

გლობალური ცვლილებები საკრედიტო ბაზარზე - უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთი

Global Changes on the Credit Market – The Negative Interest Rate

დალი სეხნიაშვილი

სტუ-ს ასოცირებული პროფესორი

Dali Sekhniashvili

Associated professor of GTU

რეზიუმე: თანამედროვე მსოფლიოში მიმდინარე გლობალური ტრანსფორმაციები და ახალი ეკონომიკური წყობის ჩამოყალიბება გარდაუვლად გამოიწვევს ელექტრონული ფულის მიერ ფულის ამჟამად გამოყენებადი ფორმებისა და საგადამხდელო საშუალებების თანდათანობით შევიწროვებას. ერთ-ერთი ახალი მოვლენა ცენტრალური ბანკების ცხოვრებაში არის უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთების მონეტარული პოლიტიკა. ბოლო წლებში განვითარებული ქვეყნები სულ უფრო მეტად იყენებენ უარყოფით საპროცენტო განაკვეთებს ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებისათვის. სტატიაში განხილულია ამ მონეტარული ინსტრუმენტის დანერგვის საერთაშორისო გამოცდილება და მოცემულია მისი ეფექტიანობის შეფასების მცდელობა.

საკვანძო სიტყვები: ნეგატიური საპროცენტო განაკვეთი, ცენტრალური ბანკი, მონეტარული პოლიტიკა, ინფლაცია, გაცვლითი კურსი, ეკონომიკური ზრდა.

Resume: The global transformation of the modern world and the formation of a new economic system will lead to the expelled of money forms and payment instruments by electronic money. One of the new phenomenon in a life of central banks is the monetary policy with a negative interest rate. In Recent years, developed countries are increasingly using negative

interest rates to stimulate economic growth. The article reviews international experience in the implementation of this monetary instrument and makes an attempt to assess its effectiveness.

Key words: Negative Interest Rate, Central Bank, Monetary Policy, Inflation, Exchange Rates, Economic Growth.

ძირითადი ტექსტი: ეკონომიკურ ისტორიაში პირველად გაჩნდა ახალი ფენომენი - ფული ოფიციალური უარყოფითი დროებითი ღირებულებით. შესაძლოა, უარყოფითი განაკვეთების პოლიტიკა არ მიიქცევდა ასეთ ყურადღებას, რომ არა იმ ქვეყნების ეკონომიკის ზომა, რომელთა ცენტრალურმა ბანკებმაც დაადგინეს უარყოფითი განაკვეთები. მხედველობაში მიიღება, რომ ევროზონის ქვეყნები და იაპონია შედიან მშპ-ს მიხედვით ხუთ უმსხვილეს ეკონომიკათა რიცხვში, და მათი პოლიტიკა არსებით გავლენას ახდენს გლობალურ ეკონომიკაზე.

ეკონომიკის ისტორიაში უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთები უკიდურესად იშვიათი მოვლენაა. დაფიქსირებულია მხოლოდ რამდენიმე შემთხვევა, როდესაც საბაზრო საპროცენტო განაკვეთები ნულზე ნაკლები იყო. 1930-ან წლებსა და 1940-ანი წლების დასაწყისში აშშ-ს ზოგიერთი ობლიგაცია და სახაზინო ვალდებულება იყიდებოდა უარყოფითი პროცენტებით. განაკვეთების „მისტიურობა“ იმით აიხსნებოდა, რომ სავალო ვალდებულებები შეიცავდა უხილავ ოპციონს - მათ მფლობელებს მომავალი გამოშვებების პრივილეგირებული შეძენის უფლება ჰქონდათ [1. 12]. იაპონიაში 1998 წლის ბოლოს, დეფლაციის და იაპონიის ბანკის იაფი ფულის პოლიტიკის რისკის გამო, ფინანსთა სამინისტროს თამასუქებზე საპროცენტო განაკვეთები უარყოფითი იყო. ანალოგიური მიზეზების გამო, 2011 წლის შუა პერიოდში გერმანიის, შვედეთის და დანიის ფულადი ბაზრის მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთებიც, აგრეთვე, უარყოფითი იყო.

ფიქსირებულ სავალუტო კუსზე უარის თქმის შემდეგ, 1971 წელს უცხოური კაპიტალის მოზღვავების შედეგად, შვეიცარული ფრანკი უწყვეტად მყარდებოდა აშშ დოლართან მიმართებაში. ამ პროცესის შეზღუდვის მიზნით, შვეიცარიის ხელისუფლებამ გამოიყენა ფინანსური რეცესიის კომბინირებული ინსტრუმენტები. არარეზიდენტების ანაბრებზე, რომლებიც ფრანკებში იყო გაკეთებული, შემოიღეს კვარტალური საკომისიო 2%-ს ოდენობით, ხოლო 1978 წელს - 10% კვარტალში. ამასთან, მოითხოვებოდა 100% სარეზერვო მოთხოვნები ანაბრებზე არარეზიდენტების მხრიდან, იკრძალებოდა შვეიცარულ ფასიან ქაღალდებსა და უძრავ ქონებაში ინვესტიციები და საპროცენტო შემოსავლების რეპატრიაცია. [2, 3]. მიუხედავად ამ ძალისხმევისა, უცხოური კაპიტალის მოზღვავების დესტიმულაციის პოლიტიკა წარუმატებელი აღმოჩნდა. მიზეზი ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის შიდა წინააღმდეგობრივი ხასიათი იყო. ერთი მხრივ, ხელისუფლება ეწინააღმდეგებოდა უცხოური კაპიტალის მოზღვავებას, მეორე მხრივ კი, შვეიცარიის ეროვნული ბანკი ინარჩუნებდა მაღალ საპროცენტო განაკვეთებს, რაც იზიდავდა არარეზიდენტებს [3,1]

უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთის იდეის წარმოშობა. უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთის მქონე ფულის იდეის ავტორი გერმანელი მეწარმე და ეკონომისტი სილვიო გაზელია (Johann Silvio Gesell, 1862–1930). მისი ეკონომიკური შეხედულებები ემყარებოდა კრედიტებზე საპროცენტო განაკვეთების გაუქმებას და მიწების ნაციონალიზაციის ინიციატივებს. ის თვლიდა, რომ ფული მხოლოდ გაცვლის საშუალება უნდა იყოს და არა დაზოგვის საშუალება. გაზელის ორიგინალური იდეის არსი იმაში მდგომარეობდა, რომ ფულის მფლობელებმა რეგულარულად უნდა გადაუხადონ სახელმწიფოს სარგებელი ფულით სარგებლობის უფლებისათვის. [3.1]

ერთადერთი ავტორიტეტი, ვინც მხარი დაუჭირა ფულს უარყოფითი განაკვეთით, იყო ცნობილი ამერიკელი ეკონომისტი

ვერგლე ფიშერი. ის ცდილობდა, დაერწმუნებინა აშშ-ს პრეზიდენტი ფრანკლინ რუზველტი, რომ ეკონომიკის გამოცოცხლების მიზნით, წასულიყვნენ ექსპერიმენტზე, მაგრამ მისი მცდელობა წარუმატებლად დამთავრდა.

2007-2008 წწ ეკონომიკურ კრიზისამდე უარყოფით საპროცენტო განაკვეთებზე მსჯელობები ღრმად აკადემიურ განსჯებად რჩებოდა. ითვლებოდა, რომ ხელისუფლებას ნომინალური საპროცენტო განაკვეთის 0 -ოვან ნიშნულზე ქვევით ჩამოწევა არ შეუძლია.

უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთის პირველი პრაქტიკული გამოყენება მოხდა დანიის ეროვნული ბანკის ეკონომისტების ანდრეს იორგენსენის და ლარს ლიბჟერგის მიერ 2012 წელს. [4,21]

მათ მიერ აღნიშნული ნოვაცია განიხილებოდა, როგორც კაპიტალის მოძრაობაზე კონტროლის და ფიქსირებული სავალუტო კურსის დაცვის საბაზრო ღონიძიებების ნაწილი. ის გამოიყენებოდა ერთ კვირიან სადეპოზიტო სერტიფიკატებზე, ხოლო დანიის ეროვნული ბანკის საკორესპონდენტო (მიმდინარე) ანგარიშებზე საპროცენტო განაკვეთი 0-ს ტოლი იყო. ამ ნოვაციის მიზეზი ევროში დაფიქსირებული სავალუტო კურსის დაცვა იყო. კოპენჰაგენის ფულადი ბაზარი იმყოფებოდა სპეკულაციური ზეწოლის ქვეშ უცხოური კაპიტალის ნაკადის აქტიური შემოდინების გამო. ეროვნული ბანკის გადაწყვეტილება გამართლებული აღმოჩნდა: უარყოფით ზონაში საპროცენტო განაკვეთის გადასვლის შემდეგ, დაიწყო კრონის გაუფასურება, ხოლო საპროცენტო სპრედი დანიის და ევროზონის ფულად ბაზრებს შორის შემცირდა.

გარემოებებს, რომელთა გამო, ცენტრალური ბანკები იძულებულნი არიან მიმართონ უარყოფით საპროცენტო განაკვეთებს, შესაძლოა ყოველგვარი გადაჭარბების გარეშე ვუწოდოთ „დრამატული“. აღნიშნული გარემოებები დაკავშირებულია ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის სტანდარტული ინსტრუმენტების ეფექტიანობის შემცირებასთან. ცენტრალური

ბანკისთვის დეფლაციის რისკი უფრო მეტი საფრთხის შემცველია, ვიდრე ინფლაციის პრობლემა. ეს გარემოება იმით აიხსნება, რომ ეკონომიკური დაცემის პეროდში „ლიკვიდურობის ხაფანგი“ ცენტრალურ ბანკებს სრულიად უიარაღოს ხდის, რის შედეგადაც ბანკები იძულებულნი არიან ასიმეტრიულად იმოქმედონ. ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა დეფლაციაზე უფრო მეტად აგრესიულად პასუხობს, ვიდრე ინფლაციურ ზეწოლაზე.

ევროზონაში უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთების პოლიტიკას ქსელური ეფექტი ჰქონდა იმ ცენტრალური ბანკებისთვის, რომლებიც ნომინალური ღუზის სახით ევროს იყენებენ. მაგალითად, ბოსნიას და ჰერცეგოვინას ცენტრალური ბანკი და ბულგარეთის სახალხო ბანკი სავალუტო მმართველობის რეჟიმში (currency board) მუშაობენ და ადგილობრივი ვალუტების კურსს ევროსთან აფიქსირებენ. ბოსნიის და ჰერცეგოვინას ცენტრალური ბანკი იძულებული გახდა დაედგინა უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთები „ოვერნაით“ დეპოზიტებზე, ხოლო ბულგარეთის სახალხო ბანკმა სრულად გაიმეორა ევროპის ცენტრალური ბანკის საპროცენტო პოლიტიკა. იმის გამო, რომ სავალუტო მმართველობის რეჟიმი ბოლო ინსტანციის კრედიტორის ფუნქციას ასრულებს, ადგილობრივი ფულადი ბაზარი აღმოჩნდა ევროზონის ფულად ბაზარზე დამოკიდებულის პოზიციაში.

უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთების მთავარი მიზანი დამატებითი ფულად-საკრედიტო სტიმულის უზრუნველყოფა, დეფლაციის საფრთხეების ლიკვიდაციისა და ინფლაციის გრძელვადიანი მიზნობრივი ორიენტირისკენ დაბრუნებაა; აგრეთვე ის, რომ გაძლიერდეს ბანკების მოტივაცია, რათა მათ გააფართოვონ არაფინანსური სექტორის დაკრედიტება ეკონომიკური აღმავლობისთვის და უარყოფით განაკვეთებს განსაზღვრული დადებითი გავლენა ჰქონდეს ეკონომიკაზე. ასეთმა პოლიტიკამ გამოიწვია საბანკო ვალდებულებებზე საპროცენტო ხარჯების შემცირება და ფინანსურ აქტივებზე საბაზრო ფასების ზრდა. გარდა

ამისა, უარყოფითმა საპროცენტო განაკვეთებმა გააძლიერა ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის სასიგნალო ეფექტები.

დიდი ალბათობით, უარყოფითი განაკვეთები სამომავლოდ აღიარებული იქნება როგორც ნაკლებად ინფლაციურ გარემოში განსახორციელებელი საკრედიტო პოლიტიკის სტანდარტული ღონისძიება. 2017 წელს, ლისაბონის ეკონომიკის სკოლაში სიტყვით გამოსვლისას, ევროპის ცენტრალური ბანკის ვიცე პრეზიდენტმა ვიტორ კოსტანციომ აღნიშნა, რომ „უარყოფითმა განაკვეთებმა გაამართლა. ევროზონასა და სხვა ქვეყნებში უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთების წარმატებულმა გამოყენებამ დაადასტურა, რომ ის შესაძლოა გახდეს ცენტრალური ბანკების მიერ რეცესიასთან ბრძოლის ჩვეული ინსტრუმენტების ნაკრების ნაწილი“ [5, 13]

დღეს ჯერ კიდევ ადრეა ამ მიმართულებით გადადგმული ნაბიჯების მაკროეკონომიკურ ეფექტიანობაზე საუბარი იმის გამო, რომ არც ევროზონასა და არც იაპონიაში საქმიანი აქტივობის ქვედა ფაზა ჯერ არ გასულა. მაკროეკონომიკური სტატისტიკური მონაცემების დაგროვების კვალობაზე, კვლევები ამ მიმართულებით კვლავ გაგრძელდება. თუმცა, საბანკო სექტორზე უარყოფითი პოტენციური ეფექტებს და ფინანსური სტაბილურობის შენარჩუნების აუცილებლობას თუ მივიღეთ მხედველობაში, უნდა ვივარაუდოთ, რომ ცენტრალური ბანკები შეეჯახებიან უარყოფითი განაკვეთების ობიექტურ შემზღუდველებსაც.

როგორც ავღნიშნეთ, ცენტრალური ბანკები განაკვეთების შემცირების გზით ცდილობენ ინვესტიციებისა და მოხმარების სტიმულირებას. თუმცა, მხოლოდ ასეთი მიდგომით აღნიშნული ამოცანის გადაჭრა ნაკლებად შესაძლებელია. როგორც ტოკიოს ინსტიტუტის ანალიტიკოსი მარტინ შულცი აღნიშნავს: „კრედიტის მოცულობა იაპონიაში იმიტომ კი არ იზრდება, რომ ბანკები არ გასცემენ მას, არამედ იმიტომ, რომ ფირმები ვერ ხედავენ მისი ინვესტირების პერსპექტივას. უარყოფითი განაკვეთებით სიტუაცია

არ შეიცვლება. ფირმებს არ უნდათ ფული, მათ უნდათ შესაძლებლობები ინვესტირებისთვის. ხოლო ამის მიღწევა კი შესაძლებელია მხოლოდ სტრუქტურული რეფორმებით და არა მონეტარული პოლიტიკით“. [6]

მხედველობის მიღმა არ უნდა დარჩეს ის ფაქტიც, რომ უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთების ხანგრძლივმა გამოყენებამ შესაძლოა გამოიწვიოს შემდეგი ნეგატიური შედეგები:

- შესაძლოა აიძულოს ინვესტორები გაიტანონ კაპიტალი უცხოეთში უფრო მაღალი შემოსავლების მიღების მიზნით;
- გარდაუვლად გამოიწვევს კომერციული ბანკების სადეპოზიტო რესურსების შემცირებას;
- იმ საქონელსა და მომსახურებაზე გადახდისუნარიანი მოთხოვნის შემცირებას, რომლებზე ფასებიც იზრდება ან მცირდება უფრო ნელა, ვიდრე მცირდება საპროცენტო განაკვეთების ტემპები;
- შესაძლოა ფინანსური და სოციალური არასტაბილურობის პროვოცირება მოახდინოს.

კითხვაზე, შესაძლებელია თუ არა იგივე საქართველოში, ეკონომისტების ნაწილი თვლის, რომ „უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთის შემთხვევაში მოსახლეობაში ხარჯვის სტიმულირება გაზრდის მოთხოვნას არა ადგილობრივ, არამედ იმპორტირებულ საქონელზე, რაც საქართველოს ეკონომიკისთვის რეალურად არაფრის მომცემია“. [7] „უარყოფითი ნომინალური განაკვეთი ჩვენს მოგებას მხოლოდ უფრო მეტად უარყოფითს ხდის, ვიდრე ის მანამდე იყო. ინვესტორები თანხმდებიან უარყოფით შემოსავლიანობას ფულის მოსახერხებელი შენახვის გამო. ასე რომ, ამ თვალსაზრისით, უარყოფით ნომინალური საპროცენტო განაკვეთებში ახალი არაფერია.“ [8]

ჩვენი აზრით, უარყოფითი განაკვეთების პოლიტიკა არის რთული კომპრომისი ერთი მხრივ, ერთობლივი მოთხოვნის მხარდაჭერასა და მეორე მხრივ, წმინდა საპროცენტო მარჟის

შემცირებით გამოწვეულ საბანკო სექტორის არამდგრადობის ამაღლებას შორის. აღნიშნულის გამო, უარყოფითი განაკვეთები უაღრესად შეზღუდული მასშტაბით შეიძლება იქნას გამოყენებული. რეცესიისა და ლიკვიდურობის ხაფაგის პირობებში ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ძირითადი აქცენტი კეთდება ფინანსური აქტივების გამოსყიდვის პროგრამებზე. გრძელვადიანი ეკონომიკური დაცემის პირობებში კი, პრიორიტეტები მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის საქმეში ეკუთვნის არა ფულად-საკრედიტო, არამედ საგადასახადო-საბიუჯეტო პოლიტიკას და სტრუქტურულ რეფორმებს.

თანამედროვე მსოფლიოს გლობალური ტრანსფორმაციები და ახალი ეკონომიკური წყობის ჩამოყალიბება გარდაუვლად გამოიწვევს ელექტრონული ფულის მიერ ფულის ამჟამად გამოყენებადი ფორმებისა და საგადამხდელო საშუალებების თანდათანობით შევიწროვებას. ფულის ტრადიციული ფორმებისგან განსხვავებით, ელექტრონული ფულადი საშუალებები გულისხმობს საყოველთაო ეკვივალენტის თვისებრივად ახალი მატარებლებით ოპერირებას. ფულის რანგში ამ მატარებლების გამოყენების სპეციფიკა უაღრესად სუსტად არის გამოკვლეული. იგულისხმება, რომ სინკრეტიკის, როგორც ახალი ფილოსოფიური სიტემის გამოყენება მოგვცემს საშუალებას, რომ უფრო ღრმად განვსაზღვროთ ფულის სხვადასხვა ფორმის, მათ შორის ელექტრონული ფულის არსებითი მახასიათებლები და მათი სპეციფიკა. მეტაფიზიკასა და დიალექტიკისგან განსხვავებით, სინკრეტიკის, როგორც უფრო ზოგადი ლოგიკის გამოყენება მოასწავებს აზროვნების ძველი ტიპის საზღვრების მიღმა ახალ სივრცით-ლოგიკური განზომილებაში გასვლას და უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთის სწორედ ამ განზომილებებში განხილვას.

გამოყენებული ლიტერატურა:

1. Cecchetti S. The Case of the Negative Nominal Interest Rates: New Estimates of the Term Structure of Interest Rates during the Great Depression // Journal of Political Economy. 1988. № 6. P. 1111–1141.
2. Abegg W., Baltensperger E. et al. The Swiss National Bank, 1907–2007. Zurich: NZZ Libro Neue Zuercher Zeitung, 2007.
3. Гезель С. Естественный экономический порядок. М.: Концептуал, 2015.
4. Jørgensen A., Risbjerg L. Negative Interest Rates // Monetary Review. 2012. № 3. P. 59–72.
5. Constâncio V. The future of monetary policy frameworks. Lecture at the Instituto Superior de Economia e Gestão. Lisbon. 2017. 25 May.
6. Franklin J. Swiss bank ABS plans negative interest rates for some depositors // Reuters News Agency, 16.10.2015. URL: <http://www.reuters.com/article/swiss-negative-interest-rates-idUSL8N12G41V20151016>
7. ლაშხი მ., უარყოფითი საპროცენტო განაკვეთი - ევროპული გამოცდილება და ქართული პერსპექტივა, 2017, <http://bfm.ge>, გადამოწმებულია 05.06.2018
8. თოდუა ნ., თოთლაძე ც., არასწორი გზა ეკონომიკური ზრდისკენ, 2015, <https://bpn.ge>, გადამოწმებულია 05.06.2018.