

ფინანსური ინტეგრაცია: შესაძლებლობები და მტკიცებულებები

ასიე ცინცაძე,
ბათუმის შოთა რუსთაველის სახელმწიფო
უნივერსიტეტის პროფესორი

ბექა ფუტყარაძე,
ბათუმის შოთა რუსთაველის სახელმწიფო
უნივერსიტეტის დოქტორანტი

რეზიუმე

აღნიშნული ნაშრომის მიზანია, რომ მკითხველს მიაწოდოს ფინანსური ინტეგრაციის შესახებ არსებული კვლევების ზოგადი სინთეზი და გარკვეული წარმოდგენა შეუქმნას ეკონომიკის ამ მზარდ მიმართულებაზე. სტატიაში განხილული იქნება სხვადასხვა გავლენიანი ეკონომისტების კონცეფციები და მოდელები, რომლებიც აქტუალურობას დღესაც არ კარგავენ.

საკვანძო სიტყვები: ფინანსური ინტეგრაცია, ეკონომიკური ზრდა, კრიზისები.

ძირითადი ტექსტი

არსებული კონტექსტი და ძირითადი მიდგომები. არც ისე ბევრ საკითხს გამოუწვევია ისეთი მღელვარე დებატები განვითარების მკვლევარებსა და პოლიტიკოსებს შორის, როგორიცაა ფინანსური ინტეგრაციის დადებითი და უარყოფითი მხარეები. ერთის მხრივ, მრავალი ეკონომისტი ხედავს ფინანსურ გლობალიზაციას, როგორც მნიშვნელოვან ნაბიჯს საშუალო შემოსავლის განვითარებად ქვეყნებისთვის, რომ სწრაფად მიაღწიონ მონიწივე ინდუსტრიული ეკონომიკების შემოსავლის და სტაბილურობის დონეს (მაგალითად, Summers, 2000). მეორეს მხრივ, მრავალი გავლენიანი მკვლევარი ამტკიცებს, რომ ფინანსურ ინტეგრაციას თან ახლავს მნიშვნელოვანი რისკები, რომლებიც ბევრად აჭარბებს მის პოტენციურ სარგებელს და-

ბალ და საშუალო შემოსავლიან ქვეყნებში (მაგალითად, Rodrik, 1998; Stiglitz, 2002). აღნიშნული ეკონომისტები მიუთითებენ განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური კრიზისების მთელ სერიოზულ, რომელმაც გადაუარა ლათინურ ამერიკის, აზიისა და აფრიკის ქვეყნებს 80-იან და განსაკუთრებით 90-იან წლებში, როგორც ფინანსური გლობალიზაციის პოტენციურად სავალალო შედეგებს.

მკვლევარებისთვის, ფინანსური გლობალიზაციის თემა მომხილავია არა მხოლოდ მისი პრაქტიკული რელევანტურობის გამო, არამედ იმის გამოც, რომ დღესდღეობით უზარმაზარი ვარიაციაა ფინანსური ინტეგრაციის მიდგომებსა და გამოცდილებას შორის სხვადასხვა ქვეყნებში. განსხვავებები ფინანსური გლობალიზაციის ტემპსა და მიდგომებს შორის ძირითადად გამომწვეულია ისეთი ფაქტორებით, როგორიცაა პოლიტიკოსების ხედვები და ფილოსოფია, რეგიონული ტენდენციები, შიდა და საგარეო პოლიტიკური ვითარება და ასევე გარკვეული სპეციფიკური ეკონომიკური ფაქტორები.

აღნიშნული ნაშრომის მიზანია, რომ მკითხველს მიაწოდოს არსებული კვლევების ზოგადი სინთეზი და გარკვეული წარმოდგენა შეუქმნას ეკონომიკის ამ მხარდ მიმართულებაზე. რა თქმა უნდა, ჩვენ პრეტენზია არ გვაქვს იმაზე, რომ აღნიშნული ანალიზი სრულყოფილი იქნება, ვინაიდან თვითონ ლიტერატურა ამ სფეროში არ არის ბოლომდე ჩამოყალიბებული. სტატიის განხილული იქნება სხვადასხვა გავლენიანი ეკონომისტების კონცეფციები და მოდელები, რომლებიც აქტუალურობას დღესაც არ კარგავენ. ამასთან, ყურადღებას მივაქცევთ არა მარტო ფინანსური ინტეგრაციის პირდაპირ ეფექტს ეკონომიკურ ზრდაზე, არამედ არაპირდაპირ (ირიბ) ზეგავლენასაც, რასაც ზოგადად არც ისე ბევრი მკვლევარი უთმობს ჯეროვან ყურადღებას. ფინანსური ინტეგრაციის მიმართულებით კვლევის პროცესში მნიშვნელოვანი ადგილი უნდა დაეთმოს მოსაზრებას, რომელიც ამტკიცებს, რომ კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური კრიზისის ძირეულ პრობლემას წარმოადგენს ბოლო ორი ათწლეულის

განმავლობაში.

ახალი მიდგომები გარკვეულწილად დაშორდა სტანდარტული ნეოკლასიკური კვლევების ჩარჩოს, რომლითაც დიდ წილად ხელმძღვანელობდა ფინანსური გლობალიზაციის ლიტერატურის ადრეული ტალღა. აღნიშნული ლიტერატურა ფინანსური გლობალიზაციის ძირითად სიკეთედ თვლიდა გრძელვადიანი წმინდა კაპიტალის ნაკადს განვითარებული ქვეყნებიდან განვითარებადი ეკონომიკებისკენ. საბაზისო იდეა იყო ის, რომ განვითარებულ ქვეყნებს აქვთ დიდძალი კაპიტალი მაშინ, როცა განვითარებადი ქვეყნები კაპიტალის მკვეთრ დეფიციტს განიცდიან. შესაბამისად, კაპიტალის აღნიშნულ ნაკადს უნდა გამოენჯია უფრო მაღალი ზრდა განვითარებად ქვეყნებში და კეთილდღეობის გაუმჯობესება ორივე ჯგუფის ქვეყნებისთვის. ალბათ გასაკვირი არ არის, რომ ლიტერატურა ეკონომიკური ზრდის შესახებ დახურულ(იზოლაციონისტურ) ქვეყნებში (მაგალითად, Hall და Jones, 1999), ხშირად აწყდება კონფლიქტურ შედეგებს. როგორც ჩვენ დავინახავთ, ადრეულ კვლევებს ასევე ჰქონდათ ემპირიული გაზომვის პრობლემები, რომელიც მას შემდეგ იქნა აღიარებული და ნაწილობრივ მაინც გამოსწორებული. მაგალითად, კვლევა (Eichengreen, 2001), რომელიც აქცენტს ეკონომიკურ ზრდასა და კაპიტალის ანგარიშის ოპერაციების შეზღუდვებს შორის ურთიერთობაზე აკეთებდა, ამტკიცებს, რომ ემპირიული მტკიცებულებები ერთგვაროვანი არ არის. შემდგომი კვლევა (Prasad და სხვები, 2003) აჩვენებს, რომ თუკი ფინანსურ გლობალიზაციას უფრო ფართო სპექტრში შევხედავთ, სურათი უფრო გაურკვეველი ხდება. ამასთან, ადრეული ლიტერატურა ვერ აყალიბებს მიზეზ-შედეგობრივ კავშირს ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. გარდა ამისა, ამავე კვლევის თანახმად, განვითარებად ქვეყნებში მოხმარების ზრდის ტენდენციები დადებითად უკავშირდება ფინანსურ ინტეგრაციას, რაც საპირისპირო დასკვნაა იმისა, რასაც კანონიკური თეორიული მოდელები პროგნოზირებდნენ.

ძირითადი კონცეპტუალური თვალსაზრისი, რომლითაც

თანამედროვე კვლევები ხელმძღვანელობენ არის ის, რომ წარმატებული ფინანსური გლობალიზაციის ძირითადი სარგებელი კატალიზური და ირიბია და ძირითად სარგებელს არ წარმოადგენს გაუმჯობესებული ხელმისაწვდომობა ფინანსური რესურსების მიმართ და ინვესტიციების განსახორციელებლად. თუკი ამ ახალი პესპექტივიდან შევხედავთ, ამჟამად არსებობს მოკრძალებული მაგრამ მზარდი მტკიცებულებები, რომ ფინანსური ინტეგრაცია შეიძლება მრავალი სხვადასხვა მიმართულების წინსვლას და გაუმჯობესებას უწყობდეს ხელს, როგორიცაა შიდა ფინანსური სექტორის განვითარება, დისციპლინის დამყარება მაკროეკონომიკური პოლიტიკის სფეროში, არსებული შიდა კომპანიების ეფექტურობის გაუმჯობესება უცხოელ კონკურენტებთან მზარდი კონკურენციის გამო და ზოგადად, მართვის გაუმჯობესება როგორც კერძო, ასევე სახელმწიფო სექტორში. რომ შევაჯამოთ, ფინანსურ ინტეგრაციას შეუძლია მოიტანოს მნიშვნელოვანი არაპირდაპირი სარგებელი სხვადასხვა სფეროებში, რომლებიც თავის მხრივ ხელს შეუწყობენ ეკონომიკის ზრდასა და სტაბილურობის გაძლიერებას ქვეყანაში. უბრალოდ იმ აზრის გაზიარება, რომ მთავარი სარგებელი, სავარაუდოდ, კატალიზური და ირიბია, ვიდრე პირდაპირი და ხელშესახები, შეიძლება უკვე სასარგებლო აღმოჩნდეს მრავალი პოლიტიკოსისა და ზოგადად ამ მიმართულებით გადაწყვეტილების მიმღები პირებისათვის.

მოსაზრებას, რომ ფინანსური გლობალიზაცია ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედებს, ძირითადად, არაპირდაპირი არხების მეშვეობით, მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს ემპირიული ანალიზისთვისაც. ქვეყნის ინსტიტუტების შენებას, საბაზრო დისციპლინის გაძლიერება-განმტკიცებას და ფინანსური სექტორის განვითარებას დრო სჭირდება, შესაბამისად გამოდის, რომ დრო სჭირდება ასევე ფინანსური ინტეგრაციის შედეგების ასახვას ეკონომიკურ ზრდაზე. ამით შეიძლება აიხსნას, რატომ არის მოკლევადიან პერიოდებში ფინანსური გლობალიზაციის ხარჯების დანახვა უფრო ადვილი, ვიდრე მისი სარგებლის. თუმცა ისიც მართალია, რომ თუნდაც გრძელვადიან

პერიოდში ფინანსური ინტეგრაციის სარგებლის დანახვა მარტივი არ შეიძლება იყოს, რადგან ის მოქმედებს არაპირდაპირ და ძირითადად აისახება სტრუქტურული, ინსტიტუციური და მაკროეკონომიკური პოლიტიკის ცვლადებში.

კიდევ ერთი პრობლემა, რაც ფინანსური ინტეგრაციის ადრეულ ლიტერატურას თან ახლავს არის ის, რომ ისინი ეყრდნობოდნენ ოფიციალურ (*de jure*) ფაქტებს კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობის შესახებ. მაგრამ არაპირდაპირი სარგებელი სავარაუდოდ განხორციელდება რეალური (*de facto*) ინტეგრაციის საშუალებით, რომელიც ბევრ ქვეყანაში მკვეთრად განსხვავდება ოფიციალურად გაცხადებული ინტეგრაციის კურსისგან. მაგალითად, ბევრ ქვეყანას აქვს კაპიტალის კონტროლის საკმაოდ მკაცრი ზომები ქალაქებში, მაგრამ მათი უმრავლესობა პრაქტიკაში არ მუშაობს, ასე რომ ასეთი ქვეყნების რეალური (*de facto*) ინტეგრაციის დონე, რომელიც იზომება უცხოური კაპიტალის ნაკადების ან უცხოური აქტივებისა და ვალდებულებების აქციების სახით, საკმაოდ მაღალია (Prasad და სხვები, 2003).

პირდაპირი ეფექტის ნაცვლად, ფინანსური გლობალიზაციის არაპირდაპირ ეფექტზე ფოკუსირება ასევე სასარგებლოა იმის ახსნაში, თუ ბოლო კვლევების თანახმად, რატომ აქვს სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაციას ასეთი სერიოზული გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე. საქმე იმაშია, რომ სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაცია, როგორც წესი, ხდება სხვადასხვა შიდა რეფორმებთან ტანდემში და იმ დროს, როცა ეროვნულ მთავრობებს აქვთ რწმენა, რომ მათ შეუძლიათ ადეკვატურად გაუწიონ ზედამხედველობა შიდა ფინანსურ ბაზრებს. ამდენად, სააქციო კაპიტალის ნაკადები ყველაზე ნათლად ასახავს ფინანსური გლობალიზაციის არაპირდაპირ სიკეთეს.

ფინანსური ინტეგრაციის შესახებ ეკონომიკური თეორიის მიმოხილვა. ყველაზე მარტივი ნეოკლასიკური ეკონომიკური ზრდის მოდელი ვარაუდობს, რომ ფინანსურ გლობალიზაციას უნდა მოჰყვეს კაპიტალის გადინება კაპიტალით მდიდარი ეკონომიკიდან კაპიტალით ღარიბ ეკონომიკაში იმიტომ, რომ

ამ უკანასკნელში კაპიტალზე უკუგება უნდა იყოს უფრო მაღალი. როგორც აღმოჩნდა, პრაქტიკაში აღნიშნული მოდელი არ მუშაობს, ვინაიდან ფაქტობრივი კაპიტალის ნაკადების მოცულობა ახლოსაც კი არ არის იმასთან, რასაც ეს საბაზისო მოდელი პროგნოზირებს. აღნიშნული საკითხი საფუძვლიანად არის განხილული Lucas-ის (1990) ძალიან მნიშვნელოვან ნაშრომში. მართლაც, 2004 წლიდან 2006 წლამდე, განვითარებულ ქვეყნებს ერთობლივად ჰქონდათ მიმდინარე ანგარიშის დიდი ნამეტი, და არა დეფიციტი როგორც ამას ნეოკლასიკური ზრდის მოდელი ვარაუდობს. იმის ასახსნელად, თუ რატომ იყო კაპიტალის ნაკადები ასეთი დაბალი განვითარებადი ქვეყნებისკენ, Lucas-მა თავად შემოგვთავაზა ახალი ზრდის მოდელი, რომელიც დაფუძნებულია განვითარებულ ქვეყნებში მაღალ უკუგებაზე ადამიანურ კაპიტალზე. თუმცა უფრო თანამედროვე კვლევებმა სხვა მიმართულებით მოახდინეს ფოკუსირება. Mendoza, Quadrini და Rios-Rull (2007) ამტკიცებენ, რომ ინსტიტუციურმა ხარვეზებმა განვითარებად ქვეყნებში შეიძლება გამოიწვიოს კაპიტალის ნაკადის შებრუნება და კაპიტალი შემოსვლის ნაცვლად, გავიდეს ქვეყნიდან. Reinhart და Rogoff (2004) ვარაუდობენ, რომ განმეორებადი დეფოლტების და ფინანსური კრიზისების საფრთხე განვითარებად ქვეყნებში უფრო მაღალია და ამან შეიძლება დათრგუნოს საინვესტიციო გარემო, და შესაბამისად, შეამციროს კაპიტალის შემოსვლა. Gordon და Bovenberg (1996) ხაზს უსმევენ ასევე ინფორმაციის ასიმეტრიის პრობლემას.

თეორიულად, კაპიტალის ნაკადებმა განვითარებული ქვეყნებიდან უნდა შეავსოს შეზღუდული შიდა დანაზოგები და შესაბამისად შეამციროს კაპიტალის ღირებულება განვითარებად ქვეყნებში, რაც თავის მხრივ, გამოიწვევს შიდა ინვესტიციების გაზრდას. მკვლევარი Henry (2007) ამტკიცებს, რომ თუნდაც ნეოკლასიკური მოდელის კონტექსტში კაპიტალის ნაკადებს შეუძლია გამოიწვიოს ეკონომიკური ზრდა მხოლოდ მოკლევადიან და არა გრძელვადიან პერიოდში. თუმცა, არ არის ნათელი, თუ რამდენად მნიშვნელოვანია ეს ნიუანსი, როდესაც

ხდება რამდენიმე ათწლეულის მონაცემების ემპირიულად განალიზება.

გარკვეული სახის ფინანსურ ნაკადებს ასევე შეუძლია გამოიწვიოს ტექნოლოგიის გადაცემის (spillover) ეფექტი და გააუმჯობესოს კორპორატიული მართვა განვითარებული ქვეყნებიდან მიღებული ცოდნის საფუძველზე. უახლესი ანალიზები ხაზს უსმევენ კიდევ უფრო დახვეწილ და არაპირდაპირ არხებს. მაგალითად, როდესაც ადგილობრივ მოსახლეობას შეუძლია საკუთრებაში იქონიოს უცხოური აქტივები, მათ შეუძლიათ დააზღვიონ საკუთარი შემოსავალი მათივე ვეყნისთვის დამახასიათებელი სპეციფიკური შოკებისგან. ეს, ბუნებრივია, საშუალებას იძლევა, რომ მოსახლეობამ მოახდინოს თავისი შემოსავლის რისკის დივერსიფიკაცია. ტექნოლოგიური უნარჩვევების „გადადინება“ განვითარებად ქვეყნებში ხელს შეუწყობს პროდუქტიულობის და ეკონომიკური ზრდის ამაღლებას. გარდა ამისა, ფინანსური ინტეგრაცია ხელს უწყობს შიდა ფინანსური სექტორის განვითარებას და ამყარებს დისციპლინას მაკროეკონომიკური პოლიტიკის სფეროში.

ფინანსური ინტეგრაციის თეორიული ეფექტი ეკონომიკური ზრდის მერყეობაზე ბუნდოვანია. ერთის მხრივ, ფინანსური ინტეგრაცია საშუალებას იძლევა, რომ კაპიტალით ღარიბმა ქვეყნებმა მოახდინონ დივერსიფიკაცია და გამოვიდნენ სასოფლო-სამეურნეო სექტორზე და ბუნებრივ რესურსებზე დამოკიდებულებიდან. თუმცა, განვითარების უფრო მოწინავე ეტაპზე, სავაჭრო და ფინანსურ ინტეგრაციამ შესაძლოა ხელი შეუწყოს ქვეყნის სპეციალიზაციას სხვა დარგებში. მეორეს მხრივ, ამან შეიძლება გამოიწვიოს ის, რომ განვითარებადი ქვეყნები უფრო დაუცველნი გახდნენ კონკრეტული ინდუსტრიული შოკების მიმართ და ამით გაიზარდოს ეკონომიკური ზრდის მერყეობა-არასტაბილურობის საფრთხე (Kose, Prasad და Terrones, 2004). ასევე თუ ფინანსური ინტეგრაცია იღებს საგარეო ვალზე დამოკიდებულების ფორმას, ეს გამოიწვევს ქვეყნის საერთაშორისო საპროცენტო განაკვეთის შოკზე დამოკიდებულებას და შესაბამისად, გააძლიერებს ეკონომიკური

ზრდის არასტაბილურობას.

თეორიულად, არსებობს ძლიერი დამოკიდებულება ფინანსურ ინტეგრაციასა და შიდა მოხმარების მერყეობას შორის. იმის გამო, რომ მომხმარებლები და შესაბამისად, ეკონომიკები უარყოფითად არიან რისკის მიმართ განწყობილნი, მოხმარების თეორია გვეუბნება, რომ მათ უნდა ქონდეთ სურვილი, რომ გამოიყენონ ფინანსური ბაზრები თავიანთი შემოსავლის რისკის დასაზღვევად. ამით გარკვეულწილად განეიტრალებათ შემოსავლის ზრდის მერყეობის დროებითი ეფექტი მოხმარების ზრდაზე. მიუხედავად იმისა, რომ რისკის საერთაშორისო დონეზე განაწილების სარგებელი შეიძლება იყოს საკმაოდ დიდთეორიულ მოდელებში, ამ სარგებლის კონკრეტული ზომა დამოკიდებულია მოდელის სპეციფიკურ თვისებებზე. კერძოდ, მომხმარებლების კეთილდღეობის ზრდა დამოკიდებულია მთლიანი შიდა პროდუქტის მერყეობაზე, რისკების მიმართ უარყოფითი განწყობის დონეზე, რისკების მიხედვით კორექტირებულ ეკონომიკურ ზრდის ტემპზე და ურისკო საპროცენტო განაკვეთზე (Obstfeld და Rogoff, 2004, თავი 5). მკვლევარი ლუკასის (1987) მტკიცება, რომ მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის პოლიტიკას, რომელიც მიმართულია მოხმარების მერყეობის შემცირებისკენ, შეიძლება ჰქონდეს მხოლოდ მინიმალური გავლენა მომხმარებლების კეთილდღეობაზე, დღესაც გავლენიან აზრად ითვლება ლიტერატურაში (Barlevy, 2004).

ბოლო კვლევები დამაჯერებლად გვიჩვენებს, რომ განვითარებად ქვეყნებში შეიძლება დიდი სარგებელი მიიღონ ფინანსური ინტეგრაციით, ვინაიდან ისინი მოახდენენ მათი ეკონომიკური ზრდის რისკების დაზღვევას საერთაშორისო საფინანსო ხელშეკრულებებით (Pallage და Robe, 2003).

შეჯამებისთვის შეიძლება ითქვას, რომ რამდენიმე ცნობილი ეკონომისტი ეჭვქვეშ აყენებს ფინანსური ინტეგრაციის სარგებელს პრაქტიკაში. ამ ეკონომისტების უმრავლესობა თავიანთ არგუმენტებს ამყარებს იმ პრობლემებზე, რომლებიც ჩნდება ფინანსური ინტეგრაციის დროს სავაჭრო პოლიტიკის რეჟიმის, მაკროეკონომიკური პოლიტიკის, შრომის ბაზრის სფეროებში

და ასევე ინფორმაციის ასიმეტრიის კუთხით. მაგალითად, თუ ეკონომიკის გარკვეული დარგები დაცულია სავაჭრო ბარიერებით, საერთაშორისო კაპიტალის ნაკადი შეიძლება შევიდეს ამ დარგებში, რაც საბოლოო ჯამში გამოიწვევს არაეფექტურ ზრდას და კეთილდღეობის შემცირებას (Eichengreen, 2001). ასევე ინფორმაციის ასიმეტრიამ, რომელიც გამომდინარეობს ფინანსური ინსტიტუტების არასაკმარისი გამჭვირვალობით, შეიძლება გამოიწვიოს ფინანსური ნაკადების არაეფექტური განაწილება ქვეყნის ეკონომიკაში და საბოლოო ჯამში, გახდეს ძვირადღირებული კრიზისების ერთ-ერთი წყარო (Stiglitz, 2004).

შეშფოთება, რომ ფინანსურ გლობალიზაციამ შეიძლება ზოგჯერ გამოიწვიოს უარყოფითი გვერდითი მოვლენები განვითარებად ეკონომიკებში არის სრულიად ლეგიტიმური, თუმცა ეს გვერდითი მოვლენები ყოველთვის მძიმე შეიძლება არ იყოს. მართლაც, ფინანსური ინტეგრაციის კვლევის მიმართულებით ყველაზე კრიტიკული საკითხი დღესდღეობით არის ის, რომ შესაძლებელია თუ არა, რომ ემპირიული კვლევებით პასუხი გაეცეს კითხვას, რატომ აქვს ფინანსურ გლობალიზაციას აშკარად დადებითი ეფექტი ზოგიერთ შემთხვევაში და საკმაოდ უარყოფითი შედეგები სხვა შემთხვევებში.

ემპირიულ კვლევებში გამოყენებული თეორიული მოდელების მოკლე მიმოხილვა. აღნიშნულ ქვეთავში ჩვენ მიმოვიხილავთ რამდენიმე თეორიულ მოდელს, რომლებიც ხშირად გამოიყენება ემპირიულ ნაშრომებში ფინანსური ინტეგრაციის კვლევის დროს.

კვლევაში (Ranciere, Tornell და Westermann, 2003) ავტორებმა განავითარეს მოდელი, რომელშიც ასიმეტრია სავაჭრო და არასავაჭრო სექტორებს შორის წარმოადგენს გასაღებს ფინანსურ ლიბერალიზაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის კავშირის გასაგებად. ასევე იმის გამო, რომ ლიბერალიზაციას არ ახლდა სასამართლო რეფორმა, ხელშეკრულების აღსრულების პრობლემა მწვავედ დადგა ბევრ განვითარებად ეკონომიკაში.

მიუხედავად იმისა, რომ ბევრ სავაჭრო სექტორის ფირმებს შეუძლიათ დაძლიონ ეს პრობლემები საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებზე წვდომის გზით, არასავაჭრო სექტორის ბევრ ფირმას ეს არ შეუძლია. ამდენად არასავაჭრო სექტორის ფირმები რჩებიან ფინანსურად შეზღუდულნი, და შესაბამისად, დამოკიდებული შიდა საბანკო კრედიტზე.

თეორიაში ეჭვს არ იწვევს ის ფაქტი, რომ ფინანსური ლიბერალიზაცია ხელს უწყობს ეკონომიკური ზრდის დაჩქარებას ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდის გზით, და შესაბამისად, ფირმების საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურებით. თუმცა, ქვეყნის ფინანსური ინტეგრაცია და შესაბამისად გამართივებული წვდომა ფინანსურ რესურსებზე ასევე უკავშირდება გადახდისუუნარობის რისკების ზრდას, რომელიც ხშირად იღებს უცხოური ვალუტით დენომინირებული ვალის ფორმას, რომელიც უზრუნველყოფილია არასავაჭრო სექტორის აქტივებით. უნდა აღნიშნოს ისიც, რომ გადახდისუუნარობის რისკი ჩნდება არა მხოლოდ იმიტომ, რომ ფინანსური ლიბერალიზაცია ამარტივებს წვდომას ფინანსურ რესურსებზე, არამედ იმიტომაც, რომ ხშირად იგი ასევე გულისხმობს სახელმწიფოს მხრიდან სისტემურ გარანტიებს კრედიტორების გაკოტრების საფრთხის შემთხვევაში. ამიტომ გასაკვირი არ არის ის, რომ ვინაიდან უცხოური ფინანსური ნაკადების მნიშვნელოვან ნაწილს აქვს მაღალ რისკიანი ფორმა, ფინანსური სექტორი და ზოგადად მთელი ეკონომიკა შედარებით მოწყვლადი ხდება არასტაბილურობისა და კრიზისების მიმართ. მაგალითად, უცხოურ ვალუტაში გამოხატული ვალდებულებების წილი საბანკო სექტორის საკუთარ სააქციო კაპიტალთან შედარებით ტაილანდში გაიზარდა 50%-დან 1990 წელს 240%-მდე 1996 წლისათვის. ეს იყო ერთ-ერთი მიზეზი ქვეყანაში 1997 წელს მწვავე ფინანსური კრიზისისა.

ზოგადად არასავაჭრო სექტორის სწრაფი ზრდა ხელს უწყობს სავაჭრო სექტორის ზრდასაც, ვინაიდან არასავაჭრო სექტორი მას სწრაფად უზრუნველყოფს უხვი და იაფი სანაწარმოო საშუალებებით. ამდენად, თუ კრიზისი არ მოხდება, ეკო-

ნომიკური ზრდა ფინანსურად ინტეგრირებულ ეკონომიკაში უფრო მაღალია, ვიდრე ნაკლებად ინტეგრირებულში. რა თქმა უნდა, მონყვლადობა ფინანსური კრიზისების მიმართ იმასაც გულისხმობს, რომ შესაძლოა მოხდეს ფინანსური კრიზისი თვითშესრულებადი პროგნოზის (self-fulfilling prophecy) საფუძველზე. საბოლოო ჯამში, შეიძლება ითქვას, რომ როგორც ჩანს საშუალო და გრძელვადიან პერსპექტივაში ეკონომიკური ზრდა შედარებით მაღალია ფინანსურად ინტეგრირებულ ეკონომიკებში.

კიდევ ერთი კვლევა (Martin და Rey, 2005) ანალიზებს საფონდო ბაზრის ლიბერალიზაციის გავლენას კაპიტალის ნაკადებზე, აქტივების ფასებზე და საინვესტიციო აქტივობაზე. იგი აჩვენებს, რომ როდესაც არსებობს ტრანზაქციის ხარჯები საერთაშორისო აქტივების შესაძენად, საფონდო ბაზრის ლიბერალიზაციამ შეიძლება გამოიწვიოს ორი შესაძლო შედეგები განვითარებად საბაზრო ეკონომიკაში. პირველი, ნორმალურ პირობებში, ფინანსური ლიბერალიზაცია ასრულებს პოზიტიურ როლს კაპიტალის ნაკადების გაზრდის კუთხით, შესაბამისად აფართოებს დივერსიფიკაციის შესაძლებლობებს და ამცირებს კაპიტალის ღირებულებას, ამდენად დადებითად მოქმედებს საინვესტიციო აქტივობასა და ეკონომიკურ ზრდაზე. მეორე, გარკვეულ პირობებში პესიმიზტურმა მოლოდინებმა ეკონომიკის სისუსტის შესახებ შეიძლება გამოიწვიოს ფინანსური კრიზისი, რაც ასახვას ჰპოვებს დაბალ საინვესტიციო აქტივობასა და ეკონომიკური ზრდის შენელებაში. ძირითადი ელემენტი ამ მექანიზმის მუშაობისა არის ის, რომ ერთი ეკონომიკური აგენტის საინვესტიციო გადაწყვეტილება გავლენას ახდენს კაპიტალის ღირებულებაზე სხვა ინვესტორებისთვის. აგრეთვე საყურადღებოა სხვადასხვა კვლევები საფონდო ბაზრის მნიშვნელობაზე, როგორც ქვეყნის ფინანსური ინტეგრაციის განმსაზღვრელი ფაქტორი. მაგალითად, თავიანთ კვლევებში (Королевич, 2013) და (Лукаевич დაФедорова, 2012) აუტორები აღნიშნავენ, რომ ფინანსური ინტეგრაციის ხარისხის დონე რომ განისაზღვროს, საჭიროა ამ ქვეყნების სა-

ფონდო ბაზრების ურთიერთკავშირის განსაზღვრა მსოფლიო საფონდო ბაზრებთან მიმართებაში. ეს მოგვცემს ქვეყნის ფინანსური ინტეგრაციის ამპლიტუდის განსაზღვრის საშუალებას. აღნიშნული მიდგომა საკმაოდ საინტერესო და კანონზომიერი გახლავთ, თუმცა, ამ კონცეფციის გამოყენებამხოლოდ განვითარებულ ეკონომიკებშია შესაძლებელი. ამის მიზეზი კი ის არის, რომ მცირე და განვითარებად ქვეყნებში (მაგ. საქართველო), საფონდო ბაზრების ფუნქციონირების დონე უმნიშვნელოა. შესაბამისად, ვერც ინტეგრაციის განსაზღვრა არის შესაძლებელი ამ გზით.

ნაშრომში (Dell'Arricia და Marquez, 2004) ავტორებმა შემოგვთავაზეს ახალი კონცეპტუალური მოდელი, სადაც ფინანსური ლიბერალიზაცია იწვევს ეკონომიკის დაკრედიტების სწრაფ ზრდას, ვინაიდან ხდება ბანკების მიერ კრედიტების გაცემაზე დასაკმაყოფილებელი პირობების შერბილება. შედეგად, საკრედიტო ციკლი კიდევ უფრო მეტ ძალას იძენს და შესაბამისად ამძაფრებს ეკონომიკური ზრდის არასტაბილურობას. აღნიშნულ მოდელში, ფინანსურ ინტეგრაციამდე ბანკები ახორციელებენ მსესხებლების უარყოფით შერჩევას - ისინი თავს არიდებენ ისეთი პროექტების დაფინანსებას, რომლებიც უკვე უარყოფილი იქნა სხვა ბანკების მიერ. როდესაც ხდება ფინანსური ბაზრების ლიბერალიზაცია, შედარებით ხარისხიანი პროექტები ან ფირმები დაფინანსებას იღებენ კაპიტალის ბაზრის საშუალებით. შესაბამისად, ბანკებს უკვე უწევთ ბევრი ახალი და შეუმომხებელი პროექტების თუ ფირმების დაფინანსება, რომლებსაც ადრე ყურადღებას ნაკლებად აქცევდნენ. საბოლოო ჯამში, აღნიშნული პროცესი ზრდის საინვესტიციო აქტივობას და აუმიჯობებს ეკონომიკურ ზრდას, მაგრამ იგი ასევე იწვევს ბანკების საკრედიტო პორტფელის გაუარესებას, რაც თავისთავად ქვეყნის ფინანსურ სისტემაში აისახება. ასეთ შემთხვევაში, თუკი წარმოიშობა რაიმე შოკი მაკროეკონომიკურ დონეზე, აღნიშნული სისტემა ფართო გზას გაუხსნის ფინანსურ კრიზისსა და ეკონომიკის რეცესიას.

შეჯამებისთვის, ზემოთ განხილული მოდელები ფინანსური

ლიბერალიზაციის შესახებ აღწერს კომპრომისის სწრაფ ეკონომიკურ ზრდასა და ფინანსური კრიზისების გაზრდილ ალბათობას შორის. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ფინანსური ინტეგრაციის შემდეგ ეკონომიკა იზრდება უფრო სწრაფად ვიდრე ჩაკეტილ მდგომარეობაში, მაგრამ მას ასევე მეტი მიდრეკილება აქვს ეკონომიკური არასტაბილურობისკენ.

გამოყენებული ლიტერატურა:

- 1) Barlevy, G., (2004): The Cost of Business Cycles under Endogenous Growth, American Economic Review, Vol. 94;
- 2) Dell’Ariccia, G., and Marquez, R., (2004): Information and Bank Credit Allocation;
- 3) Eichengreen, B., J., (2001): Capital Account Liberalization: What do Cross-Country Studies Tell Us? (Unpublished; Berkeley: University of California);
- 4) Gordon, R., and Bovenberg, A., L., (1996): Why is Capital so Immobile Internationally? Possible Explanations and Implications for Capital Income Taxation, American Economic Review, Vol. 86
- 5) Hall, R., E., Charles I., J., (1999): Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others? Quarterly Journal of Economics, Vol. 114, No. 1 (February), pp. 83–116;
- 6) Henry, P., B., (2007): Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation, Journal of Economic Literature, Vol. 45;
- 7) Kose, M., A., Prasad E., S., Terrones, M., E., (2004): Taking the Plunge without Getting Hurt;
- 8) Lucas, R., E., (1990): Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries, American Economic Review, Vol. 80;
- 9) Mendoza, E., G., Quadrini, V., Rios-Rull, J., V., (2007): On the Welfare Implications of Financial Globalization without Financial Development, NBER Working Paper No. 13412;
- 10) Martin, P., Rey, H., (2005): Financial super-markets: size matters for asset trade;

11) Obstfeld, M., and Rogoff, K., (2004): The Unsustainable US Current Account Position Revisited, Working Paper 10869;

12) Pallage, S., Michel A., R., (2003): On the Welfare Cost of Economic Fluctuations in Developing Countries, International Economic Review;

13) Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S-J., Kose, M.A., (2003): Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence;

14) Prasad, E., Rogoff, K., Wei, S-J., Kose, M.A., (2009): Financial globalization: A reappraisal;

15) Rodrik, D., (1998): Who Needs Capital-Account Convertibility? Essays in International Finance, No. 207 (Princeton: Princeton University);

16) Reinhart, C., M., Rogoff, K., (2004): Serial Default and The „Paradox“ of Rich To Poor Capital Flows, American Economic Review, Vol. 94;

17) Ranciere, R., Tornell, A., Westermann, F., (2003): Systemic Risk and Growth;

18) Summers, L., H., (2000): International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures, American Economic Review, Vol. 90;

19) Stiglitz, J., (2002): Globalization and Its Discontents (New York, W.W. Norton and Company);

_____, (2004): Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 20;

20) Королевич, О., П., (2013): Оценка финансовой интеграции фондовых рынков: методологические подходы и показатели;

21) Лукасевич, И., Я., Федорова, Е., А., (2012): Финансовая интеграция фондовых рынков: особенности развивающихся стран;

FINANCIAL INTEGRATION: THE VIEWS AND EVIDENCES

Asie Tsintsadze, Professor at BSU
Beka Phutkaradze, PhD candidate at BSU

RESUME

The paper aims to provide readers' general overview of research studies regarding the financial integration and its possible consequences. The article will discuss the various concepts and models analyzed by the influential economists, which do not lose their relevance today.

Key words: financial integration, economic growth, crises.