

ივ. ჯავახიშვილის სახ. თბილისის  
სახელმწიფო უნივერსიტეტი  
ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი

ხელნაწერის უფლებით

არჩილ იაკობაშვილი

სტაბილიზაციის პოლიტიკა  
საგალუტო სუბსტიტუციის პირობებში

ეკონომიკის დოქტორის  
აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად  
წარმოდგენილი დისერტაციის

ა გ ტ ო რ ე ფ ე რ ა ტ ი

2011

თბილისი

ნაშრომი შესრულებულია ეკონომიკური პოლიტიკის კათედრაზე.

**სამეცნიერო ხელმძღვანელი :**

რევაზ გველესიანი

ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი,

სრული პროფესორი, თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი

**ოფიციალური შემფასებლები :**

1. ევგენი ბარათაშვილი

ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი,

სრული პროფესორი, საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი

2. ლია თოთლაძე

ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი,

ასოცირებული პროფესორი, გურამ თავართქილაძის უნივერსიტეტი

დისერტაციის დაცვა შედგება 2012 წლის 25 იანვარს 14 საათზე ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტის სადისერტაციო საბჭოს სხდომაზე.

მისამართი: 0186, თბილისი, უნივერსიტეტის ქ 2 ; თსუ, მაღლივი კორპუსი, ფილიპე გოგიჩაიშვილის სახელობის აუდიტორია 206.

დისერტაციის გაცნობა შესაძლებელია ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის სამეცნიერო ბიბლიოთეკაში.

მისამართი: 0186, თბილისი, უნივერსიტეტის ქ 2 .

სადისერტაციო საბჭოს სწავლული მდივანი

ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი

/ მ. ლობჯანიძე /

## ავტორეფერატის სტრუქტურა:

თემის აქტუალურობა	2
კვლევის მიზნები	3
კვლევის საგანი და ობიექტი	6
თეორიულ–მეთოდოლოგიური საფუძვლები	7
„დოლარიზაციის ტესტი“	9
საგალუტო სუბსტიტუციის მიზეზების სისტემატიზაცია	10
ეკონომიკურ-პოლიტიკური ასპექტები	14
მეცნიერული სიახლე	18
პრაქტიკული მნიშვნელობა	21
პუბლიკაციები	21
დისერტაციის სტრუქტურა და მოცულობა	22

## თემის აქტუალურობა

მსოფლიო ეკონომიკაში არსებული მონეტარული პრობლემები დაკავშირებულია ერთის მხრივ რეგიონალური სავალუტო ზონების (ევრო-ზონა, დოლარის ბლოკი) განვითარებასთან, ხოლო მეორე მხრივ - განვითარებად ეკონომიკებში, მონეტარული სუვერენიტეტის მიუხედავად, - მრავალვალუტიანი სავალუტო პორტფელების ფორმირებასთან და ამ გზით უცხოური ვალუტის მიერ ეროვნული ვალუტის სრულად ან ნაწილობრივ ჩანაცვლებასთან.

სავალუტო სუბსტიტუცია წარმოადგენს 1970-იან წლებში მსოფლიო ეკონომიკის თავისუფლად ცვალებადი სავალუტო კურსის რეჟიმზე გადასვლის შედეგს და გულისხმობს ეროვნულ ეკონომიკებში ეროვნული ვალუტისათვის კონკურენტული გარემოს წარმოქმნას უცხოური ვალუტის (ძირითადად აშშ დოლარის) მონაწილეობით.

დოლარიზაცია<sup>B2</sup> წარმოადგენს სავალუტო სუბსტიტუციის ყველაზე გავრცელებულ ფორმას, რომელიც ბრეტონ-ვუდსის შემდეგ მრავალ განვითარებად ეკონომიკას შეეხო ცენტრალურ და სამხრეთ ამერიკაში, აღმოსავლეთ აზიაში და აფრიკის კონტინენტზე.

შედარებით მოგვიანებით, აღმოსავლეთ ევროპაში და მათ შორის, **საქართველოშიც**, დოლარიზაცია 1990-იანი წლებიდან გავრცელდა, რაც უკავშირდებოდა პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში ეკონომიკური სისტემის ტრანსფორმაციას<sup>B1, B33</sup> და მონეტარული რეფორმების<sup>B30</sup> განხორციელებას.

1990-იან წლებში სავალუტო კრიზისების მეორე ტალღა (არგენტინა – 1991; კორეა – 1992; ჩინეთი – 1993; მექსიკა – 1994; თურქეთი – 1995; ინდოეთი – 1996; ინდონეზია – 1997; რუსეთი 1998; ბრაზილია – 1999), რომელიც მსოფლიო ეკონომიკას შეეხო, ნათელი დასტურია იმისა, რომ, სავალუტო სუბსტიტუცია<sup>B11</sup> შეიძლება იქცეს ქრონიკულ ავადმყოფობად ეროვნული ეკონომიკებისათვის, რომლითაც შესაძლებელია, ცალკეული ეკონომიკური სუბიექტები სარგებლობენ, მაგრამ წარმოშვას ისეთი მაკროეკონომიკური პრობლემები, როგორებიცაა საგადახდლო ბალანსის კრიზისი, სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტი, გამოიწვიოს ინფლაციური პროცესები ან ეროვნული ვალუტის დევალვაცია.

აღნიშნულის საპირისპიროდ, აღმოსავლეთ ევროპის ზოგიერთ მცირე ეკონომიკაში<sup>B30</sup> (უნგრეთი, ხორვატია, სლოვაკია, სლოვენია) ტრანსფორმაციის თანმდევი სავალუტო სუბსტიტუციის გამოცდილება ადასტურებს, რომ ის განსხვავებულ გარემოებებში ინტერესთა ჯგუფებს შორის პოლიტიკური დაპირისპირების ობიექტსაც წარმოადგენდა, თუმცა დადებითი ეფექტებით ეკონომიკური კეთილდღეობისა და მოხმარების გაზრდისათვის.

“დოლარიზაცია – არის სარკომა ? არის ავთვისებიანი ტუმორი ? არის კეთილშობილი სიმსივნე ? “- აღნიშნავდა<sup>B28</sup> მილტონ ფრიდმანი თავის ერთ-ერთ საგაზეთო სტატიაში მექსიკაში 1994’ სავალუტო კრიზისის განხილვისას.

### კვლევის მიზნები

- 1) სავალუტო სუბსტიტუციასთან დაკავშირებული პრობლემატიკის წარმოსახენად, ნებისმიერი ეკონომიკისთვის და, მათ შორის, საქართველოსთვის, შესაძლებელია განხილულ იქნას მონეტარული სისტემის მხოლოდ ორი ალტერნატივა: სავალუტო კავშირი სხვა რომელიმე ქვეყანასთან/ქვეყნებთან ერთად, ან დამოუკიდებელი მონეტარული სისტემა ეროვნული ვალუტით. აღნიშნულთან დაკავშირებით, უპირველესად, კვლევაში ხაზი უნდა გაესვას იმ ეკონომიკურ-პოლიტიკურ ეტაპებს, რომლებიც ცხადყოფენ, რომ 1991-1998 ეკონომიკური ტრანსფორმაციის პროცესმა წარმოშვა სერიოზული არგუმენტები ეროვნულ საზღვრებს გარეთ მონეტარული ინტეგრაციის საწინააღმდეგოდ. ამის გამო ეროვნული სავალუტო სისტემა შეიძლება განხილულ იქნას როგორც ერთადერთი ეკონომიკურ-პოლიტიკური შესაძლებლობა. (იხ. თავი 1, გვ. 13 – 41).
- 2) წამყვანი საერთაშორისო მეცნიერული შრომებისა და მოდელების (ლიტერატურა A) ქართულ ენაზე წარმოდგენა-განხილვა, რომლებიც საფუძვლად უდევს სავალუტო სუბსტიტუციის ფენომენს საერთაშორისო მონეტარული ეკონომიკის თეორიებში, მათ შორის საერთო და განმასხვავებელი ნიშან-თვისებების სისტემატიზაცია ეკონომიკური დროისა და ეკონომიკური სივრცის მიხედვით (იხ. თავი 2, გვ. 42 – 87).
- 3) ძირითადი თავისებურებების გამოვლენა, რომლებიც ახასიათებს დოლარიზაციის პროცესს საქართველოს მონეტარულ სისტემაში და შესაბამისად იმის

განსაზღვრა, თუ რამდენად თანხვედრაშია ეს თავისებურებები სავალუტო სუბსტიტუციის თეორიულ დებულებებთან სავალუტო სუბსტიტუციის მონეტარული და მაკროეკონომიკური მიზეზების მიხედვით (იხ. თავი 3, გვ. 88-135).

- 4) სავალუტო სუბსტიტუციის ეკონომიკურ-პოლიტიკური ასპექტების განსაზღვრა: რამდენადაც მონეტარული სტაბილიზაცია, როგორც ეკონომიკური პოლიტიკის ერთ-ერთი მიმართულება, ითვალისწინებს სავალუტო კურსის პროგნოზირებად დინამიკას როგორც ექსპორტზე ორიენტირებული, ასევე იმპორტზე დამოკიდებული ეკონომიკებისათვის. შესაბამისად, კვლევის მიზანია იმის ჩვენება, თუ რამდენად თავსებადია ეროვნული სავალუტო სისტემის ეკონომიკურ-პოლიტიკური მიზნები სავალუტო სუბსტიტუციის რეალობასთან, რომელსაც ადგილი აქვს საქართველოს ეკონომიკაში (იხ. თავი 4.1, გვ. 136-146).
- 5) მონეტარული სტაბილიზაციის შესაძლებლობების გამოვლენა რაოდენობრივი მონეტარული პოლიტიკის (ფრიდმანი)<sup>B16</sup> ფონზე, რომელიც ეფუძნება ეროვნული ვალუტის მიწოდების მართვას ღია ბაზრის ოპერაციებით ეროვნული შემოსავლის საპროგნოზო მაჩვენებლის, მიზნობრივი ინფლაციისა და საგარეო-ეკონომიკურ წონასწორობაზე ორიენტირებული გაცვლითი კურსის შესაბამისად. რაოდენობრივი მონეტარული პოლიტიკა სწორედაც რომ ყველაზე მოხერხებული ინსტრუმენტია თუნდაც სავალუტო სუბსტიტუციის პირობებში, მაგრამ მოითხოვს კაპიტალის ბაზრის განვითარების მაღალ დონეს, როგორც აუცილებელ წინაპირობას, და ეროვნული ბანკის ხელთ არსებული ფინანსური ინსტრუმენტების ეფექტურობას, როგორც საკმარის წინაპირობას მონეტარული სისტემის მდგრადობის უზრუნველყოფისათვის (იხ. თავი 4.2, გვ. 147-159).
- 6) მონეტარული სტაბილიზაციის შესაძლებლობების გამოვლენა ციკლური მონეტარული პოლიტიკის (კეინსიანიზმი)<sup>B10</sup> ფონზე, რომელიც ეფუძნება ეროვნული ბანკის მიერ ეროვნულ ვალუტაზე მოთხოვნის რეგულირებას რეფინანსირების განაკვეთის საშუალებით. აღნიშნული ოფიციალური განაკვეთი, ლიკვიდობის მართვის მიზნით, საფუძვლად უდევს განაკვეთების მრუდს ეროვნულ ვალუტაში და სავალუტო სუბსტიტუციის გამო გააღვანას ახდენს განაკვეთების სტრუქტურაზე უცხოურ ვალუტაშიც. სავალუტო სუბსტიტუციასთან მიმართებაში მნიშვნელოვანია იმის განსაზღვრა, თუ რამდენად ეფექტურია რეფინანსირების განაკვეთი, როგორც მონეტარული

პოლიტიკის ინსტრუმენტი, ვალუტათშორისი კონკურენციის პირობებში. “აქვს კი ეროვნულ ბანკს საკმარისი ინსტიტუციონალური ძალა, რომ სავალუტო სუბსტიტუციის მიუხედავად შეძლოს თავისი უმთავრესი მისიის – მონეტარული სტაბილურობის უზრუნველყოფა?”<sup>B12</sup> (იხ. თავი 4.3, გვ. 160-168).

7) ფისკალური პოლიტიკის მიზნების დუალური ხასიათის წარმოჩენა მონეტარულ სტაბილიზაციასთან მიმართებაში, რომელიც გამოწვეულია სავალუტო სუბსტიტუციის რეალური შედეგებით ერთის მხრივ მონეტარული სიდიდეების (ფასების დონე, სარგებლის განაკვეთი, სავალუტო კურსი) არასტაბილურ დინამიკაზე, მეორე მხრივ კი ე.წ. “ინფლაციური გადასახადის” ზრდაზე. შესაძლებელია თუ არა მასთან მიმართებაში სავალუტო სუბსტიტუციის ოპტიმალური დონის განსაზღვრა? (იხ. თავი 4.4, გვ. 169-174).

8) კვლევის უმთავრესი მიზანია იმის ჩვენება, რომ ვალუტათშორისი კონკურენცია არ ნიშნავს მონეტარული სუვერენიტეტის დაკარგვას, თუმცა მის პირობებშიც მონეტარული სუვერენიტეტი, როგორც ეკონომიკური პოლიტიკის ერთადერთი ალტერნატივა, და მონეტარული სტაბილიზაცია, როგორც ეკონომიკური პოლიტიკის უპირველესი მიზანი, მნიშვნელოვნად დამოკიდებულია ოფიციალურად დაშვებული სავალუტო რეჟიმის ეფექტურობაზე (იხ. თავი 4.4, გვ. 174-179 ). ოფიციალური შეზღუდვის მიუხედავად, სავალუტო სუბსტიტუცია წარმოადგენს საქართველოს ეკონომიკის, მისი მონეტარული და ფინანსური სისტემების რეალობას. აღნიშნულის გამო, ვალუტათშორისი კონკურენციის შედეგებთან ეროვნული ბანკის დამოუკიდებლობის პრინციპების თავსებადობის განსაზღვრა (ე.წ. რუშონის <sup>B26,B29</sup> სამკუთხედი : ეროვნული ბანკის დამოუკიდებლობა, სავალუტო სუბსტიტუცია, თავისუფლად ცვალებადი სავალუტო კურსების რეჟიმი) წარმოადგენს კვლევის მიზანს მის ხელთ არსებული მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების გათვალისწინებით.

## კვლევის საგანი და ობიექტი

სავალუტო სუბსტიტუციის პირობებში მონეტარული პოლიტიკის განხორციელება უპირველესად ითვალისწინებს დოლარიზაციის <sup>B26,B28</sup> შესწავლას, და შესაბამისად მისი გავლენის შეფასებას მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის სიდიდეებზე, რომლებიც იმავდროულად ეკონომიკური პოლიტიკის ინდიკატორებს წარმოადგენენ:

- გაცვლითი კურსის დინამიკაზე, როგორც საგარეო-ეკონომიკური წონასწორობის მთავარ ინდიკატორზე;
- ეროვნულ ვალუტაში სარგებლის განაკვეთზე, როგორც მონეტარული წონასწორობის მთავარ ფაქტორზე;
- ფასების დინამიკაზე – როგორც რეალურ სექტორში მაკროწონასწორობის მთავარ დეტერმინანტზე;
- ე.წ. ინფლაციურ გადასახადზე (Inflation Tax), როგორც საბიუჯეტო შემოსავლების მთავარ არაკონვენციონალურ სიდიდეზე;

ამგვარად დასმული შეკითხვები გამოხატავს პრობლემების კატალოგს, რომელსაც შეუძლია კონკურირებადი უცხოური ვალუტის მოქმედება აღწეროს ნებისმიერ ეკონომიკაში, სადაც სავალუტო სუბსტიტუციას აქვს ადგილი. აღნიშნული პრობლემები იმდენად მრავალმხრივი და რთულად ურთიერთთავსებადია, რომ შეუძლებელია სავალუტო სუბსტიტუციის ფენომენის ერთმნიშვნელოვნად შეფასება. ამის გამო სავალუტო სუბსტიტუციასთან მიმართებაში მონეტარული ეკონომიკის კვლევის ობიექტია ეროვნულ ეკონომიკებში მონეტარული სისტემის სტაბილურობის ძირითადი პრინციპები და სტაბილურობის უზრუნველყოფასთან დაკავშირებული ეკონომიკურ-პოლიტიკური შესაძლებლობები.

## თეორიულ-მეთოდოლოგიური საფუძვლები

სავალუტო სუბსტიტუციის მეცნიერული საფუძვლები მრავალფეროვანია და მოიცავს თეორიულ მოდელებს განსხვავებული სტრუქტურებითა (დაშვებები, კვლევის ობიექტი, კვლევის მიზანი) და მეთოდოლოგიით. ტრადიციულ სავალუტო თეორიებთან (მანდელ-ფლემინგი; ფრიდმანი; ბრანსონი; დორნბუმი) შედარებით ცალკეული მოდელი ემპირიული ანალიზის საფუძველზე გვაწვდის მნიშვნელოვან



ინფორმაციებს ვალუტათშორის კონკურენციაზე და იძლევა ძირითადი კანონზომიერებების გამოვლენის შესაძლებლობას სავალუტო კურსის განსაზღვრის, სავალუტო სუბსტიტუციის მიზეზებისა და შედეგების სისტემატიზაციისათვის (იხ. თავი 2, გვ. 42–87).

სქემა 1: სავალუტო სუბსტიტუციის თეორიული მოდელების სისტემატიზაცია

სავალუტო სუბსტიტუციის მოდელი	სავალუტო კურსის განსაზღვრის საფუძველი
"უპირატესი ვალუტის მოდელი"	მსყიდველობითუნარიანობის პარიტეტი
ჯოვანინი	$e_t = s_t - p_t + p_t^* - PPP (Purchasing Power Parity)$
"ლიკვიდურობის მოდელი"	მსყიდველობითუნარიანობის პარიტეტი; სარგებლის განაკვეთების დაუფარავი პარიტეტი
ტურტელბომი	$e_t = s_t - p_t + p_t^* - PPP (Purchasing Power Parity)$ $R_t - R_t^* = E(s_t^{t+1} - s_t) - UIP (Uncovered Interest Parity)$
"ეკონომიკური მოდელი"	მსყიდველობითუნარიანობის პარიტეტი
კალვო	$e_t = s_t - p_t + p_t^* - PPP (Purchasing Power Parity)$
"ფინანსური მოდელი"	სარგებლის განაკვეთების დაუფარავი პარიტეტი
გირტონი	$R_t - R_t^* = E(s_t^{t+1} - s_t) - UIP (Uncovered Interest Parity)$
"საინვესტიციო მოდელი"	მსყიდველობითუნარიანობის პარიტეტი; სარგებლის განაკვეთების დაფარული პარიტეტი
კუდინგტონი	$e_t = s_t - p_t + p_t^* - PPP (Purchasing Power Parity)$ $R_t - R_t^* = f_t^{t+1} - s_t - CIP (Covered Interest Parity)$
"პოლიტიკური მოდელი"	მსყიდველობითუნარიანობის პარიტეტი; სარგებლის განაკვეთების დაუფარავი პარიტეტი
მაილსი	$e_t = s_t - p_t + p_t^* - PPP (Purchasing Power Parity)$ $R_t - R_t^* = E(s_t^{t+1} - s_t) - UIP (Uncovered Interest Parity)$

დოლარიზაციის გავრცელების პარალელურად შესაბამისი განვითარება ჰპოვა ეკონომიკურმა მეცინერებამაც. ჯერ კიდევ 1970-იან წლებში წარმოიშვა პირველი მნიშვნელოვანი ლიტერატურა და სამეცნიერო შრომები მონეტარულ ეკონომიკაში, რომლებიც სავალუტო სუბსტიტუციის ფენომენს ეძღვნება. სტრუქტურული თავისებურებების მიუხედავად, ყველა მოდელის თეორიულ-მეთოდოლოგიური საფუძველი მდგომარეობს<sup>829</sup>:

1) საგალუტო სუბსტიტუციის მიზეზების სისტემატიზაციაში;

2) საგალუტო სუბსტიტუციის პირობებში საგალუტო კურსის განსაზღვრის სპეციფიურ მიდგომაში ტრადიციულ საგალუტო თეორიებთან (**მანდელ-ფლემინგი; ფრიდმანი; ბრანსონი; დორნბუში**) შედარებით, რომლებიც კონკურენტული საგალუტო გარემოს შესახებ დაშვებას არ ითვალისწინებენ.

საგალუტო სუბსტიტუციის მოდელების უფრო მეტი სიახლოვე საგალუტო ბაზრის რეალობასთან გამოიხატება სწორედ იმაში, რომ ძირითადი საგალუტო თეორიებისათვის საგალუტო პორტფელში უცხოური ვალუტის გამორიცხვა ემსახურება მოდელების გამარტივებას გაცვლით კურსის განსაზღვრისას ძირითადი პრინციპების დასადგენად.

ერთგალუტიანი საგალუტო პორტფელი ნიშნავს, რომ ეკონომიკური სუბიექტი მხოლოდ ეროვნული ვალუტით აფინანსებს სამომხმარებლო კალათას, რომელიც სხვადასხვა ვადიანობის პროდუქტებისგან შედგება; ნიშნავს, რომ ტურისტული მოგზაურობისას მიმღებ ქვეყანაში შეუზღუდავად სარგებლობს ეროვნული ვალუტით; ნიშნავს, რომ მისი ქონება შეიცავს მხოლოდ ისეთ აქტივებს (უძრავი ქონება; ფასიანი ქაღალდები), რომლებიც მხოლოდ ეროვნულ ვალუტაშია დენომინირებული. თანამედროვე გლობალიზაციის პირობებში, რაც პირველ რიგში საერთაშორისო ფინანსური ბაზრების ინტეგრაციაში გამოიხატება, დაუშვებელია იმის არგათვალისწინება, რომ კაპიტალური აქტივებისთვის (ფასიანი ქაღალდები, უძრავი ქონება) თითქმის აღარ არსებობს ნაციონალური ბარიერები. მაგალითად, ეკონომიკური სუბიექტები თავად განსაზღვრავენ, თუ რომელი ქვეყნის აქციები და ბონდები შეიძინონ, რომელ ქვეყანაში სურთ უძრავი ქონება, რომელზეც მიღებული პერმანენტული შემოსავლები სწორედ იმავე ქვეყნის ვალუტაში და არა ეროვნულ ვალუტაში იქნება დენომინირებული.

3) საგალუტო სუბსტიტუციის მონეტარულ და მაკროეკონომიკურ მიზეზებს, მათ საფუძველზე - მაკროეკონომიკურ და პოლიტიკურ შედეგებს - შორის მოსალოდნელი კავშირების განსაზღვრაში.

კვლევის **მეთოდოლოგიურ საფუძველს** წარმოადგენს ემპირიული მონაცემების სისტემატიზაცია, მათი ვერბალური განხილვა, მიღებული შედეგებისა და ზოგადი კანონზომიერებების, სიდიდეებს შორის ურთიერთკავშირის ფორმალურად და

გრაფიკულად აღწერა, პოლიტიკური მოდელების გამოსახვა რეგრესიული ანალიზის გზით.

## „დოლარიზაციის ტესტი“

განასხვავებს სავალუტო სუბსტიტუციის სამ სხვადასხვა განზომილებას საქართველოს მონეტარულ სისტემაში. მიუხედავად განსხვავებული მეთოდოლოგიისა, სამივე მაჩვენებლის დინამიკა არის დადებითი და მიუთითებს დოლარიზაციის ზრდასა და ეროვნული ვალუტისათვის კონკურენტული გარემოს შექმნაზე.

უპირველესად, დოლარიზაციის კოეფიციენტი წარმადგენს უცხოური ვალუტის წილს ( $\Omega M3$ ) ფართო ფულში, რომელიც 2009 წლის მდგომარეობით შეადგენდა 54 %, ე.ი. მონეტარული აგრეგატების ნახევარზე მეტი უცხოურ ვალუტაშია დენომინირებული.

დოლარიზაციის მეორე მაჩვენებელია უცხოური ვალუტის წილი ( $\Omega FD$ ) ანაბრების პორტფელში, რომელიც მოიცავს კერძო სექტორის ვადიან შენატანებს კომერციულ ბანკებში. 2009 წლის მდგომარეობით ეს მაჩვენებელი შეადგენდა 74%, რაც მიუთითებს იმაზე, რომ ეროვნული ეკონომიკის განკარგულებაში არსებული ლიკვიდობის 3/4 უცხოურ ვალუტაშია.

დოლარიზაციის მესამე მაჩვენებელია უცხოური ვალუტის წილი ( $\Omega FC$ ) საკრედიტო პორტფელში, რომელიც ასახავს ფულად რესურსებზე მომსახურების უნარის მქონე მოთხოვნას ეკონომიკური სუბიექტების მხრიდან. 2009 წლის მდგომარეობით ეს მაჩვენებელი შეადგენდა 77%, რაც ნიშნავს, რომ ეროვნული ეკონომიკის დაკრედიტება 3/4-ით უცხოურ ვალუტაში ხორციელდება.

პოლიტიკური ასპექტების განხილვისას უფრო სრულყოფილია ( $\Omega M3$ )– კოეფიციენტის გამოყენება, ხოლო მონეტარული ასპექტების განხილვისას ( $\Omega FD$ )– და ( $\Omega FC$ )– კოეფიციენტებს გააჩნიათ მეთოდოლოგიური უპირატესობა.

მიუხედავად ამისა, დოლარიზაციის კოეფიციენტის ვერცერთი განზომილება სრულად ვერ ასახავს სავალუტო სუბსტიტუციის დონეს. სავალუტო პორტფელით

ხორციელდება როგორც სამომხმარებლო კალათის დაფინანსება, ისე ქონების მონეტარიზაცია. მაშინ როდესაც ქონებრივი მოტივისათვის (ანაბრების პორტფელი) დოლარიზაციის რაოდენობრიობა მეტ-ნაკლებად განსაზღვრულია, აბსოლიტურად გაურკვეველია დოლარიზაციის მაჩვენებელი სამომხმარებლო კალათთან დაკავშირებული ტრანსაქციებისათვის.

საქართველოს კანონმდებლობის მიხედვით აკრძალულია უცხოური ვალუტის საშუალებით გადახდის ფუნქციის შესრულება. თუმცა, როგორც უკვე არაერთხელ აღვნიშნეთ, განსაკუთრებით ხანგრძლივი მოხმარების პროდუქტების შემთხვევაში ადგილი აქვს საკანონმდებლო შეზღუდვის უგულვებელყოფას, თუმცა აღნიშნულთან დაკავშირებით დოლარიზაციის შესახებ რაიმე ხელშესახები სტატისტიკური მონაცემი არ არსებობს (იხ. თავი 1, გვ. 13-41).

## **სავალუტო სუბსტიტუციის მიზეზები**

სავალუტო სუბსტიტუციის წამყვანი თეორიების განხილვის შედეგად გამოიკვეთა **მიზეზების ორი ძირითადი ჯგუფი**, მონეტარული და მაკროეკონომიკური, რომლებთანაც დაკავშირებულია სავალუტო პორტფელის დივერსიფიკაცია ეროვნულ და უცხოურ ვალუტებს შორის. საქართველოს მონეტარულ სისტემაში დოლარიზაციის პროცესის მიზეზებიც ანალოგიურად არის წარმონიშნული და ემპირიული მონაცემები თავსებადია თეორიულ პოსტულატებთან (იხ. თავი 3, გვ. 88-135).

**1-1) სავალუტო კურსისა და ინფლაციის რისკები** წარმოადგენს სავალუტო სუბსტიტუციის ძირითად მონეტარულ მიზეზებს და იმავდროულად ადასტურებენ თეორიულ ჰიპოთეზას სავალუტო სუბსტიტუციის როგორც უპირველესად მონეტარული ფენომენის შესახებ.

უპირველესად სავალუტო სუბსტიტუცია უკავშირდება ტრანსაქციის მოტივს ეკონომიკური სუბიექტების მხრიდან: მომხმარებლები - მოხმარების უსაფრთხოების მიზნით, ხოლო ფირმები - ექსპორტ-იმპორტთან დაკავშირებით სავალუტო რყევების ზემოქმედების განეიტრალების მიზნით - მიმართავენ სავალუტო

პორტფელის დივერსიფიკაციას და ამგვარად ეროვნულ ვალუტას უქმნიან კონკურენტულ გარემოს უცხოური ვალუტის საშუალებით.

შესაბამისად, უცხოური ვალუტის “შემოჭრა” ეროვნულ ეკონომიკაში არა საგარეო-ეკონომიკურ (ე.ი. გარედან შემოსულ) მოვლენას წარმოადგენს, არამედ, თავად ეროვნული ეკონომიკის შიგნით, ბაზრის მონაწილეების მიერ მიღებული მონეტარული გადაწყვეტილებების შედეგია.

**1-2) განაკვეთების განსხვავება** ვალუტებს შორის მიეკუთვნება აგრეთვე მონეტარულ მიზეზებს და ქმნის კიდევ ერთ დამატებით საფუძველს, მაგრამ უკვე ქონებრივი მოტივით, სავალუტო პორტფელის დივერსიფიკაციისათვის. კომერციული ბანკების მიერ ანაბრებისათვის ვალუტების მიხედვით შემოთავაზებული განაკვეთების განსხვავებული სტრუქტურა, აგრეთვე სარგებლის განსხვავებული მოლოდინი უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ კაპიტალურ აქტივებზე (ფასიანი ქაღალდები, უძრავი ქონება) სავალუტო პორტფელის დივერსიფიკაციას ეკონომიკურად უფრო მიმზიდველს ხდის. სპეკულაციური გარიგებები გამოხატავს ბაზრის მონაწილეების მზადყოფნას დამატებითი რისკებისათვის მრავალვალუტიანი პორტფელის შესაქმნელად.

**2) მაკროეკონომიკური** კუთხით სავალუტო სუბსტიტუციის ძირითად მიზეზს წარმოადგენს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი საგადასმდელო ბალანსში. თავისუფლად ცვალებადი სავალუტო კურსების პირობებში საგადასმდელო ბალანსის წონასწორობა (ე.ი. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის განეიტრალება) დამოკიდებულია უცხოური ვალუტის შემოდინებაზე კაპიტალის იმპორტის (ე.ი. კაპიტალის ანგარიშის დადებითი სალდო), აგრეთვე ერთჯერადი ტრანსფერებისა (მაგალითად: საერთაშორისო გრანტების), და ცალმხრივი ტრანსფერების (მაგალითად: ემიგრანტთა ფულადი გზავნილების) ფორმით, რაც საბოლოო ჯამში იწვევს უცხოური ვალუტის წილის გაზრდას სავალუტო პორტფელში.

საერთაშორისო გრანტების მნიშვნელოვანი ნაწილი განკუთვნილია სახელმწიფო პროექტებისა ან შესყიდვების დასაფინანსებლად (ე.ი. ბიუჯეტის ვალუტიზაცია). რაც შეეხება ემიგრანტთა გადმორიცხვებს, მათი განთავსება ხდება კერძო სექტორში, სადაც უცხოური ვალუტა გამოიყენება ან სამომხმარებლო კალათის დასაფინანსებლად, ან საინვესტიციო პორტფელის (საბანკო ანაბრები, ფასიანი ქაღალდები) გაზრდისათვის.

უცხოური ვალუტის არასაკმარისი შემოდინება, ე.ი. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის არასრულად დაფარვა, გამოიწვევს ეროვნული ვალუტის დევალვაციას, რაც კიდევ უფრო მეტად შეეწეობს ხელს უცხოურ ვალუტაზე მოთხოვნის გაზრდას.

**3) მიზეზ-შედეგობრივი** ანალიზის საფუძველზე გამოვლენილი ძირითადი კანონზომიერებანი საერთოა სავალუტო სუბსტიტუციის მოდელებისათვის და ეს კანონზომიერებანი მდგომარეობს შემდგომში:

სავალუტო სუბსტიტუციის აუცილებელი წინაპირობა: თავისუფლად ცვალებადი ან მართვადი სავალუტო კურსების რეჟიმი;

სავალუტო სუბსტიტუციის საკმარისი წინაპირობა: მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი საგადამხდელო ბალანსში;

**სქემა 2:** სავალუტო სუბსტიტუცია (მიზეზ-შედეგების სქემა)

	მონეტარული :	მაკროეკონომიკური :	პოლიტიკური :
<b>მიზეზები :</b>	1. განაკვეთების განსხვავება 2. ინფლაცია 3. დევალვაცია	1. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი *** ***	*** *** ***
<b>შედეგები :</b>	1. ვალუტათმორისი სპეკულაციები *** ***	1. საგარეო ბალანსის კრიზისი *** ***	1. მონეტარული დესტაბილიზაცია 2. სახ. ბიუჯეტის ვალუტიზაცია 3. სავალუტო სპეკულაციები

ე.ი. ნეტო-ექსპორტიორ ეკონომიკებში (მაგალითად, ინდოეთი, ჩინეთი, ყაზახეთი, რუსეთი, საუდის არაბეთი, სამხრეთ აფრიკის რესპუბლიკა) სავალუტო სუბსტიტუცია მოსალოდნელია მხოლოდ მონეტარული მიზეზებით და შესაბამისად, მხოლოდ მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტებით (რეფინანსირება; ფულის რაოდენობის რეგულირება) არის შესაძლებელი სავალუტო სუბსტიტუციის მიზეზით მოსალოდნელი მონეტარული დესტაბილიზაციის უგულებელყოფა.

**4) მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი** განსაზღვრავს სამომხმარებლო პროდუქტსა და მომსახურებასთან დაკავშირებით ეროვნული ეკონომიკის დამოკიდებულების ხარისხს უცხოელ მომწოდებლებზე. 1991-2009 წლებისთვის

აღნიშნულმა მანვენებელმა ჯამში 19 მლრდ ლარი შეადგინა, რაც მიუთითებს საერთაშორისო კონკურენტუნარიანობის დაბალ დონეზე და ეკონომიკური სუბიექტების მხრიდან უცხოურ ვალუტაზე მოთხოვნის მოცულობაზე.

დროის იმავე პერიოდისათვის საქართველოს ეკონომიკაში უცხოური ვალუტის ნაკადის მოცულობამ შეადგინა 36 მლრდ ლარი (23 მლრდ ლარი – კაპიტალის იმპორტი, 8 მლრდ ლარი – ცალმხრივი ტრანსფერები, 5 მლრდ ლარი – ერთჯერადი ტრანსფერები).

თუ გავითვალისწინებთ, რომ კაპიტალის იმპორტის მნიშვნელოვანი ნაწილი ( $\approx 70\%$ ; 16 მლრდ ლარი) წარმოადგენს საერთაშორისო კრედიტებს. საგარეო ვალუტაზე ზრდადი მომსახურებისათვის ლოგიკურად მოსალოდნელია უცხოურ ვალუტაზე მოთხოვნის ზრდა, რის შედეგადაც დოლარიზაციის შემცირების მოლოდინი ნაკლებად შესაძლებელია 2011-2020.

რაც შეეხება უშუალოდ საქართველოს საინვესტიციო მდგომარეობას, იგი უარყოფითია და 1991-2009 წლებისათვის ჯამში 20 მლრდ ლარი შეადგინა. აღნიშნული ინვესტიციების ძირითად ნაწილს ( $\approx 93\%$ ) წარმოადგენს პირდაპირი ინვესტიციები, ხოლო პორტფელური ინვესტიციები საქართველოს ეკონომიკაში უმნიშვნელოა.

პორტფელური ინვესტიციები ძირითადადში მოდის ისეთ კაპიტალურ აქტივებზე, რომელთა ემიტენტები არიან ქართული კომპანიები და საქართველოს სახელმწიფო, მაგრამ დენომინირებულია არა ეროვნულ, არამედ უცხოურ ვალუტაში. რამდენადაც მათი უმრავლესობა სასესხო ვალდებულებას (ე.წ. ვერობონდები) წარმოადგენს, რომლებზე მომსახურებაც უცხოურ ვალუტაში უნდა განხორციელდეს, უკვე მათ გამო 2011-2020 უცხოურ ვალუტაზე მოთხოვნის შემდგომი ზრდა არის მოსალოდნელი.

## ეკონომიკურ-პოლიტიკური ასპექტები

მონეტარული სტაბილიზაციის უზრუნველსაყოფად მნიშვნელოვანი როლი ენიჭება როლების განაწილებას ეკონომიკური პოლიტიკის გატარებაზე პასუხისმგებელ დაწესებულებებს (საქართველოს შემთხვევაში: ეროვნული ბანკი; ფინანსთა სამინისტრო) შორის (იხ. თავი 4, გვ. 136-179).

სავალუტო სუბსტიტუციისგან დამოუკიდებლად, მონეტარული სექტორის მდგრადობა მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული სახელმწიფოს საბიუჯეტო პოლიტიკაზე. ამ ობიექტური მიზეზით არალოგიკური იქნებოდა ფინანსთა სამინისტროს როლის იგნორირება მონეტარული პოლიტიკის გატარებისას და, შესაბამისად, ეროვნულ ბანკსა და ფინანსთა სამინისტროს შორის როლების განაწილების პრინციპი მოქმედებს სავალუტო სუბსტიტუციის პირობებშიც.

ფასების დინამიკასა და სავალუტო კურსზე განსხვავებული წარმოდგენები პოლიტიკური როლების განაწილების პროცესში ეფუძნება ე.წ. ინტერესთა კონფლიქტებს. ტრადიციულად, ეროვნული ბანკი ორიენტირებულია ეროვნული ვალუტის როგორც საშინაო, ისე საგარეო ღირებულების სიმყარეზე, მაშინ როცა ფინანსთა სამინისტრო ფისკალური მოტივით უფრო მეტ “ტოლერანტობას” იჩენს როგორც ინფლაციის, ისე დევალვაციის მიმართ.

ინტერესთა კონფლიქტის განეიტრალებისა და როლების ოპტიმალური განაწილების შესაძლებლობას წარმოადგენს ინფლაციის თარგეთირება, რომლის მიხედვითაც შეეძლება როგორც ეროვნულ ბანკს, ისე ფინანსთა სამინისტროს განსაზღვრონ მაქსიმალური ზღვარი, შესაბამისად, ფულის მასისთვის და ე.წ. ბიუჯეტის ვალუტიზაციისათვის (უცხოურ ვალუტაში ინფლაციური გადასახადი).

ინფლაციის თარგეთირების პრაქტიკა საქართველოში დაინერგა 2008 წლიდან. მართალია, 2009-2010 ფაქტიური ინფლაციის მაჩვენებლები არ აღემატებოდა პოლიტიკის გამტარებლების მიერ წინასწარ განსაზღვრულ მიზნობრივ მაჩვენებელს (2008: 10%; 2009: 8%; 2010: 6%), მაგრამ, 2010 წლის მეორე ნახევარში დაფიქსირდა დიდი ცდომილება თარგეთირების ფარგლებში წინასწარ გაკეთებულ პროგნოზსა და ინფლაციის ფაქტიურ მაჩვენებლებს შორის.



ინფლაციის პროგნოზირების სრულყოფისათვის მიზანშეწონილია გათვალისწინებულ იქნეს როგორც სავალუტო სუბსტიტუციის, ისე საბიუჯეტო ( $\Delta G_{T-1}^{GL}$ ) და საგარეო კომპონენტი ( $\Delta(\pi-w)_{T-1}$  - ე.წ. მსოფლიო ინფლაცია წინა პერიოდისათვის). ინფლაციის პროგნოზირების პროცესში დოლარიზაციის ფაქტორის გათვალისწინება შესაძლებელია (M2)-ს (M3)-თ ჩანაცვლებით.

1) ინფლაციის თარგეთირების ფარგლებში, რომელიც ემსახურება მონეტარული სტაბილიზაციის მიზანს, მიზანშეწონილია **რადიკალური მონეტარული პოლიტიკის განხორციელება ე.წ. “პოტენციალური ფულის” კონცეფციის საფუძველზე**. “პოტენციალური ფულის” კონცეფცია წარმოადგენს მონეტარული თარგეთირების თანამედროვე ვერსიას, რომელიც უკანასკნელი 15-20 წელიწადია წარმატებით ხორციელდება ევროპის ცენტრალური ბანკისა და ევრო-ზონის მომავალი კანდიდატი ქვეყნების (ჩეხეთი, დანია), მათ შორის აღმოსავლეთ ევროპის ცენტრალური ბანკების მიერ, რომელთა ეკონომიკებმა და შესაბამისად მონეტარულმა სისტემებმა სულ რაღაც ერთი ათწლეულის განმავლობაში განვლეს ტრანსფორმაციის პროცესი.

“პოტენციალური ფულის” კონცეფცია მიზნად ისახავს ფულის მასის კონტროლს რეგრესიული ანალიზის საფუძველზე პროგნოზირების მოდელში როგორც რეალური სექტორის, ისე მონეტარული პარამეტრების გათვალისწინებით.

ეროვნული შემოსავლის ცვლილების ( $E(\Delta Y_t^{GL})$ ) მოლოდინი, როგორც რეალური სექტორის საპროგნოზო მაჩვენებელი, ასახავს წარმოების ფაქტორების ოპტიმალური ურთიერთჩანაცვლების პირობებში ეროვნული შემოსავლის მოსალოდნელ შედეგს დასაქმების დონის, კაპიტალიზაციის ურობისა და ტექნოლოგიების არსებული დონის გათვალისწინებით.

მონეტარული პარამეტრებიდან მნიშვნელოვანია ინფლაციის ადაპტირებული მოლოდინის მაჩვენებლისა ( $E(\Delta P_t^{GL})$ ) და ეროვნული ვალუტის ბრუნვის სიხშირის ცვლილების ( $\Delta V_t$ ) ისტორიული მაჩვენებლის გათვალისწინება ფართო ფულის პროგნოზირების მოდელში.

ფართო ფულისათვის ( $E(\Delta M3_t^{GL})$ ) პროგნოზირების მაჩვენებლის განსაზღვრა მნიშვნელოვანია სავალუტო სუბსტიტუციის გამო. (M3) წარმოადგენს ფაქტიურად ეროვნული ეკონომიკის სავალუტო პორტფელს, თუ არ ჩავთვლით იმ გარეობას, რომ მხოლოდ წმინდა ტექნიკური მიზეზით არ არსებობს სამომხმარებლო კალათისათვის დოლარიზაციის სტატისტიკური მონაცემი.

“პოტენციალური ფულის” შეფასებაში სავალუტო სუბსტიტუციის ფაქტორის გასათვალისწინებლად მიზანშეწონილია დოლარიზაციის კოეფიციენტის ისტორიული მაჩვენებლის ( $\Delta \Omega(M3)_t$ ) გათვალისწინება, რაც მონეტარული თარგეთირების პროცესს უფრო დაახლოვებდა რეალურ სიტუაციასთან.

2) დღემდე ეროვნული ბანკი **ლიკვიდობის მართვას** ახორციელებს როგორც ერთ-ერთი ქვემიმართულება რაოდენობრივი პოლიტიკის ფარგლებში, რის გამოც ლიკვიდობის პროგნოზირება დამოკიდებულია მხოლოდ ეროვნული ბანკის საბალანსო მაჩვენებლებზე<sup>A77-80</sup> (ლიკვიდობის ავტონომიური პოზიციები, მთავრობის წმინდა პოზიცია, წმინდა უცხოური აქტივები, ნაღდი ფული მიმოქცევაში) და საერთოდ არ ითვალისწინებს არც დოლარიზაციის ფაქტორს და არც საბაზრო ელემენტებს. აღნიშნულის გამო, ლიკვიდობის მართვა წარმოადგენს ყველაზე ნაკლებად განვითარებულ მიმართულებას მონეტარულ პოლიტიკაში.

ცენტრალური ბანკების თანამედროვე პრაქტიკაში რაოდენობრივი პოლიტიკა და ლიკვიდობის მართვა წარმოადგენენ ერთმანეთის შემავსებელ, მაგრამ ერთმანეთისაგან მკვეთრად გამიჯნულ პოლიტიკურ მიმართულებებს. გამიჯვნის აუცილებლობა გამოწვეულია შემდეგი გარემოებების გამო:

- რაოდენობრივი პოლიტიკის ობიექტია თავად ეროვნული ვალუტის მიწოდების მოცულობა ღია ბაზრის ოპერაციებით განსაზღვრული ეგზოგენური საბაზრო განაკვეთის პირობებში, ხოლო ლიკვიდობის მართვისა – ეკონომიკური სუბიექტების მხრიდან ეროვნულ ვალუტაზე რეალური მოთხოვნა, რაზეც ეროვნულ ბანკს ზემოქმედება შეუძლია რეფინანსირების განაკვეთის საშუალებით.
- რაოდენობრივი პოლიტიკის ზემოქმედებისა და ლიკვიდობის მართვის შედეგები განსხვავებულია ეკონომიკური დროების მიხედვით. მაშინ როცა ფულის მასას ინფლაციური ეფექტები მხოლოდ გრძელვადიან ეკონომიკურ

დროში გააჩნია, ლიკვიდობას, ფართო გაგებით მონეტარულ მოთხოვნას, შეუძლია ინფლაციის წახალისება ციკლურად (ე.ი. მოკლე- და საშუალოვადიან ეკონომიკურ დროებში).

ლიკვიდობის მართვის განვითარების მიზნით მიზანშეწონილი იქნებოდა შემდეგი რეკომენდაციის გათვალისწინება: რეფინანსირების განაკვეთის (ე.ი. მონეტარული პოლიტიკის ოფიციალური განაკვეთის) განსაზღვრა დაექვემდებაროს ტეილორის წესს და ამ წესის გამოყენების შემთხვევაში, ე.ი. ტეილორის განტოლებით რეგრესიულ ანალიზში, გათვალისწინებულ იქნეს არა მხოლოდ ეროვნულ, არამედ უცხოურ ვალუტაშიც შესაბამისი განაკვეთი. ამ გზით შესაძლებელი გახდებოდა დოლარიზაციის ფაქტორის გათვალისწინება ეროვნულ ვალუტაზე მოთხოვნის მართვისას.

**3) სავალუტო პოლიტიკაც უნდა დაექვემდებაროს მონეტარული სტაბილიზაციის მიზნებს, რადგან სავალუტო კურსის ცვლილებაზე დამოკიდებული ე.წ. იმპორტირებადი ინფლაციის ეფექტი, როგორც მთლიანი ინფლაციის ერთ-ერთი კომპონენტი.**

სავალუტო კურსის დაფიქსირება არ არის რეკომენდირებული, რადგან ეს ნეტო-იმპორტიორი ეკონომიკისათვის, მონეტარული სისტემისგან დამოუკიდებლად, უკვე საშუალოვადიან პერსპექტივაში საგადამხდელო ბალანსის კრიზისს გამოიწვევდა.

ინფლაციურ პროცესებზე საგარეო-ეკონომიკური ფაქტორების გამოსარიცხად მიზანშეწონილია, რომ შენარჩუნდეს მართვადი სავალუტო კურსების რეჟიმი, თუმცა იმავდროულად შემცირდეს სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციების ინტენსივობა, როგორც ეს ეროვნულმა ბანკმა 2009 წლიდან დაიწყო. ამ გზით კომერციულ ბანკებს და საბოლოო ჯამში ეკონომიკურ სუბიექტებს, როგორც ბოლო ინსტანციის კლიენტებს, მიეცემათ სავალუტო კურსის ფორმირებაში თანამონაწილეობის უფრო მეტი შესაძლებლობა.

ყოველივე ეს ხელს შეუწყობდა საშუალოვადიან პერსპექტივაში თავისუფლად ცვალებად სავალუტო კურსებზე გადასვლას, გაზრდიდა ეროვნული ბანკის დამოუკიდებლობის ხარისხს და მომხმარებლებისა და ფირმების სასარგებლოდ შეამცირებდა სახელმწიფოს ჩარევებს სავალუტო ბაზარზე.

სავალუტო სპეკულაციების დროულად პროგნოზირებისა და პრევენციული ღონისძიებების ოპერატიულად განხორციელების მიზნით მიზანშეწონილი იქნებოდა დოლარიზაციის პროგნოზირება კალვო-პულის მოდელის მიხედვით, როგორც ეს წარმატებით დაინერგა და ფუნქციონირებს ისეთი ქვეყნების ცენტრალური ბანკების (თურქეთი, მექსიკა, ეგვიპტე, სამხრეთ აფრიკის რესპუბლიკა) მიერ, რომელთაც საქართველოს მსგავსად მონეტარული პოლიტიკის წარმართვა უხდებოდათ სავალუტო სუბსტიტუციის პირობებში.

## **მეცნიერული სიახლე**

დაკავშირებულია კვლევის დროს მიღებული შედეგების ემპირიულად დადასტურებასთან და ურთიერთკავშირების იდენტიფიკაციასთან იმ ძირითად მეცნიერულ პრინციპებთან და კატეგორიებთან მიმართებაში, რომლებიც საერთაშორისო მონეტარულ ეკონომიკაში სავალუტო სუბსტიტუციის შესახებ მანამდე ჩატარებულ კვლევებში იქნა გამოვლენილი.

1) **დოლარიზაციის ტესტი**, რომელსაც ქრონოლოგიური მიმოხილვის საფუძველზე, ცენტრალური როლი ენიჭება უცხოური ვალუტის წილის რაოდენობრივად შეფასებისათვის ეროვნული ეკონომიკის მონეტარულ სისტემაში. საქართველოს ეროვნული ბანკის ხელთ არსებული მონეტარული სტატისტიკა განასხვავებს დოლარიზაციის კოეფიციენტის სამ ძირითად განზომილებას, როგორც უცხოური ვალუტების წილს ერთის მხრივ ფართო ფულში, მეორე მხრივ ანაბრების პორტფელში და მესამე მხრივ საკრედიტო პორტფელში. დოლარიზაციის ტესტის მიზანია, მოახდინოს განსხვავებული მეთოდოლოგიების სისტემატიზაცია, რათა გამოვლინდეს საერთო ტრენდი დოლარიზაციის სამივე დასახელებულ განზომილებას შორის (**იხ. თავი 1, გვ. 13 – 41**).

2) **მიზეზების ორი ძირითადი ჯგუფი**, რომლებიც, სავალუტო სუბსტიტუციის თეორიული მოდელების საფუძველზე გამოვლინდა და ეროვნულ ეკონომიკებში უცხოური ვალუტის „შემოჭრას“ განაპირობებენ:

- მონეტარული მიზეზები (ინფლაცია; სავალუტო რყევები, სარგებლის განაკვეთების ვალუტათშორისი განსხვავებანი);

- მაკროეკონომიკური მიზეზები (დეფიციტი საგადამხდელი ბალანსის მიმდინარე ანგარიშში, რომლის დაბალანსების წყაროებია კაპიტალის იმპორტი, ცალმხრივი ტრანსფერები და ერთჯერადი ტრანსფერები) (იხ. თავი 2, გვ. 42 – 87 ).

3) **დოლარიზაციის ძირითადი მონეტარული მოდელი**, რომელიც წარმოადგენს გამოვლენილი მიზეზების სისტემატიზაციას და ხაზს უსვამს სავალუტო სუბსტიტუციას როგორც უპირველესად მონეტარულ მოვლენას. მართლაც, ეკონომიკური სუბიექტები ხელმძღვანელობენ განსხვავებული ინტერესებით, როდესაც ისინი სავალუტო პორტფელში ეროვნული ვალუტის გვერდით უცხოურ ვალუტასაც ფლობენ. ფირმების, მომხმარებლებისა და აგრეთვე სახელმწიფოს მოტივაცია უცხოური ვალუტის გამოყენებასთან გამომდინარეობს ფულადი სარგებლის არაურაყოფითი მოლოდინიდან, რომელიც შეიძლება მიღწეულ იქნეს სწორედ სავალუტო პორტფელის დივერსიფიკაციით (იხ. თავები 3.1 - 3.4 , გვ. 88 – 116 ).

4) **მაკროეკონომიკური კუთხით სავალუტო სუბსტიტუცია დაკავშირებულია** პირველ რიგში საინვესტიციო გადაწყვეტილებებთან, როგორც ფირმების, ისე მომხმარებლების მხრიდან ქონებისა და მასზე შემოსავლიანობის გაზრდის მიზნით. უცხოურ ვალუტაში სარგებლის მოლოდინის გაზრდის შემთხვევაში მოსალოდნელია ეროვნული ვალუტის ჩანაცვლება უცხოური ვალუტით. ინვესტორებისთვის იზრდება უცხოურ ვალუტაზე მოთხოვნა საბაზრო რისკების განეიტრალების მიზნით, ან თუნდაც საინვესტიციო პორტფელის მაქსიმალურად დივერსიფიკაციის მიზნით, განსაკუთრებით, როცა კაპიტალის აქტივებზე შემოსავლების ნაკლები კორელაციაა ეროვნულ და უცხოურ ვალუტებს შორის (იხ. თავი 3.5, გვ. 117 – 135 ).

5) **მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების შემუშავება**, რომელთა გამოყენება უზრუნველყოფს დოლარიზაციის მონეტარული და მაკროეკონომიკური მიზეზებით მოსალოდნელი მონეტარული დესტაბილიზაციის თავიდან აცილებას. ანტიინფლაციური პროგრამის ფარგლებში ამ დროს მნიშვნელოვანი როლი ენიჭება ეროვნული ვალუტის მიწოდების კონტროლს, ლიკვიდობის მართვას, ფისკალური პოლიტიკის ფარგლებში ბიუჯეტის ვალუტიზაციისათვის დასაშვები დონის განსაზღვრას და სავალუტო სუბსტიტუციის პროგნოზირებას თავისუფლად ცვალებადი ან მართვადი სავალუტო კურსების რეჟიმის შენარჩუნების პირობებში (იხ. თავი 4, გვ. 136 – 180 ).

სავალუტო სუბსტიტუციის ეკონომიკურ-პოლიტიკურ ასპექტებში მონეტარული სტაბილიზაციის ცალკეულ მიმართულებებთან დაკავშირებით კონკრეტული მოდელების შემოთავაზება ამ ნაშრომის მეცნიერულ სიახლეს წარმოადგენს.

## **პრაქტიკული მნიშვნელობა**

მდგომარეობს გლობალურ ეკონომიკაში დოლარიზაციის როლისა და საქართველოს ეკონომიკაზე ზემოქმედების მასშტაბების შეფასებაში.

კვლევის შედეგები და რეკომენდაციები შეიძლება გამოყენებულ იქნას როგორც ფირმებისა და მომხმარებლებისათვის მათ მფლობელობაში არსებულ სავალუტო პორტფელთან დაკავშირებით კონკრეტული გადაწყვეტილებების მიღებაში, ასევე მონეტარულ პოლიტიკაზე პასუხისმგებელი დაწესებულებებისათვის ცალკეული პრობლემების გადასჭრელად.

აკადემიური კუთხით მიზანშეწონილია განხილული საკითხებისა და კვლევის შედეგების გამოყენება „მაკროეკონომიკური პოლიტიკის“, „მონეტარული ეკონომიკისა“ და „საერთაშორისო ეკონომიკის“ სწავლების პროცესში.

## პუბლიკაციები

კვლევის ზოგიერთი ელემენტი გამოქვეყნებულია სტატიებში:

- 1) „მონეტარული სტაბილიზაციის პროგრამა (გუდიოტის მოდელი)“, ჟურნალი „ახალი ეკონომისტი“, დეკემბერი-2009, გვ. 60-72.
- 2) „გაცვლითი კურსის განსაზღვრა სავალუტო სუბსტიტუციის პირობებში (კალვოს მოდელი)“, თსუ სამეცნიერო ჟურნალი „ეკონომიკა და ბიზნესი“, თებერვალი-2010, გვ. 113-122.
- 3) „გაცვლითი კურსის განსაზღვრა სავალუტო სუბსტიტუციის პირობებში (გირტონის მოდელი)“, ჟურნალი „ახალი ეკონომისტი“, მარტი-2010, გვ. 49-53.
- 4) „ინფლაციის თარგეთირების პოლიტიკური ასპექტები სავალუტო სუბსტიტუციის პირობებში“, თსუ სამეცნიერო ჟურნალი „ეკონომიკა და ბიზნესი“, აპრილი-2011, გვ. 59-72.

## დისერტაციის სტრუქტურა და მოცულობა

ნაშრომი შედგება შესავლის, ოთხი თავის, ოცი პარაგრაფის, დასკვნებისა და რეკომენდაციებისაგან, ნაშრომი მოიცავს კომპიუტერზე ნაბეჭდ 190 გვერდს (ფურცლის ზომა - A4; შრიფტის სახეობა – AcadNusx (12); სტრიქონებს შორის მანძილი – 1,5; გვერდის საზღვრები: მარცხნიდან 3 სმ., მარჯვნიდან – 1 სმ., ზემოდან – 2,5 სმ., ქვემოდან – 2,5 სმ ).

ნაშრომის დანართი მოიცავს ლიტერატურულ წყაროებს როგორც საერთაშორისო სამეცნიერო ჟურნალებში გამოქვეყნებული სტატიებიდან (ლიტერატურა A), ისე მაკროეკონომიკური პოლიტიკისა და მონეტარული ეკონომიკის წამყვანი სახელმძღვანელოებიდან (ლიტერატურა B), აგრეთვე მონეტარული და საგადაამხდლო ბალანსის სტატისტიკას ცხრილების სახით.

# სადისერტაციო ნაშრომის სტრუქტურა:

<b>შესავალი</b>	<b>3</b>
<b>თავი 1. დოლარიზაცია საქართველოში, როგორც სავალუტო სუბსტიტუციის გამოფლენის ფორმა და მისი განვითარების ეკონომიკურ-პოლიტიკური ეტაპები</b>	<b>13</b>
1-1. მონეტარული რეფორმის შედეგები (1992-1998)	13
1-2. სტაგფლაციის ტრანსმისია (1991-1998)	20
1-3. (n-1) პრობლემიდან დოლარიზაციამდე	27
1-4. დოლარიზაციის ტესტი და სავალუტო სუბსტიტუციის ფუნქცია	33
<b>თავი 2. სავალუტო სუბსტიტუციასა და მონეტარულ სტაბილიზაციას შორის ურთიერთკავშირის თეორიული საფუძვლები</b>	<b>42</b>
2-1. უპირატესი ვალუტის მოდელი (ჯოვანიანი)	42
2-2. ლიკვიდობის მოდელი (ტურტელობი)	49
2-3. ეკონომიკური მოდელი (კალვო)	57
2-4. ფინანსური მოდელი (გირტონი)	66
2-5. საინვესტიციო მოდელი (კუდინგტონი)	73
2-6. პოლიტიკური მოდელი (მაილსი)	80
<b>თავი 3. მონეტარული სტაბილიზაციის ეკონომიკურ-პოლიტიკური ინდიკატორების განსაზღვრა სავალუტო სუბსტიტუციის მონეტარული და მაკროეკონომიკური ასპექტების მიხედვით</b>	<b>88</b>
3-1. სავალუტო სუბსტიტუციის მონეტარულ-ემპირიული ასპექტები	88
3-2. სარგებლის განაკვეთების განსხვავებით გამოწვეული ვალუტათშორისი სპეკულაციები, როგორც სავალუტო სუბსტიტუციის 1. მონეტარული მიზეზი	94
3-3. გაცვლითი კურსის რისკი, როგორც სავალუტო სუბსტიტუციის 2. მონეტარული მიზეზი	102



3-4. მოხმარების უსაფრთხოების უზრუნველყოფით გამოწვეული ინფლაციის რისკი, როგორც სავალუტო სუბსტიტუციის 3. მონეტარული მიზეზი	110
3-5. საგადამხდელო ბალანსი : მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი, როგორც სავალუტო სუბსტიტუციის მაკროეკონომიკური მიზეზი	117

**თავი 4. დოლარიზაციით გამოწვეული მიზანთა კონფლიქტი  
მონეტარული სტაბილიზაციის პროცესში და მათი  
გადაჭრის ეკონომიკურ-პოლიტიკური შესაძლებლობები** **136**

4-1. ინფლაციის თარგეთირების პოლიტიკური ასპექტები	136
4-2. ეროვნული ვალუტის მიწოდება დოლარიზაციის პირობებში	147
4-3. ლიკვიდობის მართვა ვალუტათშორისი კონკურენციის პირობებში	159
4-4. ფისკალური პოლიტიკის მიზნების კოორდინაცია სავალუტო სუბსტიტუციის პირობებში	168
4-5. სავალუტო პოლიტიკის გამოწვევა	174

**დასკვნები და რეკომენდაციები** **180**

**გამოყენებული ლიტერატურა A** **190**

(საერთაშორისო სტატიები, ეროვნული ბანკის ანგარიშები)

**გამოყენებული ლიტერატურა B** **196**

(წიგნები, სახელმძღვანელოები)

**დანართი** **198**

(მონეტარული და საგადამხდელო ბალანსის სტატისტიკა)