

## დოლარიზაციის ძირითადი ფაქტორები საქართველოში

ზვიად ბეშენაძე

ანსუ ასოცირებული პროფესორი

### ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ ДОЛЛАРИЗАЦИИ В ГРУЗИИ

Звиад Бешенадзе

#### РЕЗЮМЕ

В статье рассматриваются вопросы долларизации грузинской экономики. Основное внимание уделяется основным причинам финансовой долларизации. Мы пришли к следующим выводам: основной прямой причиной долларизации были гиперинфляция, обесценение национальной валюты и недоверие к национальной валюте; Дальнейший рост долларизации связан с резким обесценением национальной валюты; Инфляция, которая появляется периодически, является просто стимулирующим фактором долларизации; В условиях таргетирования инфляции, макропруденциального регулирования и плавающего валютного курса, существование стабильно высоких темпов долларизации вызваны т.н. „храповым эффектом“, гистерезисом, хроническим обесцениванием валюты и его ожиданиями, высокой зависимостью страны от иностранных денежных переводов, низким качеством развития финансового рынка и другими институциональными факторами.

Основной вывод по этому вопросу заключается в следующем: связь между депозитами в иностранной и национальной валюте и финансовой долларизацией не выявлены, и основным прямым фактором, который непосредственно влияет на долларизации, является колебание (обесценивание) национальной валюты. Таким образом, мы считаем что одной из основных мер по снижению долларизации является поддержание долгосрочной стабильности денежной единицы и восстановление доверия к нему.

**საკვანძო სიტყვები:** აქტივების შეფარდებითი შემოსავლიანობა, ფინანსური დოლარიზაცია, რეალური დოლარიზაცია, სავალუტო ჩანაცვლება, მაკროპრუდენციული რეგულირება.

\* \* \* \*

თავდაპირველად განვიხილოთ დოლარიზაციის მიზეზებთან და დაძლევის გზებთან დაკავშირებული არსებული თეორიული მიდგომები, გამოვთქვათ ჩვენი თეორიული მიდგომები მათთან დაკავშირებით, შევამოწმოთ ისინი ემპირულად და საბოლოოდ გავაკეთოთ დასკვნები.

დოლარიზაციის ფაქტორებთან დაკავშირებული ძირითადი მიდგომები (თეორიები) ასეთია:

იზე და ეიატი (Ize, Yeyati - 2003) გამოდიან ფულად-საკრედიტო და ეკონომიკური ტურბოლენტობიდან, ასევე ეროვნული ინსტიტუტების სისუსტიდან, რამდენადაც, მათი აზრით, დოლარიზაცია სხვა არაფერია თუ არა ეკონომიკური სუბიექტების ჰიპერინფლაციისგან დაზღვევის რაციონალური მისწრაფების გამოვლინება [2].

კალვო, ვეგა (G. Calvo, C. Vegh 1997) დოლარიზაციას ხსნიან აგრეთვე არა მხოლოდ ინფლაციის დონით, არამედ აქტივების რეალური შემოსავლიანობის განუსაზღვრელობის დინამიკით, რომელიც წარმოიშობა ინფლაციის ვოლატილურობით [3].

დოლარიზაციასა და ინფლაციას და აქტივების შემოსავლიანობას შორის დამოკიდებულებაზე ხაზია გასმული ასევე ტომასის (Thomas, 1985) მოდელში, მას ემატება აგრეთვე მისგან გამომდინარე (მასთან დაკავშირებული) სხვა ფაქტორებიც. კერძოდ, სრულყოფილი ფინანსური ბაზრისა და კაპიტალის მაღალი საერთაშორისო მობილობის პირობებში დოლარიზაციის დონე დამოკიდებულია სხვადასხვა ვალუტაში აქტივების შეფარდებით შემოსავლიანობაზე და მის ცვლილებაზე, ეროვნულ და უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული აქტივების რისკიანობაზე. მოდელი მიჯნავს დოლარიზაციის მიზეზებს დოლარიზაციის ფორმების მიხედვითაც, კერძოდ ის აჩვენებს, რომ სავალუტო ჩანაცვლება დამოკიდებულია ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთზე, მაშინ როდესაც მთლიანად დოლარიზაცია (სავალუტო ჩანაცვლებას + აქტივების ჩანაცვლება) - რეალური საპროცენტო განაკვეთების, სხვადასხვა აქტივების სხვაობებზე და რისკთან დამოკიდებულებაზე. მოდელში რისკების საფუძველია სამშობლოსა და უცხოეთს შორის ფასების შეფარდებითი მერყეობები. ასევე, ემპირულ კვლევებზე დაყრდნობით გამოკვეთილია კავშირი დოლარიზაციისა და ფინანსური ბაზრების განვითარების დონეს შორის. კერძოდ, ერთის მხრივ, აქტივების შეფარდებითი შემოსავლიანობა და შეფარდებითი ინფლაციური მერყეობები გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში წარმოადგენენ დოლარიზაციის მთავარ ფაქტორს. აქედან გამომდინარე დოლარიზაციის წინააღმდეგ ბრძოლის მთავარი ინსტრუმენტია ეროვნულ ვალუტაში შემოსავლიანობის მაღალი დონის მხარდაჭერა, პროგნოზირებადი გაცვლითი კურსი და ინფლაციის სტაბილური ტემპების შენარჩუნება, ხოლო მეორეს მხრივ, გარდამავალ ქვეყნებში დოლარიზაციის დონე არ წარმოადგენს სრულად დამოუკიდებელს ტრანზაქციური

მოტივებიდან (სავალუტო ნაკადებიდან, როგორც გადახდის საშუალებებისგან), რაზედაც მეტყველებს მისი საგარეო ვაჭრობის ბალანსზე დამოკიდებულება.

ასეთი დამოკიდებულების არსებობა შეიძლება მონიშნავდეს საფინანსო ბაზრის განუვითარებლობაზე, რამდენადაც საოჯახო მეურნეობები და სანარმოები უძღურები არიან მოახდინონ საგარეო-სავაჭრო სავალუტო ნაკადების კომპენსირება ფინანსური ინსტრუმენტების დახმარებით. ფინანსური შუამავლობის განვითარებისკენ და მისი ეფექტურობის ამაღლებისკენ მიმართული ღონისძიებები ხელს შეუწყობენ მოცემული ურთიერთკავშირის შესუსტებას.

საფინანსო ბაზრის განუვითარებლობაზე, როგორც დოლარიზაციის ფაქტორზე, აქცენტს აკეთებს აგრეთვე ბალინო (Ballino – 1999) და სხვ. ბალინო ხაზს უსვამს, რომ “დოლარიზაცია მაკროეკონომიკური სტაბილურობის ნაკლებობისა და ფინანსურ ბაზრებზე დეფექტების არსებობის ანარეკლია” და დოლარიზაციის შემცირების მიზნით რეკომენდაციას იძლევა მთავრობამ ხელი შეუწყოს ალტერნატიული ფინანსური ინსტრუმენტების (აქციების, ობლიგაციების, ნარმოებულ ფასიანი ქაღალდების) გამოყენებას. მსგავს მოსაზრებას ანვითარებს მონგარდინი (Mongardini – 1999). ის აქცენტს აკეთებს ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებულ გრძელვადიან ფასიან ქაღალდებზე და განსაკუთრებულ ყურადღებას ამახვილებს სახელმწიფო ობლიგაციებზე. ვეტლოვი (Vetlov – 2001) ინსტიტუციურ ფაქტორებს შორის, რომლებიც ზემოქმედებას ახდენს დოლარიზაციაზე, გამოყოფს ასევე საშინაო ფინანსური ბაზრის სიღრმეს. ეკონომიკის ფინანსურ განვითარებას მიიჩნევს მნიშვნელოვან ფაქტორად ასევე სავასტანო (Savastano – 1996). მისი არსი შეიძლება დავიყვანოთ შემდეგზე: მაღალი ინფლაციური გარემოსთან კარგად ადაპტირება შესაძლებელია კარგად განვითარებული ფინანსური ბაზრის პირობებში, ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული მაღალშემოსავლიანი ინსტრუმენტების საშუალებით. გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებში დოლარიზაციასთან დაკავშირებით ნაშრომები ვითარდება სხვადასხვა მიმართულებით. მაგალითად, ვან არლე (Van Arle 1995) აფასებს სავალუტო ჩანაცვლების ზემოქმედებას სენიორაჟზე ცენტრალურ და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში. ბოლო წლებში ავტორები ახდენენ ცნობილი თეორიული მოდელის ტესტირებას ან ეძებენ დოლარიზაციის ფაქტორებს ad hoc მოდელის დახმარებით და სხვ..

ეკონომისტთა უმრავლესობა თანხმდება მასზედ, რომ დოლარიზაციის სხვადასხვა ფორმა და მათი მიზეზები შეიძლება განსხვავებული, მსგავსი ან/და ურთიერთდაკავშირებული (ურთიერთშემავსებელი) იყოს. მაგალითად, ფინანსური დოლარიზაცია მით მეტი მაღალია ეკონომიკაში, რაც მეტია სავალუტო ჩანაცვლება. ის ასევე გარკვეულ დადებით

კორელაციურ კავშირშია რეალურ დოლარიზაციასთან [4] (თუმცა ფინანსური დოლარიზაციისა და რეალური დოლარიზაციის შორის მიზეზ-შედეგობრივი კავშირი შედარებით იშვიათია). განვავრცოთ მოცემული პოზიცია.

როდესაც ეკონომიკის სუბიექტების აზრით ეროვნული ვალუტა ვერ ასრულებს მიმოქცევის საშუალების ფუნქციას (და მას, როგორც წესი, ადგილი აქვს მაღალი ინფლაციისა/დეფლაციისას), ამ ფუნქციას „თავის თავზე იღებს“ უცხოური ვალუტა, ანუ სახეზე გვაქვს სავალუტო ჩანაცვლება. ამასთან, პარალელურად, უცხოური ვალუტა შეიძლება გამოყენებულ იქნას აგრეთვე ფასებისა და ხელფასების ნომინირებისთვის (ანუ როგორც ღირებულების საზომი), ანუ ადგილი ექნეს რეალურ დოლარიზაციას. ამ შემთხვევაში, დოლარიზაციის ეს ორი ფორმა ერთმანეთთან თანაარსებობენ. დოლარიზაციის ფორმებმა შეიძლება შეაფასონ ერთმანეთი მაგალითად, როდესაც სავალუტო ჩანაცვლებას თან ახლავს ფინანსური დოლარიზაცია. კერძოდ, როდესაც ეკონომიკური აგენტები გარიგებებს ახორციელებენ უცხოურ ვალუტაში, გარიგებებს შორის პერიოდში სიმდიდრეს ასევე ინახავენ უცხოურ ვალუტაში. მისი მასშტაბები (უცხოურ ვალუტის ნაღდში, დანაზოგების სახით გამოყენების სტიმულები) განსაკუთრებით მაღალია მაშინ, როდესაც სახელმწიფო ღონისძიებებით იზღუდება ფინანსური დოლარიზაცია. ამასთან, ამ ფორმების თანაფარდობის (თანაარსებობის ხარისხის) ცვლილება, ერთი ფორმის მეორეში გადასვლა, შეიძლება ასევე პრუდენციული ზემოქმედების შედეგი იყოს - დეპოზიტების დოლარიზაციის ადმინისტრაციული (ეზის რეგულაციებით) შეზღუდვის შემთხვევაში, სავალუტო ჩანაცვლება შეიძლება გადავიდეს დომინირებად მდგომარეობაში ფინანსურ დოლარიზაციასთან შედარებით. ამ შემთხვევაში უცხოური ვალუტა, რომელიც ხელზე აქვთ ეკონომიკურ აგენტებს გამოყენებულ იქნება როგორც გარიგებისათვის, ასევე დანაზოგების ფორმით, როგორც უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტების ალტერნატივა.

ზოგი ავტორი აქცენტს აკეთებს მონეტარულ პოლიტიკასა და დოლარიზაციის ფორმებს შორის კავშირზე, მაგალითად იზეს და პარადოს (Ize, Parrado – 2006) მიხედვით: რეალური დოლარიზაცია დაკავშირებულია ეკონომიკური (გამოშვებისა და მწარმოებლურობის) შოკების წინააღმდეგ მიმართული მონეტარული პოლიტიკის რეალურ და ფინანსურ დოლარიზაციაზე ასიმეტრიულ ზემოქმედებასთან - რეალურ დოლარიზაციაზე ზემოქმედება სუსტია, ხოლო ფინანსურ დოლარიზაციაზე - შედარებით დიდი ინფლაციური პროცესების განვითარებიდან გამომდინარე; ვაჭრობის გლობალიზაცია ზრდის ფინანსურ დოლარიზაციას, მაშინ როდესაც რეალური (მაგალითად ხელფასების) დოლარიზაცია ნაკლებად იცვლება; ეკონომიკური აგენტები ინარჩუნებენ ეროვნულ ვალუტაზე გარიგებისათვის

მოთხოვნას რეალური შოკების სანინალმდეგო ინსტრუმენტის ფორმით. მაშინ, როდესაც ნომინალური შოკებისგან თავის დაცვის მიზნით ფინანსური გარიგებებისას გამოყენებულ იქნება უცხოური ვალუტა. ამასთან, გლობალურ ეკონომიკური შოკებსა და საშინაო შოკებს შორის მაღალი კორელაციის არსებობის შემთხვევაში, უნდა ველოდოთ რეალური დოლარიზაციის ზრდას იმ შემთხვევაში, თუ საშინაო მონეტარული პოლიტიკა წინ ვერ ეღობება ამ შოკებს.

ამგვარად, არსებობს მჭიდრო კავშირი, სავალუტო ჩანაცვლებასა (და გარკვეულწილად რეალურ დოლარიზაციას) და ფინანსურ დოლარიზაციას შორის - უმეტეს შემთხვევაში ისინი ავსებენ ერთმანეთს, ზოგჯერ კი შეიმჩნევა ერთი ფორმიდან მეორეში გადასვლა.

დოლარიზაცია ზემოთ მოყვანილ ძირითად ფაქტორებთან (მაღალი ინფლაცია და გაუფასურება/დევალვაცია, სხვადასხვა ვალუტაში აქტივების/დეპოზიტის შეფარდებითი საპროცენტო განაკვეთი და შეფარდებითი შემოსავლიანობა, რისკები, კაპიტალის და მთლიანად ფინანსური ბაზრის განვითარების დონე) ერთად გამოყოფენ ასევე სხვა მიზეზებსაც, ესენია: ეკონომიკური აგენტების მხრიდან საკუთარი ვალუტისადმი და მთლიანად ფულად-სა-კრედიო პოლიტიკის მიმართ უნდობლობა, ფასებისა და რეალური/ნომინალური გაცვლითი კურსის ვოლიტალურობას და მათ ნეგატიურ მოლოდინები, უახლოეს წარსულში მაღალი ინფლაციის ან/და დეველვაციის არსებობა. ამასთან დოლარიზაციის ხელისშემწყობად ასახელებენ ისეთ გლობალურ, მაკრო და მეგაეკონომიკურ ფაქტორებსაც, როგორიცაა: ეკონომიკური გლობალიზაცია და ინტეგრაციული პროცესები; ეკონომიკის (საფინანსო და სასაქონლო ბაზრის) ღიაობა; პოლიტიკური ქაოსი; ქვეყნის ეკონომიკის მცირე ზომა; ეროვნული ვალუტის დაბალი კონვერტირება; არასტაბილური მაკროეკონომიკური გარემო (ეროვნული ვალუტის საშინაო და საგარეო გაუფასურების გარდა დოლარიზაციას ხელს უწყობს სავაჭრო, და მთლიანად მიმდინარე ოპერაციების, ბალანსის ქრონიკულად უარყოფითი სალდო, ბიუჯეტის დეფიციტი, მაღალი საგარეო ვალეები და სხვ.);

აქ წინასწარ, ავლნიშნავთ, რომ ჩვენი აზრით საქართველოში ეს უკანასკნელნი წარმოადგენენ ფუნდამენტურ ფაქტორებს, რომლებიც პროვოცირებას უკეთებენ (ინვევენ) პირდაპირი ზემოქმედების ფაქტორებს, რომელთა საშუალებითაც (გადამცემი მექანიზმით) საბოლოოდ ირიბი ზემოქმედება ხდება დოლარიზაციაზე. თუმცა ჩვენ მოცემული სტატიის ფარგლებში ყურადღებას არა ფუნდამენტურ, ირიბ ფაქტორებზე, არამედ პირდაპირი ზემოქმედების მიზეზებზე გავამახვილებთ.

რაც შეეხება დოლარიზაციის გაზომვის საკითხს. ეროვნული ეკონომიკის დოლარიზაციის შეფასების ირიბ მაჩვენებლებად შეიძლება გამოყენებულ

იქნას: ვალუტის კურსი; სხვადასხვა ვალუტაში მოზიდული დეპოზიტებისა და სხვადასხვა ანაბრების მოცულობა; ფიზიკური პირების მიერ დოლარში და ეროვნულ ვალუტაში დეპოზიტებისა და ანაბრების საშუალო წლიური ზრდის შედარებითი ტემპი.

რაც შეეხება დოლარიზაციის დონის შეფასების პირდაპირ მეთოდებს დოლარიზაციის ფორმების მიხედვით. პრაქტიკულად არც ერთ ქვეყანაში (მათ შორის საქართველოში) ოფიციალური სტატისტიკა არ გვაძლევს მონაცემებს უცხოურ ვალუტაში ნომინირებული ფასებისა და ხელფასების შესახებ. ამდენად რეალური დოლარიზაციის რაოდენობრივი შეფასება შესაბამისი ეკონომიკური მაჩვენებლების არარსებობის გამო შეუძლებელია. მსგავსი შეიძლება ითქვას სავალუტო ჩანაცვლებასთან დაკავშირებით, რამდენადაც ასევე რთულია ნალდი ფულის სახით უცხოური ვალუტის რაოდენობის განსაზღვრა. ფინანსური დოლარიზაციას კი, როგორც წესი, ზომავენ ან საბანკო აქტივების მხრიდან - უცხოურ ვალუტაში ნომინირებული სესხების (კრედიტების) ხვედრითი წილის მიხედვით, ან საბანკო პასივების მხრიდან - უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტების მიხედვით.

მიუხედავად იმისა, რომ ეკონომიკურ მეცნიერებაში არ არსებობს დოლარიზაციის დონის განსაზღვრის ერთმნიშვნელოვანი მეთოდი, მოიძებნება მოცემული მოვლენის მიახლოებითი მასშტაბების განსაზღვრის რიგი ინდიკატორები. მაგალითად, ედგარ ფეიგემ (Edgar L. Feige) განსაზღვრა 4 ინდიკატორი: 1. დოლარიზაციის ინდექსი = დეპოზიტები უცხოურ ვალუტაში (FCD) / ფართო ფულადი მასა (M3); 2. სავალუტო ჩანაცვლების ინდექსი = უცხოური ვალუტა ბრუნვაში (FCC) / საერთო ვალუტა ბრუნვაში (TCC); 3. აქტივების ჩანაცვლების ინდექსი = დეპოზიტები უცხოურ ვალუტაში (FCD) / დეპოზიტების მთლიანი მოცულობა (TCD); 4. დოლარიზაციის ამომწურავი არაოფიციალური ინდექსი = (FCD+FCC) / (M3+FCC).

როგორც ავლნიშნავთ, რამდენადაც მიმოქცევაში უცხოური ვალუტის ნალდით განსაზღვრა საკმაოდ რთულია, მე-2 და მე-4 ინდექსების გამოანგარიშება ნაკლებად შესაძლებელია. ასევე უცხოური ვალუტა ხელზე ბრუნვაში არ არის შესული ფულადი აგრეგატების სტანდარტულ გაანგარიშებებში. FCC მიხედვით მონაცემების ნაკლებობის გამო უპირატესად მიმართავენ 1 და 3 ინდექსებს, თუმცა მხედველობაში უნდა იქნეს მიღებული, რომ, ქვეყნის შიგნით ბრუნვაში დიდი რაოდენობით უცხოური ვალუტის არსებობის შემთხვევაში, მოცემული ინდექსები მნიშვნელოვნად შეამცირებენ ფაქტობრივი დოლარიზაციის მასშტაბებს.

გარდა ამისა, ეკონომისტებმა იზემ და ლევი-ეიატიმ (Ize, 1998) აჩვენეს, რომ საბაზისო დოლარიზაციის მაჩვენებელი წარმოადგენს უფრო მნიშვნელოვან და ზუსტ მაჩვენებელს დოლარიზაციის დინამიკის შესაფასებლად. მათმა საბაზისო დო-

ლარიზაცია წარმოადგენს როგორც ინფლაციისა და ნომინალური გაცვლითი კურსის ფუნქცია:  $\lambda^* = [STPI + Cov(\mu\pi, \mu e - \mu\pi)] / See$ , სადაც: STPI და See - ინფლაციისა და ნომინალური დეველვაციის დონის დისპერსია;  $\mu\pi$  - ინფლაციის დონე;  $\mu e$  - დეველვაციის დონე (ნომინალური გაცვლითი კურსის ზრდის ტემპია).

მოცემული ფორმულა შეიძლება გამოყენებულ იქნას მონეტარული პოლიტიკის დოლარიზაციაზე ზემოქმედებისთვის. ინფლაციის დისპერსიის მატება ხელს უწყობს დოლარიზაციის დონის ზრდას, ხოლო ნომინალური კურსის მერყეობის ზრდა შეამცირებს დოლარიზაციას.

ვიდრე გადავიდეთ საქართველოში დოლარიზაციის მიზეზების (ფაქტორების) განხილვაზე, განვსაზღვროთ თუ როგორია დოლარიზაციის მასშტაბები ეროვნულ ეკონომიკაში. საქართველოში, ზემოთ დასახელებულ პრობლემათა გამო, შესაძლებელია (ხდება) მხოლოდ ფინანსური დოლარიზაციის, უფრო სწორად დეპოზიტების დოლარიზაციისა (აქტივების ჩანაცვლების ინდექსის) და სესხების (კრედიტების) დოლარიზაციის გამოთვლა, რომელიც მხოლოდ ნაწილობრივ (არასრულად) ასახავს მთლიანად ეკონომიკის დოლარიზაციის დონეს.

რამდენადაც ვერ ხერხდება რეალური დოლარიზაციისა და სავალუტო ჩანაცვლების მასშტაბების რაოდენობრივი შეფასება ჩვენ აქცენტს გავაკეთებთ ფინანსურ დოლარიზაციაზე, უფრო კონკრეტულად მის ერთ-ერთ ფორმაზე - დეპოზიტების დოლარიზაციაზე და ცნებაში „დოლარიზაცია“ ამ უკანასკნელს ვიგულისხმებთ.

2018 წლის ბოლოს საბანკო სექტორში განთავსებული უცხოური ვალუტით დენომინირებული დეპოზიტების მოცულობის შეფარდება სადეპოზიტო ვალდებულებების მთლიან მოცულობასთან - დეპოზიტების დოლარიზაციის მაჩვენებელი (ფართო ფულში - M3 აგრეგატი - შემავალი დეპოზიტების მიხედვით) შეადგენდა 62,1 %. იგივე მაჩვენებლის დინამიკა გასული 6 წლის დეკემბრის თვეში იყო შემდეგი 2012 - 60,35 %, 2013 - 55,67 %, 2014 - 57,08 %, 2015 - 66,72%, 2016 - 69,83%, 2017 - 63,61%. 2019 წლის ივნისის ბოლოს კი - 60,86%. 2019 წლის პიორველ იანვარს საბანკო სექტორის მიერ გაცემულ სესხებში უცხოური ვალუტით გაცემული სესხების წილი - სესხების (კრედიტების) დოლარიზაციის მაჩვენებელი შეადგენდა 56,9%. იგივე მაჩვენებლის დინამიკა გასული 6 წლის 01 იანვრისთვის იყო შემდეგი 2013 - 67,5 %, 2014 - 62,4 %, 2015 - 60,80 %, 2016 - 64,58%, 2017 - 65,36%, 2018 - 56,98%. 2019 წლის 01 ივლისისთვის კი - 56,71%. დეპოზიტების მთლიან მოცულობაში. როგორც ვხედავთ აქტივების ჩანაცვლების მასშტაბები საქართველოში საკმაოდ მაღალია. გასათვალისწინებელია ისიც, რომ ფინანსური ბაზრის განუვითარებლობის პირობებში დოლარიზაციის მთლიანი დონის შესაფასებლად დიდი როლს თამაშობს მიმოქცევაში

არსებული და მოსახლეობის მიერ ტეზავირებული უცხოური ვალუტის მასა ნაღდით, რომელიც მცირე არ უნდა იყოს. თუ გავითვალისწინებთ იმასაც, რომ უცხოურ მკვლევართა აზრით სავალუტო ჩანაცვლება უფრო დომინირებს გარდამავალ ქვეყნებში ფინანსურ დოლარიზაციასთან შედარებით, უნდა ვივარაუდოთ, რომ მთლიანად დოლარიზაციის მასშტაბები უფრო შთამბეჭდავია.. თუმცა, რამდენადაც მისი აღრიცხვა სტატისტიკას ნაკლებად ექვემდებარება, მთლიანობაში დოლარიზაციის სრული მასშტაბების განსაზღვრა შეუძლებელია.

თუ ჩვენ M3 ფულად აგრეგატს (ფართო ფულს უცხოური ვალუტით დენომინირებული დეპოზიტების საერთო თანხით) გამოვაკლებთ M2 ფულად აგრეგატს (ფართო ფულს უცხოური ვალუტით დეპოზიტების გარეშე) მივიღებთ თუ რა რაოდენობის უცხოური ვალუტაა ქვეყნის ფულად ბრუნვაში. ეროვნული ბანკის მონაცემებით 2019 წლის ივლისში M2 აგრეგატი შეადგენდა 10934057 ათას ლარს, ხოლო M3 აგრეგატი 23119414 ათას ლარს. მათ შორის სხვაობა კი შეადგენს 12185358 ათას ლარს (ანუ ეს იგივე დეპოზიტებია უცხოური ვალუტით ლარში). თუ ჩვენ ერთმანეთს შევადარებთ მონეტიზაციის კოეფიციენტებს ამ მონაცემების (M3 და M2 აგრეგატების) მიხედვით, დავინახავთ რამდენად დოლარიზებულია ქვეყნის ეკონომიკა: 2019 წლის ივნისისთვის მონეტიზაციის კოეფიციენტი M3-ის მიხედვით შეადგენდა 50,69, M2 -ის მიხედვით 24,04. მონეტიზაციის ამ კოეფიციენტებს შორის თანაფარდობა გვიჩვენებს ეროვნული და უცხოური ვალუტა რა პროპორციით ემსახურება სამეურნეო საქმიანობას. მათ შორის თანაფარდობა საკმაოდ დიდია და ის 2-ზე მეტია. უნდა გავითვალისწინოთ ისიც, რომ ფულზე მოთხოვნის ოფიციალური მაჩვენებელი (M0), რომელიც აერთიანებს მხოლოდ ეროვნულ ვალუტას, სრულად ვერ ასახავს ნაღდი ფულის მიმოქცევაში მიმდინარე პროცესებს (ფულად მიმოქცევაში უცხოური ვალუტის რაოდენობას ნაღდით). ანუ, ფაქტობრივად, სტატისტიკის არარსებობის გამო, ვერ ხდება ნაღდი ფულის სახით უცხოური ვალუტის რაოდენობის განსაზღვრა მიმოქცევაში. იმ შემთხვევაში თუ სავალუტო ჩანაცვლების მასშტაბები დიდია, უნდა ვივარაუდოთ, რომ მთლიანად ეკონომიკის დოლარიზაციის ხარისხი კიდევ უფრო მაღალია.

აღსანიშნავია, რომ მონეტიზაციის კოეფიციენტი წარმოადგენს ერთგვარ ინტეგრალურ მაჩვენებელს, რომელიც ასახავს სამეურნეო სუბიექტების ნდობის ხარისხს ეროვნული ვალუტის მიმართ. ის წარმოადგენს რეგულიატორს და აჩვენებს საკრედიტო აქტივობის ხარისხს. მართალია მისი ოპტიმალური დონე მკაფიოდ მოცემული არსად არ არის, თუმცა შეიძლება მისი დონე დაიყოს: 60%-ზე მეტი - ითვლება ხელსაყრელად, 50% - ზღვრული დონე, და 30% - კრიზისული დონე. თუ მისი დონე 100%-ზე მეტია, ადგილი აქვს მაღალ ეკონომიკურ ზრდას (მა-

გალითად ლუქსემბურგში ის 300%-ზე მეტია). ისმება კითხვა არსებობს თუ არა მიზეზ-შედეგობრივი კავშირი დაბალ მონეტაზიაციასა (დემონეტაზიაციასა) და ეკონომიკის დოლარიზაციას შორის. მართალია დემონეტაზიაცია და დოლარიზაცია შორის გარკვეული კორელაციური კავშირი შეიძლება არსებობდეს, რამდენადაც ეროვნული ვალუტის „დეფიციტისა“ („უკმარისობის“) და შედეგად, მის მიერ გარკვეული ფუნქციების შეუსრულებლობის პირობებში, ის შეიძლება თავის თავზე უცხოურმა ვალუტამ აიღოს, თუმცა ნაკლებად სავარაუდოა, რომ ის წარმოადგენდეს დოლარიზაციის მთავარ მიზეზს. მისი მიზეზი უპირველესად კურსის ვოლტირულობა, ეროვნული ვალუტის მიმართ უნდობლობა და გარკვეულწილად ეროვნულ ვალუტაში შემოსავლიანობის შეფარდებითი დაბალი დონეა, რომლის განხილვასაც სწორედ ახლა ვინყებთ.

რა არის საქართველოში დოლარიზაციის ძირითადი ფაქტორები? საქართველოს ეროვნული ბანკი დოლარიზაციის ძირითად მიზეზებად ასახელებს: ისტორიულ ფაქტორებს, რომლებმაც შეასუსტეს ნდობა ეროვნული ვალუტისადმი, ინფლაციის მაღალ მაჩვენებელს, კურსის მკვეთრი მერყეობებს წარსულში, განუვითარებელ ფინანსურ ბაზრებს, არამდგრად პოლიტიკურ ვითარებას, ფულად გზავნილებს უცხოეთიდან. მოვახდინოთ მოცემული და სხვა ფაქტორების ანალიზი.

თუ განვიხილავთ რეტროსპექტიულ ჭრილში, ჩვენი აზრით საქართველოში დოლარიზაციის თავდაპირველ პირდაპირ, ძირითად მიზეზს (90-იანი წლების დასაწყისში) ფულადი სუროგატის - კუპონის ჰიპერინფლაცია, გაუფასურება და ეროვნული „ფულადი ერთეულის“ მიმართ უნდობლობა წარმოადგენდა, რაც თავისთავად შედეგი იყო: ეკონომიკური კავშირების რღვევის და მისგან გამოწვეული წარმოების მნიშვნელოვანი ვარდნის; ტრანსფორმაციული პროცესების შედეგად განვითარებული ღრმა კრიზისების; არაეფექტური „საბაზრო რეფორმების“; არაგონივრული მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის; ტოტალური კორუფციისა და მექრთამეობის და ა. შ.; ლარის შემოღებისთანავე დეპოზიტების დოლარიზაცია საქართველოში 40 პროცენტის ფარგლებში იყო. შემდგომში, ჩვენი აზრით, დოლარიზაციაზე არსებითი ზემოქმედება მოახდინა 1998 წლის ფინანსურმა კრიზისმა რუსეთსა და სხვა ქვეყნებში, რომელიც საქართველოზეც გავრცელდა. კერძოდ, ის აისახა ეკონომიკის ზრდის ტემპების შემცირებასა და ლარის კურსის საშინაო და საგარეო მკვეთრ გაუფასურებაში, რამაც გავლენა ფინანსურ დოლარიზაციაზეც მოახდინა მისი ზრდის მიმართულებით. კერძოდ, თუ 1997 წელს დეპოზიტების დოლარიზაციის მაჩვენებელი 42 პროცენტის ფარგლებში იყო, 1998 წელს ის 57,9% გაუტოლდა, ხოლო 1999 წელს უკვე - 73,2% იყო. სწორედ 1999 წელს გვექონდა ინფლაციის ერთ-ერთი ყველაზე მაღალი -13,2 პროცენტიანი ნიშნული

და ამ პერიოდში (1998-2000 წ.წ.) მოხდა ეროვნული ვალუტის კურსის მკვეთრი -50%-იანი გაუფასურება (თუ 1998 წლის დასაწყისში კურსი იყო 1\$-1,3 ლარი, 2000 წლის დასაწყისში 1\$-1,79 ლარი, რომელიც 2001 წლის დასაწყისამდე 1\$-1,96 ლარამდე გაიზარდა). ამგვარად, ჩვენი აზრით, ინფლაციისა და გაუფასურების მაღალი მაჩვენებელი და მათი შემდგომი ზრდის მოლოდინები წარმოადგენდა დოლარიზაციის გაზრდის მთავარ პირდაპირ მიზეზს მოცემულ, და, გარკვეულწილად, შემდგომ პერიოდებშიც.

მართალია 2000-2004 წლებში ინფლაცია სტაბილურდება (2000 წელს ინფლაცია იყო 8,5%, 2001 წ. - 4,9%, 2002 წ. - 4,7%, ხოლო 2003-2004 წლებში ის საშუალოდ 5,3 პროცენტის ფარგლებში მერყეობს), მაგრამ ეროვნული ვალუტა დროის მოცემულ მონაკვეთში ისევ (11%-ით) გაუფასურდა. მიმდინარე გაუფასურება და წარსულში კურსის მკვეთრი მერყეობები წარმოადგენდა სწორედ დოლარიზაციის ყველაზე მაღალი (საშუალოდ 85 პროცენტი) მაჩვენებლის პირდაპირ მიზეზს საქართველოში ამ პერიოდში.

არსებობს საყოველთაოდ მიღებული მოსაზრებები, რომ გასულ პერიოდში მაღალი ინფლაცია/დევალვაცია სრულად ვერ ხსნის ფინანსურ დოლარიზაციას, განსაკუთრებით დეპოზიტების დოლარიზაციას. მაღალმა ინფლაციამ შეიძლება განაპირობოს ეკონომიკური აგენტების არახელსაყრელი მოლოდინები, მაგრამ იმ შემთხვევაში, თუ არ არსებობს რეფლაციის და/ან დევალვაციის გაგრძელების რაციონალური წინაპირობები, მაშინ გარკვეული პერიოდის განმავლობაში შესაძლებელია დეპოზიტების დოლარიზაციის შემცირება. უფრო მეტიც, ფინანსური დოლარიზაციის საინფლაციო დანაკარგები არ წარმოადგენს ისე მნიშვნელოვან ფაქტორს, რამდენადაც, დადებითი რეალური საპროცენტო განაკვეთის პირობებში, ფინანსურ კონტრაქტებზე საპროცენტო სარგებელი უკვე ითვალისწინებს ინფლაციის მოსალოდნელ ტემპებს. ამასთან, პრაქტიკაში ფინანსური დოლარიზაცია შეიძლება იყოს საკმაოდ მდგრადი და მას შეიძლება ადგილი ექნეს საკმაოდ დიდი ხნის განმავლობაში, ინფლაციის/დევალვაციის ტემპების შემცირების მიუხედავად. ამგვარად, ფინანსური დოლარიზაცია წარმოადგენს უფრო რთულ ფენომენს მაღალი ინფლაციის/დევალვაციის პასუხად გამოვლინებულ ადაპტირებულ მოლოდინებთან შედარებით.

მოცემული შეხედულებები გარკვეულწილად მართლდება ჩვენი ქვეყნის შემთხვევაშიც - რამდენადაც, 2000-2004 წლებში, ინფლაციის ტემპების დასტაბილურების მიუხედავად, შენარჩუნებული გაუფასურებისა და ნეგატიური მოლოდინების ფონზე ფინანსური დოლარიზაციის მასშტაბები კიდევ უფრო გაიზარდა და 2002 წელს ისტორიულ მაქსიმუმს - 85,8 პროცენტს მიაღწია, რაც მთელი სამი წლის (2005 წლამდე) მანძილზე შენარჩუნდა

(ინფლაციასა და დოლარიზაციის მასშტაბებს შორის დამოკიდებულება ნაკლებად ვლინდება მთელ საანგარიშო პერიოდებში იხ დიაგრამ 1. ამაზე ცოტა ქვემოთ). აღნიშნული ტენდენციები ლოგიკურია და დასტურდება საერთაშორისო პრაქტიკიდანაც, კერძოდ:

დოლარიზაციის მასშტაბები არ მცირდება მისი ნინაპირობების ამონურვის შემდეგაც, ე.წ. „ხრუტუნას ეფექტის“ არსებობის გამო. უფრო კონკრეტულად: მართალია, თავდაპირველად დოლარიზაციის განვითარება დაკავშირებული იყო ეროვნული ვალუტის კურსის საშინაო და საგარეო ვოლათილურობასთან, დოლარიზაციის დონე რჩება მაღალი მაშინაც, როდესაც საშინაო ფინანსური პირობები უმჯობესდება. მეანაბრები რყევებისას იწყებენ რა სახსრების განთავსებას უცხოურ ვალუტაში, აგრძელებენ მას სტაბილურობის დროსაც;

საერთაშორისო პრაქტიკიდან ასევე დასტურდება, რომ ფინანსური სტაბილიზაციას და ინფლაციის შემცირებას ავტომატურად არ მიყვარს დოლარიზაციის ხარისხის ავტომატურ, მყისიერ, მნიშვნელოვან შემცირებასთან. ზოგჯერ (მაგალითად პოლონეთში) შეინიშნებოდა მისი მცურავი შემცირება, ზოგჯერ (როგორც რუსეთსა და პოლონეთში) ფულად-საკრედიტო სფეროსა და მთლიანად ეკონომიკაში სიტუაციის დადებითისკენ შეცვლას თან ახლდა დოლარიზაციის ზრდა. ამგვარად, დოლარიზაციის ხარისხი, ისე როგორც სხვა მაკროეკონომიკური ცვლადები, ექვემდებარებიან ჰისტერეზისის ეფექტს.

2005 წლიდან 2008 წლამდე ეროვნული ვალუტა იწყებს გამყარებას (2004 წელს 1 დოლარი - 2,11 ლარიდან, 2009 წლის დასაწყისისთვის 1 დოლარი - 1,66 ლარამდე), თუმცა მოცემული პერიოდი ხასიათდება ინფლაციის მაღალი ტემპებით (ამ პერიოდში ინფლაცია საშუალოდ 10 პროცენტის ფარგლებშია, გარდა 2006 წლისა - 5,2 პროცენტი). ამ პერიოდში დეპოზიტების დოლარიზაცია ეტაპობრივად მცირდება (თუ 2004 წელს ის 85,2% იყო, 2008 წლისთვის 64,2 პროცენტამდე შემცირდა), რაც, ჩვენი აზრით, ლარის კურსის დასტაბილურების შედეგია (აქაც დასტურდება მოსაზრება მასზე, რომ - ფინანსური დოლარიზაციისას საინფლაციო დანაკარგები არ წარმოადგენს გადამწყვეტ ფაქტორს).

2009 წლიდან, საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციის მიზნობრივი დონის მიღწევისა და ამით სწორი მოლოდინების შექმნის მიზნით, იწყება მონეტარული თარგეთირების რეჟიმიდან (გულისხმობდა ფულადი მასის სასურველი ზრდის ტემპის მიღწევას ინფლაციის რეგულირების მიზნით) ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადასვლა, რამდენადაც ირღვეოდა მართვად მაჩვენებელსა და სამიზნე მაჩვენებელს (სარეზერვო ფულსა და ინფლაციას) შორის სტაბილური კავშირი. საგარეო შოკების რეალურ ეკონომიკაზე (ინფლაციასა და ეკონომიკურ ზრდაზე) ზემოქმედების შემცირების მიზნით

კი, ინფლაციის თარგეთირების პარალელურად არ ხდება გაცვლითი კურსის თარგეთირება (კურსის მიზნობრივი მაჩვენებლის შენარჩუნება). უფრო მეტიც, ეროვნულმა ბანკმა გრძელვადიან პერიოდში მიზნად დაისახა სავალუტო ინტერვენციების კიდევ უფრო შემცირება და საბოლოოდ გაუქმება, რაც ფაქტობრივად გატარდა/ტარდება კიდევ პრაქტიკაში. დოლარიზაციის მასშტაბების შემცირების (დედოლარიზაციის - ლარიზაციის) მიზნით იწყება გარკვეული მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების/პრუდენციალური ღონისძიებების გატარება, მაგალითად: რეფინანსირების სესხების ამოქმედება კომერციული ბანკების მხრიდან მიმდინარე ლიკვიდობის უკეთ მართვის, საოპერაციო დანახარჯების შემცირებისა და, ამით, ლარით გაცემულ სესხებზე საპროცენტო განაკვეთისა და, შესაბამისად, სესხების დოლარიზაციის შემცირების უზრუნველსაყოფად; მინიმალური სავალდებულო სარეზერვო მოთხოვნის დიფერენციაცია ვალუტების მიხედვით, ლარის დეპოზიტზე საპროცენტო განაკვეთისა და, ამით, ლარში ანაბრების შეფარდებითი ზრდისა და, შედეგად, ფინანსური დოლარიზაციის მასშტაბების შემცირების უზრუნველსაყოფად; ეროვნულ ვალუტაში ცვლადი საპროცენტო განაკვეთებით სესხების ნახალისება და, ამით, ეროვნულ ვალუტაში სესხის გაცემის და, შედეგად, სესხის ლარიზაციის გაზრდა. ასევე: ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ახალი ინსტრუმენტების გამოჩენა, საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მხრიდან ეროვნულ ფინანსურ ბაზარზე ლარში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების ემისიაზე ხელშეწყობა, კორპორატიული ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაზე მხარდაჭერა და ამით, დეპოზიტების დოლარიზაციის მასშტაბების შემცირება და სხვ.

2016 წელს ებ-მა გამოაქვეყნა დედოლარიზაციის 10 პუნქტიანი გეგმა, რომელიც ითვალისწინებდა: 1. ლარის გრძელვადიანი სესხების ხელმისაწვდომობის გაზრდას შემდეგი ღონისძიებების საშუალებით - გადამცემი მექანიზმის მოქნილობისა და გირაოს ბაზის გაზრდით კომ. ბანკებზე საკმარისი ლიკვიდური აქტივების შექმნისა და მოკლევადიანი დეპოზიტების გრძელვადიან სესხებად გადასაქცევად უზრუნველსაყოფად; ბაზელ III-ის შესაბამისი ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტის შემოღებით, სადაც უპირატესობა ექნება ეროვნულ ვალუტას; კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობით და ახალი ფინანსური ინსტრუმენტების შემოღებით (სხვა მიზნებთან ერთად, ეს ხელს უწყობს ეროვნულ ფულად ერთეულში განთავსებების ზრდას და ფინანსური დოლარიზაციის მასშტაბების შემცირებას); საპენსიო რეფორმებზე ხელშეწყობით რათა გაიზარდოს გრძელვადიან ინსტრუმენტებზე მოთხოვნა და მისგან გამომდინარე ლარის გრძელვადიანი რესურსი; 2. სავალუტო რისკების ადეკვატურ გადანაწილებას - მცირე სესხების ეროვნული ვალუტით გაცემის, სესხების გალარებისა და

მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტების მეშვეობით ებ-ის მიერ არაჰეჯირებულ (რისკისგან დაუცველ) უცხოურ ვალუტაში მსხესხებელზე შესაბამისი ბუფერების შექმნის გზით; 3. ლარით ფასდადებას, რომელიც გულისხმობს: ნებისმიერი საქონლის/მომსახურების ლარში ფასდადებას და კომ. ბანკებში უძრავი ქონების ყიდვა-გაყიდვის დაცული მომსახურების დანერგვას უძრავი ქონების ლარით ანგარიშსწორებისთვის ხელშესაწყობად (ხელს უწყობს რეალური დოლარიზაციისა და სავალუტო ჩანაცვლების მასშტაბების შემცირებას).

ებ 2017 წლიდან იწყებს ლარიზაციის კომპლექსური ღონისძიებების გატარებას: 2017 წლის 11 იანვრიდან ძალაში შევიდა საქართველოს მთავრობის დადგენილება, რომლის მიხედვითაც შემუშავდა ღონისძიებები 2015 წლის 1 იანვრამდე დოლარში გაცემული სესხების გალარებისთვის; 2017 წლის 1 ივლისიდან იურიდიულ პირებს დაეკისრა ვალდებულება საქონლის/მომსახურების ფასის კოტირება მოახდინონ მხოლოდ ეროვნულ ვალუტაში; საკანონმდებლო ცვლილებებით 2017 წლის 1 იანვრიდან 100 ათას ლარამდე, ხოლო 2019 წლის 1 იანვრიდან 200 ათას ლარამდე სესხები გაიცემა მხოლოდ ლარში და სხვ.

2019 წლის საქართველოს ეროვნული ბანკის “მაკროპრუდენციული პოლიტიკის სტრატეგია საქართველოსთვის” მიხედვით ფინანსური სისტემის დოლარიზაციის შემცირების მიზნით მთავარი ინსტრუმენტებია: სავალუტო საკრედიტო რისკის ბუფერი (CICR); სტრეს-ტესტების ბუფერი; ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტი (LCR) უცხოურ ვალუტაში; შეზღუდვები ღია უცხოურ სავალუტო პოზიციაზე; სარეზერვო მოთხოვნა; ვალუტის მიხედვით დიფერენცირებული სესხის მომსახურებისა და სესხის ვალდებულების კოეფიციენტი; სესხის აკრძალვა უცხოურ ვალუტაში 200 000 ლარის ქვემოთ [4:19].

აღსანიშნავია, რომ დედოლარიზაციის ღონისძიებების (მაკროპრუდენციული რეგულირების) გააქტიურებისა და ინფლაციის სტაბილური ტემპების მიუხედავად, ეროვნული ვალუტის მკვეთრი გაუფასურების ფონზე დოლარიზაციის დონე საქართველოში ისევ მაღალი რჩება - ის 2019 წლისთვის 62 პროცენტის ფარგლებში მერყეობს. ამგვარად, საყოველთაოდ მიღებული შეხედულებები, რომ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმმა მცურავი სავალუტო კურსისა და სათანადო მონეტარული და მაკროპრუდენციული რეგულირების პირობებში ხელი უნდა შეუწყოს დედოლარიზაციას, საქართველოში არ მართლდება.

კვიდევ ერთ “შეუსაბამობასთან” დაკავშირებით, რომელთანაც მივედით სტატისტიკური მასალის დამუშავებისას. კერძოდ, სავალუტო კურსის საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტის თეორიიდან (და სხვადასხვა შეხედულებებიდან) გამომდინარე, ეკონომიკური აგენტების გადანყვებილებზე, ეროვნულ

თუ უცხოურ ვალუტაში განათავსონ ანაბარი, დამოკიდებულია ეროვნულ ვალუტაში დეპოზიტზე რეალურ შემოსავლიანობასა/რეალურ სარგებლის განაკვეთსა (რომელიც ითვალისწინებს ინფლაციას) და უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტზე რეალურ შემოსავლიანობას (რომელიც წარმოადგენს უცხოურ დეპოზიტზე რეალური საპროცენტო განაკვეთისა და ეროვნული ვალუტის კურსის ფუნქციას) შორის განსხვავების მოლოდინებზე. კერძოდ, თუ რეალური შემოსავლიანობის მოლოდინი ეროვნულ ვალუტაში დეპოზიტზე მეტია რეალური შემოსავლიანობის მოლოდინზე უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტზე, მაშინ შეანაბრებები, სხვა თანაბარ პირობებში, უპირატესობას ანიჭებენ განთავსებას (ანაბრებს) ეროვნულ დეპოზიტში და პირიქით. ანუ შეფარდებითი რეალურ შემოსავლიანობასა და დეპოზიტების დოლარიზაციას შორის არსებობს პირდაპირი/დადებითი კორელაციური კავშირი. დახურული სავალუტო პოზიციის არსებობისა და ღია სავალუტო პოზიციის ლიმიტირების პირობებში, ის იგივე ზემოქმედებას ახდენს აგრეთვე კრედიტების დოლარიზაციაზე, ანუ მთლიანობაში ფინანსურ დოლარიზაციაზე. ჩვენ ჩავატარეთ მოცემული მოსაზრების “ტესტირება” 2012 - 2019 წლების პერიოდში დაშვებით, რომ ეროვნული ვალუტის გაუფასურების მოლოდინი წლის დასაწყისში ემთხვეოდა მის რეალურად გაუფასურებას წლის ბოლოს. თეორიაზე დაყრდნობით როდესაც სიდიდე ( $\mu_t - \mu_p$ ) არის დადებითი (ცხრილი 1-ის სვეტი 6), ანუ, იმ პერიოდში, როდესაც შემოსავლიანობა დეპოზიტებზე ეროვნულ ვალუტაში აჭარბებს შემოსავლიანობას დეპოზიტზე უცხოურ ვალუტაში, თანაფარდობა ვადიანი დეპოზიტები ლარში/ვადიანი დეპოზიტები დოლარში უნდა იზრდებოდეს და პირიქით. თუმცა, როგორც ცხრილი 1-დან ჩანს (სვეტი 6 და 10), ასეთი დამოკიდებულება საანგარიშო პერიოდში ნაკლებად შეინიშნება. ეს კარგად ჩანს 2 დიაგრამიდანაც: დოლარიზაცია უვადო და ვადიანი დეპოზიტების მიხედვით (მათ შორის ლოგიკური დამოკიდებულებაა - ორივე დეპოზიტი დინამიკაში ერთი და იგივე მიმართულებით იცვლებიან) არა თუ უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტების შემოსავლიანობის ცვლილების მიმართულებით, არამედ მისი საპირისპირო მიმართულებით იცვლებიან. ასევე, როგორც დიაგრამ 1 -დან ჩანს 2012-2019 წწ. პერიოდში მთლიანობაში ნაკლებად ვლინდება კავშირი ფინანსური დოლარიზაციის სიდიდესა და ინფლაციას შორის.

ისმება კითხვა: თუ არა შემოსავლიანობა, ინფლაცია და მისი მოლოდინები რა არის მთავარი ფაქტორი რაც განსაზღვრავს დეპოზიტების (და მაშასადამე სესხების) დოლარიზაციას? ჩვენი აზრით, მთავარი ფაქტორი, რომელიც ზემოქმედებას ახდენს ფინანსურ დოლარიზაციაზე საქართველოში, ეს არის ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის მერყეობა. ეს დასტურდება დიაგრამ 3 -ით, რომლიდანაც კარგად ჩანს, რომ 1995-2019 წლებში დეპოზი-

ტების დოლარიზაცია იცვლება იმის შესაბამისად როგორაც მერყეობს ლარის კურსი დოლართან მიმართებით.

ამდენად, დასკვნები საერთაშორისო პრატიკიდან მასზედ, რომ ფინანსური დოლარიზაცია მნიშვნელოვნად მცირდება ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადასვლის შემდეგ ეროვნული ვალუტის საბაზრო ცურვის რეჟიმის არსებობის პირობებში და, პირიქით - აღმოჩნდება სტაბილური გაცვლითი კურსის თარგეთირებისას, ჩვენი ქვეყნის შემთხვევაში ნაკლებად დასტურდება.

ჩვენი ქვეყნის შემთხვევაში ასევე არ დასტურდება იზეს (Ize - 2005) მოდელი და სხვადასხვა ემპირული კვლევები (მაგალითად, Piantkovsky - 2003) მასზედ, რომ დოლარიზაციის წინამდებარე ბრძოლის უფრო ეფექტური ინსტრუმენტია გაცვლითი კურსის მოქნილობის ამღლება, რაც რეალურ საპროცენტო განაკვეთს უცხოურ ვალუტაში აქცევს უფრო ვოლიტალურად, ამიტომ უფრო მიმზიდველი გახდება ეროვნულ ვალუტაში ფინანსური კონტრაქტები. მართალია, როგორც ვნახეთ, საქართველოში მოქნილი კურსის არსებობა და მისი მერყეობები ვოლიტალურად აქცევს შემოსავლიანობას უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტებს, ეროვნულ დეპოზიტზე კი შემოსავლიანობა საკმაოდ სტაბილურია, თუმცა შედეგად დოლარიზაციის მასშტაბები არ შემცირებულა.

ჩვენი ქვეყნის შემთხვევაში ასევე არ დასტურდება მოსაზრებებიც მასზედ, რომ ეროვნული საპროცენტო განაკვეთის შეფარდებითი მაღალი დონის შენარჩუნება (უცხოურ ვალუტაში საპროცენტო განაკვეთების ხელოვნურად - მაკროპრუდენციული ღონისძიებებით - შემცირება, ხოლო ეროვნულში - გაზრდა) წარმოადგენს ეფექტურ მექანიზმს დოლარიზაციის შესამცირებლად. კერძოდ, როგორც ცხრილი 1-დან ჩანს, 2012-2019 წ.წ. უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტებზე სარგებლის შემცირებას (ამ პერიოდში ის ეტაპობრივად შემცირდა 10 %-დან 4,3 %-მდე) და ეროვნულ ვალუტაში დეპოზიტზე მის მაღალ დონეზე შენარჩუნებას (2001წ. - 14%; 2019წ. - 10,9%) დოლარიზაციის დინამიკაში რაიმე არსებითი ცვლილება არ გამოუწვევია (თუ 2012წ. დეპოზიტების დოლარიზაცია 57,4% იყო, 2019წ. მან 62% შეადგინა). უფრო მეტიც, მაღალი საპროცენტო განაკვეთის სტიმულირება არ წარმოადგენს ეკონომიკური/მონეტარული პოლიტიკის პრიორიტეტულ მიმართულებას, რამდენადაც ის უარყოფითად აისახება ეკონომიკურ ზრდაზე. ამასთან, გარდა ამისა, მან შეიძლება მიგვიყვანოს დოლარიზაციის ფორმის შეცვლასთან სავალუტო ჩანაცვლების სასარგებლოდ. შედეგად, საბანკო სექტორიდან ლიკვიდობის გადადინებამ შეიძლება განაპირობოს დამატებითი პრობლემები ბანკებისათვის. ეს უკანსაცნელი საკმაოდ საშიშია გლობალური კრიზისებისა და საბანკო სექტორში ლიკვიდობის უკმარისობის პირობებში. ამიტომ, საპროცენტო განაკვეთებზე და-

ფუძნებულმა დედოლარიზაციის აქტიური პოლიტიკამ შეიძლება მიგვიყვანოს საბანკო სისტემიდან ლიკვიდობის გადადინებასთან. ამიტომ, შემოსავლების ზრდის საკმაოდ დაბალი დონის პირობებში, საპროცენტო განაკვეთის პოლიტიკის საშუალებით დედოლარიზაციის პოლიტიკა არ იქნება ეფექტური, რამდენადაც შემცირდება არა დოლარიზაციის დონე, არამედ შეიცვლება მისი ფორმა, რისთვისაც დამახასიათებელი იქნება ბანკებიდან ლიკვიდობის გადადინება. თუმცა, რეალური დოლარიზაციისა და სავალუტო ჩანაცვლების მასშტაბების გაანგარიშების შეუძლებლობიდან გამომდინარე, ჩვენ ამის დამტკიცება ემპირულად არ შეგვიძლია.

რაც შეეხება კიდევ ერთ შეხედულებას, რომელიც განსხვავებულ რაკურსში იხილავს ინფლაციის თარგეთირებისა და გაცვლითი კურსის არათარგეთირების რეჟიმების კავშირს დედოლარიზაციასთან. კერძოდ, 1. გაცვლითი კურსის განსაზღვრულობამ და ინფლაციის სტაბილურობამ შეიძლება ურთიერთგამორიცხოს ერთმანეთი. მაგალითად, თუ შევეცდებით სტაბილური გაცვლითი კურსის შენარჩუნებას, სრულიად შესაძლებელია შედეგად მივიღოთ ინფლაციის ცვალებადობის ზრდა. ამიტომ უპირატესობა ენიჭება ინფლაციის თარგეთირებას; 2. ამ პირობებში სავალუტო კურსის შესაძლო მერყეობამ შეიძლება არ გამოიწვიოს უარყოფითი შედეგები აქტივების შეფარდებითი შემოსავლიანობისთვის, თუ ფინანსური ბაზრები განვითარებულია და საპროცენტო განაკვეთები ადეკვატურად რეაგირებენ კურსის ცვლილებაზე და მის მოლოდინებზე.

მოცემული შეხედულების პირველ ნაწილთან დაკავშირებით ჩვენი პოზიცია ასეთია - ქვეყნის მაღალი იმპორტდამოკიდებულების (საიმპორტო კვოტის) პირობებში, ეროვნული ვალუტის გაუფასურების (და მისი მოლოდინის) ქრონიკული ტენდენციები სწორედაც რომ თავისუფლად მცურავი კურსის პირობებში ქმნიან ინფლაციური მერყეობების საფრთხეებს. ამასთან, პარტნიორ ქვეყნებში მათი ვალუტის მნიშვნელოვანი გაუფასურებისა და მაღალი ინფლაციის შემთხვევაში იქმნება ინფლაციური პროცესების ჩვენს ქვეყანაში "გადმოტანის" (ე.წ. "ინფლაციის იმპორტირების") საშიშროება (თუმცა, გასათვალისწინებელია ისიც, რომ მცურავ სავალუტო კურსს საგარეო შოკების შთანთქმის უნარი გააჩნია). ამდენად, მოცემული დამოკიდებულება საქართველოს პირობებში გადახედვით უნდა იქნას.

რაც შეეხება აღნიშნული შეხედულების მეორე ნაწილს. მასთან მიმართებით ჩვენი დამოკიდებულება ასეთია - საქართველოში განვითარებული ფინანსური ბაზრის პირობებში, იმ დროს, როდესაც თავისუფალი ფულადი სახსრების მფლობელების შესაძლებლობა გააკეთონ განთავსებები (ინვესტირება) საბანკო დანესებულებების გარეშ (ფინანსურ ბაზრებზე და სხვადასხვა ფონდებში, ფასიან ქაღალდებში და სხვა ფინანსურ ინსტრუმენტარებში) შეზღუდულია, სავალუტო კურსის

ვოლიტალურობა მნიშვნელოვან ზემოქმედებას ახდენს საბანკო სექტორში აქტივების შეფარდებით შემოსავლიანობაზე (რამდენადაც საპროცენტო განაკვეთებიც ადექვატურ რეაგირებას ვერ ახდენენ კურსის ცვლილებებზე) პრუდენციული რეგულირების მიუხედავად. თავისუფალი კონკურენტული ბაზრისა და უცხოური კაპიტალის (ე.წ. „ცხელი ფულის“) თავისუფალი შემოდინების პირობებში შემოსავლიანობა დეპოზიტზე ეროვნულ და უცხოურ ვალუტაში უნდა გამოთანაბრდეს და მათი ვოლიტალურობა უნდა დასტაბილურდეს, თუმცა ეს ასე არ ხდება მისი ხელიშემაწყოები პრუდენციული რეგულირების მიუხედავად. ამის მიზეზად საფინანსო-საკრედიტო ბაზრის განუვითარებლობა, უარყოფითი მოლოდინები, დაბალი ფინანსური კულტურა, ეკონომიკური აგენტების (განსაკუთრებით არაკორპორაციული სუბიექტების) არასაკმარისი ცოდნა მოცემულ სფეროში, კონკურენტის დაბალი ხარისხი და ბაზრის ოლიგოპოლიური ხასიათი და სხვა ფაქტორები მიგვაჩნია.

კიდევ ერთ საკითხთან დაკავშირებით – რამდენად უწყობს ხელს ფინანსურ (და ზოგადად) დოლარიზაციას გზავნილები უცხოეთიდან. მოსახლეობა, რომლებიც გზავნილების სახით ფულად შემოსავალს ღებულობენ უცხოურ ვალუტაში, მიმდინარე ხარჯების განევის შემდეგ, ეროვნული ვალუტის პერმანენტული გაუფასურებისა და ნეგატიური მოლოდინების ფონზე, დარჩენილ თანხას ინახავს საბანკო დეპოზიტების, ან ხელზე დანაზოგების სახით იმ უცხოურ ვალუტაში, რომელშიდაც მიიღეს გზავნილების სახით. რამდენადაც, გზავნილების უმეტესი ნაწილი კონვერტირდება ლარში და იხარჯება პირველადი მოხმარების საქონლის შესაძენად, ხოლო დანარჩენი – ნაწილდება გრძელვადიანი დანიშნულების საქონლის მოხმარებასა და დანაზოგებზე იმ ვალუტაში, რომელშიდაც მიღებული იქნა გზავნილი (რამდენადაც გარიგებების წარმოება და დაზოგვა მდგრად ვალუტაში წარმოადგენს სავალუტო და სხვა რისკებიდან თავის დაცვის საშუალებას), ამდენად შეიძლება დავასკვნათ, რომ გზავნილები მონაწილეობს დოლარიზაციის ყველა ფორმაში. უფრო კონკრეტულად – რეალურ დოლარიზაციასა და სავალუტო ჩანაცვლებაში, რამდენადაც უძრავი თუ მოძრავი ქონებისა და სხვადასხვა აქტივების არამარტო ფასების ნომინირება, არამედ გარიგებებიც ხდება დოლარში (ასევე, გარკვეულწილად ევროშიც). იმის გავითვალისწინებთ, რომ უცხოური გზავნილების მოცულობა საქართველოში საკმაოდ დიდია (საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებით 2018 წელს მან შეადგინა 1,579 მლრდ. დოლარი. ხოლო 2019 წლის მხოლოდ 7 თვეში კი 960 მლნ. დოლარი) და ქვეყანაში პირადი შემო-

სავლის მნიშვნელოვანი ნაწილი ფულადი გზავნილების ხარჯზე ფორმირდება, უნდა ვივარაუდოთ, რომ მისი როლი მაღალია დოლარიზაციის ყველა ფორმაში;

გზავნილების თუ რა მოცულობა „დოლარიზდება“ ეკონომიკაში რაოდენობრივად ირიბად შესაძლებელია განისაზღვროს იმით თუ როგორია ეკონომიკაში მთლიანად მოხმარებისადმი/დაზოგვისადმი ზღვრული მიდრეკილება (თუმცა მოცემული სტატიის ფარგლებში ჩვენ მის გაანგარიშებებს არ ვახდენთ). მაგრამ, საკმაოდ რთულია რაოდენობრივად ზუსტად შევაფასოთ მოსახლეობის ეს ჯგუფები მათი სავალუტო შემოსავლებიდან თუ რამდენს ინახავს ხელზე გარიგებისათვის და რამდენს – დაზოგვისათვის, როგორია ფინანსურ და რეალურ დოლარიზაციაში მისი წილი.

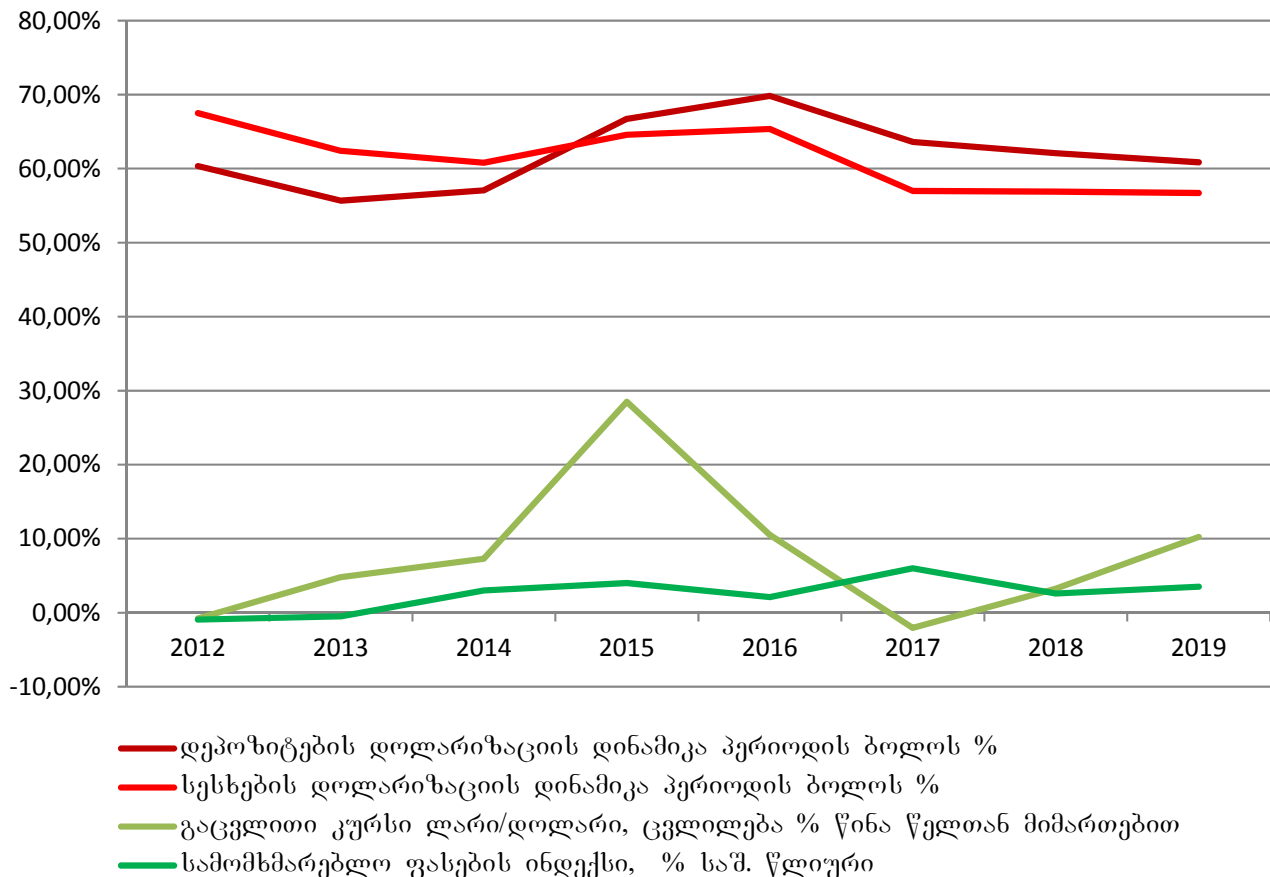
თუ შევაჯამებთ: დოლარიზაციის თავდაპირველ პირდაპირ, ძირითად მიზეზს ფულადი სუროგატის – კუპონის ჰიპერინფლაცია, გაუფასურება და ეროვნული ფულადი ერთეულის მიმართ უნდობლობა წარმოადგენდა; დოლარიზაციის შემდგომი ზრდა ეროვნული ვალუტის კურსის ნახტომისებურ გაუფასურებასთანაა დაკავშირებული; ინფლაცია კი, რომელიც პერიოდულად იჩენს თავს, წარმოადგენს დოლარიზაციის მხოლოდ მასტიმულირებელ ფაქტორს; ინფლაციის თარგეთირების, მაკროპრუდენციული რეგულირებისა და მცურავი კურსის სისტემის პირობებში დოლარიზაციის მასშტაბების სტაბილურად მაღალი ტემპების შენარჩუნება ე.წ. „ზრტუნას ეფექტით“, ჰისტერეზისით, ვალუტის კურსის ქრონიკული გაუფასურებით და მისი მოლოდინებით, უცხოურ გზავნილებზე ქვეყნის მაღალი დამოკიდებულებით, ფინანსური ბაზრის განვითარების დაბალი ხარისხით და სხვა ინსტიტუციური ფაქტორებით (მთლიანად საფინანსო სისტემის განვითარების დონე, ფინანსური ბაზრის სიღრმე, ნდობის ხარისხი მთავრობისა და ებ-ის, ლარისა და ლარში ფინანსური აქტივების, ეროვნული საბანკო სისტემის და ა.შ. მიმართ) არის განპირობებული.

მთავარი დასკვნა კი მოცემულ საკითხთან დაკავშირებით ასეთია: კავშირი უცხოურ და ეროვნულ ვალუტაში დეპოზიტებზე შემოსავლიანობასა და ფინანსურ დოლარიზაციას შორის არ ვლინდება და ძირითად პირდაპირ ფაქტორს, რომელიც უშალო ზემოქმედებას ახდენს დოლარიზაციის მასშტაბებზე ეროვნული ვალუტის კურსის ვოლატალურობა (გაუფასურება) წარმოადგენს. ამდენად, დოლარიზაციის მასშტაბების ერთ-ერთ მთავარ ღონისძიებად ეროვნული ფულადი ერთეულის გრძელვადიანი სტაბილურობის შენარჩუნება და მის მიმართ ნდობის აღდგენა მიგვაჩნია.

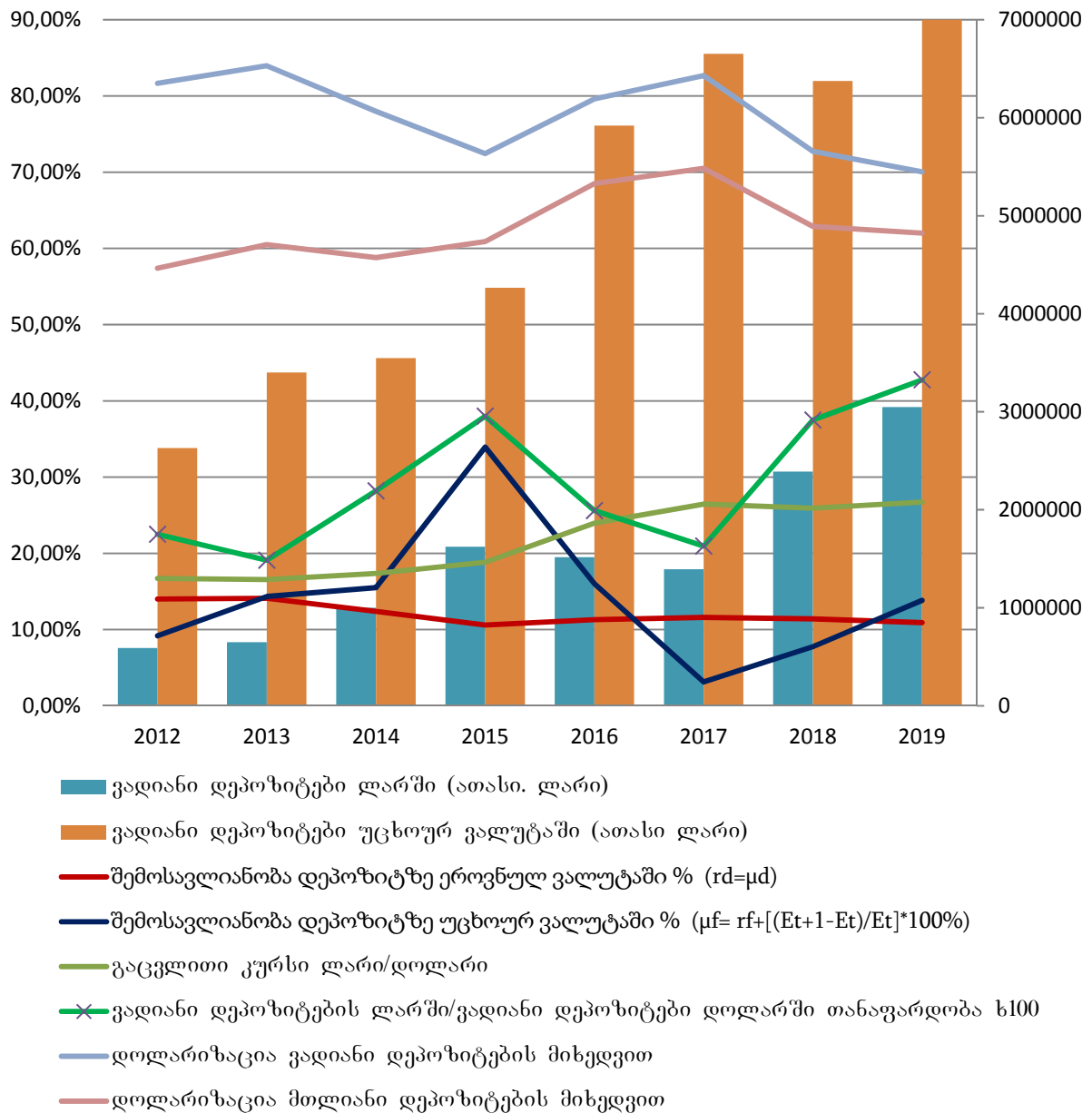
ცხრილი 1

| წლები | საპროცენტო განაკვეთი<br>დეპოზიტზე<br>პერიოდის დასაწყისში |                                                                                       | ვალუტის<br>მიმდინარე<br>კურსი ( $E_t$ ) | ვალუტის<br>კურსი 1<br>წლის<br>შემდეგ<br>(დაშვება:<br>მოლოდინი<br>$i =$<br>რეალობა)<br>( $E_{t+1}$ ) | შემოსავლიან<br>ობა<br>დეპოზიტზე<br>უცხოურ<br>ვალუტაში<br>$\mu =$<br>$r_t + (E_{t+1} - E_t) / E_t * 100\%$ | ეროვნულ<br>ვალუტაში<br>დეპოზიტის<br>განთავსების<br>სარგებლიანობა<br>უცხოურთან<br>შედარებით (“+” -<br>სარგებლიანია; “-”,<br>- არა<br>სარგებლიანი) ( $\mu - \mu_t$ ) | ვადიანი<br>დეპოზიტები<br>პერიოდის<br>დასაწყისში<br>(ათასი ლარი) |                        | ვადიანი<br>დეპოზიტები<br>ლაშში /<br>ვადიანი<br>დეპოზიტები<br>ლაშში x100 |
|-------|----------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|------------------------|-------------------------------------------------------------------------|
|       | უცხოურ<br>ვალუტა<br>ში ( $r_t$ )                         | ეროვნულ<br>ვალუტაში<br>(შემოსავლიან<br>ობა ეროვნულ<br>დეპოზიტზე)<br>( $r_t = \mu_t$ ) |                                         |                                                                                                     |                                                                                                           |                                                                                                                                                                    | ლაშში                                                           | უცხოურ<br>ვალუტა<br>ში |                                                                         |
| 1     | 2                                                        | 3                                                                                     | 4                                       | 5                                                                                                   | 6                                                                                                         | 7                                                                                                                                                                  | 8                                                               | 9                      | 10                                                                      |
| 2012  | 10,0                                                     | 14,0                                                                                  | 1,6703                                  | 1,6567                                                                                              | 9,18                                                                                                      | +4,8                                                                                                                                                               | 590918                                                          | 2630062                | 22,5                                                                    |
| 2013  | 9,5                                                      | 14,1                                                                                  | 1,6562                                  | 1,7363                                                                                              | 14,34                                                                                                     | -0,24                                                                                                                                                              | 649697                                                          | 3399984                | 19,1                                                                    |
| 2014  | 8,2                                                      | 12,4                                                                                  | 1,7366                                  | 1,8636                                                                                              | 15,51                                                                                                     | -3,11                                                                                                                                                              | 1001280                                                         | 3547601                | 28,2                                                                    |
| 2015  | 6,7                                                      | 10,6                                                                                  | 1,8821                                  | 2,3949                                                                                              | 33,94                                                                                                     | -23,34                                                                                                                                                             | 1623401                                                         | 4266135                | 38                                                                      |
| 2016  | 5,6                                                      | 11,3                                                                                  | 2,3966                                  | 2,6468                                                                                              | 16,03                                                                                                     | -4,7                                                                                                                                                               | 1516359                                                         | 5920233                | 25,6                                                                    |
| 2017  | 5,2                                                      | 11,6                                                                                  | 2,6468                                  | 2,5922                                                                                              | 3,13                                                                                                      | +8,46                                                                                                                                                              | 1393666                                                         | 6652289                | 20,95                                                                   |
| 2018  | 4,5                                                      | 11,4                                                                                  | 2,5922                                  | 2,6766                                                                                              | 7,76                                                                                                      | +3,64                                                                                                                                                              | 2390302                                                         | 6374825                | 37,49                                                                   |
| 2019  | 4,3                                                      | 10,9                                                                                  | 2,6727                                  | 2,9279                                                                                              | 13,84                                                                                                     | -2,94                                                                                                                                                              | 3047381                                                         | 7125991                | 42,76                                                                   |

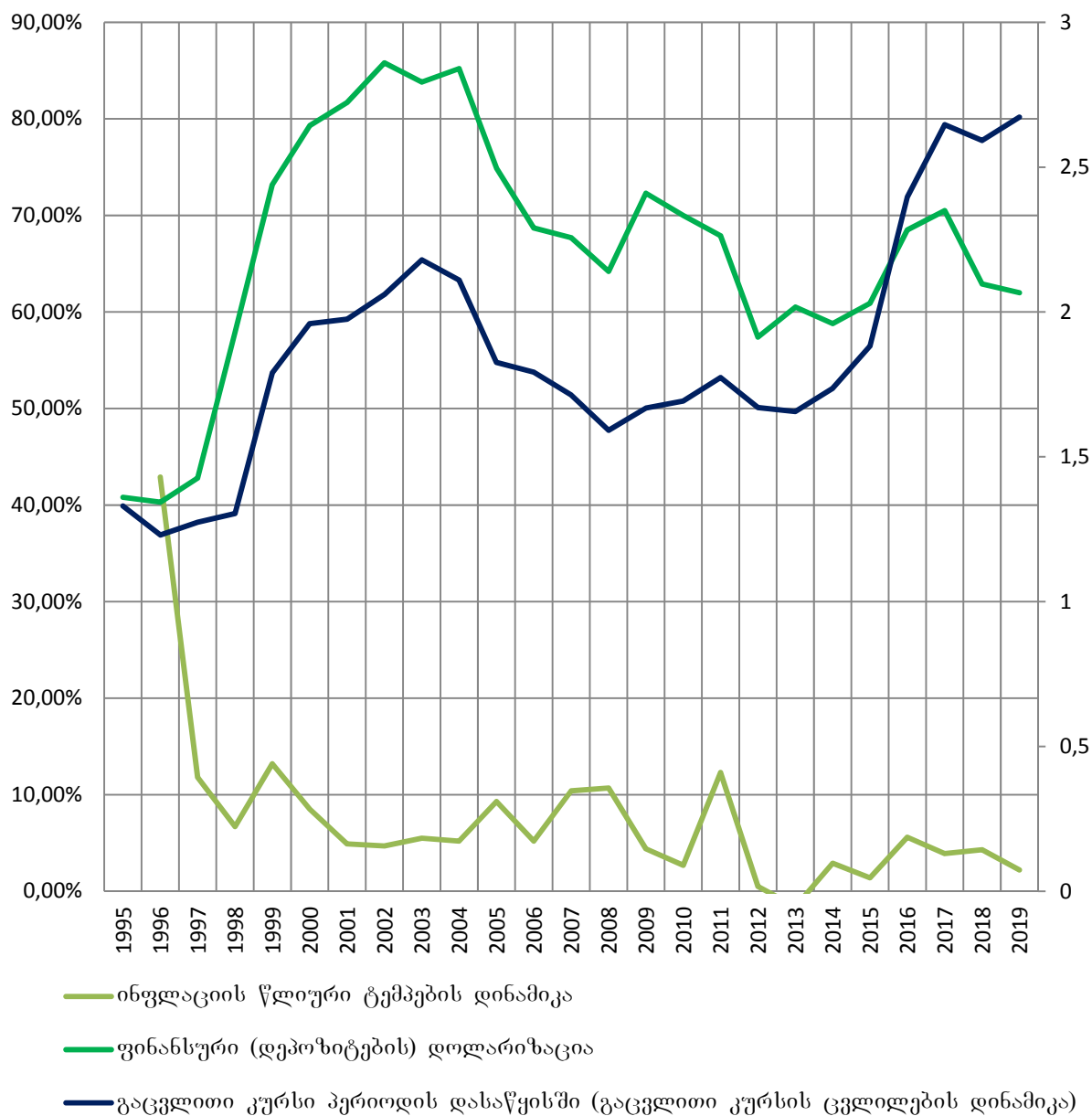
დიაგრამა 1. გაცვლითი კურსის პროცენტული ცვლილება, ინფლაცია და ფინანსური დოლარიზაცია



დიაგრამა 2. დეპოზიტებზე შემოსავლიანობა, გაცვლითი კურსი და დოლარიზაცია



დიაგრამა 3. გაცვლითი კურსის დინამიკა, ინფლაცია და დოლარიზაცია



#### გამოყენებული ლიტერატურა:

1. საქართველოს ეროვნული ბანკი "მაკროპრუდენციული პოლიტიკის სტრატეგია საქართველოსთვის", 2019
2. Ize, A. Financial Dollarization / A. Ize, E.L. Yeyati // Journal of International Economics. – 2003. – № 59. – P. 323–347.;
3. Calvo, G. From Currency Substitution to Dollarization and Beyond: Analytical and Policy Issues / G. Calvo, C. Vegh // In Money, Inflation and Output. – Cambridge, MA: MIT Press. – 1997. – P. 153–175.
4. Ize, A. Real Dollarization, Financial Dollarization, and Monetary Policy / A. Ize, E. Parrado // Central Bank of Chile. – Working Paper. – 2006. – № 375. – 24 p.
5. Balino, T., A. Benett and E. Borensztein (1999) Monetary Policy in Dollarized Economies, IMF Occasional Paper No.171.