახელმწიფო რეზერვები სავალუტო წონასწორობის შესანარჩუნებლად საკმარისი ხდება, ხოლო ეკონომიკური აგენტები კი - ზარალდებიან. ამას უწოდებენ თამაშს მაღალი რეზერვებით (**High reserve game**). სხვა შემთხვევაში, რასაც უწოდებენ თამაშს დაბალი რეზერვებით (**Low reserve game**), ხელისუფლების რეზერვები იმდენად მცირეა, რომ ნებისმიერ მოთამაშეს (ეკონომიკურ აგენტს) ხელოვნური კურსის დამყარება შეუძლია. თუ ცალკეული აგენტი მთელ თავის ეროვნულ ვალუტას გაყიდის, მაშინ იგი სარგებელს მიიღებს, მაგრამ თუ ყველა აგენტი ერთდროულად რესურსების გაყიდვას მოისურვებს, მაშინ ისინი ხელისუფლების რეზერვებიდან

თავიანთი შემოსავლების მხოლოდ ნაწილს მიიღებენ.

არსებობს კიდევ სხვა სახის თამაშიც, როდესაც არც ერთ აგენტს დამოუკიდებლად ხელისუფლებისაგან სარგებლის მიღება არ შეუძლია. ეს შესაძლებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ყველა აგენტი ერთდროულად გაყიდის თავის რესურსს. ამ დროს ეკონომიკური აგენტების შემოსავლების სტრუქტურა შემდეგნაირად ყალიბდება: ცალკეული მოვაჭრეები შეტევას იწყებენ და ზარალდებიან. ისინი შემოსავალს მათ ხელთ არსებულ ეროვნულ ვალუტის გაყიდვის გარეშე ვერ შეინარჩუნებენ. როდესაც ყველა ეკონომიკური აგენტი შეტევაზე გადადის, მაშინ თითოეულ მათგანს სარგებლის მიღების შანსი აქვს. როდესაც ყველა შეტევაზეა, მაშინ კურსი ეცემა, მაგრამ როდესაც ყველას წარმატების არ სჯერა და ეკონომიკური აგენტების მხოლოდ ნაწილი შეუტევს, მაშინ კურსის წონასწორობის შენარჩუნება შესაძლებელია. ეკონომიკური აგენტების ერთობლივი შეტევისას ხელისუფლება შუამავალ საქმიანობას ახორციელებს, რომელიც მისი რეზერვების გამოყენებას გულისხმობს. ეს კი გაცვლითი კურსის რყევების შესაძლებლობებს წარმოქმნის.

ეკონომიკური აგენტები ყოველთვის წონასწორობის დარღვევას ცდილობენ. ხელისუფლების ქმედება მიმართულია მათ გასანეიტრალებლად. ეს ქმედება ზოგიერთ ქვეყანაში არ იყო ისე აქტიური, რომ განეიტრალებულიყო მოვაჭრეთა შეტევები, მაგრამ არც ისე სუსტი იყო, რომ კურსის ცვლილება გარდაუვალი ყოფილიყო. ეკონომიკურ აგენტებს ყოველთვის შეუძლიათ წონასწორობის დასარღვევად თავიანთი ძალების გაერთიანება.

საერთოდ, ფინანსური წინააღმდეგობები იწყება იმის გამო, რომ ხელისუფლება ცდილობს მოსალოდნელი კრიზისის თავიდან აცილებას და ამისათვის იგი ხარჯებს გაიღებს.

როდესაც ბაზარზე წარმოიშობა იმის მოლოდინი, რომ ეროვნული ვალუტის თანდათანობით გაუფასურებისა და დევალვაციის შედეგად იქმნება თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსი, ხელისუფლებას სულ უფრო გაუჭირდება ძველი წონასწორობის აღდგენა, რადგან ვალუტის კურსის ცვლილებები აგენტების სუბიექტურ აღქმაზე ხდება დამოკიდებული. ასეთ

პირობებში ეკონომიკური აგენტების სულ მცირე აქტიურობაც კი წონასწორობას არღვევს.

სავალუტო წონასწორობის დასარღვევად მრავალი ხელშემწყობი პირობა არსებობს. ფულადი ნიშნების გამოშვების შემცირების შედეგად სარგებელი იზრდება, რაც პირველი სიმპტომია ეკონომიკური აგენტების მიერ სავალუტო ბაზარზე ზეწოლის დასაწყებად. სახელმწიფო ვალის სავალუტო სტრუქტურამ კრიზისი კიდევ უფრო შეიძლება გააუარესოს. სარგებლის განაკვეთების ზრდა, რომელიც ეროვნული ვალუტის გაუფასურებას მოყვება, ხელისუფლების წინაშე ალტერნატიული ვარიანტის არჩევის შესაძლებლობას აყენებს: ან ბანკების გაკოტრება ან კიდევ სწრაფად გაუფასურებული ვალუტა. სარგებლის განაკვეთის ზრდა შემოსავლების ისეთ გადანაწილებას იწვევს, რომელიც ხელისუფლებისათვის სასურველი შეიძლება არ იყოს. მაგალითად, დიდ ბრიტანეთში 1992 წელს უძრავ ქონებაზე ფასების ზრდამ კომერციულ ბანკებში დეპოზიტები შეამცირა. საპირისპირო მოვლენას ჰქონდა ადგილი საქართველოში, რუსეთში, სომხეთში და სხვა ქვეყნებში. ბოლო წლებში ეროვნული ვალუტის გამყარებასთან ერთად სარგებლის განაკვეთების და უძრავ ქონებაზე ფასის ზრდა შეიმჩნეოდა, ამასთანავე, საბანკო დეპოზიტებიც იზრდებოდა. თუ დიდ ბრიტანეთში ფინანსური დანაზოგები ალტერნატიულ და კონკურენტულ სფეროებში გადანაწილდა, პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში ფინანსური დანაზოგების განაწილება ხდება არა უძრავი ქონების ბაზრებსა და კომერციულ ბანკებს შორის კონკურენციის საფუძველზე, არამედ იმის მიხედვით, თუ ეროვნული ვალუტა რა შემთხვევაში შეინარჩუნებს თავის ღირებულებას, რაც თავის მხრივ, ეროვნული ვალუტის ფარული გაუფასურების მოლოდინის მატარებელია.

ამ სცენარის თავისებურებაა ის, რომ გაცვლითი კურსის წონასწორობის რღვევა, გაცვლის მყარი პარიტეტის დასაცავად, სახელმწიფოს მიერ გაღებულ ზედმეტ ხარჯებს ემყარება, იმ დროს, როდესაც ეკონომიკური აგენტები სახელმწიფო პოლიტიკას მიზანშეწონილად არ მიიჩნევენ და მის კრახს ელოდებიან. ასეთი პესიმისტური მოლოდინი თავდაპირველად ქვეყნის

ეკონომიკური მდგომარეობის გაუარესების პროგნოზის ან კიდევ ეკონომიკის ხანგრძლივი პერიოდით დეპრესიული მდგომარეობის საფუძველზე (მაგალითად, ასეთი სიმპტომი შეიძლება გახდეს შრომის ბაზრის მდგომარეობის გაუარესება) ჩნდება. ამის შედეგად სპეკულაციური შეტევები იწყება, რაც მართლაც ეკონომიკურ სიტუაციას აუარესებს და ეკონომიკური წონასწორობის რღვევაც თვითრეალიზაციით ვითარდება. ეკონომიკური აგენტები ვარაუდობენ, რომ თუ ისინი ეროვნულ ვალუტას არ გაყიდიან, მაშინ შემოსავლებს დაკარგავენ და თავიანთი შემოსავლების დაცვას ვერ შეძლებენ, რადგან ძველი გაცვლითი კურსი უკვე აღარ მოქმედებს....კრიზისის თვითრეალიზაციის მოლოდინი ბაზრის აგენტების ერთობლივ ქცევას ეფუძნება, რომელიც მხოლოდ მოკლე პერიოდზე გათვლილი სარგებლის მიღებას ემყარება. მათი მანიპულაცია წონასწორობის რღვევას აძლიერებს.

სავალუტო კურსის ცვლილების პირობა დაძაბული პოლიტიკური ვითარებაც შეიძლება გახდეს, რომელიც მოსალოდნელი არეულობის შესახებ მოსახლეობას პესიმისტურად განაწყობს. ასეთი განწყობის შედეგად აგენტები სავალუტო ბაზარზე ზეწოლას იწყებენ, რომლის შედეგად საბანკო სისტემამ კრახი განიცადა და სავალუტო კრიზისი წარმოშვა. ამის მაგალითია, 2003 წლის ნოემბერში საქართველოში პოლიტიკური კრიზისის გამო „ვარდების რევოლუცია", რომლის შედეგად მთავრობა გადადგა და ამ პერიოდში ეროვნულმა ვალუტამ კვლავ მოკლევადიანი დევალვაცია განიცადა.

პოსტსაბჭოთა ქვეყნებისათვის დამახასიათებელია ფისკალური დეფიციტი და მაღალი ინფლაცია. გარკვეულწილად იგი ფინანსურ ბაზრებზე ეკონომიკური აგენტების ჯგუფური ზეწოლისა და პანიკის წინაპირობა ხდება.[1]

საბანკო სისტემაში მოსალოდნელ გართულებასთან ერთად

1 **Stiglitz J.** (1998). The Role of International Finantial Institutions in the Current Global Economy. Address To the Chicago Council on Foreign Relations, February, 27, Chicago. Http://www.worldbank.org/html/extme/jssp022798.html;

Radelet S., Sachs J. (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, prospects. Harvard Institute for International Development. http://www.stern.nyu.edu/-nrubina/asia.

სარგებლის განაკვეთები კიდევ უფრო იზრდება, რაც ფინანსური პანიკის ინიცირებას ახდენს. პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში 1997-98-იან წლებში ფინანსურ კრიზისს წინ უძღვოდა სარგებლის განაკვეთების და დეპოზიტებსა და სესხებზე განაკვეთებში სხვაობის ზრდა, რომელიც ფინანსური წონასწორობის მოსალოდნელი რღვევის სიგნალი იყო (იხ. ცხრილი 5).

განსხვავებული პოზიციები წარმოიშვა იმასთან დაკავშირებით, თუ რა უფრო მნიშვნელოვანი იყო სავალუტო წონასწორობის დარღვევაში - საბანკო სისტემისა და ეკონომიკის მდგომარეობის გაუარესება თუ ფინანსურ-სავალუტო პანიკა?

წონასწორობის რღვევა დაკავშირებულია ფინანსური ინსტიტუტების მიკროეკონომიკურ პრობლემებთან, რომელიც სავალუტო რეჟიმზე სპეკულაციურ შეტევას იწვევს. კერძოდ, არარეგულირებული ბანკებისა და ფინანსური ინსტიტუტების მიერ მორალურად რისკიანი სესხების გაცემის შედეგად ეკონომიკაში არალიკვიდური სესხების გაცემა და ჭარბი კაპიტალის ინვესტირება ხორციელდება. კრახი გარდაუვალია მაშინ, როდესაც მთავრობა შეეცდება აქტივებზე გარანტიების შემოღებას. სუბსიდიები მთავრობის ბიუჯეტის დეფიციტს, ხოლო ბანკების დავალიანებები კი - მთავრობის ვალს ავლენს. ბაზრის აგენტები მომზადებულები არიან იმის მოლოდინში, რომ იმ შემთხვევაში, თუ ფინანსური კრიზისი დაიწყება, მთავრობა შეეცდება შესაბამისი ნაბიჯი გადადგას და ფინანსური ინსტიტუტები გადაარჩინოს. სავალუტო წონასწორობის რღვევა მთავრობის ამ ქცევაზე საბაზრო რეაგირების შედეგია. იგი არის სტრუქტურული რეგულირების განხორციელების ნაკლოვანებების შედეგი, ფინანსური რესტრუქტურიზაციის ფისკალური დანახარჯი, ფისკალური დეფიციტისა და ეკონომიკური აქტივობის მოსალოდნელი შემცირების გამოვლენა. ექსპანსიონისტურ ფინანსურ შუამავლობაზე სუსტი ზედამხედველობის გამო ჩნდება არალიკვიდური სესხი, ჭარბი ინვესტიციები და ხელოვნურად გაბერილი აქტივები იქმნება. ამ პირობებში ერთგვარი ილუზიაა მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გამართულად წარმართვა.

ცხრილი 5.

სარგებლის განაკვეთების კოეფიციენტი (დეპოზიტზე სარგებლის განაკვეთის თანაფარდობა სესხის განაკვეთთან)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
აზერბაიჯანი	16.7	13.2	100.0	84.1	39.4	53.5	39.4	63.8	65.6	42.9	49.9	61.7	58.4	49.9	60.0
ბელორუსი		90.9	60.3	57.6	51.9	49.2	53.1	46.6	55.5	72.8	72.8	72.8	75.2	81.3	87.5
ესტონეთი			50.2	55.1	75.4	96.5	54.8	103.7	76.5	44.0	56.1	47.2	33.4	25.3	46.5
ლატვია		40.1	51.1	45.0	46.2	40.7	37.3	38.1	36.4	49.1	42.7	55.6	44.0	47.5	49.3
ლიტვა	35.2	22.3	34.4	70.8	28.9	17.8	25.6	15.6	9.4	9.6	4.3	4.7	3.9	5.5	6.0
მოლდოვა				77.4	62.3	70.7	69.8	77.2	73.9	72.3	62.3	66.1	72.3	68.6	65.6
რუსეთი					31.9	37.5	52.5	40.8	27.2	23.1	31.5	28.7	35.5	38.0	32.4
საქართველო				25.6	53.3	27.1	37.0	43.7	36.6	28.7	30.8	28.7	23.2	34.9	61.0
სომხეთი				56.5	48.5	48.1	51.8	70.5	57.3	55.8	51.1	32.9	26.9	33.6	
ტაჯიკეთი	100.0	100.0	100.0	20.0	89.3	31.7	19.3	20.0	4.9	24.7	86.8	94.0	40.6	33.8	30.9
თურქმენეთი		46.3	68.7	114.3	65.0	78.1	41.3	73.9	81.7	63.3	81.3	75.5	65.3	49.7	
უკრაინა	0.0	44.6	64.0	169.9	87.6	68.4	33.4	40.5	49.9	42.4	43.3	44.1	40.2	48.2	56.5
უზბეკეთი			60.0	85.7	56.3	52.9	39.6	41.3	68.1	76.8	77.8	84.9	75.9	77.9	71.4
ყაზახეთი				76.2	54.7	52.6	85.3	64.9	83.0	83.7	78.0	73.2	67.9	70.0	80.3
ყირგიზეთი					56.5	80.2	48.7	58.5	35.4	33.5	23.8	22.9	22.9	21.7	24.0

წყარო: ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის მონაცემები - http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/sei.xls

საერთაშორისო ინვესტორების პანიკა, ადგილობრივი ხელისუფლების შეცდომები და საერთაშორისო დახმარების სუსტი პროგრამები, საბოლოოდ ბაზრებიდან უცხოური კაპიტალის "გამოდევნას" (რაც შემდგომში სავალუტო კრიზისში გადაიზარდება), ბანკების გაკოტრებას და პოლიტიკურ დესტაბილიზაციას იწვევენ.

ზოგიერთი ავტორის აზრით, ამ კრიზისის წამოშობის საფუძველია საწარმოებში კაპიტალის სიჭარბე, რაც მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს განაპირობებს.[1] კერძო კაპიტალის ნაკადების შემცირებას და საბანკო და არასაბანკო სესხების მკვეთრ შემცირებას მათზე მოთხოვნის ზრდა მოყვება.

ეს საბანკო მენეჯმენტის ნაკლოვანებებთანაც დაკავშირებულია. კერძოდ, მენეჯმენტის დანაკარგების კომპენსირების მიზნით, შუამავალი ბანკები ბაზრებზე წინასწარი ზეწოლით ეცდებიან ინვესტიციები ლიკვიდური გახადონ, მაგრამ უცხოური ინვესტიციების და კრედიტების შემცირების შედეგად ისინი ლიკვიდურობის უნარს და კაპიტალს კარგავენ. ბანკებში პანიკა ვრცელდება და ამის შედეგად მასობრივი ეკონომიკური და პოლიტიკური უწესრიგობა იწყება.

ქვეყნების სავალუტო ურთიერთობებს მრავალი მხარე აქვს, რომლებიც მხოლოდ ერთიანობაში ასახავენ იმას, თუ რეალურად რა მოხდა და რა შეიძლება მოხდეს. იმის გამორიცხვა არ შეიძლება, რომ გაცვლითი კურსის რღვევა მცირე პრობლემებით დაიწყოს და შემდგომში რადიკალურ შედეგებში გადაიზარდოს. ცხადი გახდა, რომ ფინანსური კრიზისები ეკონომიკის მდგომარეობის გაუარესებით იწყება, რომელსაც ხანმოკლე წარმატების მოსაპოვებლად სპეკულაციური ზეწოლა მოჰყვება. ეკონომიკური აგენტების სპეკულაციური შეტევით ფინანსური კრიზისი თვითრეალიზაციას იწყებს. ამ პირობებში გაცვლითი კურსის ცვლილებები ეკონომიკის რთულ მდგომარეობას ავლენს, ამ ვითარებაში კი უცხოური

1 **Blaszkewicz M.** (2000). What factors led to the Asian Financial Crisis: Were or were not Asian Economics Sound? Center For Social and Economic Research. Warsaw, p.20.

ინვესტორების ქმედება სავალუტო კრიზისების აქსელერატორს წარმოადგენს. ეკონომიკური მდგომარეობის გაუარესების მოლოდინის არარსებობისას ადგილობრივი და უცხოური ინვესტორების რეაგირება ურთიერთსაწინააღმდეგოა. პირველი ცდილობს უცხოური ვალუტის შეძენას, მეორე კი ინვესტიციების გადარჩენას. ამ რეაქციებს, თუ თავდაპირველად ინდივიდუალური ხასიათი აქვს და ინდივიდუალურ ინფორმაციებზეა დაყრდნობილი, შემდეგ მას კოლექტიური ხასიათი ეძლევა და ერთმანეთის წამბაძველობით წინასაკრიზისო პანიკა „აგორებას" იწყებს. ინგრევა ფინანსური წონასწორობა, წარმოიშობა სავალუტო კრიზისის გადამდები ინფექცია, რომელიც საგარეო ვაჭრობით ერთმანეთთან დაკავშირებულ ქვეყნებში ვრცელდება. თუ ეკონომიკური აგენტების სპეკულაციური შეტევა წარმატებულია იმ ქვეყნებში, სადაც იწარმოება საექსპორტო პროდუქცია, იმ ქვეყნებში, სადაც ეს პროდუქცია იყიდება და ადგილობრივი პროდუქტის სუბსტიტუტია, ხელისუფლებას, საკუთარი წარმოების კონკურენტუნარიანობის დასაცავად, „აიძულებს" ეროვნული ვალუტის დევალვაცია განახორციელოს. ხშირად, კრიზისების წარმოშობის ძირითადი მიზეზები საბანკო-ფინანსურ სფეროში დაშვებული შეცდომებია, რომელზედაც ეკონომიკურმა აგენტებმა რეაგირება მოახდინეს.

3.2. ფინანსური პოლიტიკის რეფორმები და სავალუტო რისკები საქართველოში

1998 წლის სავალუტო კრიზისმა რუსეთში "დომინოს ეფექტით" ზემოქმედება მოახდინა, როგორც საქართველოს, ასევე სხვა პოსტსაბჭოთა და სხვა ყოფილი სოციალისტური ქვეყნების ეკონომიკაზე. კრიზისის შედეგად ვალუტის კურსი მნიშვნელოვნად დაეცა, ფასები გაიზარდა, განვითარების ტემპები შემცირდა.

რუსეთიდან „ფინანსური შოკის" ზეგავლენა ცალკეულ

ქვეყანაში ეკონომიკური რეფორმების არასაკმარისმა განხორციელებამ და ეკონომიკური სუბიექტების პესიმისტურმა მოლოდინმა განაპირობა.[1] ეროვნული ვალუტის დევალვაციამ ინფლაციის ახალი ტალღა, ეროვნულ ვალუტზე მოთხოვნის შემცირება, მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდის ტემპების დაცემა გამოიწვია. საქართველოში საბანკო კრიზისი არ აღმოცენდა, თუმცა, ეკონომიკური მდგომარეობა სწრაფად ვერ გამოსწორდა, რეფორმების მცდელობა პესიმისტური გახდა და უძრაობის პერიოდი ჩამოყალიბდა.

ფინანსური კრიზისის შედეგები, როგორც რეალურ სექტორში, ასევე პოლიტიკურ ასპარეზზეც გამოვლინდა. ეროვნული ვალუტა მნიშვნელოვნად დევალვირებული აღმოჩნდა, რაც ისედაც სუსტი ეკონომიკის მოშლისათვის საკმარისი იყო.

კრიზისის კულმინაციის პერიოდში ლარის კურსი თითქმის 80 პუნქტით დაეცა, დოლარის კურსის გაძვირების შედეგად იმპორტულ საქონელზე ფასები 1,5-ჯერ გაზარდა. ასეთივე პროპორციით გაიზარდა ფასები შემოტანილი ნედლეულით დამზადებულ სამამულო საქონელზე.

ხელისუფლების ქცევა კლასიკური სცენარით განვითარებულ მოვლენებს დაემსგავსა, სადაც ეკონომიკურმა აგენტებმა, თავიანთი შემოსავლების დასაცავად, ნაცად ხერხს მიმართეს და სავალუტო ბაზარზე ზეწოლით კიდევ უფრო გააძლიერეს კრიზისი. ამით სავალუტო ბაზარი შეიზღუდა, დოლარზე მოთხოვნა გაიზარდა. ბაზრის შეზღუდვამ, აგენტების მოლოდინმა და ფსიქოლოგიურმა შიშმა ლარისადმი უნდობლობა გააღრმავა და მისი კურსი კიდევ უფრო დაეცა. გაცვლის რეჟიმზე ზედამხედველობის ადმინისტრაციულმა წესებმა ბაზრის მარეგულირებელი ფუნქცია შეზღუდა, ამიტომ მან კურსის სტაბილიზაციაზე მოსალოდნელი პოზიტიური ეფექტი ვერ მოახდინა.

---

1 საქართველოში სავალუტო კრიზისის მიზეზებად ქართველი ეკონომისტები ძირითადად ქვეყნის ისეთ შიდა ფაქტორებს განიხილავენ, როგორიცაა ბიუჯეტური და ფისკალური კრიზისი, ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდა და სხვ. დეტალურად იხ: კაკულია მ. (2001). სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში. თბ. გვ. 178-190.

ამ მოვლენებს წინ უძღოდა სახელმწიფო ბიუჯეტის შემოსავლების შემცირება, კრიზისი ხელფასებისა და პენსიების გაცემაში, სახელმწიფო ვალის ზრდა და იმპორტის შემცირება. ეროვნული ბანკმა ბანკთაშორის ბირჟაზე სავალუტო ინტერვენციები გააფართოვა, თუმცა იგი დოლარზე მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად და მასობრივი გადაცვლის ოპერაციების უზრუნველყოფისათვის არასაკმარისი აღმოჩნდა. მართალია, კომერციულმა ბანკებმა კლიენტების დეპოზიტების მყარ ვალუტაში შენახვა მოახერხეს, მაგრამ კრიზისის საშიშროების წინაშე დადგნენ, რადგან მათ განკარგულებაში არსებული სახსრები შემცირდა. ბაზრის შეზღუდვამ, აგენტების შემცირებამ და ფსიქოლოგიურმა შიშმა ლარის კურსის დაცემა გააძლიერა.

ყოველივე აღნიშნული მოვლენების განვითარების პირობა ეკონომიკური აგენტების მიერ ეროვნული ვალუტისადმი უნდობლობის ზრდა იყო. ამის მაჩვენებელია დოლარიზაციის კოეფიციენტის ზრდა, რომელიც უწყვეტად გრძელდებოდა 2004 წლის თებერვლის მოვლენებამდე. 1998 წელს მან შეადგინა 69%, 1999 წელს - 79%, 2004 წლის დასაწყისში მიაღწია 85%-ს, მაგრამ ლარის რევალვაციის შედეგად 2004 წლის თებერვლის ბოლოს იგი 81 პროცენტამდე შემცირდა. ამჟამად, ანაბრები უცხოურ ვალუტაში თითქმის 4-ჯერ აჭარბებს ანაბრებს ეროვნულ ვალუტაში.[1]

1999-2001 წლებში ლარი, მართალია, უფასურდებოდა, მაგრამ უმნიშვნელოდ და უმტკივნეულოდ ეკონომიკისათვის. თუმცა, ეკონომიკური აგენტების შეტევა მოსალოდნელი იყო როგორც შიგა, ასევე საგარეო ფაქტორების ზემოქმედებით და იგი თავდაპირველად თურქეთის ფინანსური კრიზისის შედეგად და შემდეგ კი თვით საქართველოში 2001 წლის ნოემბერში პოლიტიკური კრიზისის გამო კიდეც განხორციელდა.

რუსეთის კრიზისისაგან განსხვავებით, 2001 წლის დასაწყისში ლარის კურსზე თურქეთის ფინანსური კრიზისის ზემოქმედება შედარებით "რბილი" იყო და ლარის კურსის

1. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები.

ცვლილებაც მცირე ნახტომებით წარიმართა. 2001 წლის ნოემბერში კი, პოლიტიკური კრიზისის შედეგად მთავრობის გადადგომაზე კვლავ ფინანსურმა ბაზარმა მოახდინა ზეგავლენა და ახალი მთავრობის ჩამოყალიბებამდე ლარის კურსი 11 პუნქტით დაეცა.

სრულიად განსხვავებული სცენარით წარიმართა 2004 წლის დასაწყისში ლარის რევალვაცია, რომლის პირობას მსოფლიოში წინა ორი წლის განმავლობაში დოლარის კურსის მიზანმიმართული დევალვაცია და ქვეყანაში დაწყებული კორუფციის წინააღმდეგ ბრძოლის იდეოლოგია შეადგენდა.

ლარის კურსის რევალვაციაზე შიგა ფაქტორებმა, განსაკუთრებით, არალეგალური შემოსავლების ლეგალიზაციის ღონისძიებებმა იმოქმედა. ამის შედეგად, ფისკალური ეფექტი და შესაბამისად, ეროვნულ ვალუტაზე მოთხოვნა გაიზარდა. უკვე 2004 წლის თებერვალში იგი ნახტომისებურად გაიზარდა. 2003 წლის დეკემბერში ერთი აშშ დოლარი შეადგენდა 2.14 ლარს, ლარის რევალვაციამ კი კულმინაციას 7 მარტს მიაღწია და მისი ნიშნული 1,8 დოლარამდე გაიზარდა, ხოლო თვის ბოლოს იგი დოლართან მიმართებაში 1,97 ფარგლებში ჩამოყალიბდა და ფაქტობრივად, ეროვნული ვალუტა 8 პუნქტით განმტკიცდა.

დოლარიზებულ ეკონომიკაში, სადაც აშშ დოლარი იყო ეკონომიკური აგენტების ფულადი რესურსების სტაბილურობის გარანტი, ანაბრების მფლობელებს შეუმცირდათ ფულადი დანაზოგებისა და დეპოზიტების ღირებულება, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა კი თავისი სავალუტო რეზერვები დაახლოებით 20 მილიონი დოლარით გაზარდა, მაშინ, როდესაც ამავე პერიოდში იგი რეზერვებს საშუალოდ მხოლოდ 4-5 მილიონი დოლარის ფარგლებში ზრდიდა.

საქართველოში ლარის კურსი დოლართან მუდმივად მერყეობდა, დოლარი კი საქართველოს ეკონომიკაში არსებით როლს თამაშობს. დოლარიზაციის კოეფიციენტმა 2003 წელს თავის მაქსიმალურ ნიშნულს - 86 პროცენტს მიაღწია, მაგ-

რამ დღეს იგი 65 პროცენტია.[1] მიუხედავად ამ კოეფიციენტის მნიშვნელოვნად შემცირებისა, იგი კვლავ მაღალი დარჩა. კომერციული ოპერაციების დიდი ნაწილი დოლარულ გამოხატულებაში მიმდინარეობს. დოლარიზებულ ეკონომიკაში დიდია გაცვლითი კურსის მნიშვნელობა. იგი ფასების საერთო დონეს იმპორტირებული და ექსპორტირებული ფასების მეშვეობით განსაზღვრავს. დოლარიზაცია საქართველოს დამოკიდებულებას გარე სამყაროსთან აძლიერებს, რაც დოლარის დევალვაციის შემთხვევაში ეროვნულ ეკონომიკაზე და საქართველოში წარმოებულ პროდუქტზე უარყოფითად მოქმედებს.

თუ ლარის კურსი 2003 წლამდე საქართველოში მოქმედი ძირითადი უცხოური ვალუტის — დოლარის მიმართ მუდმივად ეცემოდა, ამჟამად იგი იზრდება. ბოლო წლებში აშშ დოლარი საქართველოში დევალვაციას განიცდიდა, რაც მსოფლიოში მის ცვლილებების ტენდენციას შესაბამებოდა. პარალელურად კი მყარდება ევრო (იხ. დიაგრამა 3).

ფულადი დანაზოგების ღირებულება, რომელსაც მოსახლეობა დოლარულ გამოხატულებაში ინახავს, შემცირდა. თუ ანაბრები უცხოურ ვალუტაში 2003 წელს თითქმის 6-ჯერ აღემატებოდა ანაბრებს ეროვნულ ვალუტაში, დღეს ეს პროპორცია თითქმის 3-ჯერ შემცირდა. [2]

რა თქმა უნდა, არც ლარის გამყარება და არც დოლარის დევალვაცია არ არის სახარბიელო, მაგრამ ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ ლარის კურსი დღევანდელი მდგომარეობის რეფლექსური ასახვაა და ეკონომიკაში არსებული პრობლემების სარკეა. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, როგორც ეკონომიკა ვითარდება, ისევე ლარიც „იცვლება".

საერთოდ, გაცვლითი კურსი არასდროს არ არის მუდმივი. იგი, მიმდინარე ეკონომიკურ განვითარებასთან ერთად, იცვლება იმისდა მიხედვით, საქონლისა და მომსახურების ფასე-

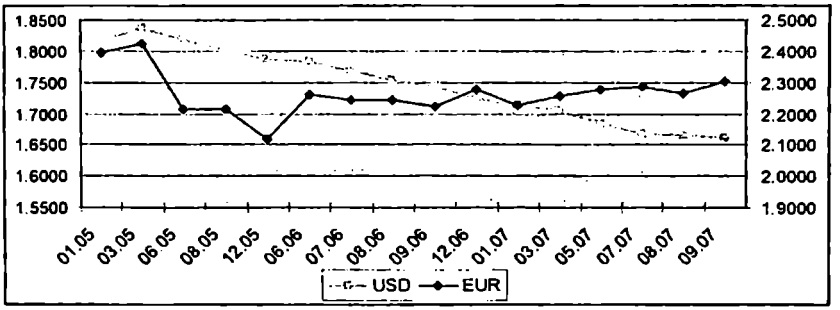
---

1 დოლარიზაცია გამოიხატება უცხოურ ვალუტაში არსებული დეპოზიტების შეფარდებაში დეპოზიტების მთლიან მოცულობასთან.

2 საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები.

დიაგრამა 3.

გაცვლითი კურსის დინამიკა (ლარი/დოლარი, ლარი/ევრო)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები

ბი და ქვეყნებს შორის სავაჭრო და საგარეო-ეკონომიკური ურთიერთობები თუ როგორ იცვლება.

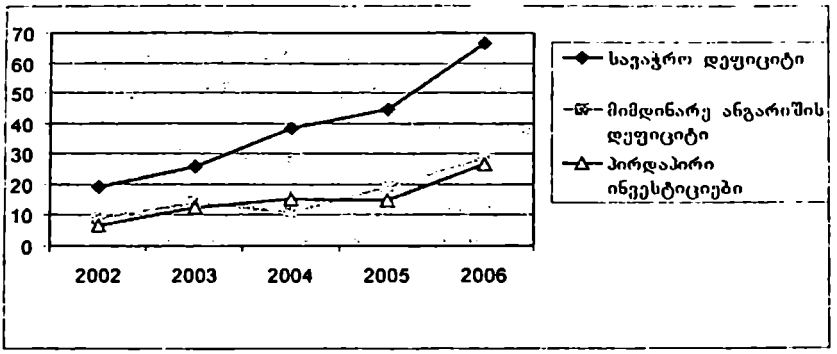
ოფიციალური მონაცემებით, საქართველოს არასდროს არ ჰქონია ზრდის ისეთი მაღალი ტემპი და არასდროს არ შემოსულა იმდენი უცხოური ინვესტიცია, რამდენიც 2004-07 წლებში; ქვეყანას არასდროს არ ჰქონია ისეთი დიდი სახელმწიფო ბიუჯეტი, როგორიც ბოლო წლებში. იმავდროულად, საქართველოს არასდროს არ ჰქონია მიმდინარე ანგარიშის ისეთი ღრმა დეფიციტი, როგორც ეს 2006-07 წლებში ჰქონდა; არასდროს არ ჰქონია ისეთი ბარიერები ექსპორტში, როგორც ეს დაიწყო 2006 წლიდან მათ შორის რუსეთის, როგორც მთავარი სავაჭრო პარტნიორის მიერ გამოცხადებული ემბარგოს გამო (იხ. დიაგრამა 4).

დღევანდელი საქართველოს ეკონომიკის განვითარება შეიძლება შეფასდეს როგორც სწრაფი განვითარება ზომიერად მაღალი ინფლაციით, უცხოური ინვესტიციების ნაკადის ზრდითა და ექსპორტის წილის დაბალი დონით. ეს კი ეროვნული ვალუტისათვის ისეთ გარემოს ქმნის, რომელიც მასზე მოთხოვნის ზრდას და კურსის გამყარებას განაპირობებს.

ყოველივე ამას თავისი ახსნაც გააჩნია. ამჟამად, საქართ-

დიაგრამა 4.

საგადასახდელო ბალანსის აგრეგატების წილი მთლიან შიგა პროდუქტში



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები

ველოს ეკონომიკური განვითარების ერთ-ერთი ძირითადი პრიორიტეტია პრივატიზების დასრულება და სახელმწიფოს მინიმალური ჩარევა ეკონომიკაში. პრივატიზების შედეგად ყოველწლიურად დიდი რაოდენობით ინვესტიციები შემოდის. ეს არის ძირითადად უცხოური ვალუტა, რომლის კონვერტაცია ლარებში ხდება და ამით ლარის კურსიც, მასზე მოთხოვნის ზრდის გამო, მყარდება.

ამას ემატება ფულის ლეგალიზაცია, რომელსაც წინა წლებში დაგროვებითი ხასიათი ჰქონდა და ძირითადად ლარის გაუფასურებასთან ერთად ილექებოდა „დოლარულ" გამოხატულებაში. ამის შედეგად, ეკონომიკის „დოლარიზაცია" იზრდებოდა. დღეს მათ ინვესტიციური ხასიათი შეიძინეს და განხორციელდა კაპიტალდაბანდებები სხვადასხვა სექტორებში, ძირთადად მშენებლობებში, ფინანსურ საქმიანობაში, კომუნიკაციებში და სხვ., რაც შესაბამისად მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდაზე აისახა.

ლარის გამყარება მსოფლიოში მიმდინარე დოლარის გაუფასურებამაც შეუწყო ხელი. ემპირიულადაც კი ადვილი შე-

სამჩნევია, რომ დღეს ხანგრძლივი ვადით დოლარის ფლობა და დაგროვება არამოგებიანია.

განსაკუთრებით უნდა აღინიშნოს საქართველოდან საზღვარგარეთ სამუშაო ემიგრაციაში წასულთა ტრანსფერების სიდიდე. მარტო 2007 წლის მე-2 კვარტალში უცხოურმა ტრანსფერებმა 2,7-ჯერ გადააჭარბა 2002 წელს ამავე პერიოდის მაჩვენებელს.[1] საქართველოში გადმორიცხული უცხოური ვალუტის კონვერტაცია ეროვნულ ვალუტაში ხდება, რაც ლარს კიდევ უფრო მეტად ამყარებს.

ლარის კურსის ცვლილების მნიშვნელოვანი ფაქტორია საქონლისა და მომსახურების ფასების ცვლილება. საქართველოში ინფლაცია ზომიერად მაღალია. მარტივად რომ ვთქვათ, ფასების ზრდა მიმოქცევაში ლარის რაოდენობის ზრდითაა გამოწვეული. ქვეყნის მონეტარული ხელისუფლება კი დილემის წინაშე დგას: ან უნდა უზრუნველყოს უცხოური ვალუტის კონვერტაცია ლარებში, რაც ბრუნვაში ეროვნული ვალუტის მასის გაზრდას გულისხმობს, ან კიდევ უნდა შეამციროს ეროვნული ვალუტის მიწოდება. დღეს იგი ყიდულობს დიდი რაოდენობით უცხოურ ვალუტას იმისათვის, რომ კიდევ უფრო მეტად არ გამყარდეს ლარი, მაგრამ საპირისპიროდ ბრუნვიდან ზედმეტ ლარს იღებს ინფლაციის შესამცირებლად. ერთი სახის ღონისძიება გამორიცხავს მეორეს. ლარის მიწოდება ზრდის ინფლაციას, ხოლო მისი ბრუნვიდან ამოღება კი ლარის კურსს კიდევ უფრო ამყარებს.

რა თქმა უნდა, ასეთი ვითარება დიდხანს ვერ გაგრძელდება. იგი დღევანდელი მდგომარეობისათვის არის დამახასიათებელი, რადგან უსასრულოდ პრივატიზების განხორციელება და პირდაპირი ინვესტიციების ზრდის ასეთი მაღალი ტემპის შენარჩუნება შეუძლებელია. ამასთან, შეიცვლება საქართველოს საექსპორტო შესაძლებლობებიც, ხოლო დღეს დაბანდებული ინვესტიციები კი უახლოეს მომავალში უკუგებას დაიწყებენ.

ამდენად, საგარეო ფაქტორების ზეწოლა ლარის კურსზე განეიტრალდება და მონეტარულ ხელისუფლებას შესაძლებ-

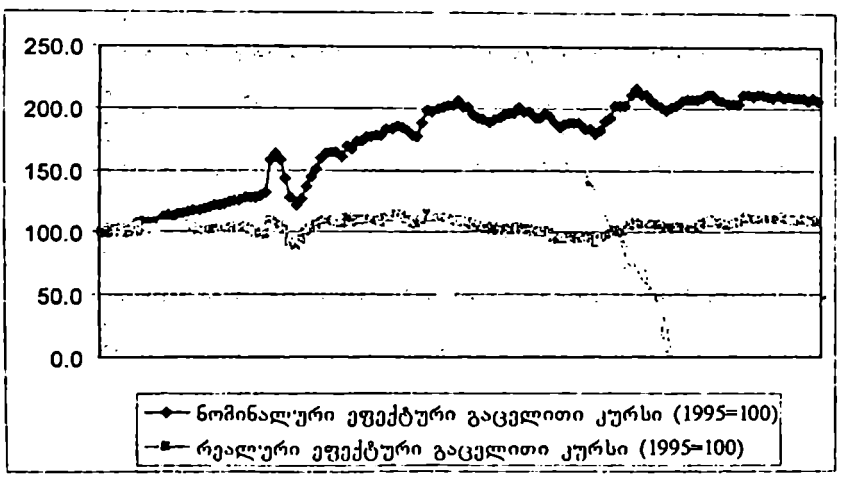
1 საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები.

ლობა მიეცემა ორიენტაცია ისეთ პოლიტიკაზე აიღოს, რომელიც მას ბანკთაშორის ბირჟაზე ინტერვენციებისაგან გაანთავისუფლებს და გაცვლითი კურსიც მისი ჩარევის გარეშე ჩამოყალიბდება. ასე, რომ საქართველო დგას მონეტარული პოლიტიკის შეცვლის ობიექტური აუცილებლობის წინაშე .

დღეს ეროვნული ბანკის მიერ განხორციელებული გაცვლითი კურსის პოლიტიკა მიმართულია დინამიკაში ლარის კურსის არასასურველი ნახტომების საწინააღმდეგოდ. ამას ისიც ადასტურებს, რომ რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი მყარია, მიუხედავად ცალკეული ვალუტების მიმართ მისი დინამიკის არაერთგვაროვნებისა. რეალური გაცვლითი კურსის დინამიკის სტაბილურობა კი იმას ნიშნავს, რომ ლარი საქართველოს ძირითად სავაჭრო ქვეყნების რეალურ გაცვლით კურსთან და მათ ფასებთან მიმართებაში სტაბილურია, ანუ ლარის კურსის ცვლილება ნეიტრალურად მოქმედებს, როგორც ექსპორტის განვითარებაზე, ასევე ინფლაციაზე (იხ. დიაგრამა 5).

დიაგრამა 5.

ლარის რეალური და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები

თუ იმას გავითვალისწინებთ, რომ მომავალში გაგრძელდება უცხოური ინვესტიციების დაბანდება, მაშინ ადვილი მისახვედრია, რომ ლარის კურსი დოლართან მიმართებაში კვლავ გამყარდება, ხოლო რამდენადაც პრივატიზების პროცესი შედის დამამთავრებელ სტადიაზე და მისგან მიღებული უცხოური კაპიტალის შემოდინება შემცირდება, მაშასადამე, ლარზე მოთხოვნა უცხოური კაპიტალის მხრიდან განეიტრალდება. ეს კი სტაბილიზიციის ერთ-ერთი პირობა იქნება. თუმცა, ის გარემოება, რომ შრომის ბაზარი საკმაოდ „დაძაბულია", ხოლო შრომითი ემიგრაცია კვლავ დიდ როლს შეასრულებს უცხოური ვალუტის შემოდინებაში, ტრანსფერები უცხოეთიდან მოსახლეობისათვის მნიშვნელოვან წყაროდ დარჩება. ეს გარემოება ლარის კურსს აძლიერებს. მისი განმტკიცება გაგრძელდება იმის გამოც, რომ ადგილობრივი წარმოება მოკლევადიან პერიოდში ვერ განახორციელებს რადიკალურ ცვლილებებს, მისი საექსპორტო შესაძლებლობები მეტად შეზღუდულია და იგი სავაჭრო დეფიციტის შემცირებაზე ეფექტურ ზემოქმედებას ვერ მოახდენს.

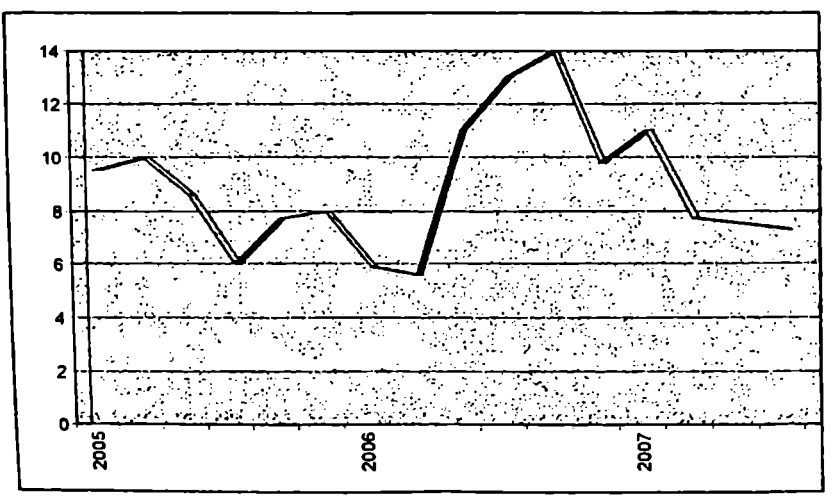
ყოველივე ეს ოპტიმისტური ვარიანტია, რომელიც ახასიათებს ქვეყანას, რომელიც უძრაობის მდგომარეობიდან გამოვიდა და ფინანსურ-სავალუტო პოლიტიკის არჩევანის წინაშე დადგა.

ფინანსურ-სავალუტო წონასწორობის მნიშვნელოვანი ფაქტორია მთავრობის ბიუჯეტური ხარჯები. ბიუჯეტს ვალუტის კურსის ჩამოყალიბებაზე იმ თვალსაზრისით აქვს არსებითი გავლენა, რომ მისი ხარჯების გადამეტება შემოსავლებზე ზრდის ფასებს, რამდენადაც ბრუნვაში ფულის იმ მასის არსებობას გულისხმობს, რომელიც გადასახადებიდან მიღებული და შესაბამისად ეკონომიკის მიერ „გამომუშავებული" არ არის. თავისი ბუნებით, დეფიციტური ხარჯები „ჰოლანდიური ავადმყოფობის" გამოხატულებაა. თუ ინფლაციის შემცირებაში ბიუჯეტური რაციონალიზაცია განხორციელდება და დეფიციტის ნაცვლად პროფიციტი დაიგეგმება, მაშინ „ჰოლანდიური ავადმყოფობაც" შემცირდება, რაც ქვეყნის სტაბილიზაციაზე არსებითად იმოქმედებს.

ინფლაცია. ფინანსური წონასწორობის რღვევის ერთ-ერთი მთავარი ფაქტორია მაღალი ინფლაცია. საქართველოში ინფლაციის ზრდამ ინერციული ხასიათი მიიღო. იგი, ხელისუფლების რევოლუციური ცვლილების შემდეგ, 2004 წლიდან დაიწყო (იხ. დიაგრამა 6). ამ პერიოდიდან მოყოლებული რადიკალური რეფორმები განხორციელდა და ეკონომიკური ზრდის ტემპები დაჩქარდა. ეკონომიკამ ახალ წონასწორულ წერტილზე გადაინაცვლა. ქვეყნის ეკონომიკური გარემო მნიშვნელოვნად შეიცვალა. იგი უფრო აქტიური და დინამიური გახდა. თუ 2000-2003 წლებში საქართველოს მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდის საშუალო ტემპი შეადგენდა საშუალოდ 4 პროცენტს, ინფლაცია ზომიერად დაბალი იყო და იგი მხოლოდ 3,5 პროცენტს შეადგენდა. ასეთი ზრდა თითქმის უძრაობის მანიშნებელი იყო და სახელმწიფო ხარჯებიც სტაბილურად დაბალი რჩებოდა. ბუნებრივია, დაბალი ზრდის

დიაგრამა 6.

ინფლაცია 2005-2007 წწ.



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები

პირობებში ინფლაციაც დაბალი იქნებოდა, მითუმეტეს, რომ რევოლუციამდელ პერიოდში ქვეყნის ხელისუფლების შიგა ვალი გაუცემელ ხელფასებსა და პენსიებთან ერთად საკმაოდ სოლიდურ თანხას შეადგენდა და წლიდან წლამდე იზრდებოდა.

ასეთ პირობებში, ეროვნული ბანკის მიერ მონეტარული ინსტრუმენტების უმნიშვნელოდ გამოყენებაც კი დაბალი ინფლაციის შენარჩუნების შესაძლებლობას იძლეოდა. სამაგიეროდ, მთავარი დარტყმა გადატანილი იყო ლარის კურსზე, რის შედეგადაც იგი პერიოდულად ნახტომისებურად ჯერ ეცემოდა 1996-2003 წლებში, შემდეგ კი დაიწყო გამყარება 2004 წლიდან. მარტივად რომ ვთქვათ, სამომხმარებლო ფასების ზრდაზე ზემოქმედებას ვერ ახდენდა ისეთი მნიშვნელოვანი ფაქტორი, როგორიცაა: სახელმწიფო ბიუჯეტის ხარჯების ზრდა და უცხოური ინვესტიციები იმ უბრალო მიზეზის გამო, რომ ქვეყნის შემოსავლები მხოლოდ უმნიშვნელოდ იზრდებოდა.

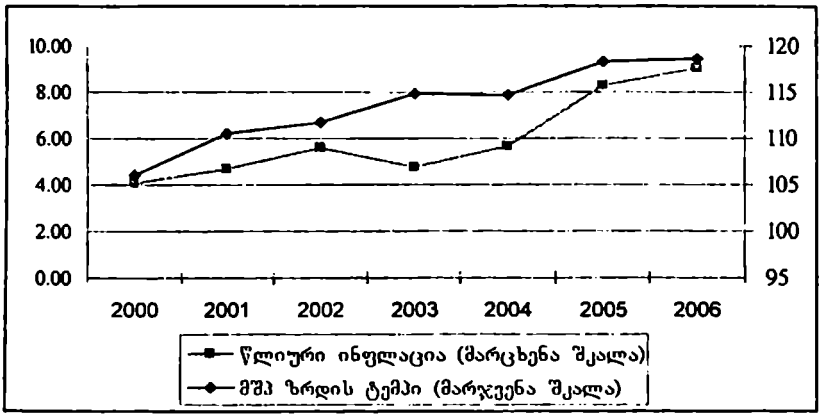
დაბალი იყო შინამეურნეობების და ფიზიკური პირების შემოსავლების ზრდაც. სახელმწიფო ხარჯები და შემოსავლები მნიშვნელოვან ზემოქმედებას ვერ ახდენდნენ სამომხმარებლო ფასების ზრდაზე. მისი ზრდის დაბალი ტემპები შენარჩუნდა მანამ, სანამ ახალმა ეკონომიკურმა რეფორმებმა არ მოახდინეს გავლენა სახელმწიფო მართვაზე.

2004 წლიდან დღემდე დაიფარა ყველა შიგა ვალი. "უძრაობის" პერიოდი შეიცვალა აქტიური საქმიანობის პერიოდით და შემოსავლების ზრდის შედეგად მოთხოვნის ზრდამ ინფლაციის პრობლემაც წარმოიშვა.

2004-2006 წლებში მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდის ტემპი საშუალოდ შეადგენდა 8.3 პროცენტს ანუ 2,1-ჯერ მეტს, ვიდრე 2000-2003 წლებში, ხოლო საშუალო წლიური ინფლაციის ზრდის ტემპმა კი 11,12 პროცენტი ანუ 2.1-ჯერ მეტი შეადგინა (იხ. დიაგრამა 7).

ამდენად, დადგა პრობლემა, რომელიც დაკავშირებულია ზედმეტი მოთხოვნის წარმოშობასთან და ეგზოგენურ ფა-

დიაგრამა 7.
ინფლაციისა და მთლიანი შიგა პროდუქტის თანაფარდობა



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები.

სობრივ შოკებთან. ამასთანავე იგი, ეკონომიკის ზრდის ძველი ტემპებიდან ახალ ეკონომიკურ ტემპებზე გადასვლის, სტრუქტურული და ფისკალური რეფორმების და ბიუჯეტურ პოლიტიკაში განხორციელებული რადიკალური ცვლილებების თანმდევი შედეგი გახდა.

საერთოდ, ინფლაცია ისეთი ფენომენია, რომელიც კონცენტრირებულად ასახავს ეკონომიკაში მიმდინარე მოვლენებს და მისი ახსნა მხოლოდ მაკროეკონომიკაში მიმდინარე მთელი პროცესების ახსნით არის შესაძლებელი.

მართალია ფასების ზრდის მიზეზი ფულის შეფარდებითად ჭარბი რაოდენობა ითვლება, მაგრამ თუ ხანგრძლივ პერიოდში ინფლაცია ნამდვილად განიცდის მონეტარული ფაქტორების ზემოქმედებას, ხანმოკლე პერიოდში კი მასზე პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, ხელფასები, სარგებლის განაკვეთები, ფასები ზემოქმედებენ.

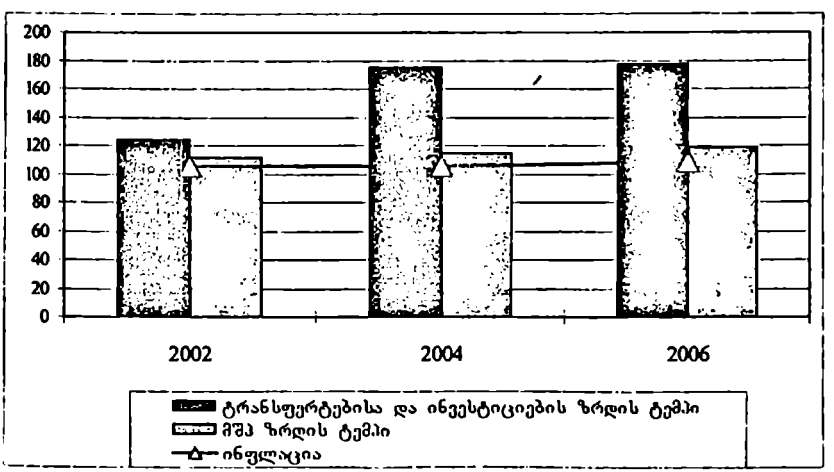
ბოლო წლებში, საქართველოში გამოვლინდა ინფლაციის ზრდის რამდენიმე ხელშემწყობი მიზეზი:

1. საინვესტიციო გარემოს გაუმჯობესება და ტრანსფერები. ფართომასშტაბიანმა პრივატიზებამ და უცხოეთიდან მიღებულმა ტრანსფერებმა 2004-06 წლებში მთლიანი შიგა პროდუქტის ზრდის ტემპს მნიშვნელოვნად გადააჭარბეს (იხ. დიაგრამა 8). შესაბამისად, ეროვნულ ვალუტაზე მოთხოვნა იზრდებოდა და მისი მიწოდება ფინანსურ ბაზრებზე ფულის მასას ზრდიდა. ამით კი იქმნებოდა ინფლაციის მკვებავი პირობები. ისინი მნიშვნელოვნად ზრდიდნენ ეკონომიკის აქტიურობას და ეროვნულ ვალუტაში ფულის მასის ზრდას მოითხოვდნენ. ამის შედეგად დადგა საკითხი გაცვლითი კურსის სტაბილურობის შესახებაც. მონეტარული პოლიტიკის გამტარებელი ეროვნული ბანკი აღმოჩნდა ალტერნატივის წინაშე: ან ინფლაცია ან კიდევ გაცვლითი კურსის სტაბილურობა;

2. 2004-2006 წლებში ბიუჯეტის შემოსავლების (2000-2003 წლებთან შედარებით), 3.2-ჯერ ზრდამ შესაძლებლობა

დიაგრამა 8.

ინფლაციის, მთლიანი შიგა პროდუქტის, ტრანსფერებისა და ინვესტიციების ზრდის ტემპების თანაფარდობა



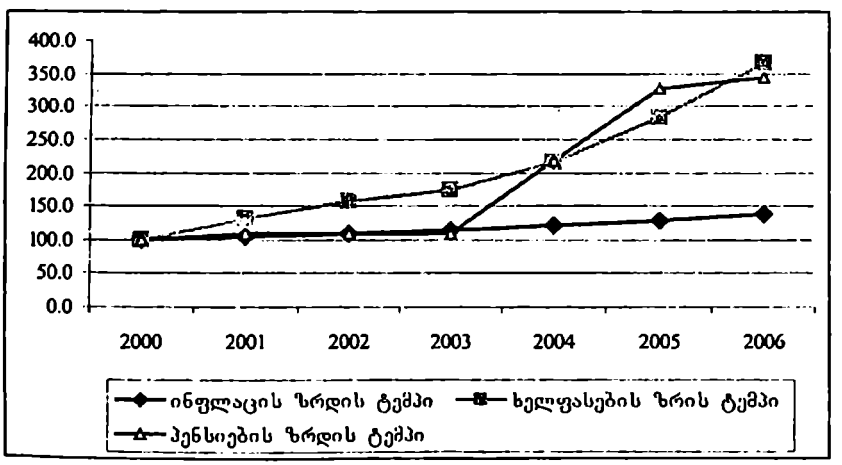
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები

მისცა ქვეყანას დაეფარა წინა წლებში დაგროვილი შიგა ვალები და გაეზარდა ხელფასები და პენსიები. სახელმწიფო სექტორში 2006 წელს, 2004 წელთან შედარებით 67 პროცენტით გაიზარდა ხელფასი, ხოლო ბოლო სამი წლის განმავლობაში კერძო სექტორში დაქირავებით დასაქმებულთა ხელფასები 208 პროცენტით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 9).

ამდენად, შეიქმნა ინფლაციის ზრდის ინიცირების პირობები. იგი კიდევ უფრო დაიძაბა საგარეო ფაქტორების გამო — ენერგეტიკულ რესურსებზე ფასების ზრდით, დოლარის გაუფასურებით და საქართველოს ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში (თურქეთი, უკრაინა, რუსეთი, აზერბაიჯანი) ინფლაციის ზრდით (ამ ქვეყნებში ფასების ზრდამ საშუალოდ 9-

დიაგრამა 9.

ხელფასების, პენსიებისა და ინფლაციის ზრდის ტემპების თანაფარდობა (2000=100)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკის და საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტროს სტატისტიკის სახელმწიფო დეპარტამენტის მონაცემები.

11% შეადგინა). განხორციელდა ე.წ. „ინფლაციის იმპორტი".

ინფლაციის ზრდის ხელშემწყობი ფაქტორების განეიტრალება ფულის მასის სტერილიზაციით ხდებოდა, რაც ფაქტობრივად, საქართველოს ეროვნული ბანკის ხელთ არსებული ინსტრუმენტების — სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების, სადეპოზიტო სერთიფიკატების, სარეზერვო მოთხოვნების, კრედიტებისა და დეპოზიტების მექანიზმებისა და სხვ. გამოყენებით ხორციელდებოდა. აქვე უნდა აღინიშნოს შემდეგი მნიშვნელოვანი გარემოებაც: ფულის მასის ცვლილება მოქმედებს გაცვლით კურსზე და ინფლაციის რეგულირებისას და ორმხრივი სავალუტო ინტერვენციების განხორციელებისას იქმნებოდა ალტერნატივა: ან არსებული გაცვლითი კურსის შენარჩუნება ან ინფლაციის დაშვება. ინფლაციასაც ორი მხარე აღმოაჩნდა: პირველი, ეკონომიკური აქტივობის ზრდის აუცილებელი ატრიბუტი; მეორე, მისი დამაბრკოლებელი ფაქტორი.

სწორედ ასეთი ორმხრივი გარემოება იქმნება, როდესაც ჭარბი ვალუტის პირობებში ინფლაციის შესაზღუდად ეროვნული ვალუტის მიწოდება იზღუდება, რაც, ერთის მხრივ, იწვევს ეროვნული ვალუტის გამყარებას და ინფლაციის შერბილებას, ხოლო, მეორეს მხრივ, კი სავალუტო კურსის სტაბილურობის უზრუნველყოფისათვის საჭირო ხდება ეროვნული ვალუტის მიწოდების ზრდა, რაც, თავის მხრივ, ზრდის ინფლაციას.

ამ ორ ურთიერთსაწინააღმდეგო ქმედებაში, რომელიმე მიზნის — ფასები ან გაცვლითი კურსის სტაბილურობა - არჩევა დღეს შერეული მონეტარული რეჟიმის ქვეყნებში წყდება, ასე ვთქვათ, ოქროს შუალედის ამორჩევით: შედარებით მაღალ ინფლაციასთან ერთად მიმდინარეობს გაცვლითი კურსის ზომიერი გამყარება. რომელიმე მათგანის რადიკალური გაუმჯობესება იწვევს მეორის რადიკალურ გაუარესებას.

ასეთი რეჟიმი 2008 წლის დასაწყისამდე საქართველოსათვის დამახასიათებელი იყო. 2008 წლის დასაწყისში ხელისუფლებამ ფინანსური კანონმდებლობის ახალი პაკეტი მიიღო,

რომლის თანახმად, ეროვნულ ბანკს დაევალა ძირითადი აქცენტი მხოლოდ ინფლაციის თარგეთირებაზე გადაეტანა, ხოლო გაცვლითი კურსი კი ინფლაციის თარგეთირების ინსტრუმენტი უნდა გამხდარიყო. ამდენად, მონეტარული პოლიტიკის პრიორიტეტად ინფლაცია იქნა არჩეული. შესაბამისად, თარგეთირების მაჩვენებელი საკანონმდებლო წესით განისაზღვრა და მასზე პასუხისმგებლობაც ინსტიტუციონალურად ეროვნულ ბანკს დაევალა. ამ მიზნით, ბანკი განთავისუფლდა საბანკო ზედამხედველობიდან. ეს უკანასკნელი მასზე დაქვემდებარებულ დამოუკიდებელ ინსტიტუტად ჩამოყალიბდა, მაგრამ ეროვნულ ბანკს დარჩა „ბოლო ინსტანციის“ ფუნქცია, რომლის თანახმად, კრიზისებიდან არიდებისა და სტაბილურობის შესანარჩუნებლად კომერციული ბანკებისათვის მას სესხების გამოყოფა შეუძლია.

ასეთი პოლიტიკა სამომხმარებლო ფასების სტაბილურობას დომონირებულ როლს ანიჭებს და ფასებზე გარე შოკების ნეგატიურ ზემოქმედებაზეც პასუხისმგებლობას ეროვნულ ბანკს აკისრებს, რაც ბანკის მიერ საგარეო რისკების საწინააღმდეგოდ გატარებული მონეტარული პოლიტიკის მნიშვნელობას ზრდის და აიძულებს ბანკთაშორის ბირჟებზე ეროვნული ვალუტის ინტენსიური ინტერვენციების მეშვეობით ეროვნული ვალუტა გაამყაროს. შესაბამისად, გაცვლითი კურსის რყევები და ეროვნული ბანკის მიერ კომერციული ბანკებისათვის დაწესებული სარგებლის მთავარი განაკვეთი იზრდება.

ამდენად, თარგეთირებული ინფლაციის პოლიტიკა ყველა მონეტარულ ინსტრუმენტს ინფლაციის რეგულირებას უქვემდებარებს და ინფლაციის შესამცირებლად გაცვლითი კურსის რყევებისა და სარგებლის განაკვეთების ზრდის რისკებს ამწვავებს, რაც, თავის მხრივ, სპეკულაციური კაპიტალის შემოდინებით საინვესტიციო გარემოს აუარესებს და ეროვნული ვალუტის გამყარებით ქვეყნის საექსპორტო შესაძლებლობებს ამცირებს. მიუხედავად ასეთი თანამდევი შედეგებისა, ინფლაციის თარგეთირების პოლიტიკა მხოლოდ იმ შემთხვევაშია წარმატებული, თუ აღნიშნული მონეტარული ინსტრუმენტების გამო-

ყენებით წარმოშობილ დაძაბულობას სახელმწიფო ბიუჯეტის პროფიციტი გააბათილებს. სახელმწიფო შემოსავლების ნამეტი ხარჯებთან შედარებით, რომელიც სპეციალურ ფონდებში დაბანდდება, ინფლაციის შემაკავებელი ფაქტორი გახდება.

ისევე როგორც მონეტას აქვს ორი მხარე, ეკონომიკაშიც ვითარდება ურთიერთსაპირისპირო მოვლენები და ეკონომიკური მიზნების განხორციელებაც წინააღმდეგობრივია. ეკონომიკა არ ვითარდება სწორხაზოვნად და ადგილი აქვს ინტერესთა წინააღმდეგობებს. ყველასათვის ცნობილია, რომ ეკონომიკური პოლიტიკის მიზანი ერთდროულად არ შეიძლება იყოს ინფლაციისა და უმუშევრობის შემცირება; არ შეიძლება ერთდროულად სოციალური ხარჯების ზრდა და ბიუჯეტის შემოსავლების შემცირება; არ შეიძლება ერთდროულად ეროვნული ვალუტის კურსის გამყარება და ექსპორტის ზრდა ან კიდევ სარგებლის განაკვეთების შემცირება და სხვ. ერთი მიზანი მიიღწევა მეორის ხარჯზე. ყველა მიზანი ერთდროულად ვერ განხორციელდება. შესაბამისად, განუხორციელებელი მიზნები კი კრიტიკის საგანი ხდება ხოლმე.

უნდა ვივარაუდოთ, რომ ქვეყანაში სადაც მიმდინარეობს სტრუქტურული რეფორმები, იზრდება ინფლაცია და იცვლება გაცვლითი კურსი, თუ მონეტარული პოლიტიკა ემყარება შერეული მიზნების განხორციელებას.

ინფლაციის შეზღუდვა მონეტარული ინსტრუმენტებით ზღვარდებულია. მას უნდა მიეხმაროს მკაცრი ფისკალური პოლიტიკა და სახელმწიფო ხარჯების ოპტიმიზაციის ღონისძიებები. ეკონომიკური ზრდის მაღალი ტემპის პირობებში ფინანსურ ბაზრებზე ცენტრალური ბანკის მიერ ორმხრივი ინტერვენციების გაგრძელება შეზღუდულია და ფაქტობრივად მიმართულია „სტატუს-კვოს“ შესანარჩუნებლად.

საერთოდ, როგორც ინფლაცია, ასევე ლარის რევალვაცია პოლიტიკური ღონისძიებების რეფლექსური ასახვაა, ხოლო პოლიტიკური კურსის ცვლილებით მიღებული „მონეტარული ეფექტი“ ხელისუფლების პოლიტიკის განხორციელებას უკავშირდება.

ყოველივე ზემოთთქმული მეტყველებს, რომ საქართველოში ფინანსური-სავალუტო წონასწორობის რღვევისა და აღდგენის პროცესი ემპირიულად გამოხატავს ხელისუფლებასა და ეკონომიკურ აგენტებს შორის დამოკიდებულებას, ეკონომიკური აგენტების მოლოდინის გამოვლენაა ქვეყნის პოლიტიკური, ინსტიტუციონალური და სოციალურ-ეკონომიკური ხასიათის ცვლილებებზე.

ფინანსური განვითარების რისკები. მიუხედავად იმისა, რომ ეროვნული ვალუტის სტაბილურობა ენდოგენურად არის ხელისუფლების მიერ განხორციელებული პოლიტიკისადმი ეკონომიკური აგენტების მხარდაჭერისა და დაპირისპირების გამოვლენა, პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში და მათ შორის საქართველოში ეგზოგენურად არსებობს სავალუტო-ფინანსური წონასწორობის რღვევის რამდენიმე მიზეზი:

• **პოსტსაბჭოთა ქვეყნების ტიპური დაბალგანვითარებული ეკონომიკისათვის დამახასიათებელი ფუნდამენტური პრობლემები:**[1] ბიუჯეტური დეფიციტი, სახელმწიფო ვალი, ქვეყნის ეკონომიკის დაბალი მონეტიზაცია, სუსტი საბანკო სისტემა და არასაკმარისი პროგრესი ინსტიტუციონალურ და სტრუქტურულ რეფორმებში;

• **ტრანსფორმაციის ნელი ტემპებით მიმდინარეობა და საბაზრო მექანიზმების სუსტად მუშაობა.** საბაზრო ინსტიტუტების საქმიანობაში დღემდე არსებული ძლიერი ადმინისტრაციული ჩარევა ხელს უშლიდა კერძო სექტორის განვითარებას და ასტიმულირებდა კორუფციასა და ახალი სახელმწიფო ოლიგარქიის შექმნას. მსხვილი საწარმოების პრივატიზების შემდეგ, ხშირად მათზე კონტროლი განახორციელა ოლიგარქიულმა წრეებმა, რომლებიც კონკურენტული გარემოს ნაცვლად უფრო მეტად იყვნენ დაინტერესებულნი თავიანთი კაპიტალისათვის "სათბურის" შესაქმნელად. რეალური ეკო-

1 ნავთობმომპოვებელ ქვეყნებში - რუსეთში, აზახეთში, აზერბაიჯანში, თურქმენეთში – "ჰოლანდიური აცადმყოფობა" მნიშვნელოვნად ზრდის სახელმწიფო შემოსავლებს, მაგრამ ბიუჯეტი მაინც დეფიციტურია.

ცხრილი 6.

ფართო ფულის (M2) წილი მთლიან შიგა პროდუქტში

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
აზერბაიჯანი	38.6	54.8	55.9	9.0	8.8	9.9	7.1	7.4	6.9	6.6	6.7	7.3	8.0	6.3	12.0
ბელორუსი		20.9	39.0	14.8	14.2	15.8	30.9	16.4	17.2	15.2	15.0	16.8	17.7	19.3	22.1
ესტონეთი		28.3	27.0	25.1	26.6	29.8	27.3	32.2	34.5	37.7	37.3	37.8	39.7	47.7	51.8
ლატვია		28.5	30.1	20.3	20.1	24.0	23.2	23.4	26.9	29.5	32.4	35.3	38.6	43.1	48.4
ლიტვა	39.2	23.1	25.8	22.0	16.8	18.5	18.8	20.7	22.8	26.1	28.6	30.9	34.9	40.7	43.7
მოლდოვა	43.5	19.1	14.3	17.1	16.6	19.5	14.9	14.7	15.7	18.2	20.0	20.4	25.4	29.5	28.3
რუსეთი			19.0	16.0	15.5	14.4	16.0	17.0	14.6	15.8	18.0	19.7	24.3	26.0	27.9
საქართველო			5.6	5.0	6.7	8.0	6.4	7.9	10.3	11.1	11.6	12.4	15.2	16.4	19.3
სომხეთი					8.2	8.7	10.0	11.0	14.7	13.4	15.6	14.4	15.0	16.3	18.2
ტაჯიკეთი				19.1	8.3	8.6	7.1	6.7	8.2	7.9	8.4	8.3	7.0	7.6	9.4
თურქმენეთი		18.9	25.6	18.8	8.1	10.2	15.0	12.7	19.4	16.1	13.0	13.9	12.9	13.0	12.7
უკრაინა	0.0	50.0	32.5	26.7	12.6	11.1	13.3	15.0	16.6	18.5	22.1	28.5	35.3	36.4	43.8
უზბეკეთი	52.0	53.3	34.7	18.2	21.0	17.5	15.4	13.6	12.2	12.4	10.6	10.3	12.2	14.4	15.1
ყაზახეთი			27.9	13.1	11.4	9.9	10.3	8.6	13.6	15.3	17.1	19.2	21.1	27.8	27.2
ყირგიზეთი			ნა	17.2	13.6	13.7	14.5	13.6	11.3	11.1	14.6	17.5	20.6	21.2	28.6

წყარო: ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის მონაცემები – http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/sei.xls

ნომიკა ნელი ტემპებით ვითარდება.[1] ამას ემატება ხელისუფლებისადმი უნდობლობის არსებობა, რაც ქმნის სუბიექტების ფსიქოლოგიურ მოლოდინს ეკონომიკის წონასწორობის რღვევის განმეორებისათვის;

• **მონეტიზაციის დაბალი დონე, ბანკების შეზღუდული როლით.** ბანკების განვითარება დანაზოგის დაბალი დონის, ნაღდი ანგარიშსწორების მაღალი წილისა და უცხოური ვალუტისადმი ნდობის პირობებში შეზღუდულ სივრცეში მიმდინარეობს. გარდა ამისა, მონეტიზაციის დაბალი დონე ნაკლებად სტაბილურობის ნიშანია, რადგან ფულის ნომინალური ცვლილებები მინიმალურადაც კი ცვლის მის თანაფარდობას და გაცვლითი კურსი და ფასები ფულის ცვლილებებზე მტკივნეულად რეაგირებენ. ამ შემთხვევაში ფულის მასის მცირეოდენი ზრდაც კი მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს გაცვლით კურსზე;

• **ბანკების სისუსტე და ჩრდილოვანი ეკონომიკის მაღალი წილი.** იგი სამეურნეო სუბიექტებში ნდობას არ ქმნის და ეროვნულ ვალუტაზე მოთხოვნის ზრდის შესაძლებლობები შესაბამისად იზღუდება;

• **ეკონომიკის არასტაბილურობის მაჩვენებლები: დაბალი ინვესტირება, სუსტი საბანკო სისტემა, მცირე დანაზოგები.** ეკონომიკის სტაგნაციური მდგომარეობა კი ადამიანებს მომავლისადმი რწმენას უკარგავს;

• **ეკონომიკისადმი ნდობის დეფიციტი.** მისი მაჩვენებელია, აგრეთვე, გრძელვადიანი საბანკო კრედიტების ნაკლებობა;

• **საერთაშორისო რეზერვების სიმცირე;**

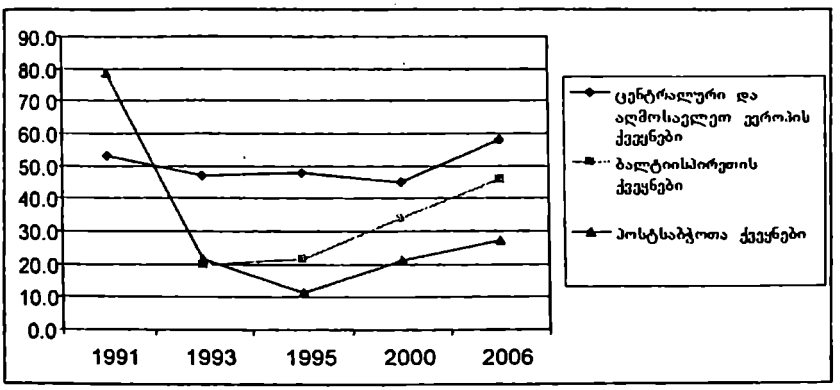
• **საბანკო-ფინანსური შუამავლის ნაკლები როლი.** ამაზე მეტყველებს მონეტიზაციის კოეფიციენტი. აღმოსავლეთ და ცენტრალური ევროპის ქვეყნებთან შედარებით პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში იგი 2-ჯერ ნაკლებია (იხ. დიაგრამა 10).

• **საბანკო სისტემის განვითარების ერთ-ერთი შემაფერხებელი ფაქტორი კომერციული ოპერაციების უცხოურ ვალუტაში წარმოება.** ასეთ ეკონომიკაში დიდია გაცვლითი

1 გარდა ნავთობმომპოვებელი ქვეყნებისა.

დიაგრამა 10.

მონეტიზაცია პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში



წყარო: World Development Indicators - http://web.worldbank.org/wbsite/external/datastatistics/; **Jarocinski M.** (1998) Money Demand and Monetization in Transition Economies. Case Warsaw. Working papers series, # 13.;

კურსის როლი. იგი მნიშვნელოვნად განსაზღვრავს ფასების დონეს იმპორტირებული და ექსპორტირებული ფასების მეშვეობით, აძლიერებს ქვეყნის დამოკიდებულებას გარე სამყაროსთან; [1]

- **მთლიან შიგა პროდუქტთან მიმართებაში ბანკებში დეპოზიტების მოცულობის სიმცირე.** მიუხედავად იმისა, რომ პერიოდულად იზრდება ბანკების მიერ ეკონომიკის უზრუნველყოფა კრედიტით, მისი მაჩვენებელი მთლიან შიგა

---

1 პოლონელი ექსპერტი **მარეკ დომბროვსკის** აზრით, ქვეყნებს, რომლებსაც აქვთ მთლიან შიგა პროდუქტში საგარეო ვაჭრობის მაღალი წილი და მონეტიზაციის დაბალი დონე, უნდა მიისწრაფოდნენ ან ბალტიისპირეთის ქვეყნებში არსებული სავალუტი რეჟიმის (currency board) ანალოგიისაკენ, ან კიდევ უცხოური ვალუტის - დოლარის ან ევროს - ერთადერთ საგადასახდელო საშუალებად შემოღებისაკენ, რაც ხელს შეუწყობს მაიი ფინანსური კრიზისიდან თაეის არიდებას (**Домбровский М.** (1999). Последствия Росийского финансового кризиса для соседных страп. Case, Warsaw, p. 24).

პროდუქტთან შეადგენს 20-30%-ს, მაშინ, როდესაც ცენტრალური ევროპის ქვეყნებში ეს მაჩვენებელი სულ ცოტა 2-ჯერ მეტია. ამასთან, კერძო სექტორში კრედიტების მოცულობა საშუალოდ 15%-ია მთლიან შიგა პროდუქტში, ხოლო ცენტრალური ევროპისა და ბალტიისპირეთის ქვეყნებში იგი სულ ცოტა 2,5-ჯერ მეტია.[1]

ეს და სხვა მაჩვენებლები, მართალია გამოხატავენ ქვეყნების სუსტ ფინანსურ მდგომარეობას, მაგრამ დინამიკაში უკანასკნელი 5 წლის განმავლობაში ისინი ნელა, მაგრამ მაინც უმჯობესდებიან. აღნიშნული მაჩვენებლები, არასაკმარისი პირობაა იმისათვის, რომ ვიფიქროთ ფინანსურ-სავალუტო წონასწორობის რღვევის ენდოგენურ წარმოშობაზე. ეკონომიკური აგენტების ქცევას, ფინანსური მაჩვენებლების გარდა, ქვეყნის მაკროეკონომიკური განვითარება, მისი ინსტიტუციონალური რეგულირება და რაც მთავარია, პოლიტიკური გარემო განსაზღვრავს.

აქვე ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში ფინანსური წონასწორობის რღვევის შემაფერხებელი გარემოებებიც არსებობს. კერძოდ, ფინანსური ბაზრები არასაკმარისად განვითარებულია და მისთვის გლობალური სავალუტო კრიზისები სერიოზულ საშიშროებას არ წარმოადგენს. გარდა ამისა, ბანკების მიერ ეკონომიკის დაფინანსება შეზღუდულია, დაბალია ბანკთაშორისი კონკურენცია და წარმოქმნილია საკრედიტო დეფიციტი, ხოლო საბანკო დეპოზიტების დაბალი დონე განპირობებულია იმით, რომ ქვეყნების ეკონომიკაში დიდი ადგილი უკავია სოფლის მეურნეობას, სადაც საბანკო ოპერაციები განუვითარებელია.

დამატებით უნდა აღინიშნოს, რომ ეროვნული ვალუტისადმი და საერთოდ, ფინანსური სისტემისადმი ეკონომიკური აგენტების დამოკიდებულება და ნდობა ხელისუფლების პოლიტიკის ცვლილებებთან ერთად იცვლება. სტაბილიზაციისა და ეკონომიკურ ზრდის მისაღწევად არააკმარისია მხოლოდ მთავრობის სურვილი - დაძლიოს დღემდე არსებუ-

1 World Development Indicators. http://web.worldbank.org/wbsite/external/datastatistics/

ლი სიღარიბე და კორუფცია. ეკონომიკური სტაბილიზაცია დამოკიდებულია ინფლაციური მოლოდინისა და ნდობის ხანგრძლივობაზე, რომელიც ეძლევა ხელისუფლებას არსებული მრავალი ეკონომიკური და სოციალური პრობლემის გადასაჭრელად, გაურკვევლობის ფაქტორის გადასალახად და რისკის ფაქტორის შესამცირებლად ინვესტიციურ საქმიანობაში.

3.3. სავალუტო ურთიერთობების რეგულირების პოლიტეკონომიური ასპექტები

აღნიშნული პრობლემა თანამედროვე ეკონომიკურ ლიტერატურაში ემპირიულ მონაცემებზე დაყრდნობით შეისწავლება და აქცენტი მათ თავისებურებებზე, ამ პოლიტიკის მოქმედების შედეგებზე, ფასებსა და ფინანსურ სტაბილურობაზე კეთდება.

პოსტკომუნისტური ქვეყნების ეკონომიკის ერთ-ერთი ძირითადი პრობლემაა ინფლაციის გაკონტროლება. ფასების ზრდის შედეგად რესურსები გადანაწილდება და ახალი ინფლაციური მოლოდინი წარმოიშობა. ფასების ზრდაზე ზემოქმედებდა პრივატიზების შედეგად საბაზრო ინსტიტუტების ჩამოყალიბებაც. ფასების ზრდამ მნიშვნელოვნად წინ გაუსწრო ახალი საბაზრო ინსტიტუტების შექმნას, რის შედეგადაც მოგვიანებით ჩამოყალიბებული საბაზრო კონკურენცია ფასების შემაკავებელი ფაქტორი ვერ გახდა.

განვითარებულ ქვეყნებში ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა მიმართულია ეკონომიკის ზრდისა და უმუშევრობის შემცირებისაკენ, ხოლო პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში კი - ფასობრივი და ფინანსური სტაბილიზაციისაკენ. ამ გზაზე მათ გარკვეული ტრანსაქციული ხარჯების გაღება უხდებათ. ფასების არასტაბილურობას თან სდევს ფინანსურ აქტივებზე სარგებლის ზრდა, რაც რეალური სექტორიდან ფინანსურ სექტორში კაპიტალის გადადენას იწვევს.

ამდენად, კაპიტალი მუშაობს არა კეთილდღეობის, არამედ ფინანსურ სექტორში აქტივებზე სპეკულაციური ფასების ზრდის მიმართულებით. შედეგად, რეალურ სექტორში ინვესტიციები მცირდება. ასეთ პირობებში მცირდება ეკონომიკური აქტივობაც და ფულადი დანაზოგებიც. ქვეყნებმა აღნიშნული პრობლემის დაძლევისათვის სხვადასხვა გზას მიმართეს, ძირითადი აქცენტი კი მონეტარული ინსტრუმენტების გამოყენებაზე და გაცვლითი კურსის რეჟიმების აპრობაციაზე გაკეთდა.

დღეს მსოფლიოში ბევრს კამათობენ იმის შესახებ, თუ გაცვლის რომელი რეჟიმია მიზანშეწონილი ქვეყნისთვის. ეკონომისტებს და პოლიტიკოსებს შორის ეს საკითხი დღემდე გადაუჭრელია, რადგან ის რაც ამართლებს ერთ ქვეყანაში, ყოველთვის ვერ ამართლებს მეორეში. ყველა ქვეყანას ახასიათებს მისთვის დამახასიათებელი თავისებურებები. ზოგიერთმა ქვეყანამ კარგად გამოიყენა **ფიქსირებული გაცვლითი კურსის** რეჟიმის სხვადასხვა ვარიაციები. ეს ნიშნავს იმას, რომ მათ "მიაბეს" თვიანთი ეროვნული ვალუტა იმ ქვეყნის ვალუტას, რომელთანაც ისინი უპირატესად არიან ინტეგრირებულნი. უმრავლესი ქვეყნისთვის ასეთი ვალუტა აღმოჩნდა აშშ დოლარი, ევროკავშირში შემავალი ბალტიისპირეთის ქვეყნებისათვის კი – ევრო. ასეთი ქვეყნებისათვის თავის დროზე დამახასიათებელი იყო მაღალი ჰიპერინფლაცია და მთავრობის ბიუჯეტში ცენტრალური ბანკების მიერ დაფინანსების არასახარბიელო პრაქტიკა. ამ მდგომარეობიდან თავის აცილების მიზნით მათ კანონმდებლობით დაადგინეს ფიქსირებული კურსი.

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის დროს ეროვნული ვალუტის ღირებულება იცვლება იმის მიხედვით, თუ როგორ იცვლება „ღუზა" ვალუტის კურსი. მაგალითად, თუ აშშ დოლარის კურსი გაუფასურდა ევროსთან მიმართებაში, მაშინ იმავე პროპორციით უფასურდება იმ ქვეყნების ეროვნული ვალუტაც, რომლებსაც „მიბმული" აქვთ თავიანთი ვალუტა დოლარზე.

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის გამოყენება ფაქტობრი-

ვად სხვა არაფერია, თუ არა საგარეო კონკურენციის გამოყენება სამამულო წარმოების საქონელზე ფასების შეჩერების მიზნით. ამ პოლიტიკის ეფექტიანობა კი დამოკიდებულია მეწარმეთა უნარზე რაც შეიძლება სწრაფად შეცვალონ თავიანთი ფასები და მიწოდება.

ვალუტის ფიქსირებულ კურსს შეუძლია ზეგავლენა მოახდინოს იმ საქონელთა ფასების თანაფარდობაზე, რომელიც იყიდება საგარეო ბაზრებზე. ასეთი საქონელია წარმოებრივი საშუალებები და ნედლეული. გარდა ამისა, როცა იზრდება სამუშაო ძალაზე დანახარჯები, ხელოვნურად შეკავებული ვალუტის კურსი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის შემაკავებელი ფაქტორი ხდება.

ზომიერად მაღალი ინფლაციისა და უცხოური ინვესტიციების ზრდის პირობებში, ფიქსირებული კურსის შემოღება ქმნის იმის ილუზიას, რომ ეროვნული ვალუტის კურსი სხვა ვალუტასთან სტაბილურია, მაგრამ სანაცვლოდ მოსალოდნელია უფრო გაიზარდოს ინფლაცია, რადგან უცხოური ინვესტიციების და უცხოური ვალუტის ზეწოლა ეკონომიკაზე კვლავ გაგრძელდება.„ჰოლანდიური ავადმყოფობა", ანუ ისეთი შემოსავლები, რომლებიც არ არის გამომუშავებული ქვეყნის ეკონომიკაში, და რომლის წყაროა არაეკონომიკური ხასიათის შემოსავლები გრანტებიდან, უცხოური ინვესტიციებიდან, პრივატიზებიდან, ბუნებრივი რესურსების ექსპორტიდან და ა.შ., კვლავ გაზრდის მოთხოვნას ეროვნული ვალუტის კონვერტაციაზე, რის შედეგადაც ბრუნვაში მისი რაოდენობა იზრდება, ხოლო მისი სტერილიზაციის ღონისძიებებზე უარის თქმა კი ფასებს კიდევ უფრო აამაღლებს. ასეთი სცენარი შეიძლება დამახასიათებელი გახდეს ნავთობმომპოვებელი პოსტკომუნისტური ქვეყნებისათვის, აგრეთვე საქართველოსათვისაც, რადგან მასაც „ჰოლანდიური ავადმყოფობის" სინდრომი ახასიათებს (იხ. ცხრილი 7).

ფიქსირებული კურსის შემოღებით ქვეყნები უარს აცხადებენ თავიანთ დამოუკიდებელ ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის გატარებაზე, დამოკიდებული ხდებიან "ღუზა" ვალუტის

ცხრილი 7.

რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი და ძირითადი პროდუქტების ექსპორტი

	რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (2007)	ექსპორტის ძირითადი პროდუქტების წილი მთლიან ექსპორტში	ექსპორტის ძირითადი პროდუქტი
	2000=100		
სომხეთი	117	21	ლითონი
აზერბაიჯანი	93	87	ნავთობი და ნავთობპროდუქტები
ბელორუსი	64	55	ნავთობპროდუქტები და ლითონი
საქართველო	99	26	ღვინო და ლითონი
ყაზახეთი	112	57	ბუნებრივი აირი და ნავთობი
ყირგიზეთი	106	40	ოქრო
მოლდოვა	101	33	ღვინო
რუსეთი	171	55	ბუნებრივი აირი და ნავთობი
ტაჯიკეთი	82	69	ალუმინი და ბამბა
უკრაინა	111	40	ლითონი
უზბეკეთი	81	65	ოქრო ბამბა და ბუნებრივი აირი

წყარო: IMF World Economic Outlook Databasa: World Development Reports and indicators. WB.

მქონე ქვეყნების მიერ წარმოებულ პოლიტიკაზე. ეს მტკივნეულად ვლინდება საგარეო სავაჭრო ურთიერთობებში.

სავაჭრო უპირატესობის მისაღებად ქვეყნების მთავრობები იყენებენ გაცვლითი კურსის ცვლილებებს და ერთმანეთ-

ში „სავაჭრო ომებს" აწარმოებენ. ეს განსაკუთრებით ეხება დიდ ქვეყნებს. როდესაც მცირე ქვეყნები ინტეგრირებულნი არიან მათთან, მაშინ ფიქსირებული სავალუტო კურსის შემოღებით ისინი თავს იცავენ "სავაჭრო ომებისაგან" და დიდი ქვეყნების სავაჭრო პოლიტიკის ნაწილი ხდებიან.

ცნობილია, რომ ვალუტის კურსის გაუფასურება ამცირებს ქვეყნის ექსპორტის ფასს და ზრდის იმპორტის ფასს. იგი ხელსაყრელია ქვეყნის ექსპორტის განვითარებისთვის. ვალუტის კურსის გამყარება კი ზრდის ექსპორტის ფასს და ამცირებს იმპორტის შესადარ ფასს. ეროვნული ვალუტის გამყარების შედეგად იმპორტიორების მიერ შემოტანილი პროდუქტის ფასი მცირდება და მათი საქონელი უფრო მეტად კონკურენტუნარიანი ხდება. ადგილობრივი მოქალაქეებს უფრო იაფი უჯდებათ უცხოური საქონლის შესყიდვა. ეს კი ასტიმულირებს იმპორტის განვითარებას ექსპორტთან შედარებით.

მცირე ქვეყნებში ზომიერად მაღალი ინფლაცია მოითხოვს მონეტარული ინსტრუმენტების აქტიურად გამოყენებას, ამასთან, ინტეგრაციის გაძლიერებას სტაბილურ პარტნიორ ქვეყნებთან. ნავთობმომპოვებელი ქვეყნებისგან განსხვავებით, პოსტსაბჭოთა მცირე ქვეყნებია მსგავსებულად უდგებიან. მაგალითად, საქართველო დღეს არის სავაჭრო გზაჯვარედინზე. იგი მიისწრაფვის, მაგრამ არ არის ინტეგრირებული ევროკავშირთან, ხოლო მისი მთავარი სავაჭრო პარტნიორი მეზობელი ქვეყნები გამოირჩევიან ცვალებადი პოლიტიკური და ეკონომიკური განვითარებით, რომელთანაც ფარული სავაჭრო ომები წარმოებს. ამ შემთხვევაში, იბადება კითხვა, თუ რომელი ქვეყნის ვალუტა შეიძლება გახდეს მისთვის საბაზისო? ამასთან, კითხვის ნიშნის ქვეშ დადგება საკითხი, თუ რამდენად საკმარისი იქნება მის ხელთ არსებული საერთაშორისო რეზერვები ფიქსირებული კურსის გასამყარებლად და საჭიროების შემთხვევაში უზრუნველყოფს თუ არა „ღუზა" ვალუტის ქვეყანა მის მონეტარულ სტაბილურობას?

დაბალგანვითარებულ ეკონომიკაში გაცვლითი კურ-

სის რყევები დიდ რისკებთანაა დაკავშირებული, ხოლო ფიქსირებული გაცვლითი კურსის შემთხვევაში კი იგი ხშირად სპეკულაციური შეტევის მსხვერპლი ხდება.

ქვეყნები, სადაც შემოიღეს ფიქსირებული გაცვლითი კურსის სხვადასხვა ნაირსახეობა - **სრული დოლარიზაცია ან კიდევ სავალუტო საბჭო** (ან **„სავალუტო ფარი" – Currency board**) - ძირითადად მცირე ქვეყნების რიგს მიეკუთვნებიან, ან კიდევ ამ რეჟიმებს იყენებს ისეთი ტერიტორიების მმართველები, რომლებიც წარმოადგენენ არაღიარებულ სეპარატისტულ ხელისუფლებას და აქ მათი მფარველი ქვეყნის ვალუტას იყენებენ. ასეთი ტერიტორიებია ე.წ. აფხაზეთი და ე.წ. სამხრეთ ოსეთი საქართველოში, და ე.წ. დნეპრისპირეთი მოლდოვაში.

დოლარიზაცია ან კიდევ სავალუტო საბჭო რეაქციაა ქვეყნის არასტაბილურობაზე და მაღალ ინფლაციაზე და იგი არის ეროვნული ვალუტის გაუფასურებისაგან თავის დაღწევის, თავდაცვის მექანიზმი, რომელიც იცვლება უცხოური ვალუტის გაუფასურების რისკით.

სავალუტო საბჭო გაცილებით უფრო ადვილად ასამოქმედებელია. ქვეყნები, რომლებიც სრულ დოლარიზაციას ან ევროზაციას ახორციელებენ, პრაქტიკულად ვალუტის გაუფასურებას გამორიცხავენ, რაც უცხოურ ვალუტაში გაცვლითი კურსის რისკის შემცირების გამო სარგებლის განაკვეთებს ამცირებს. ამასთანავე, ისინი მოკლებულნი არიან სენიორაჟით შემოსავლების მიღების შესაძლებლობას, მაშინ, როდესაც სავალუტო საბჭოს ასეთი შესაძლელობები გააჩნია.

დოლარიზაცია და სავალუტო საბჭო ხელს უწყობს ეკონომიკურ ინტეგრაციას იმ ქვეყანასთან, რომლის ვალუტაც აღიარებულია საგადასახდელო საშუალებად. ეს განსაკუთრებით გამოიხატება საბანკო სისტემის ინტეგრაციაში, მაგრამ სამაგიეროდ, ეს ქვეყნები ფულად-საკრედიტო პოლიტიკაზე კონტროლს კარგავენ და იმ შემთხვევაში, თუ საბანკო კრიზისების რისკი წარმოიშობა, მაშინ ქვეყანას არა აქვს იმის საშუალება, რომ ცენტრალური ბანკი ეროვნული საბანკო სისტემის

კრედიტორად გამოვიდეს და მისი სტაბილურობა უზრუნველყოს. ამდენად, ისინი საგადასახდელო სისტემის ნორმალურ ფუნქციონირებას ვერ უზრუნველყოფენ. ამიტომ ქვეყნები, რომლებიც სავალუტო საბჭოს პოლიტიკას მისდევენ კლასიკური ფორმით მას არ ანხორციელებენ.

სავალუტო საბჭოს, როგორც ფიქსირებული გაცვლითი კურსის ერთ-ერთი რეჟიმის დროს, ფული მიწოდება საგადასახდელო ბალანსის სალდოზეა დამოკიდებული. მცირე და ღია ეკონომიკისათვის, სადაც ასეთი რეჟიმი არსებობს, ფულის მიწოდების ცვლილება და წარმოება განისაზღვრება უპირატესად იმ ქვეყნების მიერ, რომელთა კაპიტალი დაბანდებულია ამ ქვეყნებში. ამდენად, ადგილობრივი ფინანსური პოლიტიკა პასიურდება, ხოლო უცხოური კაპიტალი კი მართავს ამ ქვეყნების განვითარებას. ფულის მიწოდების დინამიკა განსაზღვრულია წარმოების დინამიკით, ხოლო გამოშვება კი განისაზღვრება უცხოური კომპანიებისა და იმ ფინანსური ნაკადების მიერ, რომლებიც საზღვარგარეთიდან ამ ქვეყნებში შემოდის. ამ შემთხვევაში, სწორედ უცხოური ინვესტიციებია ქვეყნის განვითარებისათვის განმსაზღვრელი. ეს დამახასიათებელია ბალტიისპირეთის ქვეყნებისათვის, რომელთა მთლიან შიგა პროდუქტში უცხოური ინვესტიციების წილი საკმაოდ მაღალია.

როგორც გამოკვლევები ადასტურებენ, სავალუტო საბჭოს მქონე ქვეყნებს, სხვა ქვეყნებთან შედარებით, არ გააჩნიათ უფრო მაღალი მთლიანი შიგა პროდუქტის ტემპი ან კიდევ დაბალი ინფლაცია. მათთან უცხოური ინვესტორებისაგან სპეკულაციური ზემოქმედების რისკი დაბალია და მათი ინტეგრაცია ვალუტის სამშობლოსთან ძლიერია.

საქართველოში 2004-2007 წლებში დიდი რაოდნობით უცხოური ვალუტის შემოდინების პერიოდია, რასაც თან სდევდა „ჰოლანდიური დაავადება" და ზომიერზე მაღალი ინფლაცია. ინფლაციის შესამცირებლად დღის წესრიგში დადგა საკითხი სავალუტო საბჭოს შემოღების შესახებ, მაგრამ, როგორც ექსპერტები აღნიშნავენ, სავალუტო საბჭო ერთობ მოუქნელი იქნებოდა ეროვნული ვალუტის რეალური გაძვი-

რების მიმართ. საქართველოში. ასეთი საბჭოს შექმნის შემთხვევაში, სულ უფრო მეტი რაოდენობის ლარის ემისია იქნებოდა საჭირო, რაც ინფლაციას გააღმავებდა და როდესაც "ჰოლანდიური დაავადება" შესუსტდებოდა ან საერთოდ გაქრებოდა, მაშინ საქართველოს მწირი საექსპორტო პოტენციალის გათვალისწინებით, სავალუტო რეზერვები მყისიერად დაიცლებოდა, რაც მძიმე ფინანსური კრიზისის მიზეზი გახდებოდა.[1]

სავალუტო საბჭო მონეტარული ხელისუფლების (ცენტრალური ბანკის) ალტერნატივაა, რომელიც ფულის ყიდვა-გაყიდვის პასიურ ოპერაციებს ფიქსირებული კურსით ანხორციელებს და დაბალი ინფლაციის შესანარჩუნებლადაა მიმართული. ასეთი პოლიტიკის დროს სარგებლის განაკვეთები და ინფლაცია იმ ქვეყნის პირობების შესაბამისად ყალიბდება, რომლის ვალუტაც ფარის სახითაა გამოყენებული. არასაკმარისი საერთაშორისო რეზერვების არსებობისა და საექსპორტო პირობების გაუარესების შემთხვევაში კი იგი ქვეყანას არ მისცემს შესაძლებლობას მოქნილი მონეტარული პოლიტიკა განახორციელოს და შესაძლებელია თვით ფინანსური კრიზისის ხელშემწყობი მიზეზი გახდეს.

თარგეთირებული გაცვლითი კურსის პოლიტიკას ძირითადად მაღალგანვითარებული და ინსტიტუციონალურად კარგად ორგანიზებული ქვეყნები ატარებენ, მაშინ როდესაც ინფლაციის და ფულის მიწოდების თარგეთირება პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში სახელმწიფო ინსტიტუტების მოუმზადებლობის გამო ყოველთვის წარმატებული არ არის.

ქვეყნებში, სადაც ეკონომიკა დოლარიზებულია, გაცვლითი კურსის თარგეთირება ერთ-ერთი უკეთესი არჩევანია და იგი არსებით როლს თამაშობს ინფლაციის შემცირებაში, რადგან ამით ეროვნული ვალუტის ინფლაციური ეფექტი მცირდება [2]. გარდა ამისა, ფიქსირებული გაცვლითი კურსი

---

1 ვ. პაპავა (2007). „სავალუტო ფარი" „ჰოლანდიური სენის ფონზე". ჟურნ. "საქართველოს ეკონომიკური ტენდენციები", ოქტომბერი. გვ. 8.

2 **Sahay R, Vegh C.** (1995). Dollarization in transition economies: Evidence and policy implications, IMF Working paper, 95/96.

ეკონომიკაზე წესრიგის დამყარების ეფექტს ახდენს იმ შემთხვევაშიც, თუ ფულადი და ფისკალური პოლიტიკა ინფლაციის შემცირებისაკენ არ არის მიმართული. მაგრამ თუ ეროვნული ვალუტის რეალური კურსი იზრდება, ხოლო ქვეყანაში წარმოებულ საქონელზე მოთხოვნა მცირდება და იმპორტზე მოთხოვნა იზრდება, მაშინ ქვეყანაში მოსალოდნელია რეცესია.

გარდამავალი პერიოდის საწყის ეტაპზე ფიქსირებულ კურსს უპირატესობები აქვს და მაკროეკონომიკის სტაბილურობის მიღწევისათვის მისი გამოყენება გაცილებით ეფექტურია, მაგრამ მას მხოლოდ დროებითი ხასიათი აქვს. თავისუფალი გაცვლითი კურსი ფულად-საკრედიტო პოლიტიკაში განხორციელებული კორექტირების ინდიკატორია, რომელიც ხელს უწყობს კაპიტალის შემოდინების რეგულირებას. თუ კაპიტალის შემოდინება იწვევს ბანკის დეპოზიტების ზრდას და საბანკო კრედიტების ჭარბ გადინებას ეკონომიკაში, მაშინ ფიქსირებული კურსის გამოყენება ფულადი რესურსების ზრდას და ინფლაციის წარმოშობას, შემდგომში კი ფინანსურ სისტემაში რისკებისა და შოკის წარმოქმნას გამოიწვევს.

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის მოქმედებისათვის აუცილებელია სავალუტო რეზერვების არსებობა, მკაცრი ფისკალური დისციპლინა და მონეტარული პოლიტიკის დამოუკიდებლობა. სხვა შემთხვევაში ფიქსირებული კურსი მიუღებელია და მისი ალტერნატივა ფულის მიწოდების თარგეთირება ხდება.

ფულის მიწოდების თარგეთირება, ისევე როგორც გაცვლითი კურსის თარგეთირება, მარტივი და გამჭვირვალეა. იგი ნათლად იძლევა სიგნალს ინფლაციის შეკავების შესახებ და ამცირებს ინფლაციურ მოლოდინს. მართალია, ამ პოლიტიკამ მრავალ ქვეყანაში წარმატებული შედეგი გამოიღო, თუმცა, მრავალი ექსპერტი ამ პოლიტიკას ეჭვქვეშ აყენებს შემდეგი მიზეზების გამო: პოსტკომუნისტური ქვეყნებისთვის დამახასიათებელია ფულის მიწოდების არასტაბილურო-

ბა, ამიტომ კავშირი მონეტარულ აგრეგატებსა და ინფლაციას შორის სუსტია და ფულის მიწოდების თარგეთირება საგრძნობ შედეგებს არ იძლევა. შესაბამისად, შეუძლებელია დეზინფლაციის პოლიტიკის სწრაფად გატარებაც. [1]

ზოგიერთი ექსპერტის მტკიცებით, ზომიერი ინფლაციის პირობებში ფულის მიწოდების თარგეთირება ისეთ ხარჯებს მოითხოვს, რომელიც ეკონომიკური აქტივობის შემცირებასთან და სარგებლის განაკვეთების მკვეთრ ზრდასთანაა დაკავშირებული [2].

ბოლო წლებში, მრავალი ქვეყანა გადავიდა **თარგეთირებულ ინფლაციაზე**. ეს პოლიტიკა გავრცელდა 90-იანი წლებიდან და მას ფართოდ იყენებენ განვითარებული ქვეყნები. ამ პოლიტიკის გამოყენება პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში მიმზიდველია, რამდენადაც მიზანი ნათელია. იგი წარმატებული აღმოჩნდა მრავალ გარდამავალ ქვეყანაში (ჩეხეთი, პოლონეთი, უნგრეთი).

ასეთი პოლიტიკის განხორციელებას სჭირდება რამდენიმე პირობის დაკმაყოფილება: ეროვნული ბანკი დამოუკიდებელ პოლიტიკას უნდა ატარებდეს და მკაცრად მისდევდეს თარგეთირებულ პარამეტრებს. ამასთან, მას ზუსტად უნდა შეეძლოს პროგნოზირება და ინფლაციის გაკონტროლება. ამ მიზნით, გამოყენებულია სამომხმარებლო ფასების ინდექსი. თუმცა, ამ მაჩვენებლის უარყოფითი მხარე არის ის, რომ მისი ხანმოკლე რყევები ფულად პოლიტიკასთან არ არის დაკავშირებული. ამ პოლიტიკის გატარებისას აუცილებელია ფისკალური და მონეტარული ხელისუფლების შეთანხმებული საქმიანობა, განსაკუთრებით ბიუჯეტის ხარჯვით ნაწილში.

ქვეყნები, რომლებიც მისდევენ ინფლაციის თარგეთირე-

1 **De Broeck, M., Krajinyak K., Lorie H.** (1997). Explaning and Forecasting the Velocity of Money in Transition Economies, with Special Reference to the Baltics, Russia and other Countries of the Soviet Union. IMF Working paper, 97/108; Wagner, H. (1998) Central Banking in Transition Countries. IMF Working paper, 98/126.

2 **Sahay R, Vegh C.** (1995) Dollarization in transition economies: Evidence and policy implications. IMF Working paper, 95/96.

ბას არ უარყოფენ იმას, რომ ისინი შუალედურ მიზნებად ისახავენ ფულის მიწოდების ან ეროვნული ვალუტის რეალური გაცვლით კურსზე ზემოქმედებას. ქვეყნები, რომლებიც ფიქსირებულ გაცვლით კურსს მისდევენ, შუალედურ მიზნებად ისახავენ ან ეროვნული ვალუტის რეალური გაცვლით კურსს, ან კიდევ საერთაშორისო რეზერვების შექმნას. ამ ქვეყნებში ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა მნიშვნელოვნად დამოკიდებულია საგადასახდელო ბალანსზე, სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა არ არის დამოუკიდებელი ეროვნული ვალუტის მკაცრად ფიქსირებული კურსის, აგრეთვე ქვეყნების ეკონომიკის თავისებური ხასიათის გამო. ქვეყნები, რომლებიც არც ერთ რეჟიმს არ მისდევს, ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა, როგორც საბოლოო, ასევე შუალედური მიზნების განსაზღვრაში არათანმიმდევრულია.

ზოგიერთი ექსპერტის აზრით,[1] გარდამავალი პერიოდის საწყის ეტაპზე მიზანშეწონილია გაცვლითი კურსის ან ფულის მიწოდების თარგეთირება. ქვეყნები, რომლებმაც ეს სტადია გაირეს, თანდათანობით მცურავ კურსზე უნდა გადავიდნენ და დააწესონ სავალუტო კორიდორები ან ფიქსირებული კურსის ცვლილება (crawing pag). ასეთი გარდაქმნა მიზანშეწონილია განვითარებული პოსტკომუნისტური ქვეყნებისათვის.

თარგეთირებული გაცვლითი კურსის ერთ-ერთი დამახასიათებელი თვისებაა ის, რომ ცენტრალურ ბანკს არ შეუძლია გაატაროს იმ ქვეყნისაგან განსხვავებული პოლიტიკა, რომლის ეროვნული ვალუტა მისთვის წარმოადგენს "ღუზა" ვალუტას და მასთან მიბმულია.

პოსტკომუნისტური ქვეყნებისთვის დამახასიათებელია გაცვლითი კურსის განსხვავებული რეჟიმები. ზოგიერთი გამოკვლევის თანახმად, საუკეთესო გაცვლითი კურსის ამორჩევა დაკავშირებულია იმასთან, თუ რამდენად ენდობიან ინვესტორს და მსოფლიოს ბაზრებისათვის დამახასიათებელ

1 **Wagner H.** (1998). Central Banking in Transition Countries. IMF Working paper, 98/126.

კონკურენტულ პროდუქციას. ამასთან, მნიშვნელოვანია ისიც, თუ როგორი ვალდებულებები აქვთ აღებული უცხოურ ვალუტაში. [1] პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში სტაბილიზაციის მიღწევა გაცვლითი კურსის რეგულირებით ნაკლებად შედეგიანია იმ შემთხვევაში, თუ ინფლაცია ინერციულად ვითარდება და ეროვნულ ვალუტას ნდობა არ აქვს. ამიტომ ექსპერტები გაცვლითი კურსის რეჟიმის ამორჩევისას დიდ ყურადღებას უთმობენ მოქნილობასა (flexibility) და ნდობას (credibility) შორის ურთიერთობას[2].

მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში, გაცვლის კურსზე ზემოქმედების მიზნით, ცენტრალური ბანკები ინტერვენციებს აწარმოებენ, ხოლო ფიქსირებული გაცვლითი კურსისას ეკონომიკურ აგენტებს სჯერათ, რომ ცენტრალური ბანკი განსაზღვრულ დონეზე გაცვლით კურსს შეინარჩუნებს. ეკონომიკური გამოკვლევები სწორედ ამ ორი მიმართულებით კეთდება. თავისუფალი გაცვლითი კურსის პირობებში, ქვეყანა დამოუკიდებელ ფინანსურ პოლიტიკას აწარმოებს და საგარეო და შიგა შოკებზე ზემოქმედებას ვაჭრობის პირობების ან სარგებლის განაკვეთების ცვლილებებით ახდენს. ფინანსური პოლიტიკის ასეთი მოქნილობა შეიძლება უცხოური პარტნიორების ნდობამ შეარყიოს და ინფლაციის მოლოდინი წარმოშვას, მაშინ, როდესაც ფიქსირებული გაცვლითი კურსი მონეტარული პოლიტიკის მოქნილობას ამცირებს, მაგრამ სანაცვლოდ ქვეყნის ფინანსურ-საკრედიტო პოლიტიკისადმი ნდობას ზრდის იმ შემთხვევაში, თუკი დარწმუნებულები არიან, რომ ცენტრალურ ბანკს ფიქსირებული გაცვლითი კურსის შესაკავებლად საკმარისი რეზერვები გააჩნია და აგენტები ინფლაციურ მოლოდინს შეამცირებენ.

---

1 **Calvo G.** (1999). Fixed versus Flexible Exchange Rate: Preliminaries of a Turnof Millennium Rematch www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm.

Calvo G., Reinhart C. (2000). Fear of Floating. University of Maryland.

Calvo G., Vegh C. (1992) Inflation Stabilization and Nominal Anchors. IMF Working paper, 92/4.

2 **Edwards S.** (1996) The Determinants of the choice Between Fixed and Flexible Exchange – Rate Regimes. NBER, Working paper, 5756.

მოქნილი და ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმის ამორჩევა დამოკიდებულია ქვეყნების განვითარების თავისებურებებზე. როდესაც ქვეყანაში არსებობს მონეტარული ან კონიუნქტურული რისკები, რომლებიც გამოწვეულია საგარეო ვაჭრობითა თუ ინვესტორთა ცვალებადი დამოკიდებულებით, მაშინ მიზანშეწონილია მცურავი გაცვლითი კურსის გამოყენება, ხოლო თუ ქვეყანაში არასტაბილური ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა ხორციელდება, მაშინ უმჯობესია გამოყენებული იქნეს ხელოვნურად დაფიქსირებული გაცვლითი კურსი, თუნდაც ხანმოკლე პერიოდით, რადგან ფუნდამენტალური მაკროეკონომიკური ცვლილებები და საგარეო პირობები სწრაფად შეიცვლებიან[1].

მცურავი გაცვლითი კურსის მომხრეთა მტკიცებით, ეს რეჟიმი საგადასახდელო ბალანსის კორექტირებისათვის ეფექტურია, მაგრამ არათანმიმდევრულმა გაცვლითმა კურსმა შეიძლება უცხოური ინვესტიციების შემცირების რისკები წარმოშვას. შედეგად, ინვესტიციები შემცირდება და არასტაბილურობა და ინფლაცია გაიზრდება.

საერთოდ, ამა თუ იმ გაცვლითი კურსის უპირატესობის თეორიული არგუმენტები ვერ იძლევა სწორი რეკომენდაციების მიცემის საშუალებას, მაგრამ ემპირიული მიდგომებით იგი იმ რისკებს და პოზიტიურ შედეგებს ასახავს, რომლებიც თითოეულ მათგანს გააჩნია. მონეტარული რეჟიმების არჩევა ყოველთვის შოკებთან მიმართებაში ხდება, მაგრამ ასეთი არჩევანიც პრობლემატურია.

გაცვლითი კურსის რეჟიმების შესახებ გამოკვლევები დოლარიზებულ ქვეყნებში, ამტკიცებენ, რომ ეროვნული ვალუტის დოლარით შეცვლა გაცვლითი კურსის არასტაბილურობის ზრდას იწვევს. მცურავი გაცვლითი კურსი, მოლოდინის ცვლილებასთან ერთად, საკმაოდ მგრძნობიარე ხდება. ამასთან, რაც უფრო თავისუფლად ცურავს კურსი, ეროვნულ ვა-

---

1 Klaus V. (1997) . Promoting Financial Stability in the Transition Economies of Central Eastern Europe. Federal Reserve Bank of Kansas City.

ლუტაზე მით უფრო ნაკლები მოთხოვნაა[1]. მოქნილ გაცვლით კურსს კი უპირატესობა მაშინ აქვს, როდესაც ეკონომიკაში შოკები და კრიზისები ბატონობს. დამოუკიდებელი ფინანსური პოლიტიკა, მოქნილი გაცვლის კურსი და კაპიტალის თავისუფალი გადადენა ერთმანეთთან შეუთავსებელია, განსაკუთრებით, სუსტად განვითარებული შიგა ბაზრის მქონე ქვეყნებისათვის. ასეთ ქვეყნებში, ექსპერტების რეკომენდაციებით, შემოღებული უნდა იქნეს მცურავი გაცვლითი კურსი, კაპიტალის გადადენის მცირეოდენი შეზღუდვებით, ფულადი პოლიტიკის ავტონომიურობის შენარჩუნებით, ან ფიქსირებული გაცვლითი კურსი კაპიტალის გადადენის შეზღუდვის გარეშე, მაგრამ ფულადი პოლიტიკის ავტონომიურობის დაკარგვის სანაცვლოდ [2].

90-იან წლებში დამკვიდრებული შეხედულებით, როგორც ფიქსირებული, ასევე მცურავი გაცვლითი კურსები თანაბარ შედეგებს იძლევიან. ამასთან, მიღებული ზოგიერთი შედეგით, მაგალითად, 28 განვითარებადი ქვეყნიდან, რომელთაც ფიქსირებული გაცვლითი კურსი გააჩნდათ, მხოლოდ რამდენიმე ქვეყანაში იყო დაბალი ინფლაცია. ამდენად, უმრავლეს ქვეყანაში ფიქსირებული გაცვლითი კურსი იყო არაეფექტური დაბალი ინფლაციის შესანარჩუნებლად[3]. ამასთან, განვითარებადი ქვეყნების დიდმა ნაწილმა შეცვალა ფიქსირებული გაცვლითი კურსი და გადავიდა გაცვლის მოქნილ რეჟიმებზე [4].

საერთო გაკვეთილი არის ის, რომ ბიუჯეტის მცირე დეფიციტის მქონე პოსტკომუნისტური ქვეყნები, "ღია ეკონომიკის" პირობებში ცდილობენ გაცვლითი კურსის მკაცრი რეჟიმის შექმნას. ქვეყნები, რომლებიც ფიქსირებული გაცვლითი

1 **Berg A., Borenstein E.** (2000). The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies. IMF Working paper, 29.

2 **Cooper R.** (1999).Exchange Rate Choices, mimeo. Harvard University.

3 **Little I., Cooper R.,. Corden W, Rajapatirana S.** (1993). Boom, Crisis and Adjustment. The Macroeconomic Experience of Developing Countries. Oxford University Press for The World Bank.

4 მათ შორისაა არგენტინა, აფრიკის ქვეყნები და სხვ.

კურსის პირობებში გაცვლითი კურსის კორექტირებას ცდილობენ, უფრო დაბალი ინფლაცია აქვთ, ვიდრე იმ შემთხვევაში თუ კი ისინი გადავიდოდნენ მცურავ გაცვლით კურსზე. გაცვლითი კურსის ახალ რეჟიმზე გადასვლისას, თუკი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები გაცვლითი კურსის რეჟიმის ცვლილებას არ მოითხოვენ, ინფლაციის ტემპები უმნიშვნელოდ იცვლება.

როდესაც ინფლაციის ტემპები უმნიშვნელოა, გაცვლითი კურსის მოქნილობა უნდა გაიზარდოს ქვეყნის კონკურენტუნარიანობის შესანარჩუნებლად, ხოლო ინფლაციის მაღალი ტემპის პირობებში კი გაცვლითი კურსის რეჟიმი მკაცრი უნდა იყოს, რათა იმ "ღუზის" როლი შეასრულოს, რომელიც ინფლაციას შეაკავებდა.

დღეს უკვე ფიქსირებულ და მცურავ გაცვლით კურსებს შორის არჩევანი განიხილება, როგორც ნდობასა და მოქნილობას შორის არჩევანი. მცურავი გაცვლითი კურსი ეფექტურია საგადასახდელო ბალანსის კორექტირების მიზნით. სავალუტო კურსის გაურკვევლობა უცხოური ინვესტირებისათვის რისკს ზრდის, რაც არასტაბილურობის გაზრდას იწვევს. არასტაბილურობა კი პოსტკომუნისტური ქვეყნებისათვის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი პრობლემაა, ამიტომ ისინი გადადიან მკაცრი გაცვლითი კურსის რეჟიმზე. ისინი განაცხადებენ თავიანთ განზრახვას იმ მიზნით, რომ გაურკვევლობა და ინფლაციური რისკი შეამცირონ. ამის შედეგია საერთაშორისო რეზერვების ზრდაც. 1998-1999 წლების სავალუტო კრიზისის შემდეგ საერთაშორისო რეზერვებმა სავალუტო ბაზარზე მოსალოდნელი სპეკულაციური შეტევის გასანეიტრალებლად კიდევ უფრო მეტი მნიშვნელობა შეიძინეს. ასეთი სახის "მერკანტილისტური" პოლიტიკა რეზერვების მუდმივ ზრდას მოითხოვს, რაც, თავის მხრივ, ინფლაციას აძლიერებს და ეროვნულ ვალუტას ამყარებს. ამით ქვეყნების ცენტრალური ბანკები მათი მთავარი სავალუტო რეზერვის - აშშ დოლარის გაუფასურების გამო შემოსავლებს კარგავენ. მაკროეკონომიკური სტაბილურობის პირობებში

სტაბილური გაცვლითი კურსი ეკონომიკის დე-დოლარიზაციას ასტიმულირებს.

ცხრილი 8.

საერთაშორისო რეზერვები
(ოქროს გარდა, აშშ დოლარში, წლის ბოლოს)

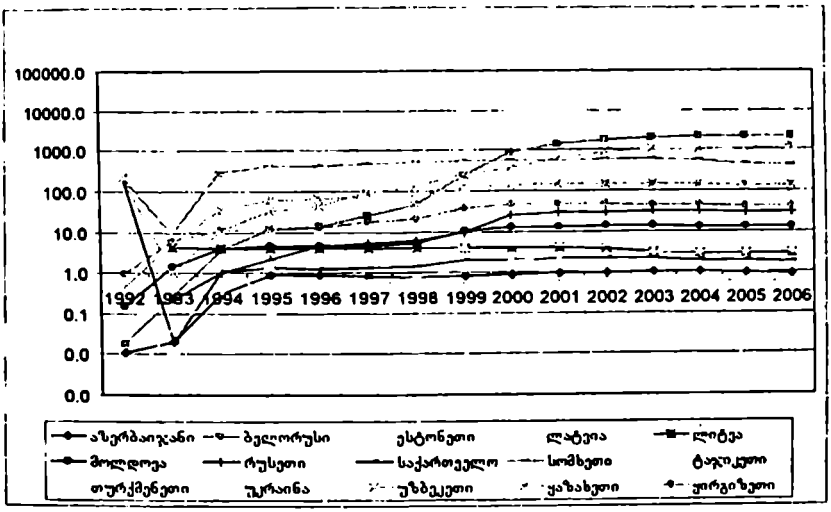
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2006/1996
აზერბაიჯანი	214	467	447	673	680	725	721	803	1,075	1,178	2,500	11.7
ბელორუსი	469	394	703	294	350	391	417	462	691	1,107	1,069	2.3
ესტონეთი	703	821	876	944	921	820	1,000	1,373	1,793	1,945	2,856	4.1
ლატვია	622	704	728	840	851	1,149	1,241	1,432	1,912	2,232	4,353	7.0
ლიტვა	834	1,063	1,460	1,242	1,359	1,669	2,413	3,450	3,594	3,816	5,773	6.9
მოლდოვა	312	366	144	186	222	229	269	302	470	597	775	2.5
რუსეთი	11,276	12,895	7,801	8,457	24,264	32,542	44,054	73,175	120,809	175,900	295,568	26.2
საქართველო	158	173	118	132	109	161	198	191	383	474	881	5.6
სომხეთი	156	229	281	291	302	317	416	502	548	669	1,072	6.9
ტაჯიკეთი	14	30	65	58	87	96	96	135	189	235	252	18.0
თურქმენეთი	1,172	1,285	1,379	1,555	1,808	2,055	2,346	2,673	2,714	3,442	5,425	4.6
უკრაინა	1,960	2,341	761	1,046	1,353	2,955	4,241	6,731	9,302	19,413	22,300	11.4
უზბეკეთი	772	374	533	763	684	1,212	1,215	1,659	2,146	2,895	4,665	6.0
ყაზახეთი	1,295	1,697	1,461	1,479	1,594	1,997	2,553	4,962	9,277	7,070	19,113	14.8
ყირგიზეთი	95	170	164	230	205	230	289	365	549	570	764	8.1

წყარო: ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის მონაცემები - http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/sei.xls

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი პოლიტიკის მოქნილობას ამცირებს, მაგრამ პოლიტიკისადმი ნდობას ზრდის, რაც სტაბილურობას და ინფლაციის დაბალ ტემპებს უზრუნველყოფს. ასეთი პოლიტიკა მხოლოდ იმ შემთხვევაში ამართლებს, თუ ეკონომიკური აგენტები ხელისუფლებას ენდობიან სტაბილურობის უზრუნველყოფაში, ამიტომ რეკომენდაციას იძლევიან, რომ ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი ეკონომიკური აგენტების ნდობის გაზრდის ღონისძიებებთან უნდა შეხამდეს [1].

1 Сравнительный Анализ Денежно-кредитной Политики в Переходных Экономиках (2003). Институт Экономики Переходного периода. М., გვ. 67.

გაცვლითი კურსის ცვლილებები
(ეროვნული ვალუტის თანაფარდობა აშშ დოლართან)



წყარო: ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის მონაცემები - http://www.ebrd.com/country/sector/econo/stats/sei.xls

ამდენად, შეიძლება დავასკვნათ, რომ ეკონომიკის ღიაობა განმსაზღვრელია სავალუტო რეჟიმის არჩევისას. თუ ქვეყნის ძირითადი მიზანია უცხოური კაპიტალის მოზიდვა და უცხოური ინვესტიციებზე ქვეყნის ეკონომიკის აგება, მაშინ ფიქსირებული კურსის რეჟიმები ამ მიზნის განხორციელებას ხელს შეუწყობს, ხოლო თუ ქვეყანა ცდილობს საკუთარი წარმოების დანერგვას მსოფლიო ბაზარზე, მაშინ ფინანსურმა პოლიტიკამ ხელი უნდა შეუწყოს ეროვნული ეკონომიკის განვითარებას და ამ შემთხვევაში მცურავი კურსი პოზიტიურ შედეგებს იძლევა. როდესაც ქვეყანას ორივე სურს, მაშინ მან უნდა ითამაშოს, რომელიც მისთვის შესაძლებელია საკმაოდ რისკიანი აღმოჩნდეს. თუ ფიქსირებული გაცვლითი კურსისას გამოშვება განსაზღვრავს ფული მიწოდების დინა-

მიკას, თარგეთირებული ინფლაციის პირობებში ეს პროცესი შებრუნებულია.

ამდენად, კიდევ ერთი მიზანი, რომელიც ისახება მონეტარული პოლიტიკისას ინფლაციაა, რომელიც სრულიად საწინააღმდეგო მიმართულებით მოქმედებს, ვიდრე გაცვლითი კურსის რეჟიმი. ასეთ პირობებში უკვე ფასობრივი შოკები გამოშვებაზე ახდენენ ზეგავლენას, ხოლო ინფლაციური მოლოდინი კი არასტაბილურობას ზრდის.

გარდამავალი ქვეყნებში ფულადი ინსტრუმენტების გამოყენება ძირითადად დამოკიდებულია ან საგარეო-სავაჭრო ურთიერთობებზე ან კიდევ უცხოური ინვესტიციების მოზიდვაზე. დიდი ქვეყნები ძირითადად საბანკო დაკრედიტებისა და სავალუტო კურსის არხებს იყენებენ. ინფლაციური თარგეთირების რეჟიმის ქვეყნებში გაცვლითი კურსის არხები მოქმედებს, ხოლო ფულის მიწოდების თარგეთირებულ ქვეყნებში კი უპირატესობა ბანკების დაკრედიტების არხებს ეძლევა. ეს გარემოება ცენტრალური ბანკის დაბალანსებული პოლიტიკის წარმართვის აუცილებლობას ასაბუთებს.

მიუხედავად სხვადასხვა განსხვავებული სავალუტო-ფინანსური რეჟიმებისა, ქვეყნები მაინც სხვადასხვა შუალედურ მიზნებს ანხორციელებენ, რომლებიც შეიძლება იყოს: სავალუტო საბჭოს ქვეყნებში - თარგეთირებული ინფლაცია; როგორც სავალუტო საბჭოს, ასევე თარგეთირებული ინფლაციის ქვეყნებში - რეალური გაცვლითი კურსი; თითქმის ყველა რეჟიმის ქვეყანაში - საერთაშორისო რეზევებისა და ფულის აგრეგატების თარგეთირება.

ღია ეკონომიკის ქვეყნებში, განსაკუთრებით მცირე ქვეყნებში, დიდია საგარეო შოკებზე დამოკიდებულება და თუ ეს ქვეყნები თარგეთირებული ინფლაციის ან ფულის მიწოდების თარგეთირებას მისდევენ, მაშინ ასეთი დამოკიდებულება კიდევ უფრო ძლიერია. მიუხედავად ამისა, მათ ფულად-საკრედიტო ინსტრუმენტების ფართო ასპარეზი აქვთ მის გასანეიტრალებლად. ამასთან, ნაკლებად ექვემდებარებიან

უცხოური ინვესტორებისაგან სპეკულაციურ შეტევას. ასეთ ქვეყნებში შიგა დანაზოგების წილი საკმაოდ მაღალი უნდა იყოს იმისათვის, რომ მათ ეროვნული ეკონომიკის კონკურენტუნარიანობა გაზარდონ.

ქვეყნები, სადაც ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი არსებობს, ფულის მიწოდების დინამიკას წარმოება განსაზღვრავს. ისინი დამოკიდებულნი არიან ძირითადი სავაჭრო ქვეყნებთან ფინანსურ და წარმოებრივ ინტეგრაციაზე და საგარეო შოკებისაგან დაზღვევის ინსტრუმენტები ნაკლებად გააჩნიათ.

ქვეყნები, რომლებიც თავიანთი სავალუტო პოლიტიკის გატარებას პარტნიორ ქვეყნებს უკავშირებენ, ფიქსირებულ გაცვლითი კურსის რეჟიმებს მისდევენ, რითაც ისინი სინიორაჟიდან მიღებულ შემოსავლებს და ცენტრალური ბანკის მიერ საბანკო სისტემის დაკრედიტების შესაძლებლობას კარგავენ იმ შემთხვევაში, როდესაც ფინანსური რისკები იზრდება და მათ განეიტრალებას ვერ უზრუნველყოფენ, ხოლო ქვეყნები, რომლებიც მოქნილ ფინანსურ პოლიტიკას ანხორციელებენ მნიშვნელოვნად ხდებიან დამოკიდებულნი ცენტრალური ბანკისა და მთავრობის მიერ გატარებულ ერთობლივ პოლიტიკაზე, მათ მიერ პროგნოზირებად პარამეტრებზე და გაუთვალისწინებელ რისკებზე. ამ ქვეყნებშიც ფინანსური კრიზისების ალბათობა საკმაოდ მაღალია.

საბოლოო ჯამში პასუხი კითხვაზე, თუ რომელი მონეტარული რეჟიმი უნდა აირჩიოს ქვეყანამ იმისათვის, რომ ხელი შეუწყოს ეკონომიკის ზრდას და სტაბილურობას დამოკიდებული ხდება რამდენიმე ფაქტორზე: 1. ნდობა ხელისუფლებისადმი; 2. უცხოურ ინვესტორთა სწრაფვა ეროვნულ ბაზრებში შესასვლელად; 3. ადგილობრივი წარმოების კონკურენტუნარიანობა; 4. ქვეყნის მაკროეკონომიკური მდგომარეობა. სწორედ ამ ორიენტირების გათვალისწინებით შეიძლება განისაზღვროს კონკრეტული ქვეყნის მონეტარული პოლიტიკა.

დასკვნა

ფინანსური რეგულირების რისკების წარმოშობის პირობაა ფინანსური არასტაბილურობა, სახელმწიფოს მიერ ეკონომიკაში ინტერვენციების მოლოდინი, სპეკულაციური ზეწოლა სარგებლის მისაღებად და სხვ. ამ ეკონომიკურ თამაშში მონაწილეობს ყველა აგენტი, სახელმწიფო, ბიზნეს-სამყარო, სამოქალაქო საზოგადოება. თითოეულ მათგანს საკუთარი ინტერესი გააჩნია, რომლის კვინტესენციაა მისწრაფება ფულადი შემოსავლების სტაბილურობისაკენ და გაზრდისაკენ იმ ქვეყნის ვალუტაში, რომელიც ყველაზე უკეთესად უზრუნველყოფს ამ მიზნების განხორციელებას. ამ ურთიერთობებში კრიზისების სტიმულატორია ეკონომიკური აგენტების სპეკულაციური შეტევა ეროვნულ ვალუტაზე და ხელისუფლების არაადექვატური რეაგირება მასზე, რაც ქვეყანაში არსებული ეკონომიკური მდგომარეობის რეფლექსური ასახვაა. ეს ურთიერთობები სხვადასხვა სცენარით ვითარდებიან.

როდესაც სამოქალაქო საზოგადოება ეკონომიკური მდგომარეობის გაუარესებას ელოდება, მაშინ, ისინი შესაბამისად, თადარიგს იჭერენ ეროვნული ვალუტის მიმართ და ქვეყნის ეკონომიკური მდგომარეობაც ნამდვილად უარესდება.

ხელისუფლება აწყდება კომპრომისის აუცილებლობას იმის არჩევანში, თუ რა არის უკეთესი გაცვლითი კურსის შესანარჩუნებლად: მოკლევადიანი მაკროეკონომიკური მოქნილობა თუ გრძელვადიანი ნდობის მოპოვება. კრიზისი იწყება მხოლოდ მაშინ, როდესაც აღმოჩნდება, რომ არსებული პარიტეტის დაცვა უფრო ძვირადღირებულია და როდესაც ბაზარზე წარმოიქმნება იმის რწმენა, რომ არსებული წონასწორობის დაცვა არაეფექტურია. სპეკულაციური ზეწოლა ვალუტაზე ეკონომიკური მდგომარეობის გაუარესების მოლოდინის შედეგად იქმნება. შესაბამისად, უნდა დავასკვნათ, რომ რაც უფრო სუსტია ფინანსური სისტემა, მით უფრო დიდია არასტაბილურობისადმი რწმენა და ეკონომიკური წონასწორობა მით უფრო მეტად ირღვევა.

ფინანსური რისკები ცუდი საბანკო მენეჯმენტით, კორპორაციული პრობლემებითა და მისი მიკრო და მაკროეკონომიკური შედეგებითაა გამოწვეული. კაპიტალური ნაკადები და არასწორად დაბანდებული ინვესტიციები ვალუტის დევალვაციას განაპირობებენ, რომელიც თავის მხრივ, საბანკო-ფინანსურ სექტორს და რეალურ ეკონომიკას ასუსტებს. რეალური ეკონომიკის სისუსტე ინვესტორებში პესიმისტურ მოლოდინს წარმოშობს და ეს მოლოდინი ამ ქვეყნიდან ფინანსურ ნაკადებს კიდევ უფრო მეტად გამოდევნის.

ქვეყნების გამოცდილების მიხედვით, არასწორი ეკონომიკური პოლიტიკა ყოველთვის ეკონომიკური აგენტების პესიმისტურ მოლოდინს წარმოშობს. ფინანსური ბაზარი პოლიტიკაში ყოველ უმნიშვნელო ცვლილებებზე მკვეთრად რეაგირებს. ამ უკანასკნელმა შეიძლება ნეგატიური ქმედებები განახორციელოს, მაგრამ მისი გამომწვევი საწყისი მიზეზი ყოველთვის ხელისუფლების ქცევაა.

ყველა ქვეყანაში სავალუტო პოლიტიკის შეფასებადადიაგნოსტიკა, მიუხედავად იმისა, რომ ერთნაირი სცენარით არ ვითარდებიან და გამორჩეულად თავისებურია, მაჩვენებელთა სისტემას ემყარება, რომელიც საბანკო-ფინანსური, მაკროეკონომიკური, სოციალური, ინსტიტუციონალური და პოლიტიკური ფაქტორების ერთობლიობას მოიცავს. მაჩვენებელთა ეს სისტემა უნივერსალურია და ყველა ქვეყანაში განსხვავებულ მნიშვნელობას იძენს თითოეული მათგანის მიერ გამოვლენილი ეკონომიკური, ფინანსური და სოციალური მდგომარეობა, რომელზეც რეაგირება დისპროპორციების წარმოშობის პროფილაქტიკის პირობაა.

პოსტსაბჭოთა ქვეყნებში 90-იან წლებში გავრცელებულმა სავალუტო-ფინანსურმა კრიზისებმა გარდაქმნის სისუსტეები და ნელი რეფორმების დაბალი ეფექტურობა გამოავლინა. მართალია, საქართველო, მოლდოვა, ყირგიზეთი და ყაზახეთი გარდაქმნის ლიდერებად ითვლებოდნენ, მაგრამ ამ კრიზისიდან თავის დასაღწევად მათი გარდაქმნის პროგრამები არასაკმარისი და არათანმიმდევრული აღმოჩნდა. ქვეყნების

საგადასახადო პრობლემები და ფინანსური უწესრიგობა ამ კრიზისის ხელშემწყობ გარემოებებად დარჩნენ დღემდე, ხოლო სოციალური პროგრამების არაეფექტურობა კი ინფლაციის გაღრმავებაზე ზემოქმედებდა.

ქვეყნებში, სადაც სოციალურ-ეკონომიკური რეფორმები არ დაჩქარდა, ძირითადად პოლიტიკური კონსენსუსის დეფიციტის შედეგი იყო. ამასთან, პოლიტიკური არასტაბილურობა და გადაუჭრელი ეთნოკონფლიქტები კიდევ უფრო ართულებს ეკონომიკური სტაბილიზაციის შესაძლებლობებს. ასეთ ქვეყნებში ინვესტორები კაპიტალის დაბანდებისაგან, მათგან მოსალოდნელი საეჭვო შედეგების გამო, თავს იკავებენ. ეს კი იმის პირობებს ქმნის, რომ ეკონომიკურად სუსტ და ეთნიკურად მოუწყობელ ქვეყნებში ფინანსური წონასწორობა შეიძლება ადვილად მოიშალოს.

აქედან გამომდინარე, შეიძლება ითქვას, რომ პოსტკომუნისტური ქვეყნებისათვის დამახასიათებელია ფინანსურ-სავალუტო ბალანსის პერიოდული რღვევა, რომელსაც მართალია, მკაცრი ხასიათი არ აქვს, მაგრამ იგი ფინანსურ-სავალუტო ბაზრებზე ხელისუფლებისა და ცენტრალური ბანკის ინტერვენციების განხორციელებას ასტიმულირებს და ფინანსურ წონასწორობასთან ერთად რისკებსაც აძლიერებს.

ძნელია იმის თქმა, თუ რა შედეგები მოყვება ასეთ „თამაშებს“. ბევრი რამ დამოკიდებულია ხელისუფლებისადმი საზოგადოების ნდობაზე.

ლიტერატურა

ანანიაშვილი ი., აჩელაშვილი კ., მესხია ი., პაპავა ვ., სილაგაძე ა., წერეთელი გ. (2003). მაკროეკონომიკური რეგულირების მეთოდები და მოდელები. თბ., „მეცნიერება".

ასათიანი რ. (2005). პატარა ქვეყანას დიდი შეცდომების უფლება არა აქვს. თბ., „სიახლე".

ბასილია თ., სილაგაძე ა., ჩიკვაიძე თ. (2001). პოსტსოციალისტური ტრანსფორმაცია: საქართველოს ეკონომიკა XXI საუკუნის მიჯნაზე. თბ.

ბალცეროვიჩი ლ. (2005). თავისუფლება და განვითარება. სახელმწიფო გარდამავალ პერიოდში. თბ. (თარგმანი პოლონურიდან ა, გრიშიკაშვილის).

გოცირიძე რ. (1999). ეკონომიკა, პოლიტიკა, ცხოვრება. თბ. „ფავორიტი".

გიგინეიშვილი ნ. (2001). გაცვლითი კურსის გავლენა ინფლაციაზე: მონეტარული გადაცემის მექანიზმი საქართველოში. ჟურნ. "ბანკი", 3(7).

თოქმაზიშვილი მ. (2004). მსოფლიო სავალუტო კრიზისების თეორიული მოდელები. ჟურნ. „ბანკი", № 3.

ლალიაშვილი გ. (2002). ეკონომიკური ზრდის ინფლაციური და დევალვაციური სტიმულირება: მითი და სინამდვილე. ჟურნ. „ბანკი", №5.

სავალუტო კრიზისი. ლარის დევალვაციის მიზეზები და მოსალოდნელი შედეგები. (1999). ხელმძღვ. გოცირიძე რ. საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი. თბ., "ეტრატი".

კაკულია მ. (2001). სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში. თბ.

კოვზანაძე. ი. (2002). საქართველოს კომერციული ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა, თბ.

მანაგაძე ი. (2002). ინფლაციის რეგულირება, როგორც მაკროეკონომიკური სტაბილურობის საკვანძო პრობლემა. ჟურნ. „მაკრო-მიკროეკონომიკა", № 7-9.

მანაგაძე ი. (2004). ინფლაციური ტარგეტირების რეჟიმი განვითარებად და გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში. ჟურნ. "ბანკი". № 3.

მალაშხია გ. (2000). ეკონომიკის ჩამორჩენის საფრთხე და მისი თავიდან აცილების შესაძლებლობები. საქართველოს ეკონომიკა XXI საუკუნის კარიბჭესთან: პრობლემები, პერსპექტივები. სამეცნიერო პრაქტიკული კონფერენციის მასალები, 2000 წლის 17 მაისი, თბ.

პაპავა ვ. (2000). საერთაშორისო სავალუტო ფონდი საქართველოში: მიღწევები და შეცდომები. თბ., „იმპერიალი".

პაპავა ვ. (2005). პოსტკომუნისტური გარდამავალი პერიოდის მაკროეკონომიკა. თბ., თსუ.

პაპავა ვ. (2002). პოსტკომუნისტური კაპიტალიზმის პოლიტიკური ეკონომია და საქართველოს ეკონომიკა. თბ.

პაპავა ვ. (2007). „სავალუტო ფარი" „ჰოლანდიური სენის ფონზე". ჟურნ. „საქართველოს ეკონომიკური ტენდენციები", ოქტომბერი.

Antczak Rafal (2000). Theoreticl Aspects of Currency Crises. Center for Social and Economic Research, Warsaw.

Berg A., Borenstein E. (2000). The Choice of Exchange Rate Regime and Monetary Target in Highly Dollarized Economies. IMF Working paper, 29.

Bokros L. (2001). Experience and Perspectives of Financial sector Development in Central and Eastern Europe. Case. Warsaw. Working paper Series. 38.

Blaszkewicz M. (2000). What factors led to the Asian Financial Crisis: Were or were not Asian Economics Sound? Center For Social and Economic Research. Warsaw, p.20.

Calvo G. (1999). Fixed versus Flexible Exchange Rate: Preliminaries of a Turnof Millennium Rematch www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm.

Calvo G., Reinhart C. (2000). Fear of Floating. University of Maryland.

Calvo G., Vegh C. (1992) Inflation Stabilization and Nominal Anchors. IMF Working paper, 92/4.

Cooper R. (1999).Exchange Rate Choices, mimeo. Harvard University.

Currency Crises in Emerging Markets - Selected Comparative (2001). Marek Dabrowski (Ed). CASE, Warsaw.

Dabrowski M., Gortat R. (2002) Political Determinant of economic Reforms in Former Comunist Countries. Case Warsaw. Studies and Analysis. # 242.

De Broeck, M., Krajinyak K., Lorie H. (1997). Explaning and Forecasting the Velocity of Money in Transition Economies, with Special Reference to the Baltics, Russia and other Countries of the Soviet Union. IMF Working paper, 97/108;

Edwards S. (1996) The Determinants of the choice Between Fixed and Flexible Exchange – Rate Regimes. NBER, Working paper, 5756.

Edwards S. (1996). The Determinants of the Choice Between Fixed and Flexible Exchange – Rate Regimes. NBER Working paper, 5756.

Kazmer D., Konrad M. (2005). Economic Lessons fropm the Transition. The Basic Theory Re-exemined. M.E.Sharpe. Armonk, New York, London, England.

Fisher Stanley and Sahay Ratna (2000). The Transition Economies After Ten Years. IMF Working Paper WP/00/30 (February 1), www.imf.org/external/pubs/ft/wp.2000/wp0030.pdf

Jarocinski M. (1998) Money Demand and Monetization in Transition Economies. Case Warsaw. Working papers series, # 13. .

Kakulia M. Forms and Mechanisms of Currency Crises in Transitional Economics. http://www.nbg.gov/engl/publication.report/pdf/mechanismsofcurrency-en.pdf.

Klaus V. (1997) Promoting Financial Stability in the Transition Economies of Central Eastern Europe. Federal Reserve Bank of Kansas City.

Kaminsky G. Lizondo, S. Reinhart, C. Leading Indicators of Currency Crises. IMF Staff papers, Vol 45, #1.

Lavigue Marie (2000). The Economics of the Transition Process.

What have we learned? Problems of Post-Communsm. July-August. Vol 47. #4.

Little I., Cooper R., Corden W, Rajapatirana S. (1993). Boom, Crisis and Adjustment. The Macroeconomic Experience of Developing Countries. Oxford University Press for The World Bank.

Papava V. Chocheli V.(2003). Financial Globalization and post-communist Georgia. Universe, Inc. New yourk, lincoln Shanghai.

Papava V. (2005). Necroeconomics. The Political Economy of Post-communist Capitalism. (Lessons from Georgia). iUniversal Inc. New York Lincoln Shangai.

Radelet S., Sachs J. (1998). The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, prospects. Harvard Institute for International Development. http://www.stern.nyu.edu/-nrubina/asia

Stiglitz J. (1998). The Role of International Finantial Institutions in the Current Global Economy. Address To the Chicago Council on Foreign Relations, February, 27, Chicago. Http://www.worldbank.org/html/extme/jssp022798.html;

Stiglitz Joseph (1997). Interview in "Transition Economy Is still a Well-defined Category," Transition 8, no.6 (December). (www.worldbank.org/html/prddr/trans/pdf/novdec97.pdf

Sahay R, Vegh C. (1995). Dollarization in transition economies: Evidence and policy implications, IMF Working paper, 95/96.

Tomczynzka M.(2000), Early Indicators of Currency Crises. Review of some Literature. Case, Warsaw.

The first Ten Years: Analysis and Lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union (2002). Report #23511, World Bank. http://wbln0018.worldbank.org/eca/eca.nsf

United Nations Economic Comission for Europe UNECE, Economic Survey of Europe, Vol.1, New York, UNECE, 2000.

Wagner H. (1998). Central Banking in Transition Countries. IMF Working paper, 98/126.

World Development Report (1997). The State in a Changing World. World Bank. Oxford University Press.

World Development Indicators. http://web.worldbank.org/wbsite/external/datastatistics/

World Development Indicators, 2000, on CD-ROM

World Development Indicators, 2002. World Bank. 2003.On CD-ROM.

Гайдар Е. (2004). Социально-экономическая трансформация в странах СНГ: Достижения и проблемы. В кн: Посткоммунистическая трансформация в странах СНГ: Достижения и проблемы. Институт экономики переходного периода. М.

Домбровский М. (1999). Последствия Росийского финансового кризиса для соседных стран. Case, Warsaw.

Ковзанадзе И. (2005).Тенденции и Перспективы Развития экономики и Банковского Сектора Трансформационных Стран. М., "Финаннсы и Статистик".

Сравнительный Анализ Денежно-кредитной Политики в Переходных Экономиках. (2003). Институт Экономики Переходного периода. М.

საგამომცემლო უზრუნველყოფა:
საგამომცემლო სახლი „ინოვაცია“

დირექტორი: ზაურ ნაჭყებია
ტექნიკური რედაქტორი: ლევან ბოჭორიშვილი
ოპერატორი: სოფო ძილიშთარი
ნონა ჯღარკავა
კორექტორები: ქეთევან წახნაძია
გვანცა შანავა

მისამართი: თბილისი, ძმები კაკაბაძეების ქ. №22
ტელ: (899) 56-14-57; 98-39-30; 98-71-25; 92-25-23.

Email: inovacia@caucasus.net