

საერთაშორისო ფინანსების ზოგადი თეორია

მირზა ხიდაშელი



მირზა ხიდაშელი

# საერთაშორისო ფინანსების ზოგადი თეორია

ლექციათა კურსი

რედაქტორი:

**ნიკო ჩიხლაძე**

ეკონომიკის მეცნიერებათა დოქტორი

თეოლოგიის დოქტორი, პროფესორი

რეცენზენტები:

**იოსებ არჩვაძე**

ეკონომიკის დოქტორი, პროფესორი

**გურამ უფლისაშვილი**

ეკონომიკის დოქტორი, ასოც. პროფესორი

ნაშრომი რეკომენდებულია გამოსაცემად ქუთაისის უნივერსიტეტის ეკონომიკის  
დეპარტამენტის მიერ (სხდომის ოქმი №7. 7/10/2017)

ISBN 978-99940-52-36-3

აკაკი წერეთლის სახელმწიფო უნივერსიტეტის გამომცემლობა

## წინასიტყვაობა

განვლილი საუკუნეების მანძილზე, კაცობრიობამ მნიშვნელოვან ტექნოლოგიურ პროგრესს მიაღწია, დაიწყო ბორბლითა და დენთით და მოვიდა ხელოვნური ინტელექტის განვითარების აქტიურ ფაზამდე. დაუსრულებლად შეიძლება გაგრძელდეს კამათი, ამ გამოგონებებს შორის რომელია ყველაზე მნიშვნელოვანი, თუმცა ცალსახად შეიძლება ვამტკიცოთ, რომ ფულის, როგორც საზოგადოებრივი ფენომენის, ეკონომიკური კატეგორიის გარეშე, შრომის დანაწილება ვერ მივიდოდა სპეციალიზაციის იმ დონემდე, რომელსაც შეუძლია მნიშვნელოვანი ტექნოლოგიური პროგრესის მიღწევა.

ფულის გაჩენასთან ერთად იწყება ფინანსების, როგორც ურთიერთობათა სისტემის განვითარების სრულიად ახალი ეტაპი. ფინანსები იქცა საზოგადოების მატერიალური ცხოვრების წარმმართველ უმთავრეს წყაროდ. თანამედროვე ეკონომიკისთვის ფინანსებსა და საფინანსო სისტემას იგივე მნიშვნელობა აქვს რაც, ცენტრალურ ნერვულ სისტემას ადამიანისთვის. ფული ეკონომიკისათვის წარმოადგენს იგივე მნიშვნელობის საკითხს, რასაც ჟანგბადი ცეცხლისათვის. თუ ცენტრალურ ნერვულ სისტემაში არსებობს არსებითი ხარვეზები, ან შიგაწვის ღუმელს ჟანგბადის ნაცვლად მიეწოდება ნახშირორჟანგი, ცხადია გვექნება სისტემური გაუმართაობა.

თანამედროვე საზოგადოებისათვის, სადაც შრომის დანაწილება უმაღლეს დონეს აღწევს, არსებითი მნიშვნელობა აქვს ფინანსური განათლების მაღალ დონეს. ნებისმიერი მნიშვნელოვანი ჩავარდნა საფინანსო სისტემის მუშაობაში ქმნის სოციალური კატაკლიზმების მნიშვნელოვან საფრთხეს. ეს მოხდა გასული საუკუნის 30-იან წლებში და შეიძლება კვლავ განმეორდეს, თუ საფინანსო სისტემაში იარსებებს სისტემური ხარვეზები.

მოცემული ლექციათა კურსის უპირველეს მიზანს ფინანსური განათლების დონის ამაღლება წარმოადგენს. ნაშრომის პირველი ნაწილი სრულად დაეთმო საერთაშორისო საფინანსო სისტემის ფუნდამენტურ კატეგორიებს, რომელთა სიღრმისეული ცოდნა აუცილებელია საფინანსო სისტემისა და მასში მიმდინარე პროცესების შესაფასებლად, ოპტიმალური სტრატეგიული გადაწყვეტილებების

მისაღებად, ეკონომიკის როგორც მაკრო ასევე მიკრო დონეებზე. ნაშრომის მეორე ნაწილი კი საერთაშორისო ფინანსების ფუნდამენტურ ელემენტებს ეძღვნება, რომელთა ცოდნა აუცილებელია თანამედროვე ფინანსური ნარატივის აღქმისა და შემდგომი ანალიზისათვის.

# საერთაშორისო ფინანსების ზოგადი თეორია

## ნაწილი I. საერთაშორისო ფინანსების ფუნდამენტური კატეგორიები

- 1) ფულის თეორია ----- 2გვ
- 2) საერთაშორისო სავალუტო ურთიერთობების ევოლუცია - -----30გვ
- 3) კრედიტის თეორია და ნაწილობრივი დარეზერვების პრაქტიკა --- -60გვ
- 4) თანამედროვე მონეტარული სისტემა ----- - 92გვ
- 5) ბიზნესის ციკლის თეორია ----- 117გვ
- 6) საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტები ----- 141გვ

## ნაწილი II. საერთაშორისო ფინანსების ძირითადი ელემენტები

- 7) საგადასახდელო ბალანსი -----168 გვ
- 8) სავალუტო ბაზრები ----- - 194 გვ
- 9) ერთი ფასის კანონი და საერთაშორისო პარიტეტი ----- 219 გვ
- 10) სავალუტო დერივატივები და სვოპები ----- 241 გვ
- 11) საერთაშორისო ვაჭრობის დაფინანსება ----- 259 გვ
- 12) ოფშორული ვალუტები და გლობალური ბანკინგი ----- 273გვ

# ნაწილი I

---

საერთაშორისო ფინანსების ფუნდამენტური კატეგორიები

---

# 1. ფულის თეორია

## შინაარსი

- ფულის არსი და ბუნება
- ფულის ევოლუცია
- ფულის თეორიები
- ფულის სახეები და ფუნქციები
- ფულადი აგრეგატები
- დანართი 1 – „კლასიკური დიქტომია და მონეტარული ნეიტრალიტეტი“



## ფულის არსი და ბუნება

ეკონომიკური ცხოვრების უპირველესი ბაზის წარმოადგენს გაცვლა, რომლის გარეშეც ჩვენ არ გვექნებოდა არც ეკონომიკა და პრაქტიკულად არც საზოგადოება. მცირედი წარმოსახვაც საკმარისია თვითკმარი საოჯახო მეურნეობის (მით უმეტეს ადამიანის) ევოლუციის შესაძლებლობების შესაფასებლად. ადამიანი, თავის თავში ატარებს კონკრეტულ ნიჭს (შესაძლებლობებს) და იგი არ წარმოადგენს უნივერსალურ ან თვითკმარ არსებას. ამ თვალსაზრისით კაცობრიობა შეიძლება განვიხილოთ, როგორც მთლიანი სხეული, სადაც თითოეული როგორც ადამიანის ცალკეული ორგანო ასრულებს ადამიანის ზრდა განვითარებისათვის საჭირო ფუნქციებს.

თუმცა, გაცვლა ყოველთვის არ იყო ისეთი მარტივი პროცესი, როგორც დღეს. გაცვლის პირველ სახეს წარმოადგენდა ბარტერი, რომელიც წინააღმდეგობრივი ბუნებით ხასიათდება. დიდი ხნის განმავლობაში კაცობრიობის წარმოდგენაში გაცვლა თავის თავში გარკვეულ ღირებულებით თანასწორობას (ტოლობას) გულისხმობდა. რეალურად კი გაცვლის მთავარი მოტივი მისი მონაწილე მხარეების მიერ გაცვლაში ჩართული პროდუქციის (მომსახურების) განსხვავებულად შეფასებაში მდგომარეობს. თუ პროდუქციის მოხმარების ღირებულება უფრო მაღალია ვიდრე გაცვლის (გაცვლის შედეგად მისაღები პროდუქტის მოხმარების ღირებულება) მაშინ გაცვლის მოტივაცია არ არსებობს.

ბარტერის უპირველეს პრობლემას სასურველი პროდუქციის მაძიებელთა ინტერესების თანხვედრა წარმოადგენდა. რთულად ხერხდებოდა ერთმანეთის პროდუქციის შექენით დაინტერესებული ორი სავაჭრო პარტნიორის მიერ ერთმანეთის პოვნა ბარტერულ ბაზარზე. ამ გარემოებების ლოგიკური შედეგი იყო არაპირდაპირი გაცვლის ფენომენის ჩამოყალიბება, როცა გაცვლის შედეგად ვიღებთ არა უშუალოდ ჩვენთვის სასურველ პროდუქტს, არამედ პროდუქტს, რომელიც სასურველია ჩვენთვის სასურველი პროდუქტის მფლობელისთვის. შესაბამისად,



გაცვლის პროცესში დაინტერესება გაღვივდა არა მხოლოდ პირდაპირი საქიროების პროდუქტების მიმართ არამედ იმ პროდუქტების მიმართ, რომელზე არაპირდაპირი გაცვლის გამო სტაბილურად მაღალი მოთხოვნა არსებობდა.

არაპირდაპირი გაცვლის ფენომენმა ადამიანს გაუჩინა სურვილი მის ხელთ არსებული ქარბი პროდუქცია გადაეცვალა ისეთ პროდუქტში, რომელზეც კონკრეტულ ბაზარზე, ლოკალური გარემოებებიდან გამომდინარე არსებობდა შედარებით მაღალი და სტაბილური მოთხოვნა. როგორც, ავსტრიული ეკონომიკური სკოლის ფუძემდებელი, კარლ მენგერი განმარტავს, ამ ოპერაციით იგი აღწევს არა საბოლოო მიზანს არამედ ის იღებს პერსპექტივას მიაღწიოს საბოლოო მიზანს (შეიძინოს სასურველი პროდუქცია) უფრო მარტივი და მოკლე გზით.

ცხადია, ყოველ საზოგადოებაში ყველაზე მეტად მოთხოვნადი პროდუქტი იქნა “არჩეული” როგორც გაცვლის საშუალება, ხოლო მაღალმა მოთხოვნამ განაპირობა ამ პროდუქტების როგორც გაცვლის საშუალების ფართო გამოყენება. ისტორიულად სხვადასხვა პროდუქტები ასრულებდნენ გაცვლის საშუალების ფუნქციას: საბერძნეთში - მსხვილფეხა რქოსანი პირუტყვი, შოტლანდიაში - ლურსმანი, ეგვიპტეში - სპილენძი და სხვა. საუკუნეების განმავლობაში გაცვლის საშუალებად გამოყენებადი პროდუქტების ნუსხა იხვეწებოდა და საბოლოოდ ოქრო და ვერცხლი იქცა გაცვლის აღიარებულ საშუალებად თავისუფალ და კონკურენტულ ბაზარზე. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, თავისუფალმა ბაზარმა თავად აირჩია ეს ლითონები როგორც გაცვლის ძირითადი საშუალება.

### **ფულის ფუნქციები**

- **ღირებულების საზომი**

ეკონომისტთა სხვადასხვა ჯგუფი ფულის განსხვავებულ ფუნქციებს გამოყოფს. მიუხედავად ამისა, ფულის უმთავრესი ფუნქციაა „გაზომოს“ საქონლის და მომსახურების ღირებულება. ფულის გაჩენამდე საზოგადოებას არ გააჩნდა შესაძლებლობა ისეთივე სიზუსტით განესაზღვრა ფასი, როგორი სიზუსტითაც

ადგენდა სიგრძეს, სიმაღლეს, რაოდენობას და ა.შ. საბაზრო ღირებულების დადგენის ასეთმა ზუსტმა ინსტრუმენტმა განაპირობა შრომის დანაწილების გაღრმავება და გაცვლის პროცესის ინტენსიფიკაცია.

- **გაცვლის საშუალება**

ბარტერისათვის დამახასიათებელი უმთავრესი დაბრკოლება (არაპირდაპირი გაცვლა) სრულად ჩაანაცვლა ფულმა და იგი გახდა გაცვლის უნივერსალური საშუალება. ნებისმიერი პროდუქცია და მომსახურება გახდა ფულზე გაცვლადი, რადგან ფულმა შეძლო შეეფასებინა „გაეზომა“ თუ რა ფასის მატარებელი იყო ესა თუ ის პროდუქტი და მომსახურება ბაზრის მონაწილე საზოგადოებისათვის.

მკაფიო სურათისათვის შეგვიძლია წარმოვიდგინოთ სიტუაცია, რომელშიც თქვენ ხართ გენიალური მხატვარი. მიუხედავად თქვენი გენიალურობისა, ისევე საჭიროებთ პირველადი მოხმარების ნივთებს, როგორც სხვა ნებისმიერი ადამიანი. იმისათვის, რომ თქვენ მოიპოვოთ საკვები და შესამოსელი ან უნდა შექმნათ თავად ან გაუცვალოთ მის მწარმოებელს. ერთი ტილოს შესაქმნელად თქვენ ხარჯავთ უზარმაზარ დროს, შრომასა და ნიჭს, თუმცა შესაძლოა ძალზე გაგიჭირდეთ იმ პიროვნების პოვნა, რომელიც თქვენივე ნახატის სანაცვლოდ მოგცემთ საკვებსაც და შესამოსელსაც. წინააღმდეგ შემთხვევაში თქვენი გენიალური შრომა დაიხარჯება არა ფერწერაზე არამედ პირველადი მოხმარების პროდუქტების შექმნაზე. მაგრამ, საზოგადოებაში სადაც არსებობს ფული, თქვენი შრომის ღირებულება ბაზარზე განსაზღვრადი კატეგორიაა, ხოლო პრობლემები, რომელზეც ზემოთ ვისაუბრეთ, ფანტაზიის ნაყოფი.

- **ღირებულების შენახვის საშუალება**

საზოგადოების ნაწილი მოიხმარს იმაზე ნაკლებს, ვიდრე ქმნის ღირებულების სახით, სწორედ აქედან გამომდინარე, მათ აქვთ მიღებული დანაზოგის შენახვის სურვილი. დანაზოგი შეიძლება შენახულ იქნას ნებისმიერი აქტივის სახით, თუმცა აღნიშნულ აქტივებს ფულად ქცევის განსხვავებული შესაძლებლობები გააჩნიათ,

რასაც ლიკვიდურობა ეწოდება. სწორედ მაღალი ლიკვიდურობის გამო ფულმა შეიძინა მყიდველობითი უნარის შენახვის ფუნქცია. ისევე როგორც ნებისმიერ აქტივს, ფულსაც ჰყავს თავისი „ბუნებრივი“ მტერი - ინფლაცია, რაც ნიშნავს კონკრეტული ფულადი ერთეულის მყიდველობითი უნარის შემცირებას. ფულის ერთ-ერთი მთავარი ფუნქცია არის ღირებულების დაგროვების ფუნქცია.

### **ფულის თეორიები**

**კლასიკური ეკონომიკური სკოლა** - კლასიკოსების მიხედვით, ფასების ელასტიურობა უზრუნველყოფს საბაზრო წონასწორობას, ხოლო ეკონომიკა მუდმივად სრული დასაქმების დონეზე იმყოფება გარდა გარდამავალი შემთხვევებისა, რომელიც დროებით ხასიათს ატარებს და თავისთავად დაიძლევა „ბაზრის უხილავი ხელის“ მიერ. ფული წარმოადგენს ფასისა და ღირებულების გამოსახვის საშუალებას, რომლის საკუთარი ღირებულებაც ცვლილებას არ განიცდის, მიუხედავად მისი ფუნქციებისა. ფული, ასევე, ხელს უწყობს გაცვლის პროცესს რადგან ხსნის გაცვლით დაინტერესებულ მხარეებს შორის არსებული ბარტერული ბარიერს. ამასთან, იგი არ ახდენს გავლენას შედარებით ფასებზე, რეალურ საპროცენტო განაკვეთებზე, საქონლისა და მომსახურების წონასწოვრილი რაოდენობასა და ერთობლივ რეალურ შემოსავალზე. კლასიკური სკოლის მიხედვით, რეალურ ეკონომიკასთან მიმართებით ფული წარმოადგენს ნეიტრალურ კატეგორიას. რაც შეეხება მყიდველობითი უნარის შენახვის (დაგროვების) ფუნქციას, კლასიკური სკოლის მიერ არაჯეროვანად იყო შეფასებული, რადგან ტრანზაქციული დანახარჯებისა და ბაზრის წევრების არასრულყოფილი ინფორმირებულობის ფაქტორები არ იყო მხედველობაში მიღებული.

**რაოდენობრივი თეორია** - ფულის რაოდენობრივი თეორიის ქვაკუთხედს წარმოადგენს ფულის რაოდენობასა და ფასების დონეს შორის პროპორციული ურთიერთკავშირის საკითხი. აღნიშნული დამოკიდებულება განვითარებულ იქნა კლასიკური ეკონომიკური სკოლის მიერ შემოთავაზებულ „საბაზრო წონასწორობის“

ჩარჩოში და ორი ალტერნატიული და ექვივალენტური გამოხატულება ჰპოვა. პირველი, იელის უნივერსიტეტის პროფესორის ირვინგ ფიშერის „გაცვლის განტოლებაში“, ხოლო მეორე - „ფულადი ბალანსის მიდგომაში“, რომელიც, თავის მხრივ, ასოცირდება კემბრიჯის უნივერსიტეტის ეკონომისტებთან, კერძოდ არტურ პიგუსთან. თავდაპირველად ორივე მოდელი ფულს განიხილავდა როგორც გაცვლის საშუალებას და შესაბამისად შეიმუშავეს ფულზე ტრანზაქციული მოთხოვნის მოდელები. აღსანიშნავია, რომ ფიშერმა დიდი ყურადღება დაუთმო საგადახდო მექანიზმის ინსტიტუციური დეტალების ანალიზს, ხოლო კემბრიჯის ეკონომისტებმა - ინდივიდების მიერ ფულის ფლობის მოტივებს.

„გაცვლის განტოლება“. ფულის რაოდენობრივი თეორიის კლასიკურ გაგებაში ფულზე მოთხოვნა, როგორც კატეგორია საერთოდ არ ფიგურირებდა. ნაცვლად ამისა წარმოდგენილი იყო ე.წ. „ფულის ბრუნვის ტრანზაქციული სიჩქარე“, რაც გულისხმობდა ფულის ერთეულის გამოყენების საშუალო რაოდენობას კონკრეტული პერიოდისათვის.

$$M_s V_T = P_T T$$

- $M_s$  - ფულის რაოდენობა მიმოქცევაში
- $T$  - ტრანზაქციების მოცულობა
- $P_T$  - ფასების დონე
- $V_T$  - ბრუნვის ტრანზაქციული სიჩქარე

აღნიშნულ ტოლობაზე მსჯელობისას ჯოზეფ შუმპეტერი მიუთითებდა, რომ  $M_s$  ცვლადი წარმოადგენს „აქტიურ“ ცვლადს და ხოლო  $P_T$  წარმოადგენს „პასიურ“ ელემენტს.  $M_s$ ,  $V_T$ , და  $T$  წარმოადგენენ  $P_T$ -ს „მსაზღვრელებს“. შუმპეტერი ასევე აღნიშნავს, რომ ფულის ბრუნვის სიჩქარის განმაპირობებელი გარემოებების გათვალისწინებით (ტექნოლოგიები და მონეტარული სისტემის ინსტიტუტები) აღნიშნული ცვლადი სტაბილურია მოკლევადიან პერიოდში. ფულის რაოდენობა და

ტრანზაქციების მოცულობა ტოლობის სხვა ცვლადებთან მიმართებაში წარმოადგენენ დამოუკიდებელ ელემენტებს. კლასიკური ეკონომიკური სკოლის ჩარჩოს მიხედვით გამოშვებასა (Output) და ტრანზაქციების მოცულობას შორის არსებობს სტაბილური ურთიერთკავშირი. აღნიშნული შედეგების გათვალისწინებით ფიშერის ტოლობა შემდეგ სახეს მიიღებს:

$$\underline{M_s} \underline{V_T} = \underline{P_T} \underline{I},$$

ცვლადების ქვეშ ხაზგასმა მიუთითებს ცვლადების დამოუკიდებლობაზე ტოლობის სხვა ცვლადებთან მიმართებით. რადგან  $\underline{V_T}$  და  $\underline{I}$  მუდმივია, ხოლო  $\underline{M_s}$ -ცვალებადი, ცხადია ფასების დონე იცვლება ფულის რაოდენობის პროპორციულად, რაც კიდევ ერთხელ ადასტურებს ფულის „ნეიტრალობის“ პრინციპს.

**კემბრიჯის მიდგომა.** კემბრიჯის ეკონომისტები ფულის რაოდენობას განიხილავენ ნომინალურ შემოსავლებთან კავშირში და მიუთითებენ ფულის მიწოდების ეფექტზე ფასების დონესთან მიმართებაში. აღნიშნული მიდგომა უკავშირდება არტურ პიგუსა და მარშალის სახელს.

მიდგომა უფრო მეტ ყურადღებას უთმობს ინდივიდუალურ არჩევანს, ვიდრე საბაზრო წონასწორობას. კემბრიჯის ეკონომისტები განსაკუთრებულ ყურადღებას უთმობდნენ ფულის იმ მოცულობის განსაზღვრას, რომელიც ეკონომიკურ აგენტებს სჭირდებოდათ ტრანზაქციების განსახორციელებლად, მაშინ როცა ფიშერის მიდგომაში აქცენტი კეთდებოდა ფულის იმ რაოდენობაზე რომელიც ეკონომიკას სჭირდება ტრანზაქციების მოცემული რაოდენობის შესასრულებლად. ფიშერის მოდელისგან განსხვავებით, სადაც ფული მხოლოდ გაცვლის საშუალებას წარმოადგენს, კემბრიჯის მიდგომაში ფული განიხილება არა მხოლოდ გაცვლის, არამედ როგორც მყიდველობითი უნარის შენახვის საშუალება.

მოდელის შემუშავებისას, მოცემულობის გამარტივების მიზნით პიგუმ აჩვენა, რომ მოკლევადიან პერიოდში, ინდივიდების სიმდიდრე, ტრანზაქციების მოცულობა და შემოსავლების დონე სტაბილურ კორელაციაში იმყოფებიან. კლასიკური

წონასწორობის მოცემულობაში, როცა სხვა ყველა ფაქტორი თანაბარია, ფულზე მოთხოვნა  $M_d$  წარმოადგენს ნომინალურ ცვლადს, რომელიც თავის მხრივ პროპორციულ დამოკიდებულებაშია როგორც ინდივიდების ნომინალური შემოსავლების დონესთან  $P_y$ , ასევე მთლიანი ეკონომიკასთან:

$$M_d = kP_y$$

$K$  შესაძლოა დამოკიდებული იყოს მოხმარების განაწილებასთან დაკავშირებულ ისეთ ფაქტორებზე, როგორცაა სიმდიდრე და საპროცენტო განაკვეთები, თუმცა ძირითადი დატვირთვა მაინც ტრანზაქციების დონეზე მოდის. წონასწორული ბაზრის პირობებში შეგვიძლია ვიგულისხმოთ, რომ  $M_s = M_d$ . მაშინ, კემბრიჯის ფორმულა მიიღებს შემდეგ სახეს:  $M_s * 1/k = \underline{M}_s V = P_y$ . რადგან წონასწორული გარემოში  $M_s = M_d = M$ , მაშინ  $MV = P_y$ . ფიშერის ფორმულის მსგავსად,  $V$  აქაც წარმოადგენს „შემოსავლების ცირკულაციის სიჩქარეს“, რომელიც თავის მხრივ დამოკიდებულია ტექნოლოგიურ და ინსტიტუციონალურ ფაქტორებზე და შესაბამისად, მოკლევადიან პერიოდში განიხილება როგორც სტაბილური ცვლადები. რადგან მივიღეთ, რომ  $y$  სრული დასაქმების გარემოში არსებული რეალური შემოსავლებია და  $V$  წარმოადგენს ფიქსირებულ პარამეტრს, მიმოქცევაში ფულის რაოდენობის ზრდა გამოიწვევს პროპორციულ შედეგს  $P$  პარამეტრში, რაც მსგავსად რაოდენობრივი თეორიისა მიგვითითებს ფულის „ნეიტრალობაზე“.

კემბრიჯის ეკონომისტების მიერ შემოთავაზებული ფორმულირება გვაძლევს უფრო სრულყოფილ სურათს, რადგან რეალურ ფულად ბალანსს განიხილავს, როგორც ფასების დონის ძირითად მსაზღვრელს ფულის მოცემული რაოდენობის პირობებში. აღნიშულმა მოდელმა მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინა, როგორც კეინსიანურ ასევე მონეტარისტულ თეორიებზე. კემბრიჯის ეკონომისტებმა, ფულის თეორიის ირგვლივ არსებული კვლევები ინსტიტუციური ფაქტორებიდან და საჭიროებებიდან, საზოგადოებისა და ინდივიდების ქცევის სიბრტყეში გადაიტანეს.

**ნეოკლასიკური მიდგომები.** ნეოკლასიკური მიმდინარეობა „გაცვლის საშუალებას“ განიხილავდა ფულის უმთავრეს ფუნქციად. მათი შეფასებით, ფულის მიმართ მეცნიერული ინტერესი, განპირობებულია ეკონომიკაში მისი ხარჯივითა და მიმოქცევით. საპროცენტო განაკვეთების, როგორც ფაქტორის როლი ფულზე მოთხოვნის ჩამოყალიბების პროცესში არ წარმოადგენდა ნეოკლასიკოსთა მსჯელობის ძირითად საგანს. ისინი უფრო მეტ ყურადღებას უთმობდნენ სხვა ფაქტორებს. მაგალითად, მარშალი და პიგუ აღნიშნავდნენ, რომ მომავლის არცოდნა (განჭვრეტის შეუძლებლობა) ფულზე მოთხოვნის განმაპირობებელი ერთ-ერთი ფაქტორია. ჯონ ჰიკსი ამტკიცებდა, რომ ფულის თეორია უნდა დაეფუძნოს ღირებულების თეორიას, რომელშიც ფული წარმოადგენს ალტერნატიულს აქტივებს შორის არჩევანის გაკეთების პრობლემის ლოგიკურ შედეგს და შესაბამისად ტრანზაქციული დანახარჯებთან ერთად მასზე გავლენას ახდენს შესაძენ აქტივთან დაკავშირებული რისკი და შემოსავლიანობა. ნეოკლასიკური თეორია საპროცენტო განაკვეთების როლთან მიმართებაში ამაზე შორს არ წასულა.

**კეინსიანური თეორია.** ფულზე მოთხოვნის თეორია სრულიად განსხვავებული კუთხით განიხილა ჯ.მ. კეინსმა. კლასიკური და ნეოკლასიკური სკოლები ფულს განიხილავდნენ მხოლოდ „მოდრაობაში“. კეინსმა აღნიშნული პროცესი განიხილა ფულის ფლობის მოტივებიდან გამომდინარე და ამტკიცებდა, რომ ფულზე მოთხოვნა სწორედ ამ მოტივების საფუძველზე ყალიბდება.

კეინსი გამოჰყოფდა ფულის ფლობის სამ მოტივს: ტრანზაქციული, უსაფრთხოებისა და სპეკულაციური. ტრანზაქციული მოტივისათვის ფული წარმოადგენს გაცვლის საშუალებას. კეინსის მიხედვით ტრანზაქციული დანახარჯების დონე, როგორც ცალკეული ინდივიდების, ასევე მთლიანი ეკონომიკისათვის დამოკიდებულია შემოსავლების დონეზე. ინდივიდების სურვილი, ჰქონდეთ გარკვეული ფულადი ფონდები გაუთვალისწინებელი ხარჯებისათვის ასევე ქმნის ფულზე მოთხოვნას უსაფრთხოების მოტივით. სპეკულაციური მოტივებით ფულის ფლობა წარმოადგენს კეინსის განსაკუთრებულ

მიგნებას, რასაც თავად „ლიკვიდურობის უპირატესობა“ უწოდებდა. პიგუსა და მარშალის მიერ შემოთავაზებულ „გაურკვევლობის“ ფაქტორს, კეინსმა უფრო მკაფიო ფორმულირება მისცა მომავალი საპროცენტო განაკვეთების სახით.

კეინსის მიხედვით, ცალკეული ინდივიდებისათვის მსყიდველობითი უნარის შენახვის ორი ძირითადი ალტერნატივა არსებობს: ფული და ობლიგაცია. ობლიგაციის ფასი დამოკიდებულია მისი შემოსავლიანობის დონეზე. კეინსი განმარტავდა, რომ ყოველთვის არსებობს გარკვეული ღირებულება ან ღირებულებათა ინტერვალი, რომელიც შესაძლებელია განვიხილოთ როგორც საპროცენტო განაკვეთის ნომინალური დონე. როდესაც საპროცენტო განაკვეთი აღნიშნულ ნომინალურ დონეზე მაღალია არსებობს მისი დადმასვლის შესაძლებლობა და პირიქით, როცა საპროცენტო განაკვეთი დაბალია მის ნომინალურ დონეზე. თუ ცალკეულ პირს აქვს მკაფიო მოლოდინი საპროცენტო განაკვეთის მომავალ დონესთან დაკავშირებით, სპეკულაციური მოტივით განპირობებული მოთხოვნა ფულზე, წარმოადგენს დისკონტირების ფუნქციას. თუმცა რეალურ ეკონომიკაში, ცალკეულ პირებს საპროცენტო განაკვეთის მომავალ ღირებულებასთან დაკავშირებით განსხვავებული მოლოდინი გააჩნიათ.

საპროცენტო განაკვეთი, როგორც ფაქტორი კეინსის მიერ აგებულ ფულზე მოთხოვნის ფუნქციაში, შემდეგი სახით აისახა:

$$m^d=f(y,i)$$

სადაც  $m^d$ - მოთხოვნა რეალურ ფულად ბალანსზე, წარმოადგენს “y” რეალური შემოსავლისა და “i” სარგებლის განაკვეთის ფუნქციას. კეინსის მიერ შემოთავაზებული ფულის თეორია, მსგავსად მისი წინამორბედების მიერ ფორმულირებული ვერსიებისა წარმოადგენს რეალურ ფულზე მოთხოვნის თეორიას. კეინსის კიდევ ერთ მიგნებას ფულის თეორიაში წარმოადგენს მოლოდინის ეფექტი. თუ საპროცენტო განაკვეთები შედარებით დაბალია, ეკონომიკური აგენტები განაკვეთების ზრდის მოლოდინით თავს იკავებენ საპროცენტო სარგებლის მომტან



ინსტრუმენტებში დანაზოგების ინვესტირებისგან. მოცემული ეტაპზე სარგებლის განაკვეთები იდეალურ ელასტიურობას ავლენენ ფულზე ერთობლივ მოთხოვნასთან მიმართებაში და ეკონომიკა შედის ფაზაში, რომელსაც „ლიკვიდურობის მახეს“ უწოდებენ.

**Inventory-theoretic მიდგომა.** უილიამ ბაუმოლმა (1952) და ჯეიმს ტობინმა (1956) შეიმუშავეს ფულზე მოთხოვნის მოდელი, სადაც ფული განხილულია, როგორც მარაგები მომავალი ტრანზაქციების შესასრულებლად. აღნიშნული მოდელი განიხილავს ღირებულების შენახვის ორ ალტერნატივას: ფულს და დივიდენდის მქონე ფინანსურ ინსტრუმენტებს. შესაბამისად, საოჯახო მეურნეობების ფულადი დანაზოგების მართვა დაკავშირებულია ორფაქტორიან პრობლემასთან. ერთი მხრივ, დივიდენდის მომტან ფინანსურ ინსტრუმენტებს მოაქვთ მოგება, მაშინ როცა ფულს არ მოაქვს დივიდენდი. მეორე მხრივ, ტრანზაქციების დასაფინანსებლად აუცილებელი ფული. გასათვალისწინებელია, რომ ფინანსური ინსტრუმენტების ფულად გადაქცევა დაკავშირებულია გარკვეულ საბროკერო ხარჯებთან. შესაბამისად, დანაზოგების სტრუქტურაში ფულის შედარებით მაღალი პროპორცია, ერთი მხრივ, იწვევს ტრანზაქციული დანახარჯების მინიმალურობას, ხოლო მეორე მხრივ - საპროცენტო სარგებლის შემცირებას. ოპტიმალური სტრუქტურული კონფიგურაციის მისაღწევად აუცილებელი პორტფელის დაბალანსება. აღნიშნულმა მსჯელობამ ავტორები მიიყვანა „კვადრატული ფესვის ფორმულის“ ფორმირებამდე:

$$m^* = \sqrt{(ay)/2r}$$

$m^*$ - ოპტიმალურ მოთხოვნა რეალურ ფულად ბალანსზე, პირდაპირპროპორციულ კავშირშია ტრანზაქციული დანახარჯებსა და  $y$  რეალურ შემოსავალთან, ხოლო უკუპროპორციულ კავშირში -  $r$  სარგებლის განაკვეთთან.

ფულზე მოთხოვნის კიდევ ერთ მოდელს წარმოადგენს “cash-in-advance models”. რომლის მიხედვით, მიმდინარე გადახდები ხორციელდება წინა პერიოდში მიღებული ფულის საფუძველზე, რაც ნიშნავს, რომ მყიდველებს ფულის სჭირდება

წინასწარ „cash- in-advance“. მოდელი აანალიზებს რაციონალური ეკონომიკური აგენტების მიერ ფულის ფლობის მოტივებს. კვლევის აღნიშნული მიმართულების განვითარებაში განსაკუთრებული როლი შეიტანა რობერტ ლუკასმა. მან მოცემული მოდელი განიხილა მაკროეკონომიკურ წონასწორობაში და ამ გზით შეისწავლა ფულზე მოთხოვნის ტრანზაქციული მოტივები.

მიუხედავად არსებული სახესხვაობებისა, “cash-in-advancemodels” შედგება შემდეგი 5 ელემენტისგან: პირველი, არსებობს იდენტური ეკონომიკური აგენტების დიდი რაოდენობა, რომელებიც (პროდუქციის) მოხმარებით გზით იღებენ უპირატესობას დროში. ზოგიერთი ეკონომიკურ აგენტი სხვა ეკონომიკურ აგენტებზე ჰყიდის საკუთარ ნიჭს. მესამე, ფულის საერთო რაოდენობა უნდა შეესაბამებოდეს პროდუქციის საერთო რაოდენობას, რადგან სწორედ ფული გამოჰყოფს მოთხოვნას მოთხოვნილებისაგან. მეოთხე, ვაჭრობის განსახორციელებლად საჭიროა არსებობდეს წესები ვაჭრობის ადგილთან, დროსთან და ინტერვალთან დაკავშირებით. მეხუთე, წონასწორული გარემოში წარმოება მოხმარების ტოლია და ფულზე მოთხოვნა წარმოადგენს ტრანზაქციული მოთხოვნას.

ზემოაღნიშნულ მოდელს აქვს რიგი მნიშვნელოვანი პრობლემები. უპირველეს ყოვლისა, იგი ვერ იძლევა ეკონომიკური აგენტების მხრიდან ფულის გამოყენების საჭიროების ახსნას. ასევე, იგი ვერ ხსნის, თუ რა გამოიყენება ფულად. იგი ასევე ითვალისწინებს მნიშვნელოვან შეზღუდვებს ტრანზაქციების დროსა და ინტერვალთან მიმართებაში.

**პრევენციული მოთხოვნა ფულზე.** ტრანზაქციული მოტივების გარდა არსებობს ფულის ფლობის პრევენციული მოტივიც. აღნიშნული მოტივის ძირითადი გამომწვევი მიზეზია გაურკვეველობა რომელიც მომავალში შესაძლო გასაწევ ხარჯებს ახლავს თან. ამ თვალსაზრისით, ეკონომიკური აგენტი დანაზოგების რაც უფრო მეტ ნაწილს შეინახავს ფულის სახით, მით უფრო ნაკლები დანახარჯები ექნება ლიკვიდურობის მისაღწევად, თუმცა პროპორციულად შემცირდება საპროცენტო

შემოსავლები, რომელიც დანაზოგების ფასიან ქალაქებში განთავსებას შეეძლო მოეტანა. შესაბამისად, ეკონომიკური სუბიექტები ცდილობენ დააბალანსონ დანაზოგების პორტფელი და ლიკვიდურობის პარალელურად მიიღონ საპროცენტო სარგებელი.

ფულზე პრევენციული მოთხოვნის მოდელი თავისუფალია ბაუმოლი-ტობინის მიდგომაში არსებული დაშვებისგან, სადაც შემოსავლები და გადასახდელები მკაფიოდ განსაზღვრულ ფაქტორებს წარმოადგენენ. თუმცა, შემოსავლებისა და ხარჯების განაწილების ალბათობა ამ მოდელშიც განიხილება როგორც მკაფიოდ განსაზღვრადი მაჩვენებლები. მოდელის ერთერთი აღმოჩენაა, რომ ტრანზაქციების საერთო მოცულობის ზრდა იწვევს ფულის ფლობის პროპორციულზე ნაკლები დოზით ზრდას.

**ფული როგორც აქტივი.** აღნიშული მიდგომა ფულს განიხილავს მსყიდველობითი უნარის შენახვის ფუნქციის თვალსაზრისით. ე.წ. აქტივები ან პორტფელის მოდელი ასოცირდება „იელის სკოლასთან“, რომელიც ფულზე მოთხოვნას განიხილავს ფულადი პორტფელის სტრუქტურის ფორმირების პრობლემის კონტექსტში. შესაბამისად, მსჯელობის ძირითად საკითხს წარმოადგენს რისკი და სარგებელი, რომელიც ამ აქტივებს მოაქვთ. ფულის შემთხვევაში, სარგებელს წარმოადგენს ტრანზაქციების განხორციელების სიმარტივე, ლიკვიდურობა და უსაფრთხოება. მოდელის მიზანს წარმოადგენს აჩვენოს საპროცენტო განაკვეთსა და რეალურ ფულზე მოთხოვნას შორის არსებული ურთიერთდამოკიდებულება. მოდელი ასევე განიხილავს, სიმდიდრესა და ლიკვიდურობას, როგორც ფულზე მოთხოვნის ძირითად დეტერმინანტებს.

კეინსის მიერ შემოთავაზებული ლიკვიდურობის უპირატესობის საკითხი დაფუძნებულია მომავალი საპროცენტო განაკვეთების მიმართ არსებულ მოლოდინებს შორის განსხვავებაზე, ჯეიმს ტობინმა აჩვენა, რომ რისკის აცილების

ფენომენმა ჩამოაყალიბა ლიკვიდურობის უპირატესობის საფუძვლები და უარყოფითი კორელაცია ფულზე მოთხოვნასა და სარგებლის განაკვეთს შორის.

ჯეიმს ტობინმა ასევე წამოაყენა იდეა, რომ ეკონომიკური აგენტების დანაზოგების პორტფელში ფული არსებობას განაპირობებს, დივიდენდის მომტან აქტივებთან შედარებით ფულის ფლობით მიღებული რეალური სარგებლის მკაფიოობა და სიცხადე რადგან, ფული სხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებზე ნაკლებად რისკიანი აქტივია. რისკიანობას კი განაპირობებს ობლიგაციების და აქციების საბაზრო ფასის ცვალებადობა, რაც ფულისათვის არ არის დამახასიათებელი. რისკიანი აქტივების ფლობის მოტივს კი ფულის ფლობასთან შედარებით მისი სარგებლიანობის სიჭარბე წარმოადგენს. შესაბამისად, რისკის აცილების მსურველ ეკონომიკურ აგენტებს დანაზოგების პორტფელის ოპტიმალური სტრუქტურის უზრუნველსაყოფად ცხადია სჭირდებათ ფულის გარკვეული ოდენობის არსებობა მათ პორტფელში. თუმცა ფიშერი მიიჩნევდა, რომ მხოლოდ რისკის თავიდან აცილების მოტივი არ ქმნის ეკონომიკური აგენტების მხრიდან ფულის ფლობის მოტივებს. ფული არ წარმოადგენს ისეთ ურისკო აქტივს, როგორც მას ტობინი განიხილავს. მაგალითად, ვადიანი ანაზარი ატარებს ზუსტად იგივე რისკს, რასაც ფული და გულისხმობს საპროცენტო სარგებლის მიღებას. ასევე, უსაფრთხო აქტივს წარმოადგენს ინდექსირებული ობლიგაცია.

**სამომხმარებლო მოთხოვნის თეორია.** აღნიშნული მიდგომა შემოგვთავაზა მეოცე საუკუნის ერთერთმა ყველაზე ცნობილმა ეკონომისტმა, მილტონ ფრიდმანმა. მოდელის მიხედვით ქონების ფლობა განპირობებულია მისგან მომდინარე კეთილდღეობით. თეორია ასოცირდება ჩიკაგოს სკოლასთან, რომელიც ფულზე მოთხოვნას, ხანგრძლივი მოხმარების ქონებაზე მოთხოვნის თეორიის გაგრძელებად განიხილავს. ჩიკაგოს მოდელი წარმოადგენს რაოდენობრივი თეორიის ერთგვარ „გადატვირთვას“, სადაც ფრიდმანი ამტკიცებს, რომ აქტივებზე მოთხოვნა დაფუძნებულია მომხმარებელთა სურვილზე.

ნაცვლად იმისა, რომ კეინსის მსგავსად გაერკვია რა აიძულებს ინდივიდებს ფულის ფლობას, ფრიდმანი ეთანხმებოდა კემბრიჯის მიდგომას და იკვლევდა სხვადასხვა მოცემულობებში რა მოცულობის ფულის ფლობას არჩევდნენ ეკონომიკური აგენტები. იგი ასევე იზიარებდა ნეოკეინსიანურ „პორტფელის“ მიდგომას, სადაც ფული წარმოადგენდა ფინანსური აქტივების ნაწილს, თუმცა მიიჩნევდა, რომ პორტფელი ასევე უნდა მოიცავდეს შემოსავლების მომტან აქტივებსაც. იგი სიმდიდრეს განიხილავდა, როგორც ფულზე მოთხოვნის საკვანძო დეტერმინანტს.

ფრიდმანი თვლიდა, რომ ფულის რაოდენობრივი თეორია წარმოადგენს ფულზე მოთხოვნის თეორიას და არა წარმოების, შემოსავლებისა და ფასების თეორიას. ფრიდმანი ასევე განარჩევდა ფულზე მოთხოვნის ორ სახეს. ფულზე მოთხოვნა ჩნდება ტრანზაქციული მიზნებიდან გამომდინარე. იგი ასევე გვხვდება ფულის რაოდენობრივი თეორიის თავდაპირველ მოდელში. დამატებით ფრიდმანმა გამოჰყო ფულზე როგორც აქტივზე მოთხოვნის არსებობა. შესაბამისად, ფრიდმანი ფულის თეორიას განიხილავდა როგორც სიმდიდრის თეორიის ნაწილს. იგი ფულზე მოთხოვნას აიგივებდა ნებისმიერ ხანგრძლივი მოხმარების საქონელზე მოთხოვნასთან.

მისივე განმარტებით, ფულზე მოთხოვნა დამოკიდებულია სამ ფაქტორზე:

- სიმდიდრის სხვადასხვა ფორმით ფლობაზე;
- სიმდიდრის ფლობის ამ ფორმების ფასსა და მათგან მომდინარე შემოსავლებზე;
- აქტივების მფლობელის გემოვნებაზე.

ფრიდმანი განიხილავს სიმდიდრის ფლობის 5 ძირითად ფორმას: სახელდობრ ფული M, ობლიგაციები B, აქციები E, მატერიალური კაპიტალი G და ადამიანური კაპიტალი H. ფართო გაგებით, მთლიანი სიმდიდრე მოიცავს ყველა სახის

„შემოსავალს“. „შემოსავლის“ დეფინიციის ქვეშ ფრიდმანი გულისხმობს „ნომინალურ ერთობლივ პერმანენტულ შემოსავალს“.

$$Y_m = Y_p + Y_t$$

$$C_m = C_p + C_t$$

$Y$  - წარმოადგენს შემოსავალს, ხოლო  $C$  - წარმოადგენს მოხმარებას.  $p$  და  $t$  წარმოადგენენ პერმანენტული და გარდამავალი ცვლადების აღმნიშვნელებს. განსხვავება  $Y_m$ -სა და  $Y_p$ -ს შორის გამოწვეული გარდამავალი კომპონენტის  $Y_t$  არსებობით, რომელიც თავის ბიზნესის ციკლის ცვალებადობის მიხედვით შესაძლებელია იცვლებოდეს.

სიმდიდრის მფლობელი, სარგებლის მაქსიმიზაციის მიზნით საკუთრებას სიმდიდრის ფლობის სხვადასხვა ფორმებში ანაწილებს. ფრიდმანის განმარტებით, არსებობს ფულზე მოთხოვნის განმაპირობებელი 4 ფაქტორი: ფასები დონე, რეალური შემოსავალი, საპროცენტო განაკვეთი და ფასების დონის ზრდის განაკვეთი. ფულზე მოთხოვნასა და რეალურ მოსავალს (საქონლისა და მომსახურების გამოშვებას) შორის არსებობს პირდაპირი კავშირი. თუმცა, ფასებისაგან განსხვავებით ეს კავშირი არ არის პროპორციული. სწორედ ამიტომ, ფასების ცვლილება იწვევს პირდაპირპროპორციულ ცვლილებას ფულზე მოთხოვნაში, ხოლო ცვლილებები რეალური ეკონომიკაში იწვევს პირდაპირ და პროპორციულზე აღმატებულ ცვლილებას ფულზე მოთხოვნაში.

ფრიდმანს სჯეროდა, რომ სიმდიდრის თითოეულ ფორმას ჰქონდა განსხვავებული შემოსავლიანობა და სარგებელი. ფართო გაგებით, ფული მოიცავს ვალუტას, ვადიან ანაბარს და მოთხოვნამდე დეპოზიტს. ნომინალური სარგებლის მიღმა ფულს მოაქვს რეალური სარგებელი ხელსაყრელ მდგომარეობაში მფლობელის ჩაყენებით, ფინანსური უსაფრთხოების უზრუნველყოფით და ა.შ. როდესაც ფასების დონე დაბლა იწვევს ფულს სარგებლიანობა არის პოზიტიურ არეალში, ხოლო როცა

ფასები იზრდება პირიქით მისი სარგებლიანობა უარყოფითია, ანუ გულისხმობს გარკვეულ დანახარჯებს, რადგან მცირდება მისი მყიდველობითი უნარი. შესაბამისად, ფრიდმანის მოდელის უმთავრეს პარამეტრს წარმოადგენს P.

ფინანსური და მატერიალური აქტივების შემოსავლიანობა განისაზღვრება მათ საფუძველზე მიღებული პერიოდული შემოსავლებისა და მათ ფასებში მომხდარი აბსოლუტური ცვლილების ჯამით. სიმდიდრის მფლობელის მხრიდან ფულზე მოთხოვნის ფორმულა ფრიდმანმა შემდეგნაირად ჩამოაყალიბა:

$$M = f \left[ p, r_b - \frac{1}{r_b} \cdot \frac{dr_b}{dt}; r_e + \frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{dt} - \frac{1}{r_e} \cdot \frac{dr_e}{dt}; \frac{1}{p} \cdot \frac{dp}{dt}; w; y; m \right] \dots (1)$$

M – ერთობლივი მოთხოვნა ფულზე

P – ფასების საერთო დონე

$r_b$  –სარგებლის განაკვეთი ობლიგაციებზე

$r_e$  –სარგებლის განაკვეთი აქციებზე

$1/P * dp/dt$  – ნომინალური შემოსავალი არა ფინანსური აქტივებიდან

W – ინტელექტუალური და არაინტელექტუალური სიმდიდრის თანაფარდობა

Y -სიმდიდრის მფლობელისათვის ხელმისაწვდომი ფულადი შემოსავლები

m - სიმდიდრის მფლობელის გემოვნება

ფრიდმანის აზრით, თუ ფულზე მოთხოვნა ცნობილი და მოცემული პარამეტრია, შესაძლებელია განისაზღვროს ფულის მიწოდების ზრდის გავლენა მოხმარებასა და შემოსავლებზე. თუ ეკონომიკა სრული დასაქმების დონეზე დაბალ კონდიციაშია, დამატებით ფულის მიწოდება მოკლევადიან პერიოდში გამოიწვევს მოხმარების, წარმოებისა და დასაქმების ზრდას.

ფრიდმანის მიერ შემოთავაზებულ ფულზე მოთხოვნის რაოდენობრივ თეორიაში, ფულის მიწოდება წარმოადგენს ფულზე მოთხოვნისაგან

დამოუკიდებელ პარამეტრს. მიუხედავად იმისა, ცვლის თუ არა მონეტარული ხელისუფლება ფულის მიწოდებას, ფულზე მოთხოვნა რჩება შედარებით სტაბილური. რაც ნიშნავს, რომ ფულის ის რაოდენობა, რომელსაც ადმიანები ფლობენ ნაღდი ფულისა და დეპოზიტის სახით, დამოკიდებულია არა ფულის მიწოდებაზე, არამედ მათ შემოსავლებზე.

### **ფულის სახეები**

- **ქალაქის ფული**

საწყის ეტაპზე ქალაქის ფული იყო ტექნიკური საშუალება და იგი არსებობდა ჩეკების სახით. შრომის დანაწილების განვითარებისა და სავაჭრო გარიგებების გამსხვილებასთან ერთად გაჩნდა დიდი მოცულობის ფულადი ტრანზაქციების აუცილებლობა. მსგავსი ტრანზაქციებისას შესაბამისი რაოდენობის ოქროს მონეტების თან ტარება იყო მეტად არაკომფორტული და სარისკო. შესაბამისად, გაჩნდა სადეპოზიტო და საკლირინგო მომსახურება. ფაქტობრივად, ოქროს პირდაპირი გამოყენება ეტაპობრივად ამოვიდა საზოგადოების ყოველდღიური ცხოვრებიდან, რის გამოც ქალაქის ბანკნოტები და ჩეკები აღიქმებოდა როგორც ფული და არა მისი შემცვლელი.

ჩამოყალიბდა ქალაქის ფულის გამოყენების ჩვევა და ნდობა ქალაქის ნაგლეჯის მიმართ, რომელსაც ოქროსგან დამოუკიდებლად არანაირი შინაგანი ღირებულება არ ჰქონდა. საბოლოოდ, სახელმწიფოს მიერ მოხდა ოქროს როგორც გადახდის კანონიერი საშუალების აკრძალვა და იგი ჩაანაცვლა არაუზრუნველყოფილმა ქალაქის ფულმა. სახელმწიფოს მხრიდან მსგავსი ნორმის დაწესების მიმართ ცდუნება და სურვილი სრულიად ბუნებრივია. ფულის ემისიისათვის ბუნებრივი საზღვრების მოხსნით იგი იძენს მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს საბიუჯეტო ხარჯების დასაფინანსებლად. მსგავსი მაგალითები მსოფლიო ისტორიაში უამრავია. შესაბამისად, ჰიპერინფლაციის ფაქტები გვხვდება



თანამედროვე ვენესუელაში, პირველი მსოფლიო ომის შემდგომ ევროპის რიგ ქვეყნებში, აიპონიაში და ა.შ.

არაუზრუნველყოფილი ქაღალდის ფულის სისტემაში ფულის მიწოდების საზომად გამოიყენებენ ფულად აგრეგატებს. ფულის რაოდენობრივი თეორიის მიხედვით, მიმოქცევაში ფულის რაოდენობას გადამწვეტი მნიშვნელობა ენიჭება სწორი მონეტარული პოლიტიკისათვის. ფულადი აგრეგატების ზოგადი ჩარჩოს მიუხედავად სხვადასხვა ეროვნულ ბანკს მცირედით განსხვავებული შტრიხები შესაძლოა ჰქონდეთ ცალკეული ფულადი ფულადი აგრეგატის დეფინიციაში, რაც, თავის მხრივ, დამოკიდებულია ეკონომიკის განვითარების დონესა და საანგარიშსწორებო ურთიერთობების სპეციფიკაზე. საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ აგებული ფულად აგრეგატები ასე გამოიყურება : იხ ცხრილი 1.

**ცხრილი 1**

**მონეტარული აგრეგატები 31.12.2015 მდგომარეობით**

M0	1,981,936	ბანკებს გარეთ არსებული ნაღდი ფული
M1	4,435,599	ვიწრო ფული
M2	5,762,932	ფართო ფული უცხოური ვალუტით დეპოზიტების გარეშე
M3	13,343,921	ფართო ფული

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ბანკებს გარეთ არსებული ნაღდი ფული (M0) – ფულადი აქტივების ყველაზე ლიკვიდური ნაწილი; მოიცავს მიმოქცევაში არსებულ ეროვნულ ვალუტას, კომერციული ბანკების სალაროებში ნაშთების გარეშე.

M1 აგრეგატი (ვიწრო ფული) – მოიცავს ბანკებს გარეთ არსებულ ნაღდ ფულს (M0) და რეზიდენტი სამეწარმეო და შინამეურნეობების სექტორების მოთხოვნამდე

დეპოზიტებს ეროვნული ვალუტით, საბანკო და სამთავრობო სექტორების დეპოზიტების გარეშე.

M2 აგრეგატი (ფართო ფული უცხოური ვალუტით დეპოზიტების გარეშე) – ვიწრო ფულისა (M1) და საბანკო სექტორში რეზიდენტი სამეწარმეო და შინამეურნეობების სექტორების ეროვნული ვალუტით დენომინირებული ვადიანი და შემნახველი დეპოზიტების ერთობლიობა, საბანკო და სამთავრობო სექტორების დეპოზიტების გარეშე.

M3 აგრეგატი (ფართო ფული) – M2 აგრეგატისა და საბანკო სექტორში რეზიდენტი სამეწარმეო და შინამეურნეობების სექტორების უცხოური ვალუტით დენომინირებული დეპოზიტების საერთო თანხა, საბანკო და სამთავრობო სექტორების დეპოზიტების გარეშე.

- **ციფრული ფული**

ციფრული ტექნოლოგიების განვითარებასთან ერთად გაჩნდა ფულადი ანგარიშსწორების ციფრული ინფრასტრუქტურა, რომელთა საშუალებითაც ხორციელდება საბანკო ანგარიშების ჩანაწერებში მომხდარი ცვლილებების მყისიერი გაცვლა მსოფლიოს ყველა კონტინენტზე. შესაბამისად, ფულის მხოლოდ მცირე ნაწილი არსებობს მიმოქცევაში ქაღალდის ფულის სახით, მისი უდიდესი ნაწილი საბანკო ანგარიშებზე ციფრული ჩანაწერების ფორმით მოძრაობს.

- **კრიპტო ვალუტა**

კრიპტო ვალუტის ერთერთი პირველი ნიმუშია ბიტკოინი. იგი წარმოადგენს ღია სისტემას, რაც ნიშნავს, რომ კომპიუტერული პროგრამა თავისუფლად ხელმისაწვდომია ყველასათვის. ასევე იგი არ წარმოადგენს, ვინმეს კერძო საკუთრებას. ტრანზაქციების განხორციელების შესაძლებელია, მხოლოდ ონლაინ გარემოში და ამისათვის საჭირო არ არის არც კომერციული ბანკი და არც სხვა ცენტრალიზებული სტრუქტურა. ოპერაციები ხორციელდება Peer-To-Peer რეჟიმში, რაც გამორიცხავს ცენტრალური სერვერის საჭიროებას. შესაბამისად, ტრანზაქციების

განხორციელებას არ სჭირდება დრო და დამატებითი დანახარჯები საკომისიოების სახით.

რაც შეეხება ემისიის სისტემას, ახალი ბიტკოინების მოპოვება ხორციელდება კომპიუტერის საშუალებით და ამ პროცესს „Mining“ ეწოდება. პროგრამის პროტოკოლის მიხედვით ყოველ 10 წუთში მოპოვებისათვის ხელმისაწვდომია 25 ბიტკოინი და ყოველ ოთხ წელიწადში ემისიის აღნიშნული ტემპი განახევრდება.

თეორიულად ნებისმიერი კომპიუტერი შეიძლება ჩაერთოს ბიტკოინის მოპოვების ამ სისტემაში, თუმცა დაბალი სიმძლავრის კომპიუტერის შემთხვევაში, მოპოვებულმა ბიტკოინებმა შესაძლოა არ დაფაროს ელექტროენერგიის ხარჯებიც კი. ასევე აღსანიშნავია, რომ ბიტკოინების საბოლოო რაოდენობა შემოსაზღვრულია 21 მლნ. ბიტკოინით, რითაც იგი ემსგავსება ოქროს სავალუტო სისტემას, რომელიც ასევე შემოსაზღვრულია და არა ისეთივე უსასრულო, როგორც არსებული ქალაქის ფულის სისტემა. ასევე უნდა აღინიშნოს, რომ ბიტკოინს აქვს უნარი მისი თითოეული ერთეული დაიყოს უსასრულოდ, რაც გვამღევეს საშუალებას ფასწარმოქმნის სისტემა იყოს უფრო ეფექტიანი და მოსახერხებელი. ერთი ბიტკოინის ნებისმიერი მცირე ნაწილი შეიძლება ავიღოთ და გადავცეთ ჩვენთვის სასურველ პირს ყოველგვარი ზედმეტი ძალისხმევის გარეშე.

- **ოქრო**

გაცვლის საშუალების კუმულატიური ტიპის ევოლუცია არის განვითარების ერთადერთი გზა, რომლითაც შეიძლება ფულის წარმოშობა მომხდარიყო. ფული ვერ შეიქმნებოდა ვინმეს კერძო გადაწყვეტილებით უსარგებლო სუბსტანცია გამოეცხადებინა ფულად, ვერც სახელმწიფოს მხრიდან ქალაქის მცირე ნაწილისათვის ფულად მოხსენიებით გაჩნდებოდა ფული.

ოქროს დადებითი მხარეები ცხადია, ამ საკითხზე მისი კრიტიკოსებიც თანხმდებიან: იგი ზღუდავს მთავრობასა და საბანკო სისტემას შექმნან ჭარბი ფული, რაც წარმოადგენს ფასების დონის ზრდის წყაროს. ასევე, იგი ხელს უწყობს

საერთაშორისო ვაჭრობისა და ინვესტიციების განვითარებას. თუმცა კრიტიკოსთა მოსაზრებით ოქროს სტანდარტი ვერ უზრუნველყოფს საკმარის ელასტიურობას ფულის მიწოდების თვალსაზრისით. მათი აზრით, ოქროს მოპოვების ტემპები ჩამორჩებოდა მსოფლიო ეკონომიკის მზარდ საჭიროებებს. მათი შეფასებით, ოქროს სტანდარტი ასევე ართულებს ცალკეული სახელმწიფოს იზოლირების პროცესს დანარჩენ მსოფლიოში განვითარებული დეპრესიისა და ინფლაციისაგან.

ეს უკანასკნელი არგუმენტი მეტად სუსტია, მით უმეტეს თანამედროვე გლობალიზაციის დონისა და ტენდენციების გათვალისწინებით. ამის ნათელ მაგალითს 2008 წლის ფინანსური კრიზისი წარმოადგენს, როცა ერთი სახელმწიფოს გეოგრაფიულ საზღვრებში განვითარებულმა ფინანსურმა პრობლემებმა გავრცელება ჰპოვა მთელს მსოფლიოში.

პოპულარულ მოსაზრებას, რომ ქაღალდის ფულის გარეშე გვექნებოდა ფულის მიწოდების მნიშვნელოვანი უკმარისობა (რადგან ოქროს მოპოვების მასშტაბებსა და ეკონომიკის ზრდას შორის იყო მნიშვნელოვანი დისპროპორციული ჩამორჩენა) საფუძვლად უდევს რიგი შეცდომებისა, რომელიც მიუხედავად მრავალგზის კრიტიკისა დღესაც არსებობს. საქმე იმაშია, რომ ოქროს მიწოდებასა და ბიზნესის საჭიროებებს შორის არსებითი კავშირი არ არსებობს. ფულის მიწოდება არ საჭიროებს რეგულირებას. თავისუფალ ბაზარზე ინდივიდები თავად განსაზღვრავენ ფულზე მოთხოვნასა და ფულის მიწოდებას.

პერსონას რომელსაც სურს, რომ შეინახოს გარკვეული მყიდველობითი უნარის რეზერვი, გარკვეული მოცულობის სიმდიდრე ფულად ფორმაში, მისთვის არანაირი მნიშვნელობა არ აქვს, ეს სიმდიდრე რამდენიმე დიდი ზომის ერთეულებად არის წარმოდგენილი თუ იგივე ღირებულების მქონე მცირე ზომის ერთეულებად. იგი არ არის დაინტერესებული ერთეულების რაოდენობის გაზრდით, თუ შედეგად მისი დანაზოგის ღირებულება არ იცვლება. ადამიანები ხშირად გამოთქვამენ უკმაყოფილებას „ფულის უკმარისობის“ ან „მეტი ფულის საჭიროების შესახებ“. რა

თქმა უნდა, ისინი ამ დროს გულისხმობენ არა უბრალოდ უფრო მეტ ფულად ერთეულებს უფრო ნაკლები მყიდველობითი უნარით, არამედ მეტ მყიდველობით უნარს. სწორედ ამ მცდარმა შეხედულებამ განაპირობა მრავალი დამახინჯებული წარმოდგენის გავრცელება, რომ მონეტარული ექსპანსია დამატებითი სიმდიდრის ტოლფასი (იდენტური) ქმედებაა. სწორედ ამავე მცდარმა შეხედულებამ ჩამოაყალიბა საზოგადოებრივი მხარდაჭერა ინფლაციური პოლიტიკის მიმართ.

განვიხილოთ ტიპური მაგალითი: სასურსათო მაღაზიის მეპატრონე ამბობს, რომ ბიზნესი საქმე ცუდად მისდის, რადგან მის მომხმარებლებს არ აქვთ საკმარისი ფული სასურსათო მოთხოვნების გასაფართოებლად. მოცემული მსჯელობა ჯერჯერობით სწორია. თუმცა, როცა იგი ამატებს, რომ მისი ბიზნესის განვითარებისათვის საჭიროა ფულის რაოდენობის ზრდა მიმოქცევაში, იგი ცდება. რეალურად ამ დროს იგი გულისხმობს, რომ გაიზარდოს ფულის მოცულობა მისი მომხმარებლების ჯიბეებში, ხოლო სხვა ადამიანებისათვის დარჩეს უცვლელი. იგი ითხოვს სპეციფიკური ტიპის ინფლაციას, როცა დამატებით გამოშვებული ფული პირველად მოხვდება მისი მომხმარებლების განკარგულებაში რაც მას მისცემს მიიღოს სარგებელი ზემოაღნიშნული ინფლაციის შედეგად.

დამატებითი ფულის (რომელზეც ზემოთ ვისაუბრეთ) პირველი მომხმარებლები არიან კომერციული ბანკები და სახელმწიფო. როცა სახელმწიფო ბიუჯეტის ხარჯების დასაფინანსებლად იღებს სახაზინო ვალდებულებას, ამ ახლადშექმნილი ფულის გახარჯვამდე მიმოქცევაში არსებული ფულის მასა ჯერ კიდევ უცვლელია, შესაბამისად ფასებიც. მხოლოდ პოსტ ფაქტუმ, სახელმწიფოს მიერ ზემოაღნიშნული სახაზინო ვალდებულებების ფარგლებში აღებული სესხის ხარჯზე მიღებული თანხების გახარჯვის შემდეგ იწყებს ფასები რეაგირებას დამატებითი ფულით არსებული ფულადი მასის გაზავების გამო. დამატებითი ფულის ეს პრივილეგიური მხარჯველები იღებენ ორი ტიპის სარგებელს:

✓ ისინი დამატებითი ფულით, რომელიც იწვევს ფასების ზრდა ხარჯავენ ფასების ზრდამდე არსებული შედარებით დაბალი ფასების პირობებში;

✓ აღებული სესხის დაბრუნება უწევს ფასების ზრდის შედეგად გაუფასურებული ფულის საშუალებით;

ფაქტობრივად ჩვენ საქმე გვაქვს ირიბ გადასახადებთან და რესურსების არასაბაზრო პრინციპებით გადანაწილებასთან, რომლის არაეფექტიანობა ცხადია. ოქროს პირობებში საზოგადოება დაზღვეული ყველა იმ პრობლემისაგან რომელსაც მონეტარული ექსპანსია იწვევს. ამაში ოქროს მისი საქონლური ბუნება ეხმარება. იგი. ერთი მხრივ. გაცვლის საშუალებაა, ხოლო მეორე მხრივ, ძვირფასი ლითონი. თუ ოქროს მოპოვების მოცულობები იქნება მეტი ვიდრე სჭირდება ვაჭრობის პროცესის ხელშეწყობას, იგი გადაინაცვლებს ორნამენტებისა და ძვირფასი ლითონების ნაკეთობათა ბაზარზე, რაც კიდევ ერთხელ ამტკიცებს ფულის საქონლური ბუნების უპირატესობას.

ასევე, მცდარია მოსაზრება იმის შესახებ, რომ მეტი ფული მეტ ადამიანს ასაქმებს. დამატებით სამუშაო ადგილებს ქმნის არა დამატებითი ნომინალური კაპიტალი, არამედ რეალური კაპიტალი. თუმცა დამატებითი სამუშაო ადგილების შექმნის პროცესში სახელფასო განაკვეთები მცირდება, რადგან მცირდება დასაქმებულთა ზღვრული პროდუქტიულობა, მონეტარული ექსპანსია კი ნომინალური ხელფასის ზრდის საშუალებით ნიღბავს რეალური ხელფასის შემცირების პროცესს.

კეინსის მიხედვით ინსტიტუციური პრობლემების გამო შესაძლოა ხელფასის ბუნებრივი შემცირების პროცესი შეფერხდეს, რაც ხელს შეუშლის თავისუფალ ბაზარს დაარეგულიროს მდგომარეობა და შედეგად მივიღებთ ქრონიკულ უმუშევრობას. მაგალითად, პროფკავშირებმა შესაძლოა მოითხოვონ საბაზრო წონასწორობაზე მაღალი ხელფასი. ასევე, პოლიტიკურმა გადაწყვეტილებამ მინიმალური ხელფასის შესახებ შესაძლოა შეაფერხოს ბაზრის თავისუფალი

ფუნქციონირება და გამოიწვიოს მასიური უმუშევრობა. აქედან გამომდინარე, იგი იძლევა მონეტარული ექსპანსიის რეკომენდაციას, რათა ხელისუფლებამ და პროფკავშირებმა შეინარჩუნონ საზოგადოების ნდობა და „რეპუტაცია“. თუმცა, ყურადღების მიღმა რჩება მისი უარყოფითი ეფექტები ეკონომიკაზე. იგი იწვევს ეკონომიკურ ბუმსა და მის შემდგომ რეცესიას. ამის მაგალითი ისტორიაში მრავლად მოგვეპოვება. მათ რიგს შემატა და „ამშვენებს“ 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისი და მისი შემდგომი რეცესია. მონეტარული ექსპანსია არ ქმნის დამატებით სიმდიდრეს, იგი ახდენს შემოსავლებისა და სიმდიდრის გადანაწილებას საზოგადოებაში მათ სასარგებლოდ, ვინც იღებს ექსკლუზიურ უფლებას პირველმა დახარჯოს დამატებით გამოშვებული ფული, მანამ სანამ ბაზარი დაიწყებს ფულის მასის ზრდის გაცნობიერებას და საბაზრო პრინციპებიდან გამომდინარე მოხდება თითოეული ფულადი ერთეულის მყიდველობითი უნარის შემცირება, რადგან მოხდება არსებული ფულადი მასის გაზავება დამატებითი ფულადი მასის შერევით.

რაც შეეხება ხელფასს, იგი წარმოადგენს საბაზრო ფენომენს, რომელიც გამოხატავს გარკვეული ხარისხისა და შინაარსის შრომითი რესურსის ფასს. თუ ადამიანს არ შეუძლია გაყიდოს საკუთარი შრომითი რესურსები მისთვის სასურველ ფასში მან უნდა შეამციროს აღნიშნული ფასი, წინააღმდეგ შემთხვევაში დარჩება უმუშევარი. თუ სახელწმიფო ან პროფესიული კავშირი სახელფასო განაკვეთს აფიქსირებს იმაზე მაღლა ვიდრე თავისუფალი ბაზარი, სამუშაოს მაძიებელთა ნაწილი დარჩება უმუშევარი.

მონეტარული ინტერვენციებით, მინიმალური სახელფასო განაკვეთით და ა.შ. ჩვენ ვამახინჯებთ საბაზრო ძალებსა და კანონებს. არავინ დაობს, რომ თავისუფალი ბაზარი კაცობრიობის პროგრესისა და კეთილდღეობის მთავარი წყაროა, უბრალოდ ადამიანთა გარკვეულ ნაწილს მიაჩნია, რომ მან „უკეთ იცის“ და მას „უკეთ შეუძლია“ ვიდრე ეკონომიკური კონტრაგენტების ერთობლიობას, რომელსაც ბაზარი ჰქვია და ასახავს მისი თითოეული მონაწილის სურვილს და მისწრაფებას. როგორც ნობელის პრემიის ლაურიატი, ფონ ჰაიეკი გენიალურ ნაშრომში “Road to Serfdom” ბრძანებს:

კაცობრიობის ისტორიაში სწორედ ეს ორი პოსტულატი წარმოადგენს ყოველი დიქტატურის საწყისსა და საფუძველს.

ფულის საქონლური ბუნების უარყოფისას ყურადღების მიღმა რჩება მისი ევოლუციის პროცესი და შემოქმედი - თავისუფალი ბაზარი. ქაღალდის ფული, როგორც ცალკე აღებული, ოქროთი არაუზრუნველყოფილი ერთეული არ წარმოადგენს თავისუფალი ბაზრის ქმნილებას, შესაბამისად იგი სუროგაციული პროდუქტია მისთვის დამახასიათებელი შესაბამისი ნაკლოვანებებით. არაუზრუნველყოფილი ქაღალდის ფულის შემოღებით ბაზარს წავართვით მის მამოძრავებელი მუხტი და გავხადეთ მონეტარულ ინტერვენციებზე დამოკიდებული. ოქროს სტანდარტი წარმოადგენს საბაზრო ფენომენს, არსებით სოციალურ ინსტიტუტს - როგორც მას ავსტრიული ეკონომიკური სკოლის თვალსაჩინო მოაზროვნე ლუდვიგ ფონ მიზესი მოიხსენიებს, რომლის გაუქმება ან ჩანაცვლება ბაღებს არაბუნებრივ და არასრულყოფილ პროცესებს.

დანართი 1.

### **კლასიკური დიქტომია და მონეტარული ნეიტრალიტეტი**

XVIII საუკუნის დიდი ფილოსოფოსი დევიდ იუმი და მისი თანამედროვეები თვლიდნენ, რომ ყველა ეკონომიკური ცვლადი ორ ჯგუფად: ნომინალურ და რეალურ ცვლადებად უნდა დაყვით. ნომინალური ცვლადების ჯგუფს განეკუთვნება ფულად ერთეულში გამოხატული ცვლადები, ხოლო რეალურ ცვლადებს ფიზიკურ სიდიდეებში გამოხატული ცვლადები. მაგალითად ხორბლის ფასი ნომინალური ცვლადია, მაგრამ ხორბლის ფარდობითი ფასი სიმინდის ფასთან რეალური ცვლადია, რადგან განსაზღვრავს ერთი ფუნტი ხორბალი რა რაოდენობის სიმინდის თანაზომადია ბაზარზე. ანალოგიურად რეალური ხელფასი (ინფლაციის გათვალისწინებით) რეალური ცვლადია, რადგან იმ პროპორციას ასახავს რომლითაც ეკონომიკა პროდუქციას შრომის ერთეულში ცვლის. ცვლადების რეალურ და ნომინალურ ჯგუფებად დაყოფას კლასიკური დიქტომია ეწოდება.



კლასიკური დიქტომია მეტად სასარგებლოა ეკონომიკის ანალიზისათვის რადგან ნომინალურ და რეალურ ცვლადებზე სხვადასხვა ძალები ახდენენ გავლენას. ნომინალურ ცვლადებზე დიდი გავლენას ახდენს მონეტარული სისტემა და პოლიტიკა მაგრამ, რეალური ცვლადების გასაგებად მონეტარული სისტემა არ გამოდგება.

მაგალითად, როდესაც ცენტრალური ბანკი ფულის მიწოდებას აორმაგებს და დამატებითი ფულადი მასა იწყებს მიმოქცევაში შესვლას ხდება ნომინალური ცვლადების მყიდველობითი უნარის გაზავება და ნომინალურ ცვლადებში გამოხატული პარამეტრების ზრდა. რეალური ცვლადები, როგორებიცაა წარმოება, დასაქმება, რეალური ხელფასი და სარგებლის განაკვეთი გრძელვადიან პერიოდში არ იცვლება. რეალური ცვლადების დამოუკიდებლობას ნომინალური ცვლადებისაგან მონეტარული ნეიტრალიტეტი ეწოდება.

### **კითხვები:**

- რა გარემოებებმა განაპირობა არაპირდაპირი გაცვლის ფენომენის წარმოშობა?
- რომელია ფულის ფუნდამენტური ფუნქცია და რატომ ?
- რა განსხვავებაა ფულის კლასიკურ და რაოდენობრივ თეორიებს შორის?
- რატომ ითვლება ოქროს სტანდარტი საზოგადოებრივ ინსტიტუტად?
- რა დამოკიდებულებაა ნომინალურ და რეალურ ცვლადებს შორის?

### **რეკომენდირებული ლიტერატურა:**

- Adam Smith - The Wealth of Nations, William Strahan, Thomas Cadell, 1776
- Carl Menger Investigations in to the Method of the Social Sciences with Special Reference to Economics [NewYork: NewYorkUniversityPress, 1985]

- F. A. Hayek - Choice in Currency, The Institute of Economic affairs 1976
- John Maynard Keynes - The General Theory of Employment, Interest and Money, Palgrave Macmillan, 2007
- Ludwig von Mises - The Theory of Money and Credit (Indianapolis, Liberty Classics, 1980)
- Murray N. Rothbard - The Case for a 100 Percent Gold Dollar, Copyright © 2001  
Murray N. Rothbard - The Case Against The Fed, Copyright © 1994 by Murray N. Rothbard
- Murray N. Rothbard - What Has Government Done to Our Money? 2005 Ludwig von Mises Institute, fifth edition

## 2. საერთაშორისო სავალუტო ურთიერთობების ევოლუცია

### შინაარსი

- საერთაშორისო სავალუტო ურთიერთობების საფუძვლები
- ოქროს სტანდარტი
- დიდი დეპრესიის პერიოდის სავალუტო ურთიერთობები
- ბრეტონ ვუდის კონფერენცია
- მცურავი კურსების სიტემა
- საერთაშორისო სავალუტო ურთიერთობების გამოწვევები



ფარაონთა ეპოქიდან (ქრისტეშობამდე 3000 წელი) ოქრო ასრულებს ღირებულების შენახვისა და გაცვლის საშუალების ფუნქციას. ოქროს, როგორც ფულად საშუალებას, ინტენსიურად იყენებდნენ ძველი ბერძნები, რომაელებიდან დაწყებული, მერკანტილიზმის ეპოქითა და მეცხრამეტე საუკუნის ჩათვლით დამთავრებული. მეცხრამეტე საუკუნის მიწურულში საერთაშორისო ვაჭრობის ინტენსიფიკაციამ დღის წესრიგში დააყენა უფრო ფორმალიზებული სისტემის ფორმირების აუცილებლობა. სახელმწიფოებმა დააფიქსირეს რა საკუთარი ვალუტის ღირებულება ოქროში განსაზღვრეს ე.წ. „თამაშის წესები“ საერთაშორისო სავალუტო ურთიერთობებში. ასე ჩაეყარა საფუძველი პირველ ფორმალიზებულ წესებს საერთაშორისო სავალუტო ურთიერთობებში, რომელიც ისტორიაში ოქროს სტანდარტის სახელით არის ცნობილი.

### **დასაწყისი**

ოქროს სტანდარტი სახელმწიფოების უმეტესობაში 1870-იან წლებში გამოჩნდა, თუმცა ინგლისში იგი ბევრად უფრო ადრე არსებობდა, კერძოდ 1717 წლიდან, როცა სერ ისააკ ნიუტონმა ოქროს ფასი ძალიან დაბლა დასწია, ვერცხლი კი საუკუნოდ გაქრა სავალუტო არეალიდან. 1873 წლიდან საფრანგეთიდან დაიწყო კაპიტალის მკვეთრი გადინება ბრიტანეთში. შედეგად საფრანგეთის ქალაქის ფულის სისტემამ განიცადა კოლაფსი, გადინებულმა ოქრომ კი დაიწყო უკან დაბრუნება. აღნიშულ პროცესს ბრიტანეთისთვის უკვალოდ არ ჩაუვლია, საზოგადოება მოიცვა პანიკამ და გაჩნდა საბანკო კრიზისის რეალური საფრთხე. ბრიტანეთის მთავრობამ ინგლისის ეროვნულ ბანკს დაავალა შეეჩერებინა კონვერტაციის პროცესი. 1825 წელს, ბრიტანეთის მთავრობას კვლავ მოუწია კონვერტაციის შეჩერების შესახებ ბრძანების გამოცემა. მსგავსი ფაქტების შედეგად ხელისუფლებამ გააცნობიერა, რომ კონვერტაციის შეჩერება არ იყო გამოსავალი. 1844 წელს ინგლისის ბანკმა შექმნა ემისიის დეპარტამენტი, რომელიც პასუხისმგებელი იყო ქალაქის ფული გამოშვებაზე. ასევე შეიქმნა საბანკო საქმის დეპარტამენტი, რომელიც პასუხისმგებელი იყო ემისიის დეპარტამენტის მიერ გამოშვებული

ქალაქის ფულის გასესხებაზე. მოცემული სისტემის პირობებში ოქრო წარმოადგენდა ქალაქის ფულის უზრუნველყოფის საშუალებას, შესაბამისად ინგლისის ეროვნული ბანკისათვის რთული იყო კრიტიკულ შემთხვევებში საბანკო სისტემის ფულით უზრუნველყოფა. 1847, 1857 და 1866 წლების კრიზისების შემდეგ სახელმწიფომ უფლება მისცა ეროვნულ ბანკს გამოეშვა არაუზრუნველყოფილი ფული.

1844 წლის საბანკო აქტს ჰქონდა უფრო ფუნდამენტური მნიშვნელობა ვიდრე ეს ერთი შეხედვით ჩანდა. მან განსაზღვრა ცენტრალური ბანკის ახალი როლი, მიმოქცევაში ფულის მასისა და რეზერვების კონტროლის სახით. შედეგად ინგლისის ეროვნული ბანკი გახდა სრულიად განსხვავებული ფუნქციისა და შინაარსის საბანკო ინსტიტუტი, რომელიც პასუხს აგებდა საბანკო სისტემის ლიკვიდურობაზე.

### **ოქროს სტანდარტი ევროპაში**

კონტინენტურმა ევროპამ რამდენიმე წლის დაგვიანებით გადაწყვიტა ოქროს სტანდარტთან შეერთება. ამ პერიოდის განმავლობაში ბრიტანეთში საბანკო სისტემამ ახალი მნიშვნელობა შეიძინა. გარდა ამისა, დასახელებული პერიოდის გაერთიანებულ სამეფოში ადგილი ჰქონდა ინდუსტრიულ რევოლუციას. შედეგად ბრიტანეთი ჩამოყალიბდა მსოფლიო ფინანსურ ცენტრად და ლიდერ ეკონომიკად. ბრიტანეთთან სავაჭრო და საფინანსო ურთიერთობების გაღრმავება კი იქცა საკვანძო საკითხად ევროპის სახელმწიფოთა საგარეო ეკონომიკური ურთიერთობებში. 1854 წლის დასაწყისში პორტუგალიამ მიიღო გადაწყვეტილება, რომ ბრიტანეთთან ვაჭრობა წარმოადგენდა კრიტიკულად მნიშვნელოვან საკითხს და შესაბამისად გადავიდა ოქროს სტანდარტზე. ოქროს სტანდარტის გავრცელებაზე ასევე დადებითი გავლენა მოახდინა: სატრანსპორტო დანახარჯების შემცირებამ საერთაშორისო ვაჭრობაში, 1850 წელს ნევადაში აღმოჩენილმა ვერცხლის უზარმაზარმა საბადომ და საფრანგეთ-პრუსიის ომმა. ფინალური ბიძგი კი აღნიშულმა პროცესმა მიიღო 1871 წელს, როცა გერმანია, ევროპის ლიდერი

ეკონომიკა, ბრიტანეთთან ვაჭრობის ინტენსიფიკაციის მიზნით ბიმეტალიზმიდან მონომეტალიზმზე გადავიდა და შეუერთდა ოქროს სტანდარტს. შემდეგ დაიწყო ჯაჭვური რეაქცია და სახელმწიფოები ერთმანეთის მიყოლებით, მეზობელ ქვეყანასთან ვაჭრობის ხელშესაწყობად შეუერთდნენ ოქროს სტანდარტს. მეცხრამეტე საუკუნის ბოლოს ესპანეთი იყო ერთადერთი ქვეყანა ევროპაში, რომელიც კვლავ არაკონვერტირებად ქალაქის ფულს იყენებდა. შემდეგ ეტაპზე ოქროს სტანდარტს შეუერთდა აშშ, იაპონია, რუსეთი, ინდოეთი და ლათინური ამერიკა. მხოლოდ ჩინეთსა და რამდენიმე მცირე ზომის სახელწმიფოს მონეტარული სისტემა ემყარებოდა ვერცხლს.

ოქროს სტანდარტის პირობები იყო მეტად მარტივი. თითოეული სახელმწიფო აწესებდა საკუთარი ვალუტის ოქროში კონვერტაციის განაკვეთს. მაგალითისათვის აშშ დოლარის კონვერტაციის კურსი შეადგენდა \$20.67 უნცია ოქროზე (კურსი შენარჩუნდა პირველი მსოფლიო ომის დაწყებამდე. 4.2474 ბრიტანული ფუნტი იცვლებოდა ერთ უნცია ოქროზე. შესაბამისად აშშ დოლარის თანაფარდობა ბრიტანულ ფუნტთან შეადგენდა:

$$\frac{\$20.67/\text{ounce of gold}}{\pounds 4.2474/\text{ounce of gold}} = \$4.8665 / \pounds$$

რადგან ოქროს სტანდარტის მონაწილე სახელმწიფოები შეთანხმდნენ, რომ ოქროს გადაცვლა ვალუტაზე უნდა მომხდარიყო ფიქსირებული კურსით, თითოეული ვალუტის ღირებულება და შესაბამისად სავალუტო გაცვლითი კურსები წარმოადგენდნენ ფიქსირებულ პარამეტრებს. მიმოქცევაში არსებული ეროვნული ვალუტის შესაბამისი ოქროს რეზერვის არსებობა იყო გადამწყვეტი მნიშვნელობის მატარებელი ფაქტორი. სისტემას ასევე გააჩნდა არაპირდაპირი შეზღუდვა ეროვნული ვალუტის ემისიასთან დაკავშირებით. ფულადი მასის ნებისმიერი ზრდა შეზღუდული იყო ამავე სახელწმიფოს მიერ ოქროს მოპოვების მასშტაბის მიხედვით.

## არასტაბილურობა

მოცემული სისტემისათვის სასიცოცხლო მნიშვნელობის საკითხი იყო ეროვნული ვალუტის ოქროზე კონვერტაციის უნარი, რაც ცენტრალური ბანკის პირდაპირი კომპეტენციაა. მოგვიანებით, სწორედ ეს საკითხი იქცა მნიშვნელოვან პრობლემად სისტემისათვის, რადგან ჯერ კიდევ 1913 წლამდე აშშ-ს არ გააჩნდა ცენტრალური ბანკის ფუნქციების შემსრულებელი ისეთი ინსტიტუტი, როგორც დღეს აქვს ფედერალური სარეზერვო სისტემის სახით.

კიდევ ერთ კრიტიკულ საკითხს წარმოადგენდა ინგლისის ცენტრალური ბანკის საკვანძო როლი საერთაშორისო სავალუტო სისტემაში. სწორედ ამიტომ 1890 და 1907 წლებში მან იოლად მიიღო საგარეო დახმარება რათა აღმოეფხვრა კონვერტაციასთან დაკავშირებით წარმოქმნილი პრობლემები. განვითარების აღნიშნულ ეტაპზე მისი პრობლემები საფრთხეს უქმნიდა სტანდარტის მონაწილე სხვა ქვეყნების ეკონომიკურ და საფინანსო სტაბილურობას. საუკუნის მიწურულს ბრიტანეთის დომინანტური როლი ცივილიზებულ სამყაროში ეტაპობრივად შეიცვალა სხვა სახელმწიფოების ფინანსური და ეკონომიკური განვითარების დონის შესაბამისად.

1914 წელს იფეთქა პირველმა მსოფლიო ომმა და როცა ევროპა ჩაერთო ამ ომში, ოქროს რეზერვებისაგან დაცლის საფრთხის გამო შეჩერდა ოქროს მოძრაობა ქვეყნებს შორის, ომის ხარჯების დასაფინანსებლად დაიბეჭდა არაუზრუნველყოფილი ქაღალდის ფული და აღებულ იქნა ჭარბი რაოდენობის სესხები. ომმა ფაქტიურად შეწყვიტა საერთაშორისო ვაჭრობა და შესაბამისად გაუქმდა ოქროს სტანდარტი.

## 1919-1925 წლები

ომის შემდგომ პერიოდს ახასიათებდა რეპარაციული გადასახდელები, ტერიტორიული ცვლილებები, ჰიპერინფლაცია და ოქროს სტანდარტზე დაბრუნების სურვილი. 1918 წლის 11 ნოემბერს მიღწეულ იქნა შეთანხმება, რომლის საფუძველზეც გერმანია ვალდებული იყო ომში გამარჯვებული მოკავშირეებისათვის

გადაეხადა რეპარაციული გადასახდელები. გადასახდელების მოცულობის საკითხი დარჩა გადაუწყვეტელი თუმცა, მიუხედავად ამისა, გერმანია აიძულეს ხელი მოეწერა ამ ხელშეკრულებაზე. მთელი პასუხისმგებლობა პირველ მსოფლო ომზე სწორედ გერმანიას დააკისრეს. მოკავშირეების უთანხმოებამ რეპარაციის თანხების მოცულობაზე გამოიწვია რეპარაციის კომისიის შექმნა, რომელმაც 1921 წელს განსაზღვრა მიყენებული ზიანი და გერმანიას გადასახდელად დააკისრა: 132 მილიარდი ოქროს მარკა და ექსპორტის 26% მთელი 42 წლის განმავლობაში. გერმანიის უკმაყოფილების მიუხედავად, მისი პოლიტიკური და სამხედრო შესაძლებლობები ომის შემდგომ პერიოდში დაკისრებულ გადასახდელებზე იძლებით დათანხმების გარდა არ აძლევდა მას ალტერნატიულ საშუალებას.

### **ტერიტორიული ცვლილებები**

პირველი მსოფლიო ომის შემდეგ გერმანიამ დაკარგა ნახშირის რესურსების 1/3. ვერსალის ხელშეკრულების მიხედვით გერმანიას ასევე დაევალა, ასეთი საჭიროების არსებობის შემთხვევაში ნახშირის დამატებითი რესურსები მიეწოდებინა საფრანგეთისათვის. შეთანხმების საფუძველს წარმოადგენდა ომის პერიოდში საფრანგეთის ნახშირის მომპოვებელი ინდუსტრიისათვის გერმანიის მიერ მიყენებული ზარალი. რეპარაციის ეს მასშტაბები გერმანიას აღარ უტოვებდა ომის შემდგომი აღდგენითი ღონისძიებების დაფინანსების საშუალებას.

1922 წლის იანვარში, კანში, გერმანიამ მოიწვია კონფერენცია, რათა განეხილათ რეპარაციული გადასახდელების გადახედვის საკითხი. ბრიტანეთი მხარს უჭერდა რეპარაციული ტვირთის შემცირების გეგმას, რომელიც, თავის მხრივ, დიდწილად კეინსის გავლენის შედეგად იყო განპირობებული. კონფერენციის კიდევ ერთი იდეა იყო გერმანიისათვის სესხის გამოყოფა. აპრილში კიდევ ერთხელ შეიკრიბა რეპარაციის კომისია და დაასკვნა, რომ რეპარაციის მოცემული გეგმა არ იძლეოდა გერმანიისათვის სესხის გამოყოფის საშუალებას.



### **ჰიპერინფლაცია**

ზაფხულის მიწურულს და შემოდგომაზე გერმანიის რეპარაციული გადასახდელების გეგმა უკვე მთლიანად დაირღვა. მას უბრალოდ არ გააჩნდა არსებული გეგმით გათვალისწინებული გადასახდელების შესაბამისი რესურსები. გერმანიის წინაშე ასევე იდგა არასაკმარისი ტერიტორიის პრობლემა, რომელიც ომის შედეგად დაკარგულმა გეოგრაფიულმა საზღვრებმა გამოიწვია. სიტუაციის გამწვავების შემდეგ ფრანგული და ბელგიური სამხედრო დანაყოფები გაიზავნა რურში, რათა არ შექმნოდა საფრთხე რეპარაციული გადასახდელების გეგმას. გერმანიის ხელისუფლებამ დაიწყო ფულის ბეჭდვა, შედეგად ფასების ინდექსი 1,400-დან მყისიერად გაიზარდა და 1923 წლის დეკემბრისათვის 126 000 000 000 000 შეადგინა. ჰიპერინფლაციის მსგავსი მასშტაბის გამო მარკა როგორც სავალუტო ნიშნი შეიცვალა და შემოდებულ იქნა სრულიად ახალი ვალუტა რენტმარკა (Rentmark). გერმანიის ხელისუფლებამ ასევე გაზარდა გადასახადები. მოგვიანებით კი რენტმარკა შეცვალა რეიხმარკამ (Reichsmark).

არსებული გამოწვევების საპასუხოდ რეპარაციის კომისიამ დაამტკიცა 1924 ახალი გეგმა, რაც გულისხმობდა 1 მილიარდი ოქროს მარკის გადახდას პირველ წელს, ხოლო 2,5 მილიარდი ოქროს მარკის გადახდას შემდეგი ხუთ წლის განმავლობაში. ასევე, გათვალისწინებული იყო ოქროს მერყეობის ზღვარი +/- 10%-ის საზღვრებში.

### **ოქროზე დაბრუნება**

ომებს შორის პერიოდში ოქროს სტანდარტი დატოვა თითქმის ყველა სახელმწიფომ, აშშ-ის და რამდენიმე მცირე სახელმწიფოს გარდა. ვალუტის ოქროზე კონვერტაციის შეწყვეტა იყო სტანდარტის დატოვების მთავარი მიზეზი. ამ ფონზე არსებობდა მკაფიო დაინტერესება კვლავ აღედგინათ ოქროს სტანდარტი, როგორც საერთაშორისო ვაჭრებისა და გლობალიზაციის მთავარი ხელშემწყობი ფაქტორი.

1923-1928 წლების მანძილზე 30 სახელმწიფოზე მეტი სხვადასხვა ფორმით კვლავ შეუერთდა ოქროს სტანდარტს.

ოქროს სტანდარტის ფუნქციონირების ამ ეტაპზე საკვანძო საკითხს წარმოადგენდა კონვერტაციის განსაზღვრა. დიდი ბრიტანეთი მსჯელობდა კონვერტაციის კურსი დაეფიქსირებინა ომამდე არსებული დონის მიხედვით, თუ განესაზღვრა ახალი კურსი ომის შემდგომი გარემოებების შესაბამისად. საბოლოოდ ფუნტი დაუბრუნდა ოქროსთან მიმართებაში ომამდე არსებულ კურსს. 1925 წლის 1 აპრილიდან აღნიშნული კურსი შევიდა მოქმედებაში, დაშვებულ იქნა ოქროს ზოდების თავისუფალი ექსპორტი ბრიტანეთიდან. ამ პერიოდის ფუნტის კურსი აშშ დოლართან მიმართებით იყო უფრო მყარი (4,87\$) ვიდრე ომამდე პერიოდში (4,40\$), აღნიშნული გარემოებიდან გამომდინარე, ოქროს სტანდარტის დაბრუნება მოითხოვდა ან ინფლაციას აშშ-ში, ან დეფლაციას ბრიტანეთში. ფუნტის ასეთმა მყარმა პოზიციებმა განაპირობა იმპორტის წახალისება ბრიტანეთში და მკვეთრად გააუარესა მისი სავაჭრო ბალანსი. ოქროს რეზერვებისაგან დაცლის თავიდან აცილების მიზნით ცენტრალურმა ბანკმა გაზრდა სარგებლის განაკვეთი. შედეგად შემცირდა მშენებლობა, გაიზრდა უმუშევრობა და უსახლკაროთა რაოდენობა. ბრიტანეთის ეკონომიკამ ვერ მიიღო სარგებელი წარმოების გაფარების პროცესით, რომელსაც ადგილი ჰქონდა მის საზღვრებს გარეთ.

### **1925-1929 წწ.**

ოქროს სტანდარტის მიღების და საერთაშორისო სავალუტო ურთიერთობების ნორმალიზების მიუხედავად, დღის წესრიგში კვლავ რჩებოდა რიგი გამოწვევები. პირველ მსოფლიო ომამდე დიდი ბრიტანეთი წარმოადგენდა ფინანსური სამყაროს ცენტრს, ხოლო მისი ცენტრალური ბანკი უკანასკნელი იმედის კრედიტორს. 1920-იანი წლებში ევროპამ ვერ მოახერხა შემდგარიყო მსოფლიო საბანკო სისტემის ცენტრად, ხოლო ბრიტანეთი ფუნტის კურსის 4.87\$-ზე შენარჩუნებით გამოწვეულ პრობლემებში იყო გახვეული. ამას თან დაერთო ფრანგული ფრანკის დევალვაცია.

შედეგად საფრანგეთის მონეტარული სისტემა მთლიანად გაჯერდა ბრიტანული ფუნტით.

### **აშშ-ის როლი**

ამ პროცესების ფონზე მსოფლიო ბანკირის ფუნქციას იჭერს აშშ, რომელიც ფინანსურ სამყაროს სთავაზობს გრძელვადიანი დაფინანსების ინსტრუმენტებს. აშშ-ის ბანკების მიერ გაცემული სესხების დიდი მოცულობიდან გამომდინარე, იზრდება ევროპის დამოკიდებულება აშშ-ზე. დაკრედიტების მასშტაბების შესაბამისად გონივრული იქნებოდა, რომ აშშ-ს ხელი შეეწყო დაფინანსებული სახელმწიფოებიდან იმპორტის განვითარებისთვის, რათა ამ უკანასკნელთ ჰქონოდათ საშულება მომსახურებოდნენ აშშ-ის წინაშე დაგროვილ საკრედიტო ვალდებულებებს. ერთ-ერთი მექანიზმი შესაძლოა ყოფილიყო ტარიფების შემცირება, თუმცა 1922 და 1930 წლებში ტარიფებმა მიაღწიეს თავის ისტორიულ მაქსიმუმს. შედეგად დაკრედიტებულ ქვეყნები ნაცვლად წარმოების გაფართოებისა ძველი სესხების დასაფარად იღებდნენ ახალ სესხებს.

### **რეპარაცია**

გართულდა რეპარაციის პროცესიც. მისი დაფინანსების საშულებად იქცა კრედიტი და რა თქმა უნდა, კიდევ უფრო რთული გახდა მსგავსი სესხების მომსახურება. გერმანიის წინაშე დადგა რიგი ამოცანები:

- მრეწველობის მასშტაბური მოცულობების მიღწევა;
- რეპარაციის მომსახურებისთვის, მნიშვნელოვნად დადებითი სავაჭრო ბალანსის მიღწევა;
- მაღალი გადასახადები და შიგა მოხმარების შენარჩუნება დაბალ დონეზე ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში.

ამ მიზნებიდან არათუ სამივე, არამედ თითოეულიც არ შეესაბამებოდა რეალობას. ეკონომიკის ჭარბ წარმოებაზე მოტივირება იყო ურთულესი. შექმნილი დოვლათის დიდი ნაწილი ხმარდებოდა ომში გამარჯვებული ქვეყნებისთვის

გადასახდელი თანხების დაფინანსებას. არსებული დამაბულობა განაპირობებდა გარდაუვალ კოლაფსს.

მოცემული პერიოდის საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობების კიდევ ერთ დამახასიათებელ შტრიხს წარმოადგენდა პირველადი მოხმარების პროდუქციის მკვეთრი სიჭარბე ბაზარზე არსებულ მსყიდველობისუნარიან მოთხოვნილებასთან მიმართებით. 1925 წლიდან პირველადი მოხმარების პროდუქციის ბაზარზე შესამჩნევი იყო ფასების შემცირების ტენდენცია. მოცემული პროდუქციის ექსპორტზე ორიენტირებული ქვეყნები (ავსტრალია, ახალი ზელანდია, აშშ-ის ზოგიერთი შტატი) ამოდ ეძებდნენ მსყიდველობისუნარიან გასაღების ბაზრებს.

### 1929-1933 წლების კოლაფსი

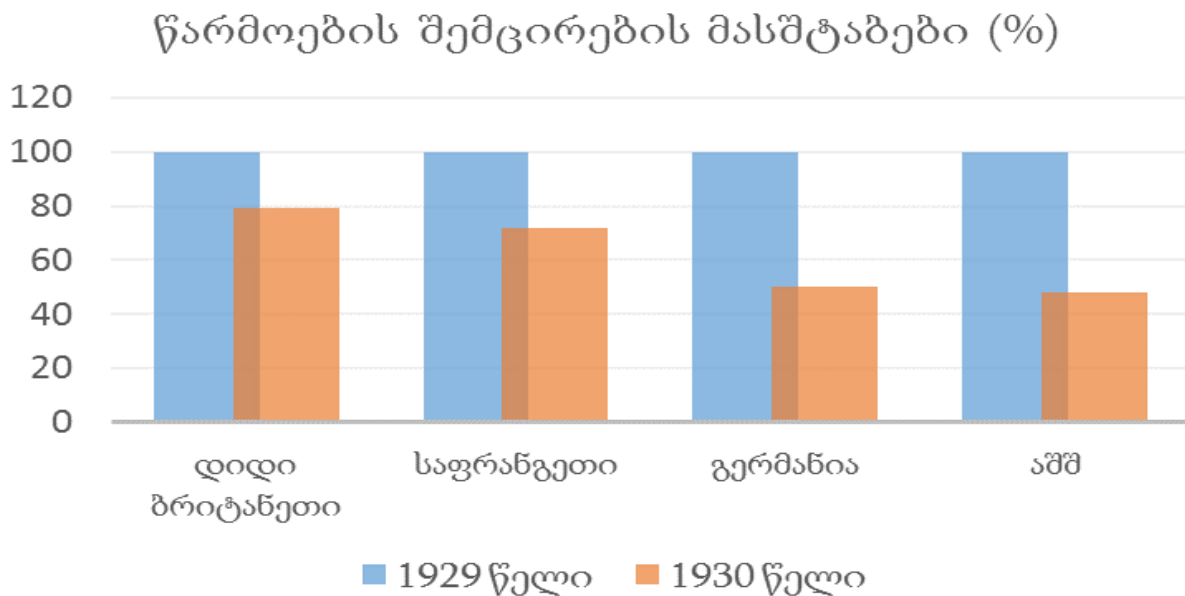
1928 წლიდან დაიწყო აშშ-იდან ექსპორტირებული საკრედიტო რესურსების მკვეთრი შემცირება. რეპარაციული წნეხის დასაძლევად გერმანია აქტიურად იღებდა მოკლევადიან კრედიტს შტატების საბანკო ინსტიტუტებიდან. მაღალი სარგებლის განაკვეთი, რაც ტიპური და დამახასიათებელია მსგავსი სესხებისათვის, კიდევ უფრო ზრდიდა წნეხს გერმანიის ეკონომიკაზე. შედეგად, 1927 წელს პრობლემებმა უკვე ღიად იჩინეს თავი. პირველი ღია სიმპტომი იყო უმუშევრობის ზრდა, რომელსაც 1929 წელს მოჰყვა ფრანკფურტის სადაზღვევო კომპანიის კრახი. მიუხედავად ფედერალური სარეზერვო სიტემის მცდელობისა, შეეჩერებინა ტენდენცია აშშ-ის საფონდო ინდექსებმა დაიწყეს სწრაფი ზრდა, ამის საპირისპიროდ, ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ გაზარდა დისკონტირების განაკვეთი. უოლ სტრიტის ბუმმა სათავე დაუდო გრძელვადიან ფინანსურ რესურსებზე ხელმისაწვდომობის შემცირებას. ამავე პერიოდში საფრანგეთის ცენტრალურმა ბანკმა იუნგის გეგმის ფარგლებში დაიწყო ოქროს გატანა ლონდონიდან. საფრანგეთის ქმედებამ გაზარდა წნეხი ლონდონის ფინანსური მდგომარეობაზე. 1929 წლის 26 სექტემბრისთვის ამ უკანასკნელმა 5,5 ერთეულიდან 6,5-მდე გაზარდა დისკონტირების განაკვეთი. დომინოს პრინციპით, სკანდინავიის ქვეყნები

იძულებულნი გახდნენ გაეზარდა დისკონტირების განაკვეთი, რათა არ მომხდარიყო ფინანსური რესურსების მკვეთრი გადინება ბრიტანეთში. მოვლენების მსგავსი განვითარება იწვევდა დიდი ბრიტანეთის მხრიდან ოქროს სტანდარტის დატოვების საფრთხეს. თუმცა პროცესები სხვაგვარად განვითარდა. 1929 წლის 24 ოქტომბერს უკვე სახეზე გვექონდა საფონდო ბირჟის კრაში, რასაც 29 ოქტომბერს თან მოჰყვა „შავი სამშაბათის“ სახელით ცნობილი კოლაფსი.

### წარმოების შემცირება

1929 წლის შუა ხანებიდან მსოფლიო მოიცვა წარმოების მკვეთრმა შემცირებამ. სამომხმარებლო ბაზარზე უკიდურესად გართულდა ფასწარმოქმნის პროცესი, შედეგმაც არ დააყოვნა. საწარმოთა ტრადიციულ მდგომარეობად იქცა კაპიტალის შემცირება. ეკონომიკური ბრუნვის დასაწყისში მათი კაპიტალი უფრო მეტი იყო, ვიდრე ბრუნვის საბოლოო ფაზაში, როცა ბრუნვის დასაწყისში არსებულ კაპიტალს უნდა დამატებოდა მოგება.

ნახ.2.1.



წყარო: Mayhew, Ann - “Notes on the Interwar Economics of Western Europe”

ეკონომიკური აქტივობის მიზნად იქცა დაზოგვა და არა გაფართოება, ხოლო არალიკვიდური ან ნაკლებ ლიკვიდური აქტივები გადაიქცა უსარგებლო რესურსად. საფინანსო ურთიერთობებში ეს აისახა შემდეგ სახით, კრედიტი უკვე აღარ განიხილებოდა როგორც ფულის შემცვლელი, დაკრედიტების ნაცვლად გაიზარდა ოქროს შენახვის სურვილი. მისი ბუნებრივი შედეგი იყო მკვეთრი შემცირება წარმოებაში (იხ. ნახ 2.1).

### **ოქროს სტანდარტის კოლაფსი**

შტატების გრძელვადიან ფინანსურ რესურსებზე წვდომისა და წარმოების მოცულობების შემცირების ფონზე დებიტორი ქვეყნები იძულებული იყვნენ მოკლევადიანი კრედიტების აღებით დაეფარათ მიმდინარე საკრედიტო ვალდებულებები. ეს მიდგომა შესაძლოა წარმატებულიც ყოფილიყო, მიმდინარე დეპრესიის სწრაფი დასრულების შემთხვევაში, თუმცა საწინააღმდეგო ტენდენციამ არსებული დეპრესიული ტრენდი კიდევ უფრო დაამძიმა. სახეზე გვქონდა ე.წ. საკრედიტო მახე.

პანიკამ პიკს 1931 წელს მიაღწია, როცა ავსტრიის უმსხვილესმა ბანკმა განიცადა კოლაფსი. მთავარი მიზეზად მოცემული ბანკის მიერ აგროსექტორში გაცემული სესხების პრობლემურობა იქცა. ამ ფაქტმა კიდევ უფრო დაამძიმა მდგომარეობა, რის შემდეგ საფინანსო სისტემის მიმართ დარჩენილი ნდობა საბოლოოდ გაიფანტა და საფონდო ბაზრებმა იწყეს რღვევა იმ პერიოდის ცივილიზებული მსოფლიოს ყველა ძირითად საფინანსო ცენტრში. 1931 წლის საწყის თვეებში რეისბანკმა დაკარგა მისი ოქროს რეზერვების 19%, ხოლო დისკონტირების განაკვეთი გაზარდა 15%-მდე. სტანდარტულ შემთხვევაში ეს ფაქტები გამოიწვევდა გერმანიის გასვლას ოქროს სტანდარტიდან და ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის ბუნებრივი წონასწორობის მაჩვენებელზე გაჩერებას, თუმცა არსებულმა ჰიპერინფლაციამ შეუძლებელი გახადა მსგავსი ქმედება. შედეგად, გერმანიამ

დროებით შეწყვიტა ყველა საგარეო გადახდების განხორციელება და გაამკაცრა სავალუტო ოპერაციების კონტროლი.

საფრთხის შემცველი გარემოს გაუარესების პარალელურად, მიუხედავად დისკონტირების განაკვეთის ზრდისა, ინგლისის ბანკის დეპოზიტორებმა დაიწყეს საკუთარი რესურსების გატანა ბრიტანეთის საზღვრებიდან. გერმანიის მიერ დაწესებული შეზღუდვებიდან ორ თვეში ინგლისის ცენტრალური ბანკიდან გატანილ იქნა დაახლოებით 200 მილიონი ფუნტის ღირებულების ოქრო. აღნიშნულ პროცესში 1931 წლის 20 სექტემბერი იყო ბოლო აკორდი, როცა ოქროს მარაგების დონე მიუახლოვდა კრიტიკულ ზღვარს. ინგლისის ცენტრალურმა ბანკმა დროებით შეაჩერა ოქროში განსახორციელებელი გადახდები და ოფიციალურად გაიყვანა დიდი ბრიტანეთი ოქროს სტანდარტიდან. ასევე შეწყდა რეპარაციის გადასახდელებიც.

### 1933-1933 წწ.

ბრიტანეთის შემდეგ ბევრმა მონაწილე ქვეყანამ დატოვა ოქროს სტანდარტი, 1932 წლისათვის მათი რიცხვი 35-ს შეადგენდა. ბრიტანეთის შემთხვევაში ქმედებამ არსებული მდგომარეობის შემსუბუქება მოიტანა, ინფლაცია გახდა ზომიერი, შემცირდა უმუშევრობა და გაიზარდა პოზიტიური მოლოდინები ბიზნესში. დიდი ქვეყნებიდან მხოლოდ აშშ და საფრანგეთი დარჩნენ ოქროს სტანდარტის სიტემაში, რაც მნიშვნელოვნად დამაზარალებელი აღმოჩნდა მათთვის. მათი ვალუტის მაღალი კურსის გამო ადგილობრივი წარმოება გახდა არაკონკურენტულად ძვირი უცხოურ პროდუქციასთან შედარებით. სავაჭრო დისბალანსის თავიდან აცილების მიზნით შემოდებულმა საბაჟო ტარიფებმა გამოიწვია ამ სახელმწიფოთა იზოლირება მსოფლიო ვაჭრობიდან. შედეგად საკუთარი თავი ჩაიყენეს დეფლაციის, უმუშევრობისა და გაღრმავებადი დეპრესიის პირობებში.

აშშ-ის პრობლემები გააღრმავა ოქროს გადინების პროცესმა, რადგან დაიწყო „ოქროს შიმშილი“, ეს აისახა საკრედიტო რესურსების უკმარისობაში. საბანკო კრაზები გახდა ჩვეულებრივი მოვლენა, ისევე როგორც ოქროს შენახვა ბანკებს გარეთ.

მას შემდეგ რაც ორი წლის განმავლობაში გაკოტრებული ბანკების რაოდენობამ 5000-ს მიაღწია, 1933 წლის მარტში აშშ-მა დროებით დახურა ყველა საბანკო ინსტიტუტი. მცირე დროის შემდეგ აშშ შეაჩერა ოქროზე კონვერტაცია და გავიდა ოქროს სტანდარტიდან. ანალოგიურად, საფრანგეთმაც მალევე დატოვა ოქროს სტანდარტი. ოქროს სტანდარტის გაუქმებამ თან გაიყოლა საერთაშორისო ვაჭრობის პერსპექტივებიც.

ამ პერიოდიდან მოკლე დროში ნაცისტურმა გერმანიამ დაიწყო დეპრესიაში მყოფი ქვეყნის აღდგენის პროგრამა. უმუშევრობა დაძლეულ იქნა მასშტაბური მშენებლობების ხარჯზე. შემდგომი ოთხწლიანი გეგმის ფარგლებში გერმანიის მთავარ პრიორიტეტად იქცა სამხედრო ინფრასტრუქტურის მშენებლობა. 1938 წლისათვის გერმანიის ინდუსტრიული სექტორის გამოშვების მოცულობა ორჯერ აღემატებოდა 1932 წლის ანალოგიურ მაჩვენებელს.

### **ბრეტონ ვუდსის ერა 1944-1971 წწ.**

ომის შემდეგ არსებულმა მოცემულობამ და ომამდე არსებული მონეტარული სისტემის გამოცდილებამ განაპირობა სწრაფვა ახალი მონეტარული წესრიგისაკენ. ბრეტონ ვუდსის სავალუტო სისტემის საწყის მიზანს წარმოადგენდა ოქროს სტანდარტისა და მცურავი სავალუტო კურსების დადებითი მხარეების შერწყმა. ასევე მოსალოდნელი იყო, რომ სისტემის შექმნისას გათვალისწინებული იქნებოდა ომებს შორის პერიოდში დაგროვილი სავალუტო პრობლემების გამოცდილება. მსოფლიოო საზოგადოება და განსაკუთრებით ევროპა, რომელმაც ორი დამანგრეველი ომი გადაიტანა, საჭიროებდა მშვიდობისა და პარტნიორობაზე დამყარებული სისტემის ფორმირებას. ომის ერთ-ერთი ირიბი შედეგი იყო აშშ-ის მსოფლიო პოლიტიკისა და ეკონომიკის ლიდერად ჩამოყალიბება. ბრეტონ ვუდსის სავალუტო სისტემის ფორმირებისას განიხილებოდა ჯ.მ. კეინსისა (დიდი ბრიტანეთი) და ჰ.დ. ვაითის (ფედერალური სარეზერვო სისტემა) მიერ შეთავაზებული პროექტები. მძიმე მოლაპარაკებების შედეგად მიღწეულ იქნა იმ პერიოდის მსოფლიო პოლიტიკური



კონიუნქტურის შესაბამისი „კომპრომისული“ ვარიანტი. მხარეები შეთანხმდნენ ორი საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტის: საერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის შექმნაზე.

სსფ-ის შექმნის მიზანს წარმოადგენდა: თანამშრომლობის გაღრმავება მონეტარულ სფეროში, სწრაფი ზრდისა და სრული დასაქმების პროცესის ხელშეწყობა, საერთაშორისო გადახდების სისტემის მხარდაჭერა, სავალუტო კურსებზე შეზღუდვების აღმოფხვრა, ფინანსური მხარდაჭერა საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტისას. სისტემის მუშაობის პრინციპი ემყარებოდა სამ ასპექტს:

პირველი, ყველა ვალუტა განიხილებოდა როგორც თანაბარი. თითოეული სახელმწიფო ვალდებული იყო ინტერვენციების გზით შეენარჩუნებინა ღირებულება სხვა ვალუტასთან მიმართებით, თუმცა რეალურად მხოლოდ აშშ-მა მოახდინა საკუთარი ვალუტის კურსის დაფიქსირება ოქროს კონკრეტულ ღირებულებაში. დანარჩენი ეროვნული ვალუტები კი ცდილობდნენ 1%-იანი ინტერვალის ფარგლებში მოეხდინათ საკუთარი ვალუტის ღირებულების შენარჩუნება დოლართან მიმართებით.

მეორე, საკუთარი რეზერვები და ფონდის საკრედიტო ინსტრუმენტები წარმოადგენდა საგადასახდელო დეფიციტის დაფინანსების მთავარ წყაროს.

მესამე, სპეკულაციური შემოტევებისაგან თავდაცვის მიზნით დაშვებულ იქნა კაპიტალის კონტროლის ღონისძიებები.

საბოლოოდ შეგვიძლია ვთქვათ, რომ ბრეტონ ვუდსის სავალუტო სისტემის საწყისმა მიზნებმა რეალიზება ვერ ჰპოვეს რეალურ გარემოში და იგი ჩამოყალიბდა, როგორც ოქრო-დოლარის სტანდარტი.

### **1946-1958 წწ.**

მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ აღმოფხვრილ იქნა რეპარაცია, პირველი მსოფლიო ომის შემდგომი საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობების ერთ-ერთ

მთავარი პრობლემა. თუმცა გაჩნდა მეორე პრობლემა, ვალუტების სრული და თავისუფალი კონვერტაცია აღმოჩნდა უფრო რთულად მისაღწევი, ვიდრე ეს სისტემის შემუშავებისას წარმოდგინათ. თავის მხრივ, ეს უკანასკნელი გამოწვეული იყო ორი ურთიერთდაკავშირებული პრობლემით: ბილატერალიზმი და დოლარის უკმარისობით.

ომის პერიოდში ბევრმა სახელმწიფომ გაანადგურა სავალუტო კურსების კონტროლის სისტემები, რომელიც, თავის მხრივ, გამოიყენებოდა საერთაშორისო ვაჭრობის მხარდაჭერისა და კაპიტალის მოძრაობის რეგულირებისათვის. სახელმწიფო ექსპორტიორისგან მოითხოვდა ექსპორტიდან მიღებული უცხოური ვალუტა გადაეხურდავებინა ადგილობრივ ვალუტაზე, ხოლო იმპორტიორისგან მოითხოვდა უცხოური ვალუტა ეყიდა წინასწარ განსაზღვრული სპეციალიზებული ბანკებისგან. მსგავსი გარემო ემსახურებოდა საგარეო ვაჭრობის ორგანიზებას შემდეგი პრინციპით: „თუ მე ვყიდულობ შენგან, შენც უნდა იყიდო ჩემგან“. თითქმის ყველა ევროპული სახელმწიფო იყენებდა აღნიშნულ მიდგომას.

ბრეტონ ვუდსის შეთანხმების მეთოთხმეტე თავის თანახმად, სახელმწიფოებს შეეძლოთ განუსაზღვრელი ვადებით გაეგრძელებინათ სავალუტო კონტროლი ზემოაღნიშნული ღონისძიებებით. ქმედების მიზეზი იყო საერთაშორისო რეზერვების მნიშვნელოვანი სიმცირე მთელს მსოფლიოში. ომის შემდგომი აზია და ევროპა განიცდიდნენ კაპიტალის, წარმოების საშუალებებისა და პირველადი მოხმარების პროდუქციის კატასტროფულ შიმშილს. შეთანხმების ზემოაღნიშნული ჩანაწერი კი მათ საშუალებას აძლევდათ ცენტრალური ბანკების უშუალო მონაწილეობით შეექმნათ იმპორტ-ექსპორტის კვოტირების სისტემა, რაც ზრდიდა ეკონომიკური განვითარების შესაძლებლობებს.

### **დოლარის უკმარისობა**

ომის შემდგომი ევროპის ქვეყნების საგადასახდლო ბალანსის კრიზისმა საერთაშორისო სავალუტო წესრიგი კოლაფსის ზღვართან მიიყვანა. აშშ-ის

გამლიერება, უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების უკმარისობა ევროპაში, ნაკლებად განვითარებულ რეგიონებში მოსახლეობის ზრდის ტემპები, აღმოსავლეთ და დასავლეთ ევროპის გახლეჩა წარმოადგენდა ამ პერიოდის საერთაშორისო სავალუტო წესრიგისათვის საფრთხის შემცველი პრობლემების ფუნდამენტს. წლების მანძილზე ევროპის ეკონომიკა ეფუძნებოდა ერთი მხრივ საექსპორტო ბაზრებს, ხოლო მეორე მხრივ, პირველადი მოხმარების პროდუქციის იმპორტს. ომის შემდგომი ევროპის საექსპორტო ინდუსტრიის სიმძლავრეების არასათანადო დონემ განაპირობა ევროპის საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტი. საგულისხმოა, რომ ამ პერიოდში აშშ ფლობდა მსოფლიოს ოქროს რეზერვების 2/3-ს. თავის მხრივ, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი წევრი ქვეყნებისაგან მოითხოვდა ეროვნული ვალუტის ღირებულების გაცხადებას. შექმნილი სიტუაცია არც ევროპისთვის და არც აშშ-სთვის არ იყო მისაღები. მყარი საერთაშორისო სავალუტო სიტემის ფორმირებისა და ევროპის საგადასახდელო ბალანსის პერმანენტული დეფიციტის დაძლევისათვის შეიქმნა ე.წ „მარშალის გეგმა“.

### **მარშალის გეგმა**

ევროპის დახმარების მიზნით ამერიკის სახელმწიფო მდივანმა ჯორჯ ს. მარშალმა წარმოადგინა ევროპის კრიზისიდან გამოყვანის გეგმა. გეგმის საკვანძო საკითხს წარმოადგენდა აშშ-ის მასიური ფინანსური დახმარება ევროპისათვის. გერმანიისა და ესპანეთის გარდა ყველა ევროპულმა ქვეყანამ მიიღო მონაწილეობა გეგმის განხორციელების პროექტის განხილვაში. პროექტი არ მოიცავდა აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებს, ამ რეგიონში საბჭოთა კავშირის გავლენის გამო.

აღნიშნული გეგმის ოფიციალური სახელწოდება იყო 1948 წლის ეკონომიკური თანამშრომლობის აქტი. პროექტის განხორციელების მიზნით შეიქმნა ამავე სახელწოდების ადმინისტრაცია. 1948-1952 წლებში, აღნიშნული გეგმის ფარგლებში ევროპამ 13 მილიარდი აშშ დოლარის დახმარება მიიღო (დაგეგმილზე 4 მილიარდი

დოლარით ნაკლები). პროექტის მონაწილე სახელმწიფოებს მოეთხოვებოდა სავაჭრო ურთიერთობების გაღრმავება პროექტში ჩართულ ქვეყნებთან.

მარშალის გეგმამ დროის მცირე მონაკვეთში მიაღწია წარმატებას. 1952 წლისათვის პროექტის მონაწილე ევროპული სახელმწიფოების სამრეწველო წარმოება 39%-ით გაზიარდა, გაორმაგდა ექსპორტი, 1/3-ით გაიზარდა იმპორტი, ასევე მიღწეულ იქნა დადებითი საგადასახდელი ბალანსი.

ცხრილი 2.1.

ინდუსტრიული სექტორის ზრდა 1938-1950 წწ. %

ქვეყანა	1938	1947	1948	1949	1950
ბელგია	100	106	114	116	120
საფრანგეთი	100	92	108	118	121
გერმანია	100	33	50	75	96
იტალია	100	86	91	96	109
ჰოლანდია	100	95	113	127	139
ბრიტანეთი	100	115	128	137	150
საშუალო	100	88	101	111	122

წყარო: Dillard, Dudley. “Industrial recovery in Western Europe”

1950 წელს, მარშალის გეგმის მონაწილე ქვეყნებს შორის ვაჭრობის გაღრმავების მიზნით შეიქმნა ევროპის საგადასახდელი სისტემა, რომლის ამ უკანასკნელის მიზანს წარმოადგენდა საკლირინგო ოპერაციების გამარტივება. საბრუნავი კაპიტალის უზრუნველსაყოფად მოცემულმა სისტემამ მარშალის გეგმის ფარგლებში მიიღო 350

მილიონი აშშ დოლარი. მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნულმა ინსტიტუტმა მნიშვნელოვნად გაამარტივა ევროპის ქვეყნებს შორის ანგარიშსწორება, ევროპული ვალუტების დოლარზე კონვერტაცია დაკავშირებული იყო სირთულეებთან, რომელიც, თავის მხრივ, გამოწვეული იყო დოლარის უკმარისობით.

ფუნტი სტერლინგის, გერმანული მარკისა და სხვა ევროპული ვალუტების ღირებულების შემცირება დოლართან მიმართებით 1949 წლის სექტემბრისათვის მნიშვნელოვანი პროგრესი აღმოჩნდა აღნიშნული ვალუტების კონვერტაციის უზრუნველყოფის მიმართულებით. 1950 წელს საფრანგეთის პრეზიდენტმა შარლ დე გოლმა კიდევ უფრო შეამცირა ფრანკის ღირებულება და დადგა ე.წ. „ახალი ფრანკის“ ეპოქა. ანალოგიურად მოიქცა ბრიტანეთიც, ფუნტის ღირებულების შემცირების შედეგად აღდგა მისი კონვერტაციის უნარი. 1958 წლის 27 დეკემბერს ევროპის 8 ქვეყანამ გამოაცხადა საკუთარი ვალუტის სრული კონვერტაციის რეჟიმში გადაყვანის შესახებ. ახალი რეალობიდან გამომდინარე, ევროპის საგადასახდლო გაერთიანება აღარ წარმოადგენდა რელევანტურ ორგანიზაციას. შესაბამისად, მალევე იგი ჩაანაცვლა ევროპის მონეტარულმა შეთანხმებამ.

### **1959-1967 წწ.**

მოცემული პერიოდის უმნიშვნელოვანეს მოვლენას უდავოდ ევროპის ეკონომიკური ინტეგრაცია წარმოადგენდა. ასევე აღსანიშნავია, რიგი მოვლენები რომელთა ზეგავლენის შედეგად მოხდა ბრეტონ ვუდსის საწყისი მიზნებიდან გადახრა.

ევროპის ინტეგრაციის იდეა დიდი ხნის განმავლობაში არსებობდა, თუმცა რეალობაში მისი განხორციელების შესაძლებლობა მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ არსებულმა მდგომარეობამ შექმნა. გაერთიანებული ევროპული ბაზრის წინასახეს წარმოადგენდა ევროპის ქვანახშირისა და ფოლადის საზოგადოება. იგი შეიქმნა 1952 წელს და მასში მონაწილეობდნენ საფრანგეთი, გერმანია, იტალია, ბელგია, ჰოლანდია და ლუქსემბურგი. ევროპის ეკონომიკურ გაერთიანებაში

თავდაპირველად სწორედ ეს ექვსი ქვეყანა შედიოდა, რომელთაც გააფართოვეს თანამშრომლობის სექტორები. გაერთიანების შექმნის ძირითად მიზანს იმპორტ-ექსპორტისათვის წინააღმდეგობების მოხსნა და წესების უნიფიცირება წარმოადგენდა. რომის შეთანხმებამ დასახა ეკონომიკური მიზნები და შექმნა მათი მიღწევისათვის საჭირო პოლიტიკური ინსტიტუტები რომელთაც, თავის მხრივ, საფუძველი დაუდეს ევროპის პოლიტიკური ინტეგრაციის პროცესს.

### **ბრეტონ ვუდსის სისტემის პრობლემები**

სისტემის წინაშე იდგა სამი მთავარი გამოწვევა: რეგულირება, ლიკვიდურობა და ნდობა. 1950 წლისათვის აშშ საგადაამხდელი ბალანსი არ ხასიათდებოდა რაიმე ტიპის პრობლემებით, რაც კიდევ უფრო ამყარებდა დოლარის მიმართ არსებულ ნდობას. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ეს ნდობა არ იყო ურყევი და გარკვეულ დეგრადაცია განიცდიდა. 1951 წელს ეკონომისტები უკვე გამოთქვამდნენ შეშფოთებას აშშ-ის ლიკვიდურობის დეფიციტთან დაკავშირებით. მათ შიში ეფუძნებოდა აშშ-ის გრძელვადიანი და მოკლევადიანი საგარეო ვალდებულებების შესაბამისი რესურსების არარსებობას. სიტუაციიდან ერთერთ გამოსავლად მიჩნეული იყო დოლარისა და ოქროს ჩანაცვლება სპეციალური ნასესხობის უფლებით, რომელიც, თავის მხრივ, წარმოადგენდა არამატერიალური ფორმის ვალუტას, რომელიც მხოლოდ საერთაშორისო სავალუტო ფონდის საანგარიშო ჩანაწერებში არსებობდა.

**SDR (სესხების სპეციალური უფლება).** თავდაპირველად SDR-ის ღირებულება დაფიქსირებული იყო ოქროში და გამოხატული აშშ დოლარში. 1969 წელს მისი ერთი ერთეული შეადგენდა 0,888571 გრამ ოქროს. შემდეგ ეტაპზე იგი განისაზღვრებოდა ჯერ 16, ხოლო მოგვიანებით 5 ვალუტისაგან შემდგარი კალათის საფუძველზე. 2016 წლის მონაცემებით SDR-ის სავალუტო კალათა შედგება შემდეგი ვალუტებისაგან: აშშ დოლარი, ევრო, ჩინური იუანი, იაპონური იენი და ბრიტანული სტერლინგი. კალათის განახლება ხდება ყოველ 5 წელიწადში. განახლების საფუძველს წარმოადგენს წევრი ქვეყნების ვალუტების მნიშვნელობა მსოფლიო ვაჭრობასა და

საფინანსო სისტემაში. სწორედ ამ საფუძვლით 2016 წლის 1 ოქტომბრიდან ჩინური იუანი აღიარებულია როგორც თავისუფლად კონვერტირებადი და შეყვანილია SDR-ის სავალუტო კალათში.

ცხრილი 2.2.

**SDR სავალუტო კალათა**

აშშ დოლარი	41,73%
ევრო	30,93%
იუანი	10,92%
იენი	8,33%
ფუნტ სტერლინგი	8,09%

წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

ექსპერტთა ნაწილი თვლიდა, რომ აშშ საგადასახდელი ბალანსის პრობლემები იყო მოჩვენებითი და არარეალური. მათი შეფასებით ფინანსური ცენტრების ლიკვიდურობას მოკლევადიანი კრედიტების აღების საფუძველზე გრძელვადიანი სესხების გაცემით საფრთხე არ ემუქრება. ამ მოსაზრების მიხედვით, აშშ უნდა განვიხილოთ როგორც ბანკი, რომელიც დეპოზიტების ზრდის პარალელურად ზრდის გაცემული კრედიტების მოცულობას. ამ შემთხვევაში გადამწყვეტ მნიშვნელობას ატარებდა პროცესის უწყვეტობა, რომელიც საშუალებას მისცემდა სისტემას გაცემული სესხების პარალელურად შევსება მიეღო დეპოზიტების სახით. ნდობის შემცირებამ განაპირობა პროცესის უწყვეტობის დარღვევა და განვითარდა შესაბამისი პრობლემები. სისტემისადმი ნდობის დაკარგვის შედეგად ცენტრალურმა ბანკებმა დაიწყეს დამატებით რეზერვების შექმნა, რომელსაც თან ახლდა აშშ დოლარის გადახურდავება ოქროზე.

## 1968-1971 წლების კოლაფსი

სიტუაციიდან გამოსავლად იქცა აშშ ოქროს ორმაგი სტანდარტის შემოღებაში, რაც ბაზარს საშულებას მისცემდა განესაზღვრა ოქროს წონასწორული ფასი და აშშ ოქროს რეზერვებს გაათავისუფლებდა არარეზიდენტი ცენტრალური ბანკების წნეხიდან ფიქსირებული კურსით გადაეხურდავებინა დოლარი ოქროზე. აშშ-ს ელოდებოდა ნდობის სერიოზული კრიზისი. პირველ ეტაპზე ოქროს ფასი ჯერ 38 დოლარამდე გაიზარდა ხოლო შემდეგ - 42,5 დოლარამდე, ასევე აშშ-მა უფლება დაიტოვა 1,55%-2,25% ფარგლებში მოუხდენია აღნიშული ფასის ცვლილების ლეგიტიმაცია.

მონეტარული პოლიტიკის შეცდომებმა და დოლარის ზღვარსგადასულმა გადინებამ ევროპაში უკვე 1970 წელს გამოიღო თავისი ლოგიკური ნაყოფი, ბრეტონ ვუდსის სავალუტო სისტემის კრაზის სახით. რიჩარდ ნიქსონის მეორე ვადით ასარჩევად გამართული საარჩევნო კამპანიის ეკონომიკური პროგრამა შტატების მოსახლეობას უკვე 1972 წლისათვის კეთილდღეობის ეკონომიკას ჰპირდებოდა. 1970 წლიდან ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ დაიწყო რეფინანსირების განაკვეთის შემცირება. საგულისხმოა, რომ მოცემული ქმედება ემთხვევა ბუნდესბანკის მცდელობას რეფინანსირების განაკვეთის გაზრდით შეზღუდოს ინფლაციური პროცესები დასავლეთ გერმანიაში. მიუხედავად იმისა, რომ ეს მონეტარული ღონისძიებები სხვადასხვა გეოგრაფიულ არეალში მიმდინარეობდა ევროდოლარების ბაზარზე ისინი აქტიურ ურთიერთქმედებაში მოდიოდნენ ერთმანეთთან. შედეგად იმპულსი მიიღო დოლარის გადინების ტემპის ზრდამ შტატებიდან ევროპისაკენ, რაც უარყოფითად აისახა აშშ საგადასახდელო ბალანსზე. კერძოდ, საგადასახდელო დეფიციტი 1960 წელს შეადგენდა 2-4 მილიარდ აშშ დოლარს წლიურად, 1970 წელს ანალოგიური პარამეტრი გაიზარდა 20 მილიარდ დოლარამდე, ხოლო 1971 წელს 30 მილიარდს მიაღწია.



აშშ-ის დოლარის მიმართ ნდობამ ისტორიულ მინიმუმს მიაღწია. პრეზიდენტი ნიქსონი იძულებული გახდა 1971 წლის 15 აგვისტოს ოფიციალურად შეეწყვიტა დოლარის ოქროზე კონვერტაციის მექანიზმი, რაც ასევე წარმოადგენდა ბრეტონ ვუდსის სავალუტო სისტემის დასასრულს.

### **ბრეტონ ვუდსის სისტემის პროგნოზირებადი მარცხის საფუძვლები**

აშშ-ის დოლარის ცენტრალური როლი, სისტემის ფორმირების ეტაპზევე ჯ.მ. კეინსის მიერ განხილული იყო, როგორც ბრეტონ ვუდსის სავალუტო სისტემის სისუსტე. იგი მხარს უჭერდა საერთაშორისო შეთანხმების საფუძველზე ახალი სავალუტო ნიშნის-ბანკორის შექმნას. ოფიციალური პირების მხრიდან კეინსის იდეების გაზიარება არ მოხდა, თუმცა ბრეტონ ვუდსის სავალუტო სისტემის კოლაფსი 1959 წელს მეცნიერულად დაამტკიცა იელის უნივერსიტეტის ბელგიელმა ეკონომისტმა რობერტ ტრიფინიმ. აშშ დოლარის დომინანტური მდგომარეობიდან გამომდინარე, მისი გაცვლითი კურსის სტაბილურობა წარმოადგენს პერმანენტულ მოვლენას. ტრიფინის პარადოქსის მიხედვით, ეს ფაქტი აშშ-ის ეკონომიკის საექსპორტო წარმოებას ხდიდა ნაკლებად კონკურენტუნარიანს, რაც ღია ეკონომიკის პირობებში იწვევდა პერმანენტულ სავაჭრო დეფიციტს. ერთი მხრივ, აშშ ვალდებულია უზრუნველყოს მსოფლიო სავალუტო რეზერვებით, მეორე მხრივ, იგი მუდმივად განიცდის სავალუტო რეზერვების დეფიციტს. შესაბამისად, მოცემული სისტემის კოლაფსი წარმოადგენს მხოლოდ დროის საკითხს.

### **1971 -1973 წწ.**

1973 წლიდან ადაპტირებულ იქნა თავისუფალი ცურვის სავალუტო რეჟიმი. ეს ნიშნავდა, რომ ვალუტა აღარ იყო მიბმული და ოქროზე, თითოეული ვალუტის კურსი სხვა ვალუტასთან მიმართებაში განისაზღვრებოდა თავისუფალ ბაზარზე საბაზო ძალების ზემოქმედებით. ეკონომისტთა ნაწილი ფიქრობდა, რომ მსგავს სავალუტო წესრიგს შედეგად მოჰყვებოდა 1930-იანი წლების მსგავსი ეკონომიკური

კატასტროფები. ისინი თვლიდნენ, რომ შექმნილი არაპროგნოზირებადი კურსების პირობებში შემცირდებოდა კაპიტალის მოძრაობა.

ეკონომისტები ვარაუდობდნენ, რომ თავისუფლად მცურავი დოლარი დაკარგავდა როლსა და უპირატესობას საერთაშორისო ანგარიშსწორებაში. ეკონომისტთა ეს მოსაზრებები არ გამართლდა. ზემოაღნიშნულმა ცვლილებებმა დოლარის დომინანტური პოზიციებზე გავლენა ვერ მოახდინა, ხოლო SDR-მა, მიუხედავად ოფიციალური სტატუსისა და საერთაშორისო სავალუტო ურთიერთობებში განვითარებული კრიზისისა, ვერ მოახერხა საკვანძო პოზიციების დაჭერა საერთაშორისო საფინანსო სისტემაში.

ბრეტონ ვუდის სავალუტო სისტემის კოლაფსის შემდეგ ევროპამ თვალნათლივ დაინახა საკუთარი დამოკიდებულება აშშ დოლარზე, რაც თავის მხრივ გახდა ერთერთი კატალიზატორი საერთო ევროპული ვალუტის შექმნის იდეის ხორცშესხმისათვის.

მოცემული პერიოდი ასევე მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა მსოფლიო ბანკისთვის. აშშ-ის საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტის შემდეგ, ფონდებით მდიდარი მსოფლიო ბანკის იძულებული გახდა დაკრედიტების ახალი შესაძლებლობები მოეძებნა. შედეგად, მკვეთრად გაიზარდა საბანკო სინდიკატების საკრედიტო ოპერაციები ლათინური ამერიკის სახელმწიფოებში. აღნიშნული ბუმი შეუმჩნეველი დარჩა 1970-იანი წლების განმავლობაში. ბანკირები თვლიდნენ, რომ ეს განვითარებადი სახელმწიფოები თავს გაართმევდნენ მიღებული საბანკო კრედიტების მომსახურებას, თუმცა შეფასებები 1982 წელს საპირისპირო რეალობის წინაშე აღმოჩნდა. მექსიკამ ვერ მოახერხა სახელმწიფო ვალის მიმდინარე გადასახდელების დაფარვა.

თავისუფალი მცურავი კურსების შემოღების შემდეგ, ფიქსირებულ და კორექტირებად კურსებზე დაბრუნება უკვე შეუძლებელი აღმოჩნდა. კაპიტალის მოძრაობის მასშტაბების ზრდასთან ერთად სავალუტო კურსების რყევა გახდა

ჩვეულებრივი პროცესი, ხოლო მისი კორექტირება ფიზიკურად შეუძლებელი. განსაკუთრებული ზიანი მიადგათ განვითარებად ქვეყნებს. მათვის მნიშვნელოვანი გამოწვევა აღმოჩნდა მუდმივად ცვალებადი გაცვლითი კურსების გარემოსთან ადაპტირება.

### **1973-1985 წლების გაცვლითი კურსების რეჟიმი**

ბრეტონ ვუდსის სისტემის ფარგლებში აღიარებული გაცვლითი კურსების ფორმირების მექანიზმის კოლაფსის დასაწყისში საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა მოიწვია წევრების შეხვედრა, სადაც წარადგინა შემუშავებული შეთავაზებები რომელიც 1976 წლის თებერვალში განიხილეს და ამოქმედდა 1978 წლიდან. აღნიშნული შეთანხმება ცნობილია იამაიკის შეთანხმების სახელით.

**მცურავი კურსების სისტემა:** მცურავი კურსების სისტემაში, ვალუტის კურსს განსაზღვრავს საბაზრო ძალები. მოცემული სისტემის მხარდამჭერები ასახელებენ ორ მთავარ არგუმენტს. პირველი, მცურავი კურსები მყისიერად რეაგირებენ მაკროეკონომიკური პარამეტრების ცვლილებაზე, რაც სახელმწიფოს მხრიდან არ მოითხოვს ფიქსირებული კურსების შემთხვევაში საჭირო რაიმე ძალისხმევას. მეორე, იგი სხვა ქვეყნებიდან მომდინარე სავალუტო შოკების მიმართ ინდიფერენტულია, რაც სახელმწიფოს აძლევს საშუალებას არ შეიზოჭოს მსგავსი გარემოებებით.

მიუხედავად ფრიდმანის ზემოაღნიშნული შეხედულებებისა, მოსაზრებების ჭეშმარიტება არ დასტურდება ემპირიული კვლევებით. 1988 წელს მაკდონალდმა შეისწავლა 1973-1985 წლების პერიოდი და აჩვენა, რომ სისტემა აჩვენებდა უფრო მეტ არასტაბილურობას, ვიდრე ეს იმ პერიოდის ფუნდამენტური მონეტარული ფაქტორების გავლენის შედეგად უნდა ყოფილიყო. 1983 წელს რიჩარდ დანმა აჩვენა, რომ ფრიდმანისეული მეორე არგუმენტიც, რომელიც უცხო ქვეყნებიდან მომდინარე სავალუტო შოკების მიმართ ინდიფერენტულობას გულისხმობდა, არ იყო ჭეშმარიტი. 1980-იანი წლების დასაწყისში აშშ სარგებლის განაკვეთის აწევის გზით ატარებდა მკაცრ მონეტარულ პოლიტიკას, ევროპული ქვეყნები გახდნენ იძულებული

მიემართათ ანალოგიური ზომებისათვის, რათა თავიდან აეცილებინათ კაპიტალის გადინება აშშ-ში. როგორც რიჩარდ დანმა 1983 წელს აჩვენა, 1976-79 წლებში კანადური კომპანიების მხრიდან გრძელვადიანი ფინანსური რესურსების აშშ-იდან იმპორტმა გამოიწვია კანადური დოლარის 14%-იანი დევალვაცია. მან ასევე აჩვენა, რომ ბრიტანული ფუნტის მნიშვნელოვანი რევალვაცია იყო მთავარი მიზეზი ბრიტანული კომპანიების გადახდისუნარიანობის ხარისხის გაუარესებისა 1970-იან წლებში.

მცურავი კურსების რეჟიმი შესაძლოა იყო თავისუფალი ან მართვადი. თეორიულად, მართვადი მცურავი კურსების რეჟიმი გულისხმობს მონეტარული პოლიტიკის განმახორციელებელი ინსტიტუტის ჩარევას სავალუტო პროცესებში. ამ თვალსაზრისით მართვადი მცურავი კურსები გვხვდება ცივილიზებული სამყაროს სახელმწიფოთა აბსოლუტურ უმრავლესობაში. მონეტარული ხელისუფლება ცდილობს ინტერვენციების გზით თავიდან აიცილოს მოკლევადიანი სავალუტო რყევები.

### **1990-იანების რყევები**

1990-იანი წლები საფინანსო რყევებითა და კრიზისებით იყო დატვირთული. დიდი ხნის განმავლობაში აზია განიხილებოდა საიმედო საინვესტიციო გარემოდ. კაპიტალის კონტროლის მკაცრი მექანიზმები და ზრდადი საექსპორტო სიმძლავრეები ამყარებდა ნდობას რეგიონისადმი. აზიის საბანკო სისტემები იზიდავდა თვალსაჩინო მოცულობის საკრედიტო რესურსებს და თითქოს არაფერი მოასწავებდა მოსალოდნელ საფრთხეს. კრიზისი დაიწყო ტაილანდში. ეროვნული ვალუტის დოლარზე ფიქსირებული კურსის გაუქმებამ ბიძგი მისცა კრიზისის განვითარებას. მოსალოდნელ სავალუტო კრახს დაასწრო სუვერენული ვალის კრიზისმა. მიუხედავად საერთაშორისო სავალუტო ფონდის არაერთგზის გაფრთხილებისა, შეეჩერებინათ ეროვნული ვალუტის კატასტროფული გაუფასურება, ტაილანდის ხელისუფლება აგრძელებდა დესტრუქციულ ნაბიჯებს.

თუმცა მთავარი სიურპრიზი ჯერ კიდევ წინ იყო. ტაილანდის კრიზისმა ჯაჭვური რეაქცია გამოიწვია აზიის სხვა სახელმწიფოებში. პირველი მსხვერპლი აღმოჩნდა ფილიპინები. ეს ქვეყანა მნიშვნელოვნად იყო დამოკიდებული ფულად შემოდინებებზე უცხოურ ვალუტაში, რაც მას საშულებას აძლევდა ეროვნული ვალუტის დოლარში გამოხატული ფიქსირებული კურსი შეენარჩუნებინა. დაიწყო ნდობის დეფიციტის განვითარება რეგიონში. მნიშვნელოვანი საფრთხე ემუქრებოდა სამხრეთ კორეას. თუმცა „დიდი შვიდიანის“ ქვეყნებმა ღია მხარდაჭერითა და საბანკო ინსტიტუტების მხრიდან გამოყოფილი საკრედიტო რესურსების მეშვეობით მოიგეს დრო სამხრეთ კორეის მთავრობისათვის, რათა სწრაფი რეფორმებით ხელისუფლებას მოეხერხებინა სიტუაციაზე კონტროლის დამყარება. ინდონეზიამ სრული საბანკო და საფინანსო კრიზისი განიცადა, რაც გადაიზარდა კიდევ მძიმე რეცესიაში. მხოლოდ ჩინეთი დარჩა პროცესების მიმართ ინდიფერენტულ მდგომარეობაში.

აზიის კრიზისმა აჩვენა გლობალიზაციის ჯაჭვური ბუნება და რეგიონისათვის თითოეული სახელმწიფოს სტაბილურობის მნიშვნელობა. მიუხედავად რეფორმებისა და დახმარებისა, კრიზისით დაზარალებული ზოგიერთი ამ სახელმწიფოთაგან დღესაც არ დაბრუნებია კრიზისამდე არსებულ ეკონომიკურ მაჩვენებელს.

## **ევრო**

ბრეტონ ვუდსის სავალუტო სისტემის კოლაფსის შემდეგ გაჩნდა ერთიანი ევროპული ვალუტის შექმნის მძაფრი სურვილი და საჭიროება. 1990-იანი წლებიდან ევროპა განუხრელად დაადგა საერთო ვალუტის შექმნის კურსს. დიდი ბრიტანეთი და დანია ადრეულ ეტაპზევე ჩამოსცილდნენ პროცესს, თუმცა დანარჩენმა სახელმწიფოებმა მათი ეს სწრაფვა ასახეს მასტრიხტის ხელშეკრულებაში. ხელშეკრულება განსაზღვრავდა მიზნობრივ ინფლაციას, სარგებლის განაკვეთებსა და გაცვლითი კურსის სტაბილურობას. ფისკალური თვალსაზრისით ხელშეკრულების მონაწილე ქვეყანა ვალდებულებას იღებდა საბიუჯეტო დეფიციტი შეენარჩუნებინა

არაუმეტეს მშპ-ს 3%-სა, ხოლო სუვერენული ვალი - არაუმეტეს მშპ-ს 60%-სა. მოთხოვნების მიზანი იყო შეეჩერებინათ ეკონომიკურად სუსტი ქვეყნების მონაწილეობა სისტემაში, რაც საბოლოო ჯამში სისტემისთვის იქნებოდა სფრთხის შემცველი.

ევრო, როგორც ვალუტის სახელწოდება, პირველად წარმოადგენილ იქნა 1995 წელს მადრიდში. ფინანსურ ბაზრებზე. როგორც საანგარიშო ერთეული იგი 1999 წლის 1 იანვრიდან იქნა ადაპტირებული, ხოლო ფიზიკური სახით 2002 წლის 1 იანვარს ჩაეშვა მიმოქცევაში.

### **მიმდინარე მდგომარეობა**

1944 წლის შემდეგ მსოფლიო მნიშვნელოვნად შეიცვალა. ბრეტონ ვუდის ფარგლებში შეთანხმებული საერთაშორისო ორგანიზაციების შექმნა წარმოადგენდა უპირობო კომპრომისს ომის შემდგომი პერიოდის საერთაშორისო წესრიგის ფორმირებისათვის. ეკონომისტთა და სახელმწიფოთა ნაწილს მიაჩნია, რომ მსოფლიო ბანკმა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა მიაღწია არსებობის ისტორიაში მათ მიმართ არსებული მხარდაჭერის მინიმუმს. თუმცა აღიარებენ, რომ საფინანსო პოლიტიკის კოორდინირებისა და მსხვილი ფინანსური ფონდების შექმნის შედეგად საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა და მსოფლიო ბანკმა უმნიშვნელოვანესი წვლილი შეიტანეს ეკონომიკის გლობალიზაციისა და ეფექტიანობის გაუმჯობესების საქმეში.

მსოფლიოს ისტორიის მიმდინარე ეტაპზე მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენს დაძაბულობა განვითარებად და განვითარებულ სახელმწიფოებს შორის. ერთ მხარეს განიხილებიან: აშშ, ევროკავშირი, დიდი ბრიტანეთი და იაპონია, ხოლო მეორე მხარეს - ე.წ BRICS სახელმწიფოები: ბრაზილია, რუსეთი, ინდოეთი, ჩინეთი და სამხრეთ აფრიკა. BRICS-ის ქვეყნებში ცხოვრობს მსოფლიო მოსახლეობის 42%-ზე მეტი. 2008 წლის კრიზისის წინა პერიოდში „გოლდმან საჩმა“ გააკეთა აღნიშნული ქვეყნების განვითარების ტრენდის ანალიზი და აღნიშნა, რომ ზრდის

არსებული ტემპის შენარჩუნების შემთხვევაში 2050 წლისათვის მსოფლიოს უმსხვილეს 6 ეკონომიკას შორის იქნება BRICS-ის წევრი 4 ქვეყანა, აშშ და იაპონია. სწორედ ეს განვითარებადი ქვეყნები გამოთქვამდნენ პრეტენზიას, რომ მათი მდგომარეობა ბრეტონ ვუდსის ფარგლებში შექმნილი საერთაშორისო ორგანიზაციების მართვაში უსამართლო და არათანაზომადი იყო მათ წილთან მსოფლიო ეკონომიკაში. 2014 წელს BRICS ქვეყნების სამიტზე მიღებულ იქნა გადაწყვეტილება განვითარების ბანკისა და სარეზერვო ფონდის შექმნის შესახებ შესაბამისი ბიუჯეტით 50 და 100 მილიარდი აშშ დოლარი. პოლიტიკური თვალსაზრისით აღნიშნული წარმოადგენდა ღია მესიჯს განვითარებული ქვეყნებისათვის. თუ ისინი გააგრძელებდნენ აღნიშნული ქვეყნების მართლზომიერი წვლილის უგულვებელყოფას საერთაშორისო ორგანიზაციებში, აღნიშნული ქვეყნები თავად შექმნიდნენ ალტერნატიულ საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციებს. აღნიშნულზე პასუხად საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა 2016 წლის 1 ოქტომბრიდან ჩინური იუანი აღიარა როგორც თავისუფლად კონვერტირებადი ვალუტა და შეიყვანა SDR-ის სავალუტო კალათში.

### **კითხვები:**

- როგორი იყო ოქროს სტანდარტის ძირითადი პრინციპები?
- როგორი იყო ოქროს სტანდარტის გაუქმების მიზეზები და გამომწვევი პოლიტიკური (არაეკონომიკური) ფაქტორები?
- რაში გამოიხატებოდა ბრეტონ ვუდსის სავალუტო სისტემის პოლიტიკური ასპექტი?
- რა პრობლემას ხედავდა რობერტ ტრიფინი ბრეტონ ვუდსის სავალუტო სისტემის საფუძვლებში?
- რა ფაქტორებმა განაპირობეს BRICS-ის ფორმირება?

## რეკომენდირებული ლიტერატურა:

- Bayoumi, Tamim and Barry Eichengreen - "The stability of the gold Standard and the evolution of the international monetary fund system." Modern Perspectives on the Gold Standard. Cambridge: Cambridge University Press, 1996
- Bordo, Michael D. and Barry Eichengreen - Retrospective on the Bretton Woods system lessons for international monetary reform. Chicago: University of Chicago, 1993.
- Dillard, Dudley. Economic Development of the North Atlantic Community: Historical Introduction to Modern Economics. New Jersey: Prentice Hall, Inc, 1967
- Eichengreen, Barry - Globalizing Capital: A History of the International Monetary System. 2nd ed. Princeton: Princeton UP, 2008
- Kindleberger, Charles P. A Financial History of Western Europe. 2nd ed. New York: Oxford UP, 1993.
- Kindleberger, Charles P. "Bretton Woods Reappraised." (1951): 32-47. JSTOR. Web. 16 Nov. 2009.
- Kindleberger, Charles P. Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis. 2nd ed. Hoboken: John Wiley and Sons, 2005. Print



### **3. კრედიტის თეორია და ნაწილობრივი დარეზერვების პრაქტიკა**

#### **შინაარსი**

- კრედიტის არსი და ბუნება
- Commodatum და Mutuum ტიპის შეთანხმება
- Regular and Irregular Deposit-ის განმასხვავებელი ნიშნები
- საზოგადოებრივი ინსტიტუტების ფორმირების პროცესი
- საფინანსო შეთანხმებები კლასიკურ რომაულ სამართალში
- საბანკო საქმიანობა ძველ რომსა და საბერძნეთში
- საბანკო საქმიანობა შუა საუკუნოების ვენეციასა და სევილიაში
- მევახშეობის კანონიკური აკრძალვა
- საბანკო საქმე XVII-XVIII საუკუნეებში
- საბანკო საქმე XVIII საუკუნის საფრანგეთში
- ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემის თეორიული საფუძვლები



## კრედიტის არსი და ბუნება

კრედიტის კლასიკური განმარტება გულისხმობს გარკვეული დროით გაცემულ სესხს, რომელიც უკან უნდა დაბრუნდეს გარკვეულ სარგებელთან ერთად. ფუნდამენტური განსხვავებების მიხედვით განარჩევენ ორი ტიპის კრედიტს:

- Loan for use - რაც გულისხმობს დროებით სარგებლობაში ნივთის აღებას და შეთანხმებულ ვადაში ექსპლოატაციის შემდეგ მის უკან დაბრუნებას.
- Loan for consumption - გულისხმობს სესხად გაცემული საკუთრების გახარჯვას და შეთანხმებული დროის შემდეგ იგივე რაოდენობრივი და ხარისხობრივი მაჩვენებლების მქონე საკუთრების უკან დაბრუნებას.

საკრედიტო ურთიერთობებში არსებობს რამდენიმე ფუნდამენტური განსხვავების მქონე შეთანხმება. Commodatum ტიპის შეთანხმება გულისხმობს კრედიტორის მიერ დებიტორისათვის გარკვეული ტიპის საკუთრების უსასყიდლოდ გადაცემას დროებით სარგებლობაში. Mutuum ტიპის შეთანხმება ნიშნავს სრულყოფილი შემცვლელის მქონე საკუთრების (მაგ., ხორბალი, ფქვილი, ზეთი, შაქარი, ფული და ა.შ) გადაცემას დებიტორისათვის კონკრეტული დროითა და კონკრეტული რაოდენობით. დებიტორი ვალდებულია შეთანხმებული დროის შემდეგ იგივე ხარისხისა და რაოდენობის პროდუქცია დაუბრუნოს კრედიტორს. კერძოდ, თუ გავასესხებთ ფულს, დებიტორს უფლებას ვაძლევთ გახარჯოს იგი და შეთანხმებული პერიოდის შემდეგ დაგვიბრუნოს იგივე რაოდენობით. სხვაგვარად აღნიშული შეთანხმება გულისხმობს „დღევანდელი კვერცხის“ გაცვლას „ხვალინდელ კვერცხზე“. დროითი განსხვავებიდან გამომდინარე სრულიად ბუნებრივია კრედიტორმა აღნიშნულ შეთანხმებაში ჩართოს სარგებლის მიღების პირობა. რადგან თუ ერთი და იგივე რაოდენობისა და ხარისხის ორ საკუთრებაზე ვსაუბრობთ, უმჯობესია იგი მივიღოთ დღეს, ვიდრე გარკვეული პერიოდის შემდეგ. კლასიკურ შედარებაშიც ხომ საკითხი ასე დგას: „დღევანდელი კვერცხი“ თუ „ხვალინდელი ქათამი“. ანალოგიურად Commodatum ტიპის შეთანხმებაში სარგებლის არსებობა სრულიად ლოგიკური მოვლენაა.

დროებით სარგებლობაში გადაცემული საკუთრება ბუნებრივია განიცდის გარკვეულ ცვეთას, ამასთან ჩვენ კრედიტორი შეზღუდულია მისი ფლობისა და განკარგვისაგან გარკვეული დროის განმავლობაში, შესაბამისად აღნიშნული შეზღუდვებისა და ხარჯების კომპენსირება უნდა მოხდეს გარკვეული სარგებლის საფუძველზე. კიდევ ერთი ტიპის კონტრაქტს წარმოადგენს სადეპოზიტო შეთანხმება. დეპოზიტორი საკუთარ მოძრავ საკუთრებას გადასცემს მეორე პირს დაცვის, შენახვისა და ნებისმიერ დროს უკან დაბრუნების პირობით. შესაბამისად, აღნიშნული შეთანხმება მოითხოვს გარკვეულ საფასურს დეპოზიტორისაგან. ამ გარიგების მიზანს წარმოადგენს დეპოზიტორის საკუთრების უსაფრთხოებისა და მასზე ხელმისაწვდომობის უზრუნველყოფა.

განარჩევნ ორი ტიპის სადეპოზიტო შეთანხმებას. დეპოზიტზე შესაძლოა ინახებოდეს როგორც ფერწერული ტილო ასევე ფული, ოქროს ზოდები და ა.შ. ორივე შემთხვევაში საკუთრების დაცვა და უსაფრთხოება წარმოადგენს დეპოზიტორის მიზანს, თუმცა არსებობს საყურადღებო განსხვავება. როცა დეპოზიტზე ინახავთ სპეციფიკურ ნივთს, მაგალითად, რემბრანდტის ნამუშევარს თქვენ ნებისმიერ დროს შეგიძლიათ მასზე ხელმისაწვდომობა გქონდეთ თუმცა, თუ თქვენ დეპოზიტზე ინახავთ ფულად ერთეულებს არავინ მოგცემთ გარანტიას, რომ ზუსტად თქვენს მიერ დეპონირებულ ფულის კუპიურას დაიბრუნებთ, რადგან თქვენთვის არანაირ მნიშვნელობას არ წარმოადგენს ფულადი კუპიურის ნომერი.

მთავარია თქვენ მიიღოთ იგივე ვალუტა და იმავე რაოდენობით. მაგალითად, თუ შეინახავთ 1\$ მილიონს, თქვენ უფლება გაქვთ მიიღოთ 1\$ მილიონი და არანაირი მნიშვნელობა არ აქვს კუპიურები არის თუ არა ზუსტად იდენტური. შემთხვევას როცა თქვენ დეპოზიტზე შეინახეთ რემბრანტის ნამუშევარი ეწოდება Regular deposit. ხოლო შემთხვევას, როცა დეპოზიტზე განათავსეთ ფული, ოქროს ზოდები და ა.შ., ეწოდება Irregular deposit. მიუხედავად ზემოაღნიშნულ სადეპოზიტო შეთანხმებებს შორის არსებული განსხვავებისა დეპოზიტის შინაარსი და ბუნება ამით არ იცვლება.

თუ თქვენ გაქვს ე.წ. Regular deposit ტიპის შეთანხმება და თქვენს მიერ უსაფრთხოებისა და დაცვისათვის მიზარებულ ფერწერულ ტილოს დეპოზიტარი გაასხვისებს სარგებლის მიღების მიზნით, ქმედება ბუნებრივი შეფასდება კრიმინალურ აქტად. ანალოგიურად Irregular deposit ტიპის შეთანხმებისას, თუ თქვენს მიერ მიზარებულ ფულს დეპოზიტარი გახარჯავს ან გაასესხებს სარგებლის მიღების მიზნით, ისე რომ ზღუდავს დეპოზიტორების უფლებას, ჰქონდეთ წვდომა საკუთარ ფულზე ნებისმიერ დროს, წარმოადგენს იგივე დარღვევას, რაზეც Regular deposit ტიპის შეთანხმებაზე საუბრისას მოყვანილ მაგალითში განვიხილეთ.

მეოცე საუკუნის ევროპული სასამართლო აღიარებდა დეპოზიტარების მიერ 100% რეზერვის შენარჩუნების აუცილებლობას. 1927 წლის 12 ივნისს პარიზის სასამართლომ დამნაშავედ სცნო ბანკირი, რომელმაც სარგებლის მიღების მიზნით განკარგა მასთან დეპონირებული ფული, რაც თავის მხრივ წარმოადგენდა სტანდარტულ საბანკო პრაქტიკას. 1934 წლის 4 იანვარს იგივე სასამართლომ მსგავს შემთხვევასთან დაკავშირებით გამოიტანა ანალოგიური გადაწყვეტილება. აღსანიშნავია, რომ როდესაც Bank of Barcelona აღმოჩნდა ფინანსურ კრიზისში, 1928 წლის 21 ივნისს ბარსელონას სასამართლომ დააკმაყოფილა საბანკო ანგარიშების მფლობელთა სარჩელი მათ დეპოზიტორებად აღიარებასთან დაკავშირებით. გაკოტრების პროცესში მათ მიენიჭა უფლება მათი წილის შესაბამის აქტივებზე. სასამართლო გადაწყვეტილების საფუძველს წარმოადგენდა კლიენტთა საკუთრების უფლება მათ სადეპოზიტო ანგარიშებზე. აღნიშნული სასამართლო გადაწყვეტილებები მიუთითებდა, რომ დეპოზიტარი ვალდებული იყო დეპოზიტორის მოთხოვნის შესაბამისად სრულად ან ნაწილობრივ, შესაბამისი მოთხოვნისთანავე გაენაღდებინა კლიენტის ანგარიშზე არსებული ფული. თუ სადეპოზიტო შეთანხმება გულისხმობდა ანგარიშის მოთხოვნისთანავე განაღდებას, დეპოზიტარს არ ჰქონდა უფლება მასთან განთავსებული ფული გამოეყენებინა საკუთარი მიზნებისთვის შეთანხმების პირობების უზრუნველსაყოფად საჭირო რეზერვების შექმნის გარეშე.

უკიდურესად მნიშვნელოვანია ამ ორი ტიპის შეთანხმებას შორის არსებული ფუნდამენტური განსხვავებების გარჩევა. აღნიშნული შეთანხმებების ირგვლივ მთელი გაურკვეველობა, ეკონომიკური და სამართლებრივი შეცდომები დაკავშირებულია სწორედ მათ შორის არსებული არსებითი განსხვავებების არცოდნასთან. ატიპური დეპოზიტსა (Irregular deposit) და სასესხო შეთანხმებას შორის არსებით განსხვავებას წარმოადგენს დეპონირებულ საკუთრებაზე ხელმისაწვდომობა. ატიპური დეპოზიტის შემთხვევაში დეპოზიტორს აქვს უფლება ნებისმიერ დროს განკარგოს მის მიერ დეპოზიტზე განთავსებული ფული, ხოლო სასესხო შეთანხმების დროს (Monetary loan) დეპონირებულ თანხაზე ხელმისაწვდომობა შესაძლებელია მხოლოდ შეთანხმებული ვადის შემდეგ.

ატიპური დეპოზიტის ბუნებასთან დაკავშირებით მკაფიო და სრულყოფილ განმარტებას გვთავაზობს ავსტრიული ეკონომიკური სკოლის ერთ-ერთი ფუძემდებელი ლუდვიგ ფონ მიზესი. მისი შეფასებით, ატიპური დეპოზიტის წარმოდგენა რაიმე ტიპის საკრედიტო შეთანხმებად არის შეუძლებელი, რადგან აღნიშნული ტიპის შეთანხმება არ გულისხმობს, დღეს ჩვენს ხელთ არსებული საქონლისა და მომსახურების დათმობას მომავალში მისაღები საქონლისა და მომსახურების სანაცვლოდ. ატიპური სადეპოზიტო შეთანხმებისას დეპოზიტარისათვის მიზარებული აქტივი კვლავ რჩება დეპოზიტორის განკარგულებაში. დეპოზიტორს მისი განკარგვა შეუძლია ნებისმიერ დროს მთლიანად ან ნაწილობრივ. შესაბამისად, აქ საუბარია არა მიმდინარე აქტივის მომავალში მისაღებ აქტივში გაცვლაზე, არამედ მიმდინარე აქტივის ფლობის ფორმის ცვლილებაზე. აქტივის მფლობელი და განმკარგველი რჩება უცვლელი, თუმცა მის უსაფრთხოებაზე ზრუნვა, როგორც მომსახურება, ეკისრება დეპოზიტარს. სწორედ ამიტომ ატიპური სადეპოზიტო შეთანხმება არ განეკუთვნება საკრედიტო შეთანხმების სახეობას.

ატიპური სადეპოზიტო შეთანხმებისგან განსხვავებით, საკრედიტო შეთანხმების დროს დეპოზიტორი მის ხელთ არსებულ ფულად ფონდებს დეპოზიტარს გადასცემს გარკვეული ვადით და სარგებლის მიღების პირობით.

შესაბამისად, თმობს მისი განკარგვის უფლებას. აღნიშნულ შეთანხმებაში სარგებლის პირობის არსებობა სრულიად ბუნებრივია, რადგან წინააღმდეგ შემთხვევაში რთულად თუ მოიძებნებოდა შესაძლებლობა კრედიტის მაძიებელს მიეღო მისთვის სასურველი ფულადი ფონდები, შესაბამისი ეკონომიკური მოტივაციის არარსებობის გამო. მიმდინარე აქტივის დათმობა შეთანხმებულ დროში უფრო დიდი აქტივის მიღების პირობით წარმოადგენს ხელშეკრულების საკრედიტო შეთანხმებად განხილვის აუცილებელ პირობას.

დეპოზიტარისათვის კი, სუბიექტური და კომერციული ინტერესებიდან გამომდინარე, მნიშვნელოვანია ატიპური სადეპოზიტო შეთანხმება განიხილოს როგორც საკრედიტო შეთანხმება წინააღმდეგ შემთხვევაში მას არ ექნებოდა უფლება კრედიტით მიღებული ფულადი ფონდები და ატიპური დეპოზიტების სახით მიღებული ფონდები არ გაემიჯნა ერთმანეთისაგან. აღნიშნული განმასხვავებელი ზღვრის წაშლით დეპოზიტარი ზრდის საკუთარ საკრედიტო პოტენციალს, თუმცა რისკის ქვეშ აყენებს ატიპური სადეპოზიტო შეთანხმებით ნაკისრ ვალდებულებებს. საყურადღებოა, რომ თუ საკრედიტო შეთანხმებისათვის სარგებლის პირობა წარმოადგენს სრულიად ბუნებრივ მოვლენას, ატიპურ სადეპოზიტო შეთანხმებაში მისი არსებობა წარმოადგენს აბსურდს და ამ შეთანხმების შინაარსის საწინააღმდეგო მოვლენას.

სამართლებრივი პოზიციიდან სრულიად აბსურდულია დეპოზიტარის მხრიდან დეპოზიტორისათვის სარგებლის გადახდა ატიპური სადეპოზიტო შეთანხმებისას, თუ იგი არ არღვევს ამ შეთანხმების პირობებს. დეპოზიტარი იღებს ვალდებულებას დაიცვას დეპოზიტორის ფულადი ფონდები, ხოლო დეპოზიტორი იტოვებს უფლებას სრულად განკარგოს ეს ფონდები ნებისმიერ დროს. გაუგებარია, რის სანაცვლოდ უნდა გადაუხადოს დეპოზიტარმა დეპოზიტორს სარგებელი, როცა თავად შეთანხმების პირობების კეთილსინდისიერად შესრულების შემთხვევაში ამ გარიგებიდან არანაირ სარგებელს არ იღებს. უფრო მეტიც, სრულიად წარმოუდგენელია დეპოზიტარმა ატიპური სადეპოზიტო შეთანხმებით ნაკისრი ვალდებულებებისათვის არ მოითხოვოს სარგებელი. აღნიშნულ შეთანხმებაში სარგებლის პირობის გარეშე

დეპოზიტარს აქვს მხოლოდ მოვალეობები და არანაირი ეკონომიკური დაინტერესება.

### საზოგადოებრივი ინსტიტუტების ფორმირების პროცესი

უნივერსალური სამართლებრივი პრინციპები, რომელსაც თანამედროვე ცივილიზებული სამყარო აღიარებს, ერთბაშად არ გაჩენილა. იგივე ეხება ატიპურ სადეპოზიტო შეთანხმებას. კარლ მენგერის მიხედვით, საზოგადოებრივი ინსტიტუტების ფორმირების წყაროს წარმოადგენს საზოგადოების შემადგენელი ინდივიდების ქმედებათა ერთობლიობა, შეპირისპირება. ადამიანი ან ადამიანთა ჯგუფი, ისწრაფვის რა სხვადასხვა მიზნებისაკენ, გამოცდის სხვადასხვა მეთოდებს მათ მისაღწევად. აღნიშნული მეთოდებისგან ზოგიერთი წარმოადგენს ყველაზე ეფექტურ გზას მსგავსი მიზნების მისაღწევად, რაც ქმნის ქმედების გარკვეულ შაბლონს, რომელსაც როგორც მოცემულობას იყენებენ თაობები, მანამ სანამ თავად ეს მიზანი არ დაკარგავს აზრს ან სხვა არ მოძებნის აღნიშნული მიზნისაკენ მიმავალ უფრო მოკლე გზას. ასე იბადებოდა და იბადება საზოგადოებრივი ინსტიტუტები, რომლებზეც დგას თანამედროვე ცივილიზაცია.

იტალიელი მეცნიერი ბრუნო ლეონი განმარტავს, რომ არ არსებობს ადამიანური გონება, რომელსაც შესწევს უნარი წინასწარ განჭვრიტოს და დაადგინოს ის რაც, ისტორიული გამოცდილების საფუძველზე მიიღწევა. ლეონის აზრით, ფუნდამენტური კანონების შექმნის საფუძველს მცდელობებისა და შეცდომების ხანგრძლივი პროცესი წარმოადგენს, რომლის შედეგად საზოგადოებაში გროვდება გამოცდილება. ჭეშმარიტების საფუძველში კი როგორც ინგლისელები ამბობენ ძვეს არა ლოგიკა, არამედ გამოცდილება.

უფრო მეტიც, თუნდაც ეს შეძლოს ადამიანის გონებამ, ერთი ადამიანის სიტყვა ვერ შექმნის საზოგადოებრივ ინსტიტუტს, რადგან მას არ ექნება სრული ლეგიტიმაცია საზოგადოების მხრიდან. იგი დარჩება ერთი ადამიანის მოსაზრებად, რომლის მნიშვნელობასაც დრო გამოცდის.

## საფინანსო ურთიერთობები რომაულ სამართალში

სამართლის სპეციალისტის საქმიანობა რომის იმპერიაში იყო მთელი ხელოვნება, რომლის საბოლოო მიზანს საზოგადოების ევოლუციის პროცესში ჩამოყალიბებული სამართლებრივი ინსტიტუტების გამოვლენა და აღწერა წარმოადგენდა. აღნიშულ პროცესში უმთავრესი იყო უნივერსალური სამართლებრივი პრინციპების აღმოჩენა, რომელიც ლოგიკურად ჩამოყალიბდა საზოგადოების წევრთა ურთიერთობის შედეგად. რომელიც იურისტები წარმოადგენდნენ დამოუკიდებელ სუბიექტებს და არა სახელმწიფო მოხელეებს. მიუხედავად სახელმწიფოს უამრავი მცდელობისა, ვერ განხორციელდა თავისუფალი სამართლებრივი პრაქტიკის აღმოფხვრა, ისევე როგორც მისი პრესტიჟისა და დამოუკიდებლობის შელახვა.

ატიპური სადეპოზიტო შეთანხმების ფუნდამენტური პრინციპები და ბუნება მათთვის იმთავითვე გასაგები და ცხადი იყო, რაც ისახებოდა კიდევ მათ გადაწყვეტილებებში და ნორმატიულ აქტებში. ატიპური სადეპოზიტო შეთანხმება არ წარმოადგენს აბსტრაქტულ საკითხს. იგი საზოგადოების ცხოვრებისა და ურთიერთობის პროცესში, კოოპერირების შედეგად ჩამოყალიბებული ფენომენია და მისი ბუნების ხელოვნურად შეცვლა ბუნებრივია მნიშვნელოვან სოციალურ პრობლემებს იწვევს.

უნივერსალური სამართლებრივი პრინციპების ჩვენამდე მოღწევაში მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა იმპერატორმა იუსტინიანემ. 528-533 წწ. მან კლასიკური რომაულ სამართალს თავი მოუყარა და გააერთიანა ოთხ წიგნში: *The Institutiones*, *The Digest*, *The Codex Constitutionum* and *Novellae*.

*The Digest* წიგნი 16, თავი 3, პარაგრაფი 24 ატიპურ სადეპოზიტო შეთანხმებასთან დაკავშირებით ამბობს: „მე ამ ხელწერილის შემდგენელი ვწერ მას რათა გაცნობო, რაც შენ უნდა იცოდე, 100 მონეტა რომელის დღეს შენ მანდე მე ჩემს განკარგულებაშია და მე მას დაგიბრუნებ დაუყოვნებლივ, ნებისმიერ დროს, როცა შენ ისურვებ“



The Digest წიგნი 16, თავი 3, პარაგრაფი 2: „როცა ბანკი თავს აცხადებს გაკოტრებულად პირველ რიგში ყურადღება უნდა დაეთმოს დეპოზიტორებს და არა მათ, რომლებიც ბანკირთან დატოვებული ფულის სანაცვლოდ იღებენ სარგებელს. შესაბამისად, ქონების რეალიზაციის შემდეგ პრივილეგიით სარგებლობენ დეპოზიტორები და პირები, რომლებიც იღებდნენ სარგებელს, მხედველობაში არ მიიღებიან“

The Digest წიგნი 47, თავი 2, N 67: „ის ვინ იღებს დეპოზიტს და მას იყენებს დეპოზიტის მიღებისას განსაზღვრული მიზნისაგან განსხვავებული მიზნით სჩადის დანაშაულს, ქურდობას“

The Digest წიგნი 47, თავი 2, N52, პარაგრაფი 16: „თუ ვინმე ჩემგან იღებს ფულს რათა გადაუხადოს ჩემს კრედიტორს და თავად რა მართებს, იგივე თანხა კრედიტორისაგან უხდის მას ჩემს ფულს თავისი სახელით, სჩადის ქურდობას“

Codex Constitutionum წიგნი 4, თავი 34, N3 : „თუ შენ ინახავ დეპოზიტს, შენ გაქვს მიზეზი მოითხოვო სარგებელი, რადგან დეპოზიტარს ქურდობის გამო არ აძლევ პასუხისგებაში, რადგან იგი გაცნობიერებულად, შენი სურვილის საწინააღმდეგოდ, პირადი სარგებლის მიღების მიზნით იყენებს რა შენს ქონებას, სჩადის ქურდობას“.

ზემოაღნიშნული კიდე ერთხელ ადასტურებს, რომ დეპოზიტების მიმღებ პირს აქვს ცდუნება საკუთარი მიზნებისათვის გამოიყენოს უსაფრთხოების მიზნით მიზარებული ფული. აღნიშნული ქმედების გამო ზოგჯერ დეპოზიტორი ვერ ახერხებს განკარგოს დეპოზიტარისათვის მიზარებული ფული. მსგავს შემთხვევებში რომის სამართალი ითვალისწინებდა პროცენტის გადახდას დეპოზიტორისათვის ყოველ დაგვიანებულ დღეზე.

რომაული სამართლებრივი პრაქტიკა საბანკო საქმიანობაში განარჩევდა ორი ტიპის ოპერაციას:

- სადეპოზიტო საქმიანობა - რომელიც ბანკს არ ავალდებულებდა სარგებლის გადახდას დეპოზიტორისათვის. ამ უკანასკნელს უნარჩუნებდა ბანკისათვის

მიზარებული თანხის სრულად და ნებისმიერ დროს განკარგვის უფლებას. ბანკის გაკოტრების შემთხვევაში დეპოზიტორი იყო პრივილეგიურ მდგომარეობაში.

- საკრედიტო საქმიანობა - ბანკს უფლება ჰქონდა აეღო ვადიანი სესხი, რომელზეც ბანკი იხდიდა სარგებელს პროცენტის სახით. გაკოტრების შემთხვევაში ბანკის კრედიტორი არანაირი პრივილეგიით არ სარგებლობდა.

რომაული სამართლის მამამთავრებმა სრულყოფილად და ნათლად შეიცნეს კრედიტის ბუნება. სამართალში არსებულმა ამ სიცხადემ მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა ბიზნესისა და ეკონომიკის განვითარებაში, ხოლო ბანკებმა ლოგიკურად მოიპოვეს კუთვნილი ადგილი საფინანსო ოპერაციებში.

ატიპური სადეპოზიტო შეთანხმების სამართლებრივი ბუნების მკაფიოდ გააზრების პარალელურად გასათვალისწინებელია, რომ ადამიანის ბუნება მეტად სუსტი და არასრულყოფილია. შესაბამისად, დიდია ბანკირის ცდუნება უსაფრთხოების მიზნით მიზარებული დეპოზიტები გამოიყენოს საკუთარი მერკანტილური ინტერესებისათვის ისე, რომ დეპოზიტორმა ვერ შეამჩნიოს ეს მართლსაწინააღმდეგო ქმედება. სწორედ ამიტომ, დასაბამიდანვე ხშირად არღვევდნენ ბანკირები ატიპური დეპოზიტის შეთანხმების პირობებს ამ სახით.

საფინანსო კატეგორიების აბსტრაქტული და კომპლექსური ბუნებიდან გამომდინარე, საზოგადოებისა და ხელისუფლების უდიდესი ნაწილი ვერც კი ამჩნევდა საბანკო საქმის დამახინჯების პრაქტიკას. აღნიშნული პრობლემის იდენტიფიკაციამ მნიშვნელოვნად დააგვიანა. საბანკო საქმის განვითარებისა და საზოგადოების ცხოვრებაში ბანკების როლის ზრდასთან ერთად შეუძლებელი გახდა მანკიერი პრაქტიკის უმტკივნეულოდ აღმოფხვრა. ბანკების გავლენის ზრდა საზოგადოების ცხოვრებაზე და მათი უნარი „შეექმნათ ფული“ გახდა ერთ-ერთი მთავარი მიზეზი, რის გამოც სახელმწიფომ მანკიერი საბანკო პრაქტიკის წინააღმდეგ ბრძოლის ნაცვლად მათი უსამართლო საქმიანობის ლეგალიზაცია მოახდინა. ბანკირებმა მიიღეს საშუალება მიეღოთ მოგება იმ ფონდების ხარჯზე რომელთა განკარგვის უფლება მათ არ ჰქონდათ, ხოლო სახელმწიფომ მიიღო „წილი“ გაუკუღმართებული საბანკო საქმიანობიდან მიღებული მოგების

დაბეგვრის სახით. ამ სახით ორივე მხარემ - ბანკირებმა და სახელმწიფო ბიუროკრატებმა მიიღეს დამატებითი ფონდები, ხოლო საზოგადოებამ დარღვეული უნივერსალური სამართლის პრინციპები, რომლებსაც ჯერ კიდევ რომის იმპერიაში აღიარებდნენ. სახელმწიფოსა და ბანკებს შორის მიღწეული ეს სიმბიოზი იხვეწებოდა საუკუნეების განმავლობაში და არსებობს დღესაც. თუმცა, ისევე როგორც ნებისმიერი სიყალბე შეიცავს მისი აღმოჩენის რისკს, ასევე უნივერსალური სამართლის პრინციპების დარღვევამ საფინანსო სფეროში განაპირობა საფინანსო კრიზისები, რომელსაც, თავის მხრივ, მოჰყვებოდა სამართლიანი წესრიგის აღდგენის წარუმატებელი მცდელობები და ასე გრძელდება დღემდე.

### **საბანკო საქმე ძველ საბერძნეთსა და რომში**

ძველ საბერძნეთში ბანკის როლს ასრულებდნენ ტაძრები. ისინი აკრედიტებდნენ როგორც მონარქებს, ასევე ცალკეული პირებს. რელიგიური მიზეზების გამო ტაძრები ითვლებოდნენ ხელშეუხებელ ინსტიტუტებად და შესაბამისად დიდი ავტორიტეტით სარგებლობდნენ. აღსანიშნავია, რომ მათ გააჩნდათ საკუთარი შეიარაღებული ძალები, რაც კიდევ უფრო ზრდიდა დეპოზიტორთა სანდოობას მათ მიმართ. ფინანსური თვალსაზრისით უმნიშვნელოვანეს ტაძრებს განეკუთვნებოდნენ: აპოლო, არტემისი ეფესოში და ჰერა სამოსში.

საბერძნეთში საბანკო საქმიანობის საწყისების შესახებ რამდენიმე ისტორიული დოკუმენტი შემორჩენილია და ხელმისაწვდომია დღესაც. მათ შორის ყველაზე მნიშვნელოვანია იზოკრატეს მიერ ქრისტეს შობამდე 393 წელს დაწერილი Trapezitica. ეს არის იზოკრატეს მიერ, ბოსფორის მეფის ვაჟის ინტერესების დასაცავად სასამართლოში წარმოთქმული სიტყვა. ეს უკანასკნელი ბრალს დებს ათენელ ბანკის სახელად Passio, სადეპოზიტო შეთანხმების პირობების დარღვევაში.

ბანკირების გავლენა სოციუმზე ყოველთვის დიდი იყო, ხშირად მათი ვალი ჰქონდა საზოგადოების წარჩინებულ ნაწილს, რასაც ბანკირები თავიანთი

თაღლითური საქმიანობის დასაცავად აქტიურად იყენებდნენ. იზოკრატე მოგვითხრობს, რომ მისმა კლიენტმა ხანგრძლივი მოგზაურობის დასაწყისში საკუთარი ფულადი ფონდები მიაბარა ზემოაღნიშნულ ბანკირს. მოგზაურობიდან დაბრუნებულმა კი ვეღარ შეძლო საკუთარი ფულის უკან დაბრუნება, რადგან კერძო საუბარში ბანკირმა განუმარტა, რომ შესაბამისი ფულადი რესურსები არ ჰქონდა ხელთ. ნაცვლად საჯარო აღიარებისა ბანკირმა საჯაროდ უარყო იზოკრატეს კლიენტისაგან დეპოზიტის მიღება. სადეპოზიტო შეთანხმება და მისი პირობები წარმოადგენს კომერციულ საიდუმლოებას. შესაბამისად, არ არსებობდა პირდაპირი მოწმე, რომელიც იზოკრატეს კლიენტის მოთხოვნების სამართლიანობას დაადასტურებდა. Passio წლიური შემოსავალი შეადგენდა 2 მილიონი დოლარის ექვივალენტს. მისი გარდაცვალების შემდეგ მისი აქტივების საერთო ღირებულება იყო 45 მილიონი აშშ დოლარის ექვივალენტი. ამ რიცხვების მასშტაბის უკეთ აღსაქმელად უნდა გავითვალისწინოთ, რომ იმ ეპოქის საზოგადოების დიდი ნაწილს დღეში მხოლოდ ერთი ულუფის მიღების საშუალება ჰქონდა და ხშირად ეს ულუფაც მხოლოდ ბოსტნეული იყო.

უფრო საინტერესო ისტორიას ინახავს ფორმიოს სასარგებლოდ დემოსთენეს (ქრისტეს შობამდე 382-322წწ) მიერ წარმოთქმული სიტყვა. იგი აღწერს საბანკო გაკოტრებების შემთხვევებს და ადასტურებს, რომ ბერძენი ბანკირები დეპოზიტზე მიბარებულ ფულს იყენებდნენ სესხად გასაცემად და შესაბამისად ზოგიერთ შემთხვევაში ისინი ვეღარ ახერხებდნენ დეპოზიტორთან ანგარიშსწორებას.

ცხადია ბერძენმა ბანკირებმა იცოდნენ, რომ მოთხოვნამდე დეპოზიტებთან მიმართებაში უნდა ეხელმძღვანელათ 100% დარეზერვების სისტემით. შესაბამისად, არ არსებობს ფაქტები, რომ ისინი მსგავს დეპოზიტებზე იხდიდნენ სარგებელს პროცენტის სახით. მიუხედავად ამისა, ბანკირთა ნაწილი საკუთარი საკრედიტო ოპერაციების დაფინანსების მიზნით აქტიურად იყენებდა უსაფრთხოების მიზნით მიბარებულ მოთხოვნამდე დეპოზიტებს. გრძელვადიანი პერიოდში ეს ქმედება იწვევდა ბანკის გაკოტრებას.

ნაწილობრივი დარეზერვების გზით ბანკები ზრდიდნენ კრედიტების საერთო მოცულობას ეკონომიკაში, რომელიც მნიშვნელოვნად აჭარბებდა დანაზოგების საერთო მოცულობას, რაც თავის მხრივ იწვევდა ეკონომიკურ ბუმსა და მის შემდგომ კრიზისს.

ძველი ბერძნული ბანკებისათვის კრიზისები და მისი შემდგომი ეკონომიკური და ფინანსური რეცესიები დამახასიათებელი მოვლენა იყო. ქრისტესშობამდე 377, 376 და 371 წლებში სხვებთან ერთად გაკოტრდნენ შემდეგი ბერძნული ბანკები: Timodemus, Sosynomus და Aristolochus. ამ კრიზისების შემდეგ სახელმწიფომ მიიღო გადაწყვეტილება ბანკებისათვის მიეცათ უფლება დეპოზიტების დაბრუნების 10 წლის ვადით გადადების შესახებ.

ელინისტური ეპოქის საბანკო სისტემის ყველაზე მნიშვნელოვან მოვლენას სახელმწიფო ბანკის ფენომენის ფორმირება წარმოადგენს. ელინისტურ ეგვიპტეში გაჩნდა პირველი სახელმწიფო ბანკი ალექსანდრიაში, რომელიც ასრულებდა როგორც სახელმწიფო ხაზინის როლს, ასევე კრედიტორის როლს კერძო პირებისათვის. სახელმწიფო ბანკის არსებობას არ შეუზღუდავს კერძო საბანკო ინსტიტუტების საქმიანობა. საბანკო სისტემაში მონოპოლიის დამყარება სახელმწიფოს არც უცდია. კერძო ბანკებისათვის სახელმწიფო ბანკი იქცა დეპოზიტების შენახვის კარგ საშუალებად. ამ პერიოდის ელინისტური სამყაროსთვის დამახასიათებელია კარგად განვითარებული საბანკო სერვისები. მიუხედავად მდიდარი ფენის სიმცირისა, საბანკო სერვისებზე მოთხოვნა არ იყო დაბალი. საზოგადოების ყველა ფენა იყენებდა საბანკო მომსახურებას თუნდაც გადასახადების გადახდისათვის, რადგან საბანკო ჩანაწერები წარმოადგენდნენ უტყუარ დასტურს შესაძლო გაურკვევლობების შემთხვევაში.

რომაული საბანკო სისტემისათვის ბერძნულ საბანკო სისტემასთან შედარებით დამახასიათებელი იყო ნაკლები დოკუმენტბრუნვა. თუმცა საბანკო სამართალი კარგად განვითარებული და დეტალურად განმარტებული იყო. რომაელი იურისტების მიერ კარგად იყო ჩამოყალიბებული ლეგალური საბანკო საქმიანების საზღვრები და სასჯელის ზომები მათი დარღვევისთვის. თუმცა, განვითარებული საბანკო სამართალი არ ნიშნავს, რომ რომაელი ბანკირები

პირნათლად იცავდნენ აღიარებულ ნორმებს. ელინური ბანკებისაგან განსხვავებით, რომაული ბანკები უფრო ხშირად ხვდებოდნენ გაკოტრების რეჟიმში, რომელიც, თავის მხრივ, ბანკირების მხრიდან დეპოზიტების საკუთარი მიზნებისთვის გამოყენების შედეგი იყო.

### კალისტუს ბანკის გაკოტრება

საბანკო თაღლითობის საინტერესო შემთხვევას წარმოადგენს კალისტუს I, პაპი და წმინდანი 217-222 წლები. ჯერ კიდევ მონობაში მყოფი კალისტუსი იღებდა დეპოზიტებს და ეწეოდა საბანკო საქმიანობას. ერთ დღესაც იგი გაკოტრდა და გაქცევის მცდელობისას იქნა შეპყრობილი.

რომაელი თეოლოგის, ჰიპოლიტუსის (170-235წწ) ნაშრომი - „Refutatio Omnium Haeresium“ ინახავს დეტალურ ინფორმაციას კალისტუსის გაკოტრების შესახებ. ინფლაციური ბუმის შემდეგ, რომელიც 185-190 წლების საბერძნეთში განვითარდა საზოგადოებაში, გაჩნდა ნდობის მნიშვნელოვანი კრიზისი, რასაც მოჰყვა ფულის ღირებულების დაცემა და რიგი ფინანსური და კომერციული ორგანიზაციების კრახი.

კალისტუსმა საბანკო საქმიანობა კი ქრისტიანებისა და ქვრივებისაგან დეპოზიტების მიღებით დაიწყო. დეპოზიტების უკან დაბრუნებისას შექმნილი პრობლემების გამო კალისტუსმა ზღვით გაქცევა არჩია და თვითმკვლელობაც კი სცადა. ხანგრძლივი მოგზაურობის შემდეგ იგი მაინც აღმოჩნდა განსასჯელის სკამზე და ხანგრძლივი გამოსასწორებელი შრომა მიესაჯა სარდინიის მალაროებში. ქრისტიანთა და იმპერატორის ხარჭის მარციას ძალისხმევით იმპერატორმა კომოდუსმა იგი გაათავისუფლა სასჯელის ზომისაგან. 30 წლის შემდეგ, 217 წელს იგი გახდა რომის XVII პაპი. 222 წელს კი კალისტუსი წამებულად აღესრულა, როცა ამბოხებულებმა იგი ჭაში ჩააგდეს.

სწორედ ამიტომ ქრისტიანი წმიდა მამები პერმანენტულად მოუწოდებდნენ ბანკირებს კეთილსინდისიერებისა და ცდუნებების მიმართ გამძლეობის გამოჩენისათვის. მსგავსი შეგონებები ადრეული ქრისტიანობის განუყრელი

ნაწილი იყო და მეტი დამაჯერებლობისათვის გამოიყენებოდა ამონარიდები სახარებიდან.

### **საბანკო საქმე გვიანი შუა საუკუნეების პერიოდში**

რომის იმპერიის დაცემამ გამოიწვია ვაჭრობის მკვეთრი შემცირება, სოციალური და ეკონომიკური ცხოვრების ფეოდალიზაცია. ვაჭრობისა და შრომის დანაწილების შემცირებამ მნიშვნელოვანი დარტყმა მიაყენა საბანკო სექტორს. ეკონომიკური რესურსების დაცვის ფუნქცია მხოლოდ მონასტრებს შემორჩათ. უნდა აღინიშნოს 1119 წელს იერუსალიმში დაარსებული ტამპლიერთა ორდენი, რომლის თავდაპირველ ფუნქციას პილიგრიმთა უსაფრთხოების უზრუნველყოფა წარმოადგენდა. საომარი კამპანიების შედეგად ორდენმა მნიშვნელოვანი ფინანსური რესურსები დააგროვა. მათ ასევე გააჩნდათ 9 000-მდე ცენტრი და 2 შტაბ-ბინა, რაც მათ საერთაშორისო გავლენას მნიშვნელოვნად ზრდიდა. ორდენის სამხედრო და რელიგიური ძალმოსილება ზრდიდა ნდობას მათ მიმართ. ყოველივე ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებით მათ დაიწყეს საბანკო საქმიანობა.

უნდა აღინიშნოს, რომ ისინი ატიპურ დეპოზიტებთან მიმართებაში იცავდნენ 100% დარეზერვების პრინციპს და სრულიად სამართლიანად ითხოვდნენ სარგებელს ამ მომსახურებაში, ხოლო სესხად გასცემდნენ საკუთარი და ვადით ნასესხები საკრედიტო რესურსებიდან.

ორდენის ძლევამოსილებისა და სიმდიდრის ზრდასთან ერთად იზრდებოდა შური და შიში მათ მიმართ. შედეგად, საფრანგეთის მეფე ფილიპმა ორდენი კანონგარეშედ გამოაცხადა და მათი ლიდერი ჟაკ დე მოლი კოცონზე დაწვით დასაჯა.

მეთერთმეტე საუკუნის მიწურულსა და მეთორმეტე საუკუნის დასაწყისში მნიშვნელოვნად გამოცოცხლდა საერთაშორისო ვაჭრობა. განსაკუთრებული მნიშვნელობა ამ მხრივ შეიძინეს ადრიატიკის ზღვის პირას მდებარე იტალიურმა ქალაქებმა (ვენეცია, პიზა და ფლორენცია). ეს ქალაქები აქტიურად ვაჭრობდნენ კონსტანტინოპოლთან. ვაჭრობის განვითარებასთან ერთად ამ ქალაქებში განახლდა საბანკო საქმიანობაც. საწყის ეტაპზე საბანკო საქმე მეტად

კანონმორჩილი და პატიოსანი ფორმებით მიმდინარეობდა. არ შეინიშნებოდა მოთხოვნამდე დეპოზიტების საკუთარი ინტერესების მიხედვით გამოყენება ბანკირების მხრიდან, თუმცა მასშტაბების ზრდასთან ერთად გაიზარდა ცდუნება და აღიარებული სამართლებრივი პრინციპების დარღვევის ფაქტები. ხშირ შემთხვევაში სახელმწიფო ვერ ახერხებდა მანკიერი საბანკო პრაქტიკის გაკონტროლებას და ნაცვლად მასთან ბრძოლისა, ბანკებს აძლევდა უფლებებსა და პრივილეგიებს, რათა მეტი მოცულობის სესხის შექმნის შედეგად მიღებული გაზრდილი შემოსავლებიდან მიეღო წილი გადასახადების სახით.

ებოტ პეისონ აშერის (1883-1965წწ) მონუმენტურ ნაშრომში: „სადეპოზიტო ბანკინგის ადრეული ისტორია ხმელთაშუაზღვისპირა ევროპაში“ - ასახავს ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემის წარმოშობის ეტაპობრივ პროცესს. აშერის მიხედვით, ჯერ კიდევ XIII საუკუნეში კომერციული ბანკების ნაწილი მათთან განთავსებულ დეპოზიტებს საკუთარი მიზნებისათვის იყენებდა. ასე დაედო დასაბამი ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემის როგორც ნორმალური საბანკო პრაქტიკის ჩამოყალიბებას. აშერი მიიჩნევს, რომ პრობლემის მიმართ მეცნიერული ინტერესი მნიშვნელოვანი დაგვიანებით, მხოლოდ XIX საუკუნეში იწყებს არსებით განვითარებას. ავტორი გვიანი შუასაუკუნეების კატალონიური საბანკო სისტემის მაგალითზე აჩვენებს, რომ თანამედროვე საბანკო სისტემა ზოგადი სამართლებრივი პრინციპების დარღვევაზეა აღმოცენებული.

XII საუკუნეში ჯენოას ბანკმა საბანკო ჩანაწერების წიგნში მკვეთრად გამიჯნა მოთხოვნამდე დეპოზიტები და ვადიანი ანაზრები, აღიარა რა ეს უკანასკნელი როგორც სესხი. მოგვიანებით ბანკებმა დაიწყეს მოთხოვნამდე დეპოზიტების გამოყენება სარგებლის მიღების მიზნით. აშერის შეფასებით, ბარსელონას ბანკის ფულადი რეზერვები შეადგენდა მისი დეპოზიტების 29%-ს, რაც ნიშნავს, რომ დანარჩენი 71% გაცემული იყო სესხად. სახელმწიფო ინსტიტუტები არათუ ებრძოდნენ სადეპოზიტო შეთანხმებების დარღვევის მანკიერ პრაქტიკას, არამედ ბანკებს აძლევდნენ ნაწილობრივი დარეზერვების პრაქტიკით მუშობის ლიცენზიას *Ius Privilegium*. რიგ შემთხვევებში სახელმწიფო



თავად აფუძნებდა საკუთარ ბაკს და საბანკო სექტორში მონაწილეობდა როგორც დამოუკიდებელი მოთამაშე.

### მევახშეობის კანონიკური აკრძალვა

სამი მონოთეისტური რელიგიის მიერ (იუდაიზმი, ისლამი და ქრისტიანობა) მევახშეობის აკრძალვამ მნიშვნელოვანი რყევები გამოიწვია შუა საუკუნეების საფინანსო პრაქტიკაში. მარჯორ გეის-ჰარჩინსონმა შესანიშნავად აღწერა აღნიშნული პროცესი 1978 წლის ნაშრომში: „ადრეული ეკონომიკური აზროვნება ესპანეთში 1177-1740 წწ“. იგი მოგვითხრობს, რომ ებრაელებს არ ჰქონდათ აკრძალული მევახშეობა, თუ სესხის მიმღები პირი არაებრაელი (წარმართი) იყო. სწორედ ამ გარემოებამ განაპირობა, რომ შუა საუკუნეების პირველი ნახევრის შემდეგ ბანკირების უმრავლესობას ქრისტიანულ სამყაროში წარმოადგენდნენ ებრაელები.

მოგვიანებით ეკლესიამ აღიარა სესხზე საპროცენტო სარგებლის ლეგიტიმურობა, თუმცა ბანკის ფუნქცია შემოისაზღვრა საფინანსო შუამავლის როლით. ეკლესია არ ამართლებდა ნაწილობრივი დარეზერვების საბანკო პრაქტიკას. კონცეპტუალური აღრევის დიდი ნაწილი რომელიც თანამედროვე საბანკო ბიზნესში გხვდება, კრედიტზე საპროცენტო სარგებლის აკრძალვის შედეგად დაიბადა. სახელმწიფო და საეკლესიო სასჯელისაგან თავის არიდების მიზნით, ბანკისათვის სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა მოთხოვნამდე დეპოზიტისა და ვადიანი ანაზრის ფინანსური კატეგორიების ურთიერთაღრევა. The depositum confessatum ფენომენმა სრულიად არია რომის იმპერიის მიერ ჩამოყალიბებული იურიდიული პრაქტიკა სადეპოზიტო შეთანხმებებთან დაკავშირებით, რომელიც იძლეოდა მკაფიო და სრულყოფილ განმარტებებს სადეპოზიტო შეთანხმებებს შორის არსებული განსხვავებების შესახებ. საპროცენტო სარგებლის მიმართ ჩამოყალიბებულმა ფანატიკურმა სიძულვილმა ხელი შეუწყო მოთხოვნამდე დეპოზიტისა და ვადიან ანაზარს შორის არსებული სამართლებრივი და პრინციპული განსხვავებების აღრევას. პროცენტი, რომელსაც მოთხოვნამდე დეპოზიტის მფლობელი ბანკს უხდის დეპოზიტის

უსაფრთხოებისა და სხვა საბანკო ოპერაციების განხორციელებისათვის არ წარმოადგენს მევახშეობას.

მოთხოვნამდე დეპოზიტების სესხად „გასაღება“ და წარმოჩენა ძალზე ხელსაყრელი იყო ბანკებისთვის. როგორც მოსალოდნელი იყო. მათ ეს მალევე გააანალიზეს. თუ მოთხოვნამდე დეპოზიტი წარმოადგენდა სესხს, მაშინ ბანკს სრული უფლება ჰქონდა ისევე გაესესხებინა იგი, როგორც ვადიანი ანაბარი. შესაბამისად, ეკლესიის მხრიდან საერო და კერძო საფინანსო რეგულაციებში ჩარევამ უკუშედეგი გამოიღო. ნაცვლად მეტი სიცხადისა და სამართლიანობისა, სრულიად დაირღვა რომაული სამართლებრივი პრაქტიკა, რომელიც საფინანსო სფეროს აწესრიგებდა და ბანკების მიერ მოთხოვნამდე დეპოზიტების განკარგვას შესაბამის შეფასებას აძლევდა. როგორც ზემოთ განვმარტეთ, რომაული სამართლის მიხედვით მოთხოვნამდე დეპოზიტის განკარგვა წარმოადგენდა ქურდობის აქტს.

### **მედიჩების საბანკო იმპერია**

მედიჩების საბანკო იმპერია 1397 – 1494 წლებში წარმოადგენდა ევროპის უმსხვილეს საბანკო ინსტიტუტს. საწყის ეტაპზე მედიჩის ბანკი არ იღებდა მოთხოვნამდე დეპოზიტებს და მხოლოდ ვადიან ანაბრებზე (Depositi a Discrezione) იყო ორიენტირებული. ბანკს ჰქონდა სრული უფლება შეთანხმებული ვადის გასვლამდე გამოეყენებინა აღნიშნული ანაბარი საკუთარი ინტერესების შესაბამისად. Librisegreti სახელით ცნობილი დოკუმენტის მიხედვით ირკვევა, რომ თითოეულ მოთხოვნამდე დეპოზიტს ჰქონდა საკუთარი ბარათი, სადაც მითითებული იყო დეპოზიტორის მხრიდან თანხის უკან მოთხოვნის ალბათობა. რაც მიუთითებს მოთხოვნამდე დეპოზიტების მიღების დაწყებასა და მის არაკეთილსინდისიერად გამოყენებაზე. მედიჩის ბანკის ლონდონის ფილიალის 1477 წლის 12 ნოემბრით დათარიღებული ბალანსიდან ირკვევა, რომ ბანკის საკრედიტო პორტფელის მნიშვნელოვანი ნაწილის წყაროს წარმოადგენს მოთხოვნამდე დეპოზიტები. მედიჩების საბანკო საქმიანობის მკვლევარი რეიმონდ დე რუვერის შეფასებით, ამ დროისთვის მედიჩების ბანკის სარეზერვო ფონდი მიღებული მოთხოვნადი დეპოზიტების 50%-საც კი არ შეადგენდა.

როგორც მეთოთხმეტე საუკუნის ფლორენციის მკვლევარი კარლო მ. ციპოლა (1922-2000წწ) მოგვითხრობს, მედიჩების ბანკის კრახის უმთავრესი მიზეზი იყო ეკონომიკური კრიზისი, რომელიც, თავის მხრივ, მოთხოვნამდე დეპოზიტების სესხად გაცემის შედეგად წარმოქმნილმა ხელოვნურმა ეკონომიკურმა ზრდამ განაპირობა. დაკრედიტების გაფართოებამ, რომლის წყაროსაც წარმოადგენდა არა დანაზოგები, არამედ მოთხოვნამდე დეპოზიტები შექმნა არაჯანსაღი ეკონომიკური გარემო. XV საუკუნის იტალიაში განვითარებული ეკონომიკური კრიზისები სწორედ დამახინჯებული საბანკო პრაქტიკის შედეგი იყო. როგორც რაიმონდ დე რუვერი (1904–1972წწ) აღწერს, მედიჩების საბანკო ისტორიის დასასრულს, მათი სარეზერვო ფონდი მოთხოვნამდე დეპოზიტების 10%-საც არ შეადგენდა. ცხადია, მსგავს შემთხვევებში შეუძლებელია არ გამომჟღავნდეს მახინჯი საბანკო პრაქტიკის შედეგად წარმოქმნილი პრობლემების რეალური სახე.

### **საბანკო საქმიანობის განვითარება სევილიაში**

კარლოს მეხუთის მეფობის ფინანსური გარემოს აღწერისას აუცილებელია აღნიშნოს მისი დამოკიდებულება ზოგადი სამართლებრივი პრინციპების მიმართ, რომელსაც ეფუძნება საფინანსო სამართალი. ხაზინის გადატაკების გამო მეფე არად აგდებდა კერძო საკუთრების უფლებას და ყველგან სადაც კი ფულად ფონდებზე სახელმწიფო ხელისუფლების თვალსაწიერი სწვდებოდა, ადგილი ჰქონდა დეპოზიტებისა და სხვა ფულადი საშუალებების ექსპროპრიაციას. არსებული მოცემულობიდან გამომდინარე სევილიელი ბანკირები იძულებულნი იყვნენ, რაც შეიძლება ნაკლები ნაღდი ფული ჰქონოდათ ანგარიშებზე, შესაბამისად, მოთხოვნამდე დეპოზიტების შენახვა უფრო მეტ რისკს ატარებდა ვიდრე მისი გასესხება მიუხედავად ამ ქმედების მართლსაწინააღმდეგო ბუნებისა. XVI საუკუნის სევილიის მნიშვნელოვანი ბანკირები იყვნენ: Espinosas, Domingode Lizarrazas, და PedrodeMorga. აღსანიშნავია, რომ ლიკვიდურობის ნაკლებობა იყო მთავარი მიზეზი, რის გამოც ეს ბანკები საბოლოოდ გაკოტრდნენ.

ნაწილობრივი დარეზერვების პრაქტიკის გამო მათ ვერ მოახერხეს მოთხოვნამდე დეპოზიტების დროული და სრულყოფილი განაღდება. 1579 წელს გაკოტრდა ესპინოზას ბანკი, ხოლო მისი დამფუძნებლები ციხეში აღმოჩნდნენ.

1553 წლის 11 მარტს გაკოტრდა დომიგო დე ლიზარაზას ბანკი, როდესაც მან ვერ გაანაღდა მოთხოვნილი ფონდები, რომელთა ჯამი 6,5 მილიონს აღემატებოდა. 1575 წელს გაკოტრდა პედრო დე მორგასბანკი.

საინტერესო ისტორიას მოგვითხრობს ტომას გრემამი (1519–1579წწ), რომელიც სევილიაში მოგზაურობდა 320 დუკატის სესხის მიღების მიზნით. იგი გაკვირვებულია, რომ ქალაქში რომელმაც ინდოეთის სიმდიდრე მიიღო, ფულის მოძიება ამდენად რთული აღმოჩნდა. იგი გამოთქვამს ვარაუდს, რომ მალე დადგება დრო როცა სევილიელი ბანკირები შეაჩერებენ და გადადებენ მოთხოვნამდე დეპოზიტების განაღდებას პროცესს (*Carlos V y sus banqueros*, vol. 1, pp. 299–323, esp. pp. 315–16).

კარლო მ. ციპოლა რომელიც XVI საუკუნის მეორე ნახევრის ეკონომიკურ და ფინანსურ კრიზისს სწავლობდა, მოგვითხრობს, რომ ფულადი მასის დიდი ნაწილის წყაროს (რომელიც კრედიტის სახით მიეწოდებოდა ეკონომიკას) წარმოადგენდა არა დანაზოგები და მათ საფუძველზე შექმნილი ვადიანი ანაბრები, არამედ მოთხოვნამდე დეპოზიტები. ეკონომიკური ზრდის წყაროს წარმოადგენს დანაზოგები, რომელიც, ერთი მხრივ, ქმნის ინვესტიციებს, ხოლო მეორე მხრივ, დამატებით მოთხოვნას ბაზარზე. მოთხოვნამდე დეპოზიტების ხარჯზე განხორციელებულმა ინვესტიციებმა მოიტანა ხელოვნური ეკონომიკური ზრდა, რომელსაც არ ჰქონდა რეალური საფუძველი და შესაბამისად დასრულდა კრიზისით.

ციპოლას მიხედვით, ხელოვნურ ეკონომიკურ ზრდას ბიძგი მისცა რიჩის ბანკის (RICCI BANK) საკრედიტო პოლიტიკამ, რომელიც მოთხოვნამდე დეპოზიტებს აქტიურად იყენებდა დაკრედიტებისა და შესაბამისი მოგების მიღების მიზნით. სხვა ბანკირები იძულებულნი გახდნენ აჰყლოდნენ ავანტიურულ საკრედიტო პოლიტიკას, რათა საბანკო ბიზნესში მათი ადგილი და წილი შეენარჩუნებინათ. 1574 წელს გავრცელებული პროკლამაციები ამხელდნენ ბანკების არალეგიტიმურ ქმედებას და ბრალს დებდნენ მოთხოვნამდე დეპოზიტების დროულად გაუნაღებლობაში. შედეგად, ვენეციის ქალაქებში დაიწყო „ფულზე შიმშილის“ პროცესი. ტრადიციულად ბანკირებს კარგი

ურთიერთობები უყალიბდებოდათ მეფეებთან და იმპერატორებთან. კარლოს V-ს ფუგერების (Fucares) საბანკო სახლი დაეხმარა იმპერატორის ტიტული მოპოვებაში, ხოლო სანაცვლოდ მიიღო მნიშვნელოვანი პრივილეგიები არამარტო ვაჭრობაში. მას ჰქონდა უფლება აეკრიფა სახელმწიფო გადასახადები. მათი საბანკო ბიზნესის გადარჩენა 1557 წელს მთლიანად ფილიპ II-ის დამსახურებაა, რომელმაც დეფაქტო შეაჩერა მოთხოვნამდე დეპოზიტების განაღდების პროცესი.

### **სალამანკას სკოლა**

გვიანი შუა საუკუნეების საფინანსო და საბანკო ცხოვრება არ დარჩენილა სალამანკას სკოლის სახელით ცნობილი მოაზროვნეების ყურადღების მიღმა. პირველი ნაშრომი, რომელიც აღნიშნული სკოლის წარმომადგენელმა დოქტორმა ლუის სავარია დე კალემ გამოაქვეყნა იყო Instrucción de mercaderes. იგი მკაცრად აკრიტიკებდა მოთხოვნამდე დეპოზიტებთან მიმართებაში არსებულ დამახინჯებულ საბანკო პრაქტიკას და არნიშნავდა, რომ მოთხოვნამდე დეპოზიტის მფლობელმა მისი დეპოზიტის დაცვისა და მის საფუძველზე განსახორციელებელი გადახდებისათვის ბანკირს შესაბამისი საკომისიო უნდა გადაუხადოს. ავტორის მიხედვით, მოთხოვნამდე დეპოზიტის შენახვისათვის საკომისიოს არ გადახდით დეპოზიტორი „აცდუნებს“ დეპოზიტარს დაცვისა და უსაფრთხოებისათვის მიზარებული დეპოზიტი გასცეს და გამოიყენოს მოგების მისაღებად, რადგან წარმოუდგენელია ეწეოდეს საბანკო ბიზნესს გაწეული მომსახურებისათვის (მოთხოვნამდე დეპოზიტის შენახვისათვის) და არ მიიღოს შესაბამისი გასამრჯელო. ბანკირი, რომელიც 7%-10% იხდის ვადიან დეპოზიტზე, სრულიად უანგაროდ დაიცავს და თქვენი სურვილისამებრ განკარგავს მის ხელთ არსებულ მოთხოვნამდე დეპოზიტს მაშინ, როცა თქვენ აღნიშნულ მომსახურებაში არაფერს იხდით. დე ლა კალეს შეხედულებები სრულ თანხმობაშია კლასიკურ რომაულ სამართალთან. გარდა ხელოვნური ეკონომიკური ზრდისა და მისი ლოგიკური შედეგის ეკონომიკური კრიზისის გარდაუვალობისა, დოქტორი დე ლა კალე მარტივად და გასაგებად ხსნის იმ ინფლაციურ ეფექტს, რაც რეალური დანაზოგების მიღმა, მოთხოვნამდე დეპოზიტების საფუძველზე შექმნილ საკრედიტო ექსპანსიას მოჰყვება. თუ არ იარსებებს მოთხოვნადი დეპოზიტების

საფუძველზე ხელმისაწვდომი საკრედიტო რესურსები, ეკონომიკა მხოლოდ არსებული დანაზოგების ხარჯზე შეძლებს მიიღოს საკრედიტო დაფინანსება, რაც არ გამოიწვევს ფასების გაბერვას, რომელსაც მოთხოვნამდე დეპოზიტების საფუძველზე შექმნილი საკრედიტო ექსპანსია იწვევს. მოთხოვნამდე დეპოზიტების სესხად გაცემის დროს სესხის მიმღები პირები იღებენ ისეთი ფულის ხარჯვის საშუალებას, რომლის გახარჯვის ლეგიტიმური უფლებაც ასევე აქვს მოთხოვნამდე დეპოზიტის მფლობელ პირს. ანუ არსებობს რეალურად არსებული „x“ თანხის ორი განმკარგველი, რაც ბაზარზე ქმნის „2x“ მოცულობის მოთხოვნას და ბუნებრივია ზრდის ფასებს, თუმცა ფულის შესაბამისი რაოდენობა არსებობს მხოლოდ საბანკო ჩანაწერებსა და ჩეკებში და არა რეალურ სამყაროში. აღნიშნული ქმედება ცხადია ვერ გაგრძელდება უსასრულოდ და გადაიზრდება საბანკო სისტემის არალიკვიდურობაში, რომლის ლოგიკურ შედეგს ეკონომიკური კრიზისი წარმოადგენს.

სალამანკას სკოლის მეორე შესანიშნავი წარმომადგენელი, რომელმაც შეისწავლა ატიპური დეპოზიტის ბუნება, გახლავთ მარტინ დე ასპილიკუეტა, რომელიც უფრო ცნობილია დოქტორი ნავაროს სახელით. მისი ნაშრომი *Comentario resolutorio decambios* რომელიც სალამანკაში პირველად 1556 წელს გამოქვეყნდა, განსაკუთრებულ ყურადღებას უთმობს შემნახველ ბანკინგს (banking for safekeeping). ასპილიკუეტა სრულიად ბუნებრივად და აუცილებლად მიიჩნევს ბანკირის მხრიდან საკომისიოს მიღებას მოთხოვნამდე დეპოზიტის შენახვისა და კლიენტის ფინანსური ოპერაციების წარმართვისათვის. დე ლა კალეს მსგავსად, ისიც გმობს კლიენტთა სურვილს მოთხოვნამდე დეპოზიტების შენახვისა და მათივე მითითებით განკარგვისათვის არ გადაიხადონ საკომისიო და უფრო მეტიც, მიიღონ საპროცენტო სარგებელი. რადგან მისი შეფასებით ასეთი სურვილისა და შეთავაზებისას არა მხოლოდ ბანკირი „სცოდავს“, არამედ კლიენტიც, რომელიც გაწეული სამსახურის სანაცვლოდ არ უხდის ბანკირს გასამრჯელოს. ისინი თანამონაწილეები არიან იმ სიმახინჯისა, რასაც მოთხოვნამდე დეპოზიტების ნაწილობრივი დარეზერვება ჰქვია.

იგივე მოსაზრება ავითარებს ტომას დე მერკადო 1571 წელს გამოქვეყნებულ წიგნში *Sumadetratos y contratos*. საბანკო საქმიანობის საფუძველსა და ზოგად პრინციპს წარმოადგენს მიიღო ანაზღაურება მოთხოვნამდე დეპოზიტების მფლობელებისგან ყოველწლიური ან პროცენტული სახით, რადგან ბანკირი ემსახურება დეპოზიტორს და იცავს მის ფულს. იგი ირონიულად აღნიშნავს: სევილიელი ბანკირები იმდენად გულუხვები არიან, რომ არ იღებენ გასამრჯელოს დეპოზიტების დაცვასა და მომსახურებაში. დე მერკადოს განმარტებით, ბანკირს არც სჭირდება დეპოზიტორებისგან მიღებული საკომისიო, მისთვის მთავარია სასურველი რაოდენობის დეპოზიტები მიიღოს. გამრუდებული საბანკო პრაქტიკის ხარჯზე იგი ისედაც მოახერხებს მიიღოს შემოსავალი ამ დეპოზიტების გამოყენებით. კლასიკურ რომაულ სამართალზე დაყრდნობით მერკადო განმარტავს, რომ საკუთრების ადგილმდებარეობის შეცვლა არ ნიშნავს მისი მესაკუთრის შეცვლას. დეპოზიტის ბანკის საცავში არსებობა არ ნიშნავს, რომ იგი ბანკირის საკუთრებაა და შეუძლია მისი შეხედულებისამებრ განკარგოს.

### **საბანკო საქმე XVII-XVIII საუკუნეებში**

კლასიკური რომაული სამართლის პრინციპებზე დაყრდნობით, 1609 წელს შეიქმნა ამსტერდამის მუნიციპალური ბანკი. აღსანიშნავია, რომ გარდა სამართლებრივი ბაზისა, რომელიც მკაფიოდ განსაზღვრავდა სადეპოზიტო შეთანხმების მონაწილე პირთა უფლებებსა და მოვალეობებს, არსებობდა აღნიშნული შეთანხმების დაცვის ეფექტიანი სახელმწიფო ზედამხედველობის სისტემა. ამსტერდამის ბანკის ჩამოყალიბებას წინ უძღოდა საბანკო ქაოსი, რომელიც ნაწილობრივი დარეზერვების პრაქტიკამ შექმნა. ამსტერდამის ბანკის მთავარ ღირსებას წარმოადგენდა მოთხოვნამდე დეპოზიტების ხელშეუხებლობა. აღნიშნული დეპოზიტების მფლობელებს ჰქონდათ უწყვეტი შესაძლებლობა სრულად ან ნაწილობრივ განეკარგათ ბანკში მათ მიერ დეპონირებული თანხა. სრული დარეზერვების სისტემა იყო აღნიშნული სისტემის გამართულად მუშაობის საფუძველი. საუკუნენახევრის განმავლობაში ამსტერდამის ბანკი პირნათლად იცავდა სრული დარეზერვების პირობებს. ბანკის დაფუძნებიდან პირველი 6 წლის განმავლობაში მიღებულმა სადეპოზიტო და ფულადმა

რეზერვებმა თითქმის მილიონიან ნიშნულს მიაღწიეს. 1619-1635 წლებში დეპოზიტების მოცულობამ 4-მილიონიან ნიშნულს მიაღწია, ხოლო ფულადმა რეზერვებმა 3,5 მილიონს გადააჭარბა. 1721-1722 წლებში ბანკის დეპოზიტების მოცულობამ შეადგინა 28 მილიონი ფლორინი, ხოლო ფულადმა რეზერვებმა - 28 მილიონი ფლორინი. სრული დარეზერვების სისტემის პირნათლად შესრულებამ ამსტერდამის ბანკს მოუტანა დამსახურებული დიდება და პატივი ცივილიზებულ სამყაროში. 1672 წელს განვითარებული საბანკო პანიკის შედეგად როტერდამისა და მიდელბურგის ბანკები იძულებულნი გახდნენ გადაევადებინათ მოთხოვნამდე დეპოზიტების მფლობელთა მოთხოვნები. მხოლოდ ამსტერდამის ბანკმა შეძლო სრულყოფილად დაეფარა ყველა მოთხოვნა და განემტკიცებინა სტატუსი საბანკო სექტორში.

1776 წელს ადამ სმიტი საკუთარ ნაშრომში „ხალხთა სიმდიდრის ბუნებისა და მიზეზების შესახებ“ ამსტერდამის ბანკთან დაკავშირებით წერდა, რომ ბანკი არ გასცემს სესხებს მოთხოვნამდე დეპოზიტების ხარჯზე. ბანკის ანგარიშვალდებულების სიზუსტის უზრუნველსაყოფად ქალაქის მერს ჰქონდა უფლება სწევოდა ბანკის საცავეებს და თავად გადაემოწმებინა, ირღვეოდა თუ არა დეპოზიტორთა უფლებები. არც ერთ პოლიტიკურ პარტიას არ ჰქონდა ეჭვი და პრეტენზიები ამსტერდამის ბანკის საქმიანობასთან მიმართებით. პირველი ანგარიშს გახსნის ღირებულება შეადგენდა 10 გილდერს, ხოლო ყოველი დამატებითი ანგარიშის გახსნისათვის იხდიდნენ 3,4 გილდერს. თითოეული ტრანზაქციისათვის იხდიდნენ 0,6 გილდერს.

1780 წლიდან ამსტერდამის ბანკი არღვევს საფინანსო სამართლის ფუნდამენტურ პრინციპებს, რომელსაც მისი შექმნიდან აღიარებდა და მკაცრად იცავდა. ანგლო-ჰოლანდიური ომის პერიოდში ამსტერდამის ბანკის რეზერვების განაკვეთი მკვეთრად დაეცა. ამის მიზეზი იყო ქალაქის მიერ მოთხოვნილი სესხების დიდი მოცულობა, რომელიც მკვეთრად აღემატებოდა ბანკის ხელთ არსებულ განკარგავდ რესურსებს. მაშინ, როცა დეპოზიტების მოცულობა შეადგენდა 20 მილიონ ფლორინს, ბანკის რეზერვები მხოლოდ 4 მილიონი ფლორინი იყო. ანუ, ბანკმა არა მხოლოდ დაარღვია 170 წლის



განმავლობაში მკაცრად დაცული წესრიგი, არამედ დარეზერვების განაკვეთი 25%-ზე დაბლა დასწია. ბანკის რეპუტაცია დაეცა, დეპოზიტების მოცულობა კი 1820 წლისათვის 140 ათას ფლორინზე ნაკლები იყო. ამსტერდამის ბანკი იყო უკანასკნელი ბანკი ისტორიაში, რომელიც იცავდა სრული დარეზერვების პრინციპს. მის შემდეგ საბანკო სექტორში დომინირებდა დიდი ბრიტანეთის ფინანსური სისტემა, რომელიც ეფუძნებოდა საკრედიტო ექსპანსიას და ქალაქის ფულს.

1656 წელს ამსტერდამის ბანკის მაგალითზე ჩამოყალიბდა შვედეთის ბანკი. მსგავსად ამსტერდამის ბანკისა, ისიც სრული დარეზერვების სისტემით ოპერირებდა. მოთხოვნამდე დეპოზიტებისა და ვადიანი ანაზრების დეპარტამენტები იყო გამიჯნული, თუმცა შვედეთის ბანკმა მალე დაარღვია მუშაობის აღნიშნული წესრიგი. 1668 წელს შვედეთის ხელისუფლებამ ბანკის ნაციონალიზაცია მოახდინა, ასე დაიბადა თანამედროვე მსოფლიოს ისტორიაში პირველი სახელმწიფო ბანკი. გარდა ტრადიციული სამართლის პრინციპების დარღვევისა, შვედეთის სახელმწიფო ბანკმა დაამკვიდრა ახალი ტიპის მახინჯი საბანკო პრაქტიკა, დაიწყო რა არაუზრუნველყოფილი ბანკნოტების გამოშვება.

1694 წელს ასევე ამსტერდამის ბანკის მოდელის მიხედვით შეიქმნა ინგლისის ბანკი. თუმცა ეს ბანკი არ იზიარებდა მოთხოვნამდე დეპოზიტებთან მიმართებაში ამსტერდამის ბანკის მიერ აღიარებულ სამართლებრივ გარანტიებს. უფრო მეტიც, მისი ერთ-ერთი მთავრი მიზანი იყო სახელმწიფო დანახარჯების დაფინანსების ხელშეწყობა. დამახინჯებული საბანკო პრაქტიკის შედეგად 1797 წელს ინგლისის ბანკი იძულებული გახდა დროებით შეეჩერებინა მოთხოვნამდე დეპოზიტების განაღდება. იმავე წელს ინგლისის ბანკს აეკრძალა დეპოზიტების უკან დაბრუნება ფულადი სახით. ნაცვლად ფულისა, ბანკს ეძლეოდა უფლება მის მიერ გამოშვებული ბანკნოტებით გადაეხადა აღნიშნული ვალდებულებები. ასე დაიბადა ნაწილობრივ დარეზერვებაზე დაფუძნებული თანამედროვეო საბანკო სისტემა და ცენტრალური ბანკი, როგორც უკანასკნელი იმედის კრედიტორი.

## საბანკო საქმე XVIII საუკუნის საფრანგეთში

საფრანგეთის ბანკინგის ისტორიაში მნიშვნელოვანი ადგილი უჭირავს შოტლანდიელ ფინანსისტს ჯონ ლოუს, რომელმაც შეიმუშავა და დანერგა განსხვავებული საბანკო პრაქტიკა. მან საფრანგეთის რეგენტი ფილიპ დე ორლიანელი დაარწმუნა, რომ იდეალური საბანკო სისტემა გულისხმობდა მოთხოვნამდე დეპოზიტების გამოყენებას საკრედიტო ოპერაციებისას. ლოუს შეფასებით, მიმოქცევაში ფულადი მასის ზრდა რომელიც განპირობებული მოთხოვნამდე დეპოზიტების სესხად გაცემით, ასტიმულირებს ეკონომიკას. ლოუს არგუმენტი ემყარებოდა სამ ურთიერთდაკავშირებულ ფაქტორს:

- კლასიკური სამართლებრივი და მორალური პრინციპების უგულვებელყოფა, რომელიც მკაფიოდ განსაზღვრავს, რომ მოთხოვნამდე დეპოზიტი არ არის ბანკის საკუთრება და შესაბამისად, ბანკი არ არის მისი განმკარგველი პირი.
- სწრაფი ეკონომიკური ზრდის მიღწევის ცდუნება.
- ბანკის სურვილი, მიაღწიოს მოგების მაღალ მარჟას.

ამ სამი ფაქტორის ერთობლიობამ საშუალება მისცა ლოუს დაიწყო საბანკო საქმიანობა XVIII საუკუნის საფრანგეთში. ნდობის მოპოვების შემდეგ, ლოუს ბანკმა სწრაფად დაიწყო ბანკნოტების ემისია, რომელთა ჯამური ღირებულება ბევრად აღემატებოდა ბანკის განკარგულებაში არსებულ რეალურ რესურსებს. მიმოქცევაში ფულის მასის სწრაფმა ზრდამ განაპირობა ხელოვნური ეკონომიკური ბუმის პროვოცირება. 1718 წელს განხორციელდა ბანკის ნაციონალიზაცია (იგი გახდა სამეფო ტიტულის მატარებელი) და გაგრძელდა არაუზრუნველყოფილი ბანკნოტების ემისიის პროცესი. 1720 წელს ხელოვნური ეკონომიკური ბუმი დასრულდა, შედეგად, მნიშვნელოვანი ზარალი განიცადა ლოუს სავაჭრო კომპანიის ინვესტორებმა. შედეგი იმდენად მტკივნეული იყო, რომ სიტყვა ბანკი თითქმის 100 წლის განმავლობაში თაღლითობის სინონიმად გამოიყენებოდა.

საგულისხმო ფაქტია, რომ XVIII-XIX საუკუნის მონეტარული თეორიის ფუძემდებელთაგან სამივე (ჯონ ლოუ, რიჩარდ ქენთილონი და ჰენრი ტორტონი) ბანკირები იყვნენ. რომელთაგან სამივე გაკოტრდა. მხოლოდ ქენთილონი

გადაურჩა მნიშვნელოვან ზიანს, რომელმაც სადეპოზიტო შეთანხმების დარღვევით მიღებული მოგება ამავე აქტივების უსაფრთხოების მიზნებისათვის გამოიყენა. ქენთილონის სადეპოზიტო ანგარიშებზე შენახული იყო არა მხოლოდ ფული, არამედ ჯონ ლოუს მიერ დაფუძნებული მისისიპის სავაჭრო კომპანიის აქციები. ამ უკანასკნელის აქციების შეძენის მიზნით იგი დიდი მოცულობის სესხებს აძლევდა კლიენტებს, თუმცა იმ პირობით, რომ შეძენილი აქციები გირაოს სახით შეინახებოდა ისევ მის ბანკში. გირაოში დარჩენილი აქციებით სპეკულირებდა საფონდო ბირჟაზე და ამ სახით იღებდა დამატებით მოგებას. საბოლოოდ იგი ითხოვდა გაცემული სესხების დაბრუნებას კლიენტებისაგან, რომელსაც ბუნებრივია ვერ იღებდა, რადგან გირაოში დატოვებული აქციები უკვე გაუფასურებული იყო. თაღლითური სქემების გამო იგი გაასამართლეს და მცირე ხნით ციხეში ჩასვეს, რის შემდეგაც მას დაატოვებინეს საფრანგეთის ტერიტორია.

#### **ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემის „თეორიული საფუძვლები“.**

ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემის თეორიული და სამართლებრივი საფუძვლები ჩამოყალიბდა პოსტ-ფაქტუმ. საბანკო პრაქტიკა საუკუნეების განმავლობაში არღვევდა კლასიკური რომაული სამართლის ზოგად პრინციპებს. საზოგადოებრივი განათლების დაბალი დონე ფინანსურ კატეგორიებში, სახელმწიფოს პერმანენტული სურვილი, გაეზარდა სახაზინო შემოსავლები, მევახშეობის კანონიკური აკრძალვა და ა.შ. წარმოადგენდნენ მახინჯი საბანკო პრაქტიკის ხელისშემწყობ გარემოებებს.

ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემის ერთ-ერთი მთავარი ბენეფიციარი იყო სახელმწიფო, რომელსაც სურდა განეკარგა იმაზე უფრო მეტი, ვიდრე ამის შესაძლებლობა რეალურად არსებობდა. შესაბამისად, პოლიტიკოსებს, ინტელიგენციასა და ბანკირებს შორის ჩამოყალიბდა ტრადიციული სიმბიოზი. მათი მიზნები და მოტივები სრულიად თავსებადი და ჰარმონიული იყო. შესაბამისად, სამივე დაინტერესებული მხარე ეძებდა გზებს აღნიშნული პრაქტიკისათვის თეორიული და სამართლებრივი ბაზის შესაქმნელად. შეპარდ ბ. კლაფმა აღნიშნული პრობლემის სათავეები ნათლად აღწერა 1959 წელს გამოქვეყნებულ ნაშრომში „დასავლური ცივილიზაციის ეკონომიკური

განვითარება“. როდესაც ოქრომჭედლებმა გააცნობიერეს, რომ მათთვის მიზარებული დეპოზიტების მხოლოდ ნაწილია საჭირო დეპოზიტორთა მიმდინარე მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად, დაიწყო ე.წ. “Promises to Pay” ბანკნოტების გამოშვება, რომელიც გამოიყენებოდა როგორც გადახდის საშუალება. ბანკნოტის განაღდების საფუძველს წარმოადგენდა დეპოზიტორის მიერ ოქრომჭედელთან შენახული თანხა, თუმცა ოქრომჭედელთა ზემოაღნიშნული მიგნების საშუალებით ბანკნოტების რაოდენობა მკვეთრდა აღემატებოდა დეპოზიტებზე განთავსებულ თანხებს. სახეზე გვექონდა უბრალო ქაღალდის ხარჯზე შექმნილი საკრედიტო ვალდებულებები. შესაბამისად, სრულიად ცხადია, თუ რა ცხოველი ინტერესი არსებობდა ამ მეტად სარფიანი უსამართლობისათვის თეორიული და საკანონმდებლო ბაზისის მოსამზადებლად. ჩვენს მიერ განხილული ფუნდამენტური განსხვავებების მიუხედავად, „დაინტერესებულმა“ თეორეტიკოსებმა მოახერხეს და მოთხოვნამდე სადეპოზიტო შეთანხმება გაუთანაბრეს სასესხო შეთანხმებას. აღნიშნული „დაშვების“ შემდეგ წაშალეს გადაულახავი ზღვარი, რაც ამ განსხვავებული ტიპის შეთანხმებებს ერთმანეთისაგან ბუნებრივად განარჩევდა.

მოთხოვნამდე სადეპოზიტო შეთანხმებისას დეპოზიტორის მიზანია მისი ფული შეინახოს უსაფრთხოდ და ანგარიშსწორებისათვის მოსახერხებელ გარემოში. შესაბამისად, ბანკირი ამ შემთხვევაში ეწევა დაცვისა და კლიენტის საგადახდო დავალებების განაღდების მომსახურებას, რისთვისაც მან, ბუნებრივია, უნდა მიიღოს გასამრჯელო. ვადიანი სადეპოზიტო შეთანხმების დროს დეპოზიტორი დროებით (განსაზღვრული ვადით) სარგებლობაში გადასცემს მის ხელთ არსებულ მყიდველობით უნარს ბანკირს, რისთვისაც იგი, ბუნებრივია, იღებს საპროცენტო სარგებელს. „საკვირველია“ იურისტების იმ ნაწილის პოზიცია, რომლებიც მოთხოვნამდე დეპოზიტსა და სესხს შორის არსებულ ამ ფუნდამენტურ განსხვავებას „ვერ“ ამჩნევდნენ და მათ თანაბარუფლებიან შეთანხმებებად განიხილავდნენ. რატომ გახდა შუა საუკუნეების იურისტებისათვის გაუგებარი ის, რაც კლასიკური რომაული სამართლისათვის

და ძველი რომაელი სამართალმცოდნეებისათვის ცხადი ჭეშმარიტება იყო, რაც აისახა კიდევ მათ სამართლებრივ აქტებსა და პრაქტიკაში.

კიდევ უფრო საინტერესოა, რომ აღნიშნული სამართლებრივი პარადოქსის მხარდამჭერები საკუთარ თავს განიხილავენ „ლიბერალებად“ და ლიბერალიზმის სახელით იცავენ დამახინჯებულ საბანკო პრაქტიკას. მათი თეორიული სწავლების გაუმართაობის შესანიღბად ხშირად აღნიშნავენ, რომ მსგავსი საბანკო პრაქტიკა აუცილებელი იყო მრეწველობისა და ვაჭრობის განვითარებისთვის. ამასთან, სრულიად უგულველყოფენ ისტორიულ ფაქტებს ნაწილობრივი დარეზერვების შედეგად გამოწვეული ხელოვნური ბუმისა და ეკონომიკური კრიზისების შესახებ. ნაწილობრივი დარეზერვების პრაქტიკით მომუშავე უმსხვილესი ბანკების გაკოტრებისა და გადახდისუუნარობის შესახებ, რაც მათ ტენდენციურობასა და ცალმხრივ მსჯელობას კიდევ ერთხელ უსვამს ხაზს.

პრეცედენტული სამართლის ბუნებიდან გამომდინარე, ანგლო-საქსურ სამართლებრივ სისტემაში კონტინენტური ევროპის სამართლებრივი სიტემისაგან განსხვავებით, რომელიც კლასიკური რომაული სამართლის მემკვიდრეა, ხდებოდა პრეცედენტები, როცა კონკრეტული მოსამართლე ვერ ახერხებდა სადეპოზიტო და საკრედიტო შეთანხმების შორის არსებითი განსხვავების დადგენას. შესაბამისად, იქმნებოდა სამართლებრივი პრეცედენტები, რომელიც ხდებოდა სასამართლო პრაქტიკის განუყოფელი ნაწილი და მომავალში განსახილველ მსგავს საქმეებზე გადაწყვეტილების მიღების საფუძველი. საგულისხმოა, რომ საფრანგეთიდან გაძევების შემდეგ რიჩარდ ქენთილონმა ინგლისს მიაშურა. ქენთილონის მოტივი და შიში რეალური იყო, რადგან ამ პერიოდში მისი „თეორიის“ და „არგუმენტების“ საპირისპიროდ კონტინენტურ ევროპაში წარმატებით ოპერირებდა ამსტერდამის ბანკი. იგი სრული დარეზერვების სიტემით მუშაობდა, მაშინ როცა არალიკვიდურობისა და გადახდისუუნარობის საფუძველზე, ერთმანეთის მიყოლებით წყვეტდნენ საქმიანობას ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემით მომუშავე ბანკები.

მოთხოვნამდე სადეპოზიტო შეთანხმებასა და სესხს შორის არსებითი განსხვავების გასაგებად ყველაზე ზუსტ ინსტრუმენტს მათი განმაპირობებელი

მიზეზისა და მიზნის დადგენა წარმოადგენს, სადაც ეს შეთანხმებები კარგად ავლენენ მათ შორის არსებულ არსებით განსხვავებებს. მოთხოვნამდე სადეპოზიტო შეთანხმების მიზანია დეპოზიტორის ფულადი სახსრების უსაფრთხო ფლობა და განკარგვა, ხოლო ვადიანი სადეპოზიტო შეთანხმების მიზანს სარგებლის მიღება, დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების განსაზღვრული ვადით „გაქირავება“ წარმოადგენს.

### **ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემა დღეს**

თანამედროვე მსოფლიოს საფინანსო კანონმდებლობის მიხედვით, საბანკო დეპოზიტზე განთავსებული თანხა აღარ წარმოადგენს დეპოზიტორის საკუთრებას. იგი უკვე ბანკს ეკუთვნის და დეპოზიტორი სანაცვლოდ იღებს აქტივს, რომელსაც ეწოდება სადეპოზიტო ანგარიში (მიმდინარე ან შემნახველი). აღნიშნული დეპოზიტი ბანკის ბალანსში აისახება როგორც ვალდებულება, რის საფუძველზეც ბანკს აქვს ლეგალური უფლება მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნის დაცვით გასცეს სესხები. უმეტეს შემთხვევებში მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნის კოეფიციენტი შეადგენს 1/10, რაც ნიშნავს რომ დეპოზიტზე არსებული ყოველი 100ლ-ის საფუძველზე ბანკს შეუძლია გასცეს 90ლ ლარის კრედიტი. დავუშვათ, რომ ბანკი არ ინახავს ჭარბ რეზერვებს ე.ი. იგი სრულად 90ლ გასცემს სესხის სახით. უნაღდო ანგარიშსწორების პირობებში, აღნიშნული 90ლ ისევ მოხვდება დეპოზიტზე რომელიმე კომერციულ ბანკში, რომელიც დაარეზერვებს რა 9ლ, 81ლ-ს ისევ გასცემს სესხად. აღნიშნული პროცესი გაგრძელდება მანამ სანამ, საწყის დეპოზიტზე არსებული 100ლ-ის საფუძველზე ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემა არ „შექმნის“  $100\text{ლ} / 0.10 = 1000\text{ლ}$ . ანუ რეალურად არსებული 100ლ-ის საფუძველზე, ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემას შეუძლია შექმნას 1000ლ, მაშინაც კი, როცა აღნიშნული რაოდენობის ფული მიმოქცევაში ჯერ კიდევ არ არსებობს. ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემის მიერ „ფულის შექმნის“ ამ პროცესს თანამედროვე ლიტერატურასა და პრესაში ფულადი მულტიპლიკატორის სახელით მოიხსენიებენ.

## კითხვები:

- როგორია Regular და Irregular Deposit-ის განმასხვავებელი ნიშნები?
- რა პრინციპით განიხილავდა საფინანსო შეთანხმებებს კლასიკურ რომაულ სამართალი?
- რაში გამოიხატებოდა მევახშეობის კანონიკური აკრძალვის უარყოფითი შედეგები?
- რა ფუნდამენტური განსხვავება იყო ამსტერდამისა და მედიჩების ბანკებს შორის?
- რაში გამოიხატება ნაწილობრივი დარეზერვების პრაქტიკის თეორიული საფუძვლების აბსურდულობა?
- როგორ მუშაობს ფულადი მულტიპლიკატორის მექანიზმი ?

## რეკომენდირებული ლიტერატურა:

- Abbott Payson Usher – The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe. Harvard University Press, 1943
- Carl Menger Investigations in to the Method of the Social Sciences with Special Reference to Economics [New York: New York University Press, 1985]
- Cohen -Athenian Economy and Society
- Cipolla's - Money in Sixteenth-Century Florence (Berkeley: University of California Press, 1989), esp. pp. 101
- G.J. Costouros -“Development of Banking and Related Book-Keeping Techniques in Ancient Greece -” International Journal of Accounting 7, no. 2 (1973): 75–81.
- Ludwig von Mises's work, Human Action: A Treatise on Economics, Scholar's Edition (Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, 1998), pp. 161–63.
- Ludwig von Mises – The Theory of Money and Credit. Indianapolis, 1980

- Marjorie Grice - Hutchinson, *The School of Salamanca: Readings in Spanish Monetary Theory 1544–1605* (Oxford: Clarendon Press, 1952)
- Pierre Vilar, *A History of Gold and Money, 1450–1920*, Judith White, trans. (London: NLB, 1976), p. 207
- Raymond de Roover - *The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397–1494* (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1963)
- S.C. Todd - *The Shape of Athenian Law* (Oxford: Clarendon Press, 1993), p. 251



## 4. თანამდროვე მონეტარული სისტემა

### შინაარსი

- ცენტრალური ბანკების ისტორია
- მსოფლიოს დომინანტი ცენტრალური ბანკები
- საქართველოს ეროვნული ბანკი
- ფულის მიწოდების პროცესი
- მონეტარული პოლიტიკის არსი
- საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკა
- ტეილორის წესი
- დანართი 1 – „თავისუფალი საბანკო სისტემა“



## ცენტრალური ბანკის ისტორიული საფუძვლები

ცენტრალური ბანკების ისტორია სათავეებს იღებს XVII საუკუნიდან, როცა დაარსდა შვედური რიკსბანკი (Riksbank). 1668 წელს იგი სააქციო საზოგადოების სამართლებრივ ორგანიზაციული ტიპის მქონე ფინანსურ ორგანიზაციად დაფუძნდა, თუმცა მას ჰქონდა უფლება განეკარგა (გაესესხებინა) სახელწმიფო ფულადი ფონდები და შეესრულებინა საკლირინგო ოპერაციები ვაჭრობის ხელშეწყობის მიზნით.

ძალიან მალე, კერძოდ 1694 წელს დაფუძნდა მოცემულ ეპოქის ყველაზე ავტორიტეტული საფინანსო ინსტიტუტი - ინგლისის ცენტრალური ბანკი (Bank of England). სამართლებრივ-ორგანიზაციული ფორმის თვალსაზრისით ისიც, მსგავსად შვედური Riksbank-ისა სააქციო საზოგადოებას წარმოადგენდა, ხოლო მისი შექმნის უმთავრეს მიზანი სახელმწიფო ვალის გამოსყიდვა იყო. მომდევნო პერიოდში იგივე მიზნით შეიქმნა ევროპის სხვა ცენტრალური ბანკები.

ნაპოლეონის მიერ 1800 წელს შეიქმნა საფრანგეთის ცენტრალური ბანკი. ბანკის შექმნის მიზანს რევოლუციის პერიოდში სახელმწიფო ხარჯების დასაფინანსებლად განვითარებული ჰიპერინფლაციური პროცესების დაძლევა წარმოადგენდა. ადრეული წლებში ცენტრალური ბანკები უშვებდნენ საკუთარ ბანკნოტებს, რომელიც გამოიყენებოდა როგორც ვალუტა, ხშირ შემთხვევაში მსგავსი ქმედება წარმოადგენდა მათ მონოპოლიურ უფლებას. ხელისუფლების დაკრედიტების პარალელურად ცენტრალური ბანკები მოქმედებდნენ, როგორც კერძო სუბიექტები და დაკავებულნი იყვნენ კერძო საბანკო საქმიანობით. კომერციული ბანკების დეპოზიტებს ინახავდნენ ცენტრალურ ბანკებში, რის გამოც ეს უკანასკნელი მოიხსენებოდნენ როგორც ბანკთა ბანკები. აღნიშნული პროცესში ცენტრალურ ბანკებს ხელს უწყობდა მათ ხელთ არსებული უზარმაზარი რეზერვები და საკორესპონდენტო ბანკების ფართო ქსელი. დასახელებულმა ფაქტორებმა ისინი უკანასკნელი იმედის კრედიტორებად ჩამოაყალიბა, რომელიც საბანკო სისტემას ეხმარებოდა განვითარებული ფინანსური კრიზისების დაძლევაში.

ცენტრალური ბანკების როლთან და მნიშვნელობასთან დაკავშირებით განსხვავებულ მოსაზრებას გვთავაზობს ავსტრიული ეკონომიკური სკოლის ერთ-ერთი თვალსაჩინო წარმომადგენელი მიურეი როთბარდი. ნაშრომში „The Case Against The Fed“ იგი უნდობლობას უცხადებს ცენტრალური ბანკების შექმნის ზემოაღნიშნულ მოტივებს და აღნიშნავს, რომ ამ ტიპის საბანკო ინსტიტუტების შექმნის მიზანს წარმოადგენდა საბიუჯეტო სახსრების პერმანენტული უკმარისობა და ნაწილობრივი დარეზერვების პრაქტიკის კრიზისული ბუნება.

მისი განმარტებით, ცენტრალური ბანკის დაფუძნებით ხელისუფლებამ მიიღო საბიუჯეტო სახსრების დაფინანსების ერთერთი მნიშვნელოვანი წყარო, ხოლო კომერციულმა ბანკებმა საშუალება, შეენიღბათ მოთხოვნამდე დეპოზიტების სესხად გაცემის მართლსაწინააღმდეგო და კრიზისული ბუნება. მსგავსი პრაქტიკა კომერციულ ბანკებს ხშირად აგდებდა არალიკვიდურობის მდგომარეობაში, ხოლო ცენტრალური ბანკის ფინანსური დახმარება წარმოადგენს აღნიშნული პრობლემის შენიღბვის საშუალებას. როთბარდის მიხედვით ცენტრალური ბანკი წარმოადგენს არასაბაზრო ინსტიტუტს და შესაბამისად მისი არსებობის ობიექტური აუცილებლობა არ არსებობს.

### **ფედერალური სარეზერვო სისტემა**

ფედერალური სარეზერვო სისტემა წარმოადგენს მსოფლიოს ყველაზე გავლენიან „ცენტრალურ ბანკს“. აშშ-ის დოლარის დომინანტური როლი მსოფლიო ვაჭრობასა და საფინანსო სისტემაში არის ფედერალური სარეზერვო სისტემის გავლენის ძირითადი წყარო. გავლენასთან ერთად, უნდა აღინიშნოს მისი განსხვავებული არაორდინალური სტრუქტურა, რაც მას გამოარჩევს მსოფლიოში არსებული სხვა ცენტრალური ბანკებისაგან.

მეოცე საუკუნემდე ამერიკელი პოლიტიკოსების დამახასიათებელ თვისებას წარმოადგენდა ცენტრალიზებული ძალაუფლების შიში. სწორედ ეს ფაქტორი იყო ცენტრალური ბანკის ფორმირების ძირითადი ხელისშემშლელი ფაქტორი. ასევე აღსანიშნავია, რომ ამერიკელები ტრადიციულად არ ენდობოდნენ გავლენიანი ფინანსური ინსტიტუტების კეთილშობილურ ინტერესებს, ხოლო ცენტრალური

ბანკი წარმოადგენდა ფინანსური გავლენის სიმბოლოს. სრულიად ბუნებრივია, რომ 1811 წელს გაუქმდა აშშ-ის პირველი ბანკი, ხოლო 1932 წელს აშშ-ის მეორე ბანკის განახლებადი ლიცენზიის ამოქმედების საკითხს ვეტო დაადო პრეზიდენტმა ენდრიუ ჯექსონმა.

1836 წლის შემდეგ, რაც ოფიციალურად აღარ არსებობდა აშშ-ის მეორე ბანკი საბანკო სისტემაში დაიწყო კრიზისული პროცესები, რადგან აღარ არსებობდა უკანასკნელი იმედის კრედიტორი, რომლიც დააბალანსებდა ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემის მიერ წარმოქმნილ კრიზისებს. საბანკო პანიკები გახდა აშშ-ის ფინანსური ცხოვრების თანმდევი მოვლენა. 1907 წელს მომხდარი საბანკო პანიკა იყო ყველაზე მასშტაბური, რასაც მოჰყვა კიდევ დეპოზიტების დიდი ნაწილის „დაკარგვა“ დეპოზიტორების მხრიდან. შედეგად, ნაცვლად ნაწილობრივი დარეზერვების აკრძალვისა, გაიზარდა ცენტრალური ბანკის იდეის პოპულარობა.

როგორც როთბარდი განმარტავს - საბანკო პანიკის არსებითი მიზეზი ბანკის მხრიდან მოთხოვნამდე დეპოზიტების სესხად გაცემაა და არა ცენტრალური ბანკის არ არსებობა. უკანასკნელი იმედის კრედიტორი, ნაწილობრივი დარეზერვების პრაქტიკით ოპერირებად ბანკს საშუალებას აძლევს მისი პრობლემური საქმიანობის შედეგად წარმოქმნილი არალიკვიდურობა შეუიარაღებელი თვალისათვის შეუმჩნეველი გახადოს.

ბანკებისა და ცენტრალური ხელისუფლების მიმართ ამერიკული საზოგადოების უარყოფითმა დამოკიდებულებამ დაუძლეველი ბარიერი შექმნა ინგლისის ბანკის ტიპის ცენტრალური ბანკის ფორმირებისათვის. საზოგადოებაში გავრცელებული იყო შიში, რომ უოლ-სტრიტის მსხვილი საბანკო ჯგუფები, შეძლებდნენ გავლენა მოეპოვებინათ ცენტრალურ ბანკზე და მისი მანიპულირებით მთლიან ეკონომიკაზე. კამათის საგანს წარმოადგენდა ცენტრალური ბანკის მესაკუთრის საკითხიც (კერძო თუ სახელწმიფო ინსტიტუტი). საბოლოოდ, 1913 წელს შეიქმნა ფედერალური სარეზერვო სისტემა, რომლის შემადგენლობაც განისაზღვრა 12 ფედერალური ბანკით.

ფედერალური სარეზერვო სისტემა მოიცავს: ფედერალურ ბანკებს, ფედერალური სარეზერვო სისტემის მმართველთა საბჭოს, ღია ბაზრის ფედერალურ კომიტეტს (FOMC), მრჩეველთა ფედერალური საბჭოს და 2 900 წევრ კომერციულ ბანკს.

*მმართველთა საბჭო.* მმართველთა საბჭო, რომელიც ვაშინგტონში მდებარეობს წარმოადგენს ფედერალური სარეზერვოს სისტემის მმართველ ორგანოს. იგი შედგება 7 მმართველისაგან, რომელსაც ნიშნავს პრეზიდენტი და ამტკიცებს სენატი. მმართველები ინიშნებიან 14 წლის ვადით. მმართველთა საბჭოს ფუნქციებში შედის მონეტარული პოლიტიკის განხორციელება, ქვეყნის შიგა და საერთაშორისო საფინანსო-ეკონომიკური მდგომარეობის შესწავლა, საბანკო და ციფრულ კომერციასთან დაკავშირებული საკითხების რეგულირება. მის კომპეტენციაში შედის საფინანსო ოპერატორების საქმიანობის ზედამხედველობა, მომხმარებელთა დაცვისათვის საჭირო რეგულირების განხორციელება. საბჭო ასევე ზედამხედველობას უწევს სარეზერვო ბანკების საქმიანობას, ამტკიცებს მათ დირექტორებსა და დირექტორთა საბჭოს რიგ წევრებს. იგი განსაზღვრავს მინიმალურ სარეზერვო მოთხოვნებს სადეპოზიტო ორგანიზაციებისათვის და სარეზერვო ბანკების რეკომენდაციის საფუძველზე ცვლის რეფინანსირების განაკვეთს. საბჭოს უმნიშვნელოვანეს ფუნქციას წარმოადგენს ღია ბაზრის ფედერალურ კომიტეტის მუშაობაში მონაწილეობა, რომელიც განსაზღვრავს მონეტარულ პოლიტიკას. კომიტეტის 7 ადგილს მმართველთა საბჭოს წევრები იჭერენ, ხოლო დანარჩენი 5 ადგილს სარეზერვო ბანკების პრეზიდენტები. მმართველი საბჭოს წევრები ვალდებული არიან წარსდგენ კონგრესის მოსმენებზე. მონეტარული პოლიტიკის მიზნებთან დაკავშირებით მმართველთა საბჭოს თავმჯდომარე წელიწადში ორჯერ წარსდგება კონგრესის წინაშე.

ფედერალური სარეზერვო ბანკები. ფედერალური სარეზერვო სისტემის შემადგენლობაში შედის 12 სარეზერვო ბანკი და 24 ფილიალი. თითოეული სარეზერვო ბანკი ემსახურება ქვეყნის შესაბამის რეგიონს. ბანკები სახელდებულნი არიან გეოგრაფიული მდებარეობის მიხედვით: ბოსტონის, ნიუ-იორკის, ფილადელფიის, კლივლენდის, რიჩმონდის, ატლანტის, ჩიკაგოს, სენტ ლუისის,

მინეაპოლისის, კანზას სიტის, დალასის და სან-ფრანცისკოს ფედერალური სარეზერვო ბანკები.

ფედერალური სარეზერვო ბანკები ემსახურებიან კომერციულ ბანკებს და აშშ-ის ხაზინას. ფედერალური სარეზერვო სისტემა ასევე უზრუნველყოფს საჩეკო და საკლირინგო ანგარიშსწორების სისტემის ფუნქციონირებას. სარეზერვო ბანკის ფუნქციებში შედის მის რეგიონში შემავალი კომერციული ბანკების ზედამხედველობა. სარეზერვო ბანკები ახორციელებენ ხაზინის საანგარიშსწორებო ოპერაციებს, ყიდიან სახაზინო ობლიგაციებს და ეწევიან სახაზინო ფონდების მენეჯმენტთან დაკავშირებულ სხვა საქმიანობებს.

*წვერი ბანკები.* აშშ-ში არსებული 8 039 კომერციული ბანკიდან 38% ფედერალური სარეზერვო სისტემის წევრია. წვერი ბანკები წარმოადგენენ შესაბამისი რეგიონის სარეზერვო ბანკის აქციონერებს და ვალდებული არიან ფლობდნენ სარეზერვო აქციებს, კერძოდ კი საკუთარი კაპიტალის 3%-ის ოდენობით. წვერ ბანკებს არ აქვთ უფლება ივაჭრონ მათ განკარგულებაში არსებული სარეზერვო ბანკის აქციებით.

სხვა სადეპოზიტო ინსტიტუტები. დაახლოებით 3 000 წვერი ბანკის გარდა, აშშ-ში არსებობს დაახლოებით 17 000 სადეპოზიტო ორგანიზაცია, რომელიც კლიენტებს სთავაზობს საჩეკო დეპოზიტებსა და სხვა საბანკო მომსახურებებს. მიუხედავად მათი „არაწევრობისა“, ისინი ექვემდებარებიან ფედერალური სარეზერვო სისტემის ზედამხედველობას, როგორც მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების ასევე საანგარიშსწორებო ოპერაციების მიხედვით.

*ღია ბაზრის ფედერალური კომიტეტი (FOMC).* ღია ბაზრის ფედერალური კომიტეტი წარმოადგენს ფედერალური სარეზერვო სისტემის მონეტარული პოლიტიკის გულს. იგი პასუხისმგებელია ფასების სტაბილურობასა და ეკონომიკურ ზრდაზე. მარტივად, რომ ვთქვათ FOMC მართავს აშშ-ის დოლარის მიწოდების პროცესს.

FOMC-ის ხმის უფლების მქონე წევრებს განეკუთვნებიან მმართველთა საბჭოს წევრები, ნიუ იორკის ფედერალური სარეზერვო ბანკის პრეზიდენტი და

ოთხი სხვა სარეზერვო ბანკის პრეზიდენტი, რომლებიც იცვლებიან როტაციული პრინციპით. სარეზერვო ბანკის ყველა პრეზიდენტი უფლებამოსილია მონაწილეობა მიიღოს მონეტარული პოლიტიკის განხილვაში. ღია ბაზრის ფედერალურ კომიტეტს ხელმძღვანელობს მმართველთა საბჭოს თავმჯდომარე. კომიტეტის წევრები წელიწადში რვაჯერ იკრიბებიან ვაშინგტონში, სადაც განხილვის საგანს აშშ-ის ეკონომიკისა და მონეტარული პოლიტიკის პერსპექტივები წარმოადგენს.

*საკონსულტაციო საბჭო.* ფედერალური საკონსულტაციო საბჭო, მომხმარებელთა საკონსულტაციო საბჭო და სადეპოზიტო ინსტიტუტების სამეურნეო საბჭო მუშაობს, რათა მმართველთა საბჭო ფლობდეს ინფორმაციას არსებული გამოწვევების შესახებ. საკონსულტაციო საბჭოს აკომპლექტებენ თავად სარეზერვო ბანკები. საბჭო იკრიბება წელიწადში ორჯერ ან ოთხჯერ.

### **ევროპის ცენტრალური ბანკი ECB**

1999 წელს ოპერირება დაიწყო ევროპის ცენტრალურმა ბანკმა (ECB) და ადგილობრივი ცენტრალური ბანკების სისტემამ (ESCB), რომლებიც წარმართავენ ევროპის სავალუტო კავშირში შემავალი ქვეყნების მონეტარულ პოლიტიკას. ფედერალური სარეზერვო სისტემის მსგავსად, ადგილობრივი ცენტრალური ბანკები ასრულებენ იგივე როლს რასაც ფედერალური ბანკები ლოკალურ დონეზე. ევროპის ცენტრალური ბანკი მდებარეობს ფრანკფურტში, რომელსაც ფედერალური სარეზერვო სისტემის მმართველთა საბჭოს მსგავსად ჰყავს აღმასრულებელი საბჭო. აღმასრულებელი საბჭო შედგება პრეზიდენტის, ვიცე პრეზიდენტის და ოთხი სხვა წევრისაგან, რომლებიც ინიშნებიან 8 წლის ვადით. ასევე არსებობს მმართველთა სათათბირო, რომელიც თავის მხრივ შედგება: აღმასრულებელი საბჭოსაგან და ცენტრალური ბანკების პრეზიდენტებისაგან, რომელიც წარმოადგენს FMCO-ს ანალოგს. ცენტრალური ბანკების ხელმძღვანელობას ნიშნავს და ამტკიცებს ადგილობრივი ხელისუფლება, ხოლო აღმასრულებელ საბჭოს ნიშნავს კომიტეტი, რომელიც თავის მხრივ შედგება ევროპული სავალუტო კავშირში შემავალი ქვეყნების ხელმძღვანელებისაგან.

მიუხედავად მსგავსებებისა, არსებობს მნიშვნელოვანი განსხვავებები ევროპის ცენტრალურ ბანკთა სისტემასა და ფედერალურ სარეზერვო სისტემას შორის. ფედერალური სარეზერვო ბანკების ბიუჯეტები კონტროლდება მმართველთა საბჭოს მხრიდან, მაგრამ ევროზონის ქვეყნების ცენტრალური ბანკები აკონტროლებენ საკუთარ და ევროპის ცენტრალური ბანკის ბიუჯეტებს. მონეტარული ოპერაციების განხორციელებას ევროპის სავალუტო კავშირში ახდენენ ადგილობრივი ბანკები და ფედერალური სარეზერვო სისტემისგან განსხვავებით აღნიშნული პროცესი არ არის ცენტრალიზებული. ფედერალური რეზერვის საპირისპიროდ ევროპის ცენტრალური ბანკი არ მონაწილეობს საფინანსო ინსტიტუტების ზედამხედველობაში, ამ საქმიანობას ადგილობრივი ცენტრალური ბანკები ეწევიან.

მონეტარული პოლიტიკის სფეროში გადაწყვეტილებების მისაღებად თვეში ერთხელ ფრანკფურტში იკრიბება მმართველთა სათათბირო. სათათბირო საბჭოში სავალუტო კავშირს თითოეულ წევრს გააჩნია ერთი ხმა. ასევე თითო ხმა გააჩნიათ აღმასრულებელი საბჭოს ექვსივე წევრს. FOMC-ს მსგავსად მმართველთა სათათბიროს შეხვედრის შემდეგ ხდება ბანკთაშორის სესხებზე დაწესებული საპროცენტო განაკვეთის გამოცხადება. ევროპის ცენტრალური ბანკის პრეზიდენტი და ვიცე პრეზიდენტი ასევე ვალდებული არიან დაესწრონ პრესკონფერენციას და უპასუხონ მედიის წარმომადგენელთა კითხვებს მიღებულ გადაწყვეტილებებთან დაკავშირებით.

### **კანადის ცენტრალური ბანკი**

1934 წელს შეიქმნა კანადის ცენტრალური ბანკი. ბანკის დირექტორები მთავრობის მიერ ინიშნებიან 3 წლის ვადით, ხოლო დირექტორები 7 წლის ვადით ირჩევენ ბანკის მმართველს. FOMC-ს ფუნქციებს კანადის ცენტრალური ბანკის შემთხვევაში დირექტორთა საბჭო ასრულებს, რომელიც ბანკის მმართველთან ერთად იღებს გადაწყვეტილებებს მონეტარული პოლიტიკის შესახებ.

კანადის ბანკი არ ხასიათდება დამოუკიდებლობის იგივე ხარისხით როგორც ეს ფედერალური სარეზერვო სისტემის შემთხვევაში გვხვდება. ინტერესთა



კონფლიქტის შემთხვევაში ფინანსთა მინისტრს შეუძლია გამოსცეს დირექტივა რაც სავალდებულოა ეროვნული ბანკისათვის. ფასების სტაბილურობა კი წარმოადგენს ხელისუფლებისა და ცენტრალური ბანკის ერთობლივ ამოცანას.

### **ინგლისის ცენტრალური ბანკი**

ინგლისის ცენტრალური ბანკი ერთ-ერთი უძველესია, იგი 1694 წლიდან ფუნქციონირებს. ბანკის მმართველი ორგანო შედგება მმართველისა და ორი მოადგილისაგან. მათი საქმიანობის ვადა განისაზღვრება 5 წლით. ბანკის მმართველ აპარატში ასევე წარმოდგენილია 16 არაადმინისტრაციული დირექტორი, რომლებიც სამი წლის ვადით ინიშნებიან თანამდებობაზე.

1997 წლამდე ინგლისის ბანკის დამოუკიდებლობა მონეტარული პოლიტიკის განსაზღვრისას მეტად შეზღუდული იყო. ამ პერიოდამდე რეფინანსირების სესხებზე განაკვეთებს განსაზღვრავდა არა ინგლისის ბანკი, არამედ ხაზინა. 1997 წლის შემდეგ აღნიშულ განაკვეთს განსაზღვრავს ინგლისის ცენტრალური ბანკი. თუმცა „განსაკუთრებული“ შემთხვევებისთვის ხელისუფლებამ კვლავ დაიტოვა რეფინანსირების სესხებზე საპროცენტო განაკვეთების დადგენის უფლება.

რეფინანსირების სესხებზე საპროცენტო განაკვეთების განმსაზღვრელი ორგანოს შემადგენლობაში შედიან: ინგლისის ბანკის მმართველის ორი მოადგილე, ხაზინის მიერ დანიშნული ორი წევრი, ასევე ხაზინა ნიშნავს ოთხ ექსპერტს რომლებიც ასევე იღებენ მონაწილეობას საპროცენტო განაკვეთებზე გადაწყვეტილების მიღების პროცესში. ინფლაციის სამიზნე განაკვეთს განსაზღვრავს ხაზინა და ინგლისის ბანკთან ერთად იღებს პასუხისმგებლობას მის მიღწევაზე.

### **იაპონიის ცენტრალური ბანკი**

1882 წელს დაფუძნდა იაპონიის ცენტრალური ბანკი. მონეტარულ პოლიტიკას განსაზღვრავს შესაბამისი საბჭო, რომლის შემადგენლობაშიც შედიან: ბანკის მმართველი, ორი ვიცე მმართველი და ექვსი სხვა წევრი, რომელთაც ნიშნავს მინისტრთა კაბინეტი და ამტკიცებს პარლამენტი, ყველა მათგანისათვის

საქმიანობის ვადა განისაზღვრება 5 წლით. 1998 წლამდე იაპონიის ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის ხარისხი დაბალი იყო, მონეტარული პოლიტიკის წამყვანი რგოლი იყო ფინანსთა სამინისტრო და მინისტრი. ცვლილებების შემდეგ, 55 წლის შემდეგ პირველად გაიზარდა მნიშვნელოვნად იაპონიის ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობის ხარისხი. ცვლილებებამდე მონეტარული პოლიტიკის საბჭოში ხელისუფლებას ჰყავდა ხმის უფლების მქონე ორი წევრი. ცვლილებების შემდეგ აღნიშულ პირებს ჩამოერთვათ ხმის უფლება. ფინანსთა მინისტრმა დაკარგა უფლება გადახედოს ცენტრალური ბანკის საქმიანობას. ერთადერთი სფერო, სადაც ფინანსთა სამინისტროს უფლებები კვლავაც ვრცელდება ცენტრალურ ბანკთან მიმართებაში არის ბანკის ბიუჯეტი, რომელიც მინისტრს უტოვებს ბანკზე ზეწოლის ირიბ თუმცა უმნიშვნელო საშუალებას.

### **საქართველოს ეროვნული ბანკი**

საქართველოს კანონი „საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ“ მიღებულ იქნა 1991 წლის 2 აგვისტოს პირველი მოწვევის უზენაესი საბჭოს მიერ. საქართველოს ეროვნული ბანკი წარმოადგენს საქართველოს ცენტრალურ ბანკს და მისი სტატუსი განსაზღვრულია ქვეყნის კონსტიტუციით. ეროვნული ბანკის საქმიანობის უმთავრესი მიზანია ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა. პირველი ცენტრალური ბანკი საქართველოში 1919 წელს შეიქმნა. იგი დღევანდელი სახით, როგორც დამოუკიდებელი საქართველოს ცენტრალური ბანკი, 1991 წლიდან არსებობს. საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს კონსტიტუციის მიხედვით, დამოუკიდებელია თავის საქმიანობაში და საკანონმდებლო და აღმასრულებელი ხელისუფლების წარმომადგენლებს არ აქვთ მის საქმიანობაში ჩარევის უფლება. საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარულ პოლიტიკას ახორციელებს საქართველოს პარლამენტის მიერ განსაზღვრული ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებების შესაბამისად. იგი ფლობს, მართავს და განკარგავს ქვეყნის ოფიციალურ საერთაშორისო რეზერვებს. საქართველოს ეროვნული ბანკი პასუხისმგებელია, მის ხელთ არსებული მარეგულირებელი და მონეტარული ინსტრუმენტებით უზრუნველყოს

მასზე კანონმდებლობით დაკისრებული ძირითადი ფუნქციებისა და მიზნების შესრულება.

საფინანსო სექტორის ფინანსური მდგრადობისა და გამჭვირვალობის ხელშეწყობისათვის, სექტორის მომხმარებელთა და ინვესტორთა უფლებების დაცვის მიზნით ეროვნული ბანკი ზედამხედველობას უწევს საფინანსო სექტორს. საქართველოს ეროვნულ ბანკთან არსებული საჯარო სამართლის იურიდიული პირის – „საქართველოს ფინანსური მონიტორინგის სამსახურის“ მეშვეობით ეროვნული ბანკი ატარებს უკანონო შემოსავლების ლეგალიზებისა და ტერორიზმის დაფინანსების აღკვეთის ღონისძიებებს. ამასთანავე, საქართველოს ეროვნული ბანკი არის მთავრობის ბანკირი და ფისკალური აგენტი.

საქართველოს ეროვნული ბანკი პასუხისმგებელია, საერთაშორისო სტანდარტებისა და მეთოდოლოგიების შესაბამისად აწარმოოს და გაავრცელოს ქვეყნის საფინანსო და საგარეო სექტორის სტატისტიკა, აგრეთვე, უზრუნველყოს ქვეყანაში საგადახდო სისტემების ეფექტიანი და გამართული ფუნქციონირება. საქართველოს ეროვნულ ბანკს აქვს ექსკლუზიური უფლება, განახორციელოს საქართველოს ტერიტორიაზე ფულის ნიშნების, როგორც გადახდის კანონიერი საშუალების ემისია, ასევე, მიმოქცევისათვის ან ნუმისმატიკური მიზნებისათვის სამახსოვრო მონეტების მოჭრა.

საქართველოს ეროვნული ბანკი უფლებამოსილია, საბანკო მომსახურება გაუწიოს სხვა ქვეყნების მთავრობებს, ცენტრალურ ბანკებსა და ფულად-საკრედიტო ორგანოებს, აგრეთვე, საერთაშორისო ორგანიზაციებს. საქართველოს ეროვნული ბანკი მონაწილეობს იმ საერთაშორისო ორგანიზაციების მუშაობაში, რომელთა მიზანია საერთაშორისო თანამშრომლობის გზით ფულად-საკრედიტო სფეროში ეკონომიკური სტაბილურობის ხელშეწყობა.

ეროვნული ბანკის საბჭო საქართველოს ეროვნული ბანკის უმაღლესი ორგანოა, რომელიც შვიდი წევრისაგან შედგება. ეროვნული ბანკის საბჭოს თავმჯდომარეა ეროვნული ბანკის პრეზიდენტი. ეროვნული ბანკის საბჭოს შემადგენლობაში, გარდა საბჭოს თავმჯდომარისა, შედიან ეროვნული ბანკის ორი

ვიცე-პრეზიდენტი და სხვა წევრები. ეროვნული ბანკის საბჭოს წევრებს საქართველოს პრეზიდენტის წარდგინებით ირჩევს საქართველოს პარლამენტი შვიდი წლის ვადით, საქართველოს პარლამენტის წევრთა სიითი შემადგენლობის უმრავლესობით.

### **ფულის მიწოდების პროცესი**

ცენტრალური ბანკის ბალანსი წარმოადგენს არსებული მონეტარული კონიუნქტურის მომენტალურ სურათს. ფულის მიწოდების პროცესის უკეთ გააზრების მიზნით წარმოვიდგინოთ გამარტივებული სიტუაცია, რომელშიც მხოლოდ ოთხი კომპონენტი იქნება წარმოდგენილი.

<b>ცენტრალური ბანკის ბალანსი</b>	
<b>აქტივები</b>	<b>ვალდებულებები</b>
<b>სახელწმიფო ფასიანი ქაღალდები</b>	<b>მიმოქცევაში არსებული ფული</b>
<b>რეზინანსირების სესხები</b>	<b>რეზერვები</b>

**ვალდებულებები.** საზოგადოების ხელთ არსებული ნაღდი ფული, ბანკებს გარეთ არსებული ნაღდი ფული წარმოადგენს „მიმოქცევაში არსებული ფულის“ კომპონენტს, ხოლო „რეზერვების“ კომპონენტს შეესაბამება სადეპოზიტო ინსტიტუტებში არსებული ფული. ორივე კომპონენტი ჯამში შეადგენს ცენტრალური ბანკის მიერ გამოშვებულ ფულს და ვალდებულებას ცენტრალური ბანკისათვის. თითოეულ კომერციული ბანკი ფლობს ანგარიშს ეროვნულ ბანკში, სადაც იგი ინახავს დეპოზიტებს. შესაბამისად, „რეზერვები“ შედგება კომერციული ბანკების მიერ ცენტრალურ ბანკში განთავსებული დეპოზიტებისა და საკუთრივ მათ ხელთ არსებული ნაღდი ფულისაგან. „რეზერვები“ კომერციული ბანკებისათვის წარმოადგენენ აქტივებს ხოლო ცენტრალური ბანკისათვის ვალდებულებებს. თავის მხრივ რეზერვები იყოფიან ორ ჯგუფად: სავალდებულო და ჭარბი. სავალდებულო რეზერვების ნორმა დაწესებულია ცენტრალური ბანკის

მიერ და სავალდებულოა ნებისმიერი კომერციული ბანკისათვის, ხოლო ჭარბი რეზერვები ნებაყოფლობითი კატეგორიაა და კომერციულ ბანკს უფლება აქვს სავალდებულო რეზერვების გარდა დამატებითი რეზერვებიც განათავსოს ცენტრალური ბანკის სადეპოზიტო ანგარიშებზე.

**აქტივები.** ცენტრალური ბანკის აქტივებზე საუბრისას საგულისხმოა ორი გარემოება: პირველი, ნებისმიერი ზრდა აქტივებში ნიშნავს ფულის მიწოდების ზრდას და მეორე, აქტივები წარმოადგენს საპროცენტო სარგებლის მომტან ფინანსურ ინსტრუმენტებს. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების კატეგორიაში იგულისხმება სახაზინო ვალდებულებები. როდესაც ცენტრალური ბანკი ზრდის სახაზინო ვალდებულებების მოცულობას საკუთარ ბალანსზე, ამით ის ასევე ზრდის ფულის მიწოდებას ეკონომიკაში. რეფინანსირების სესხები ასევე წარმოადგენენ ცენტრალური ბანკის აქტივებს და კომერციული ბანკების ვალდებულებებს. რეფინანსირების სესხების საერთო მოცულობის ზრდით საკუთარ ბალანსზე ცენტრალური ბანკი ზრდის ფულის მიწოდებას ეკონომიკაში.

### **ღია ბაზრის ოპერაციები**

მონეტარული ბაზა მიმოქცევაში არსებული ფულისა და საბანკო სისტემაში არსებული რეზერვების ჯამის ტოლია.

$$MB = C + R$$

**MB** – მონეტარული ბაზა

**C** – მიმოქცევაში არსებული ფული

**R** - საბანკო სისტემაში არსებული რეზერვები

რეფინანსირების სესხებზე საპროცენტო განაკვეთებისა და ღია ბაზრის ოპერაციების საშუალებით ცენტრალური ბანკი ახდენს მონეტარული ბაზის მართვას. განვიხილოთ თუ რა გავლენას ახდენს ცენტრალური ბანკის მიერ 100ლ-ის სახაზინო ვალდებულებების შექმნა თითოეული მათგანის ბალანსში.

კომერციული ბანკის ბალანსი	
აქტივები	ვალდებულებები
ფასიანი ქაღალდები -100ლ	
რეზერვები +100ლ	
ცენტრალური ბანკის ბალანსი	
აქტივები	ვალდებულებები
ფასიანი ქაღალდები +100ლ	რეზერვები +100ლ

ოპერაციის საბოლოო შედეგი: რეზერვები გაიზარდა 100ლ-ით, ასევე მონეტარული ბაზა გაიზარდა 100ლ-ით.

განვიხილოთ შემთხვევა, როცა ცენტრალური ბანკი სახაზინო ვალდებულების გამოსყიდვას ახდენს არა კომერციული ბანკისგან არამდე არასაფინანსო კორპორაციისაგან. ვნახოთ, რა ცვლილებებს გამოიწვევს ოპერაცია თითოეული მათგანის ბალანსში.

არასაფინანსო კორპორაციის ბალანსი	
აქტივები	ვალდებულებები
ფასიანი ქაღალდები -100ლ	
ვალუტა +100ლ	
ცენტრალური ბანკის ბალანსი	
აქტივები	ვალდებულებები
ფასიანი ქაღალდები +100ლ	ფული მიმოქცევაში +100ლ

ღია ბაზარზე განხორციელებული ოპერაციის შედეგი: რეზერვები დარჩა უცვლელი, ხოლო მიმოქცევაში არსებული ფულის მთლიანი რაოდენობა გაიზარდა 100ლ-ით.

დასკვნა: ღია ბაზრის ოპერაციების გავლენა რეზერვებზე დამოკიდებულია ფასიანი ქაღალდების გამყიდველი პირის გადაწყვეტილებაზე, მიღებულ ფულად ფონდებს შეინახავს დეპოზიტის, თუ ნაღდი ფულის სახით. თუ ეს უკანასკნელი მიღებულ ფინანსურ რესურსებს შეინახავს ნაღდი ფულის სახით, აღნიშნულს არანაირი გავლენა არ ექნება რეზერვებზე. თუ განათავსებს დეპოზიტზე, მაშინ რეზერვების დონე გაიზრდება. რეზერვებისაგან განსხვავებით, მონეტარულ ბაზაზე ღია ბაზრის ოპერაციები ყოველთვის აისახება. მონეტარული ბაზა ღია ბაზარზე განხორციელებული შესყიდვების შესაბამისად იზრდება, მიუხედავად იმისა, ფასიანი ქაღალდების რეალიზატორი ეკონომიკური აგენტი გაყიდვების შედეგად მიღებულ ფულს დეპოზიტზე ინახავს თუ ნაღდი ფულის სახით. ღია ბაზრის ოპერაციების გავლენა რეზერვებზე გაურკვეველია, მაშინ, როცა მონეტარულ ბაზაზე მისი გავლენა ცალსახა და გარდაუვალია.

ახლა განვიხილოთ საპირისპირო პროცესი, შემთხვევა როცა ცენტრალური ბანკი ყიდვის ნაცვლად თავად ყიდის ობლიგაციებს ღია ბაზარზე. თუ იგი 100ლ-ის ობლიგაციებს გაჰყიდის, იგივე მოცულობით შემცირდება მონეტარული ბაზა.

არასაფინანსო კორპორაციის ბალანსი	
აქტივები	ვალდებულებები
ფასიანი ქაღალდები +100ლ	
ვალუტა -100ლ	
ცენტრალური ბანკის ბალანსი	
აქტივები	ვალდებულებები
ფასიანი ქაღალდები -100ლ	ფული მიმოქცევაში -100ლ

დასკვნა: ღია ბაზრის ოპერაციების გავლენა მონეტარულ ბაზაზე ცხადი და გარდაუვალია, თუმცა იმავეს ვერ ვიტყვით მის გავლენაზე რეზერვებთან მიმართებაში. შესაბამისად, ცენტრალურ ბანკს აქვს უნარი მართოს მონეტარული ბაზა.

### რეფინანსირების სესხები

ცენტრალური ბანკის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს წარმოადგენს რეფინანსირების სესხები. განვიხილოთ, თუ რა გავლენას ახდენს რეფინანსირების სესხები მონეტარულ ბაზაზე. როდესაც ცენტრალური ბანკი 100ლ-ის რეფინანსირების სესხს გასცემს კომერციულ ბანკზე, ვიღებთ შემდეგ სურათს:

კომერციული ბანკის ბალანსი	
აქტივები	ვალდებულებები
ფასიანი ქაღალდები +100ლ	რეფინანსირების სესხი +100ლ
ცენტრალური ბანკის ბალანსი	
აქტივები	ვალდებულებები
რეფინანსირების სესხი +100ლ	რეზერვები +100ლ

ცენტრალური ბანკის მონეტარული ვალდებულებები გაიზარდა 100ლ-ით და შესაბამისად გაიზარდა მონეტარული ბაზა. იმ შემთხვევაში კი როცა კომერციული ბანკი ფარავს რეფინანსირების სესხს გვექნება შემდეგი მოცემულობა:

კომერციული ბანკის ბალანსი	
აქტივები	ვალდებულებები
რეზერვები -100ლ	რეფინანსირების სესხი -100ლ



ცენტრალური ბანკის ბალანსი	
აქტივები	ვალდებულებები
რეფინანსირების სესხი -100ლ	რეზერვები -100ლ

აღნიშნული ოპერაციის შედეგია ცენტრალური ბანკის ვალდებულებებისა და შესაბამისად, მონეტარული ბაზის შემცირება 100ლ-ით. ჩვენ ვნახეთ, რომ ცენტრალური ბანკიდან მომდინარე დაკრედიტების შესაბამისად იცვლება მონეტარული ბაზა.

### მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნები

ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემაში ფულის მხოლოდ ნაწილი „იქმნება“ ცენტრალური ბანკის მიერ. უფრო მეტიც, კომერციულ ბანკს შესაძლებლობა აქვს ცენტრალური ბანკის მიერ „შექმნილი“ ფული რამდენჯერმე „გაზარდოს“. აღნიშნულ პროცესს ფულადი მულტიპლიკატორის ეფექტი ეწოდება და მის არსში უკეთ გასარკვევად დავუშვათ, რომ კომერციული ბანკი არ ინახავს ჭარბ რეზერვებს. თუ მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნა შეადგენს 10%, საბანკო დეპოზიტზე განთავსებული ყოველი 100ლ-დან 10ლ ექვემდებარება სავალდებულო დარეზერვებას ხოლო 90 ლ შეიძლება გაიცეს სესხად. ჩვენი დაშვებით, ბანკი არ ინახავს ჭარბ რეზერვებს ე.ი. იგი სრულად 90ლ გასცემს სესხის სახით. აღნიშნული 90ლ ისევ მოხვდება დეპოზიტზე რომელიმე კომერციულ ბანკში, რომელიც დაარეზერვებს რა 9ლ, 81ლ-ს ისევ გასცემს სესხად. აღნიშნული პროცესი გაგრძელდება მანამ სანამ, საწყის დეპოზიტზე არსებული 100ლ-ის საფუძველზე ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემა არ „შექმნის“  $100ლ / 0.10 = 1000ლ$ . ანუ ცენტრალური ბანკის მიერ „შექმნილი“ 100ლ-ის საფუძველზე კომერციული ბანკების სისტემას შეუძლია შექმნას 1000ლ-ის მოცულობის საკრედიტო ვალდებულება მაშინაც კი, როცა აღნიშნული რაოდენობის ფული ცენტრალურ ბანკს „არ შეუქმნია“. მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნა ცენტრალური ბანკის

ხელთ არსებული კიდევ ერთი ინსტრუმენტია, რომლის საშუალებითაც იგი ერევა ფულის მიწოდების პროცესში.

### **მონეტარული პოლიტიკის მიზნები**

არაუზრუნველყოფილი ქაღალდის ფულის სისტემის თვისობრივ მახასიათებელს წარმოადგენს ინფლაცია. სწორედ ამიტომ, ცენტრალური ბანკის მონეტარული პოლიტიკის უპირველესი მიზანი ფასების სტაბილურობაა. რაც შეეხება სხვა მიზნებს, ისინი სხვადასხვა ქვეყნებში განსხვავებულია, იმის მიხედვით, თუ რა მანდატს ატარებს ცენტრალური ბანკი, როგორც ინსტიტუტი. ინფლაციის მიმართ უარყოფით დამოკიდებულებას აფიქსირებს საზოგადოება, რაც ნებისმიერ მსგავსი ტიპის გამოკითხვაში აშკარად ჩანს. გარდა ამისა, სულ უფრო იზრდება იმ სამეცნიერო კვლევების რაოდენობა, სადაც მაღალ ინფლაციასა და დაბალ ეკონომიკურ ზრდას შორის პირდაპირი კორელაცია დასტურდება. გარდა ჩვენი ქვეყნის გამოცდილებისა, რომელიც დამოუკიდებლობის მოპოვების პირველ წლებში განვიცადეთ, ინფლაციის უარყოფითი შედეგების მაგალითებად გამოდგება, არგენტინა, ბრაზილია, რუსეთი და ვენესუელა. ინფლაცია ასევე ართულებს მომავლის დაგეგმვის პროცესს და პერმანენტულად ამცირებს ფულადი ერთეულის მყიდველობით უნარს.

ფასების სტაბილურობა წარმოადგენს ცენტრალური ბანკის მიერ დეკლარირებულ უპირველეს მიზანს. თუმცა ცენტრალური ბანკის მესვეურები, მონეტარული პოლიტიკის განხილვისას ასევე აღნიშნავენ შემდეგ მიზნებს: დასაქმება, ეკონომიკური ზრდა, ფინანსური ბაზრის სტაბილურობა, საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობა.

### **მონეტარული პოლიტიკა**

მონეტარული პოლიტიკის ერთ-ერთ მიმართულებას წარმოადგენს მონეტარული თარგეთირება. ასეთ შემთხვევაში ეროვნული ბანკი წინასწარ აცხადებს მონეტარული აგრეგატის ან აგრეგატების წლიური ზრდის ტემპის შესახებ და იღებს პასუხისმგებლობას მის მიღწევაზე. მონეტარული თარგეთირების გამოყენება დაიწყო 1970 წლიდან. მეთოდმა განსაკუთრებულ წარმატებას მიაღწია

გერმანიაში. საწყის ეტაპზე ბუნდესბანკის მონეტარული თარგეთინგის ობიექტს წარმოადგენდა ე.წ. ვიწრო ფული, ანუ ცენტრალური ბანკის ფული. 1988 წლიდან კი თარგეთინგის ობიექტს წარმოადგენს M3 მონეტარული აგრეგატი.

ბუნდესბანკი ხშირად სცდებოდა წინასწარ გამოცხადებულ სამიზნე მაჩვენებლებს და ზოგჯერ ეს აცდენა 50%-საც შეადგენდა. თუმცა, საზოგადოებასთან ხშირი და გამჭვირვალე კომუნიკაცია აკომპენსირებდა მოკლევადიან პერიოდში დაფიქსირებულ რყევებს. ეკონომიკური ზრდა და სტაბილური ინფლაცია გრძელვადიან პერიოდში წარმოადგენდა ბუნდესბანკის უპირველეს მიზანს, რომელსაც ხშირად ეწირებოდა სამიზნე მაჩვენებლები მოკლევადიან პერიოდი.

მონეტარული თარგეთირების გერმანულმა გამოცდილებამ შედეგად მოგვცა ორი უმნიშვნელოვანესი დასკვნა: მონეტარული თარგეთირების პროცესს შეუძლია სტაბილური ინფლაციის უზრუნველყოფა გრძელვადიან პერიოდში, თუ მხედველობაში არ მივიღებთ მოკლევადიან პერიოდში სამიზნე მაჩვენებლიდან დაფიქსირებულ აცდენებს. მონეტარული პოლიტიკის მიზნების სიცხადესა და აქტიურ კომუნიკაციას საზოგადოებასთან შეუძლია განაპირობოს მონეტარული პოლიტიკის წარმატება გრძელვადიან პერიოდში.

ქალაქის ფულის სიტემაში ფასების დონე და წარმოების დანახარჯები ცვლად კატეგორიებს წარმოადგენს. მონეტარული პოლიტიკა პირდაპირ გავლენას ახდენს აღნიშულ პარამეტრებზე. მონეტარული თარგეთირება ბიზნესს ეხმარება დაგეგმოს და უფრო მკაფიოდ განსაზღვროს საპროგნოზო მაჩვენებლები.

აღსანიშნავია, რომ მონეტარულ აგრეგატებსა და ინფლაციას შორის ყოველთვის არ ფიქსირდება მჭიდრო ურთიერთკავშირი. რაც უფრო სუსტია ზემოაღნიშნული კორელაცია, მით უფრო დაბალია მონეტარული თარგეთინგის პოზიტიური შედეგები ეკონომიკაზე.

1990 წელს განხორციელებული რეფორმის შედეგად ახალი ზელანდიის ცენტრალური ბანკის ერთადერთ მისიას წარმოადგენს ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა. სწორედ ასე დაიბადა მონეტარული პოლიტიკის კიდევ ერთი

სტრატეგია. რეფორმის შედეგად ცენტრალური ბანკი და ფინანსთა სამინისტრო ვალდებულია შეთანხმდნენ ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელზე და დაასახელონ მისი მიღწევის თარიღი. პირველი ასეთი შეთანხმება ფინანსთა მინისტრსა და ცენტრალური ბანკის მმართველს შორის გაფორმდა 1990 წლის 2 მარტს. ინფლაციის სამიზნე დიაპაზონად გამოცხადდა 3-5%. 1992 წლის შემდეგ ახალი ზეღანდია დაადგა სწრაფი ეკონომიკური ზრდისა (5%) და უმუშევრობის ეტაპობრივი შემცირების გზას.

### საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკა

საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის მთავარ მიზანს წარმოადგენს ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა. საქართველოს ეროვნული ბანკის ძირითადი ამოცანები და ფუნქციები განსაზღვრულია ორგანულ კანონში "საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ". ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი და მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი ინსტრუმენტები მოცემულია "ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის ძირითად მიმართულებებში", რომელიც ყოველწლიურად მუშავდება ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის მიერ და ამტკიცებს საქართველოს პარლამენტი. საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის განხორციელებისას დამოუკიდებელია საკანონმდებლო და აღმასრულებელი ორგანოებისაგან "საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ" საქართველოს ორგანული კანონითა და საქართველოს კონსტიტუციით მინიჭებული უფლებების ფარგლებში.

*ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი.* საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმი არის ინფლაციის თარგეთირება. აღნიშნული რეჟიმი გულისხმობს ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის წინასწარ გამოცხადებას. გრძელვადიან პერიოდში ფასების ცვლილების სასურველ დონედ საქართველოში განიხილება წლიური ინფლაცია 3 პროცენტის ოდენობით. აღსანიშნავია, რომ გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებისთვის დამახასიათებელია ინფლაციის მაღალი დონე, რაც პროდუქტიულობის ზრდის შედარებით მაღალ ტემპებს უკავშირდება. განვითარების არსებულ ეტაპზე, ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი საშუალოვადიან პერიოდში, 2016 წლისათვის 5 პროცენტს, ხოლო 2017 წლისათვის

4 პროცენტს შეადგენს. 2018 წლისათვის საქართველოს ეროვნული ბანკის ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი მის გრძელვადიან დონემდე, 3 პროცენტამდე შემცირდება.

ფასების სტაბილურობის შესანარჩუნებლად საქართველოს ეროვნული ბანკი საოპერაციო ორიენტირად ბანკთაშორის ბაზარზე მოკლევადიან (შვიდ დღემდე) საპროცენტო განაკვეთს იყენებს. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მართვით ეროვნული ბანკი ზეგავლენას ახდენს ბანკთაშორის ბაზარზე მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთზე, რაც გარკვეული პერიოდის შემდეგ აისახება კომერციული ბანკების ჯერ მოკლევადიან, ხოლო შემდგომ გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებზე და საბოლოო ჯამში ქვეყანაში ერთობლივ მოთხოვნაზე.

„საქართველოს ეროვნული ბანკის ძირითადი ინსტრუმენტია ერთკვირიანი რეფინანსირების სესხები, რომლებიც გაიცემა კომერციულ ბანკებზე აუქციონის მეშვეობით. ეროვნული ბანკი აქტიურად იყენებს მონეტარული პოლიტიკის სხვა ისეთი ინსტრუმენტებს, როგორცაა მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნები, ღია ბაზრის ოპერაციები სადეპოზიტო სერტიფიკატებითა და სახაზინო ფასიანი ქაღალდებით და ღია ბაზრის ერთთვიანი ინსტრუმენტი. მუდმივმოქმედი ინსტრუმენტები - ერთდღიანი სესხები და ერთდღიანი დეპოზიტები.“

### ტეილორის წესი

მონეტარული პოლიტიკის განხორციელების ყველაზე აქტიურ ინსტრუმენტს რეფინანსირების სესხებზე საპროცენტო განაკვეთის მართვა წარმოადგენს. მისი გავლენა მონეტარულ ბაზარზე ცხადია, თუმცა უფრო საინტერესოა განვიხილოთ თუ რა მეთოდოლოგიურ საფუძვლებს ემყარება საპროცენტო განაკვეთების განსაზღვრის პროცესი.

ერთ-ერთი ასეთ მეთოდოლოგიური საფუძველი, შეიმუშავა სტენფორდის უნივერსიტეტის პროფესორმა ჯონ ტეილორმა:

რეფინანსირების სესხი (%) = ინფლაცია (%) + რეფინანსირების სესხის დირექტული წონასწორული გარემოში (%) +  $\frac{1}{2}$  (Inflation gap) +  $\frac{1}{2}$  (output gap)

- რეფინანსირების სესხის ღირებულება წონასწორულ გარემოში (%) გულისხმობს ინფლაციის მაჩვენებელს გრძელვადიან პერიოდში, რომელიც თავსებადია სრულ დასაქმებასთან.

- Inflation gap - მიმდინარე ინფლაციის მაჩვენებელს გამოკლებული სამიზნე ინფლაციის მაჩვენებელი

- Output gap - რეალური მშპ-ის პროცენტული გადახრა სრული დასაქმების შესაბამისი რეალური მშპ-ს დონიდან

ტეილორი მიიჩნევდა, რომ რეფინანსირების სესხის ღირებულება წონასწორულ გარემოში შეადგენს 2%-ს. ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის სასურველ დონედ ასევე 2%-ს მიიჩნევდა.

მაგალითად, თუ ინფლაციის დონე იქნება 3%, ხოლო რეალური მშპ 1%-ით მაღალი ვიდრე ინფლაცია სრული დასაქმების დონეზე, ტეილორის წესის თანახმად რეფინანსირების განაკვეთი იქნება  $= 3\% + 2\% + \frac{1}{2}\% + \frac{1}{2}\% = 6\%$ . უხეშად, რომ ვთქვათ, ტეილორის პრინციპის თანახმად, 1%-იანი ცვლილება ინფლაციაში, რეფინანსირების განაკვეთში იწვევს  $\frac{1}{2}\%$ -იან ცვლილებას. თუ ცენტრალური ბანკი არ გაითვალისწინებს აღნიშნულ პრინციპს და ინფლაციის ზრდის პარალელურად არ გაზრდის რეფინანსირების განაკვეთს შედეგად მივიღებთ მონეტარულ არასტაბილურობას და ინფლაციის უფრო მაღალ დონეს.

ტეილორის წესის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან კომპონენტს შეადგენს მშპ. შესაბამისად ტეილორის წესით ხელმძღვანელობისას ცენტრალური ბანკი იძულებულია იზრუნოს არა მხოლოდ ინფლაციაზე, არამედ სტაბილურ ეკონომიკურ ზრდაზე.

დანართი 1.

### **თავისუფალი საბანკო სისტემა**

ცენტრალური ბანკი არ წარმოადგენს საბაზრო ფენომენს, საბანკო სისტემის განვითარების ბუნებრივ შედეგს. ცენტრალური ბანკის შექმნის პროცესი, მისი

ისტორიული სათავეებიდანვე დაკავშირებულია სახელმწიფო ხელისუფლებასთან. საბანკო ბიზნესი, ისევე როგორც სხვა ბიზნეს საქმიანობა დაიბადა სახელმწიფოს ჩარევის გარეშე. თანამედროვე ცენტრალური ბანკების არსებობა ემყარება ორ საფუძველს: ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემას და პერმანენტულ საბიუჯეტო დეფიციტს, რომლის დაფინანსების ერთ-ერთი მთავარი წყაროა კრედიტი. ცენტრალური ბანკის არსებობას არ შეუძლია თავიდან აგვაცილოს საბანკო პანიკები და ფინანსური კრიზისები. ცენტრალური ბანკები არსებობდნენ 1930-იანი წლების დიდი დეპრესიის დროს, 2008 წლის ფინანსური კრიზისის დროს, 2015 წლის საბერძნეთის კრიზისის დროს, როცა მკვეთრად შეიზღუდა მიმდინარე ანგარიშებიდან ფულის გატანის პროცესი და ა.შ.

თუ არსებობს არსებითი და ფუნდამენტური სამართლებრივი პრინციპებიდან გადახრის პრაქტიკა, მისი სრულად შენიღბვა შეუძლებელია. "არაფერია დაფარული, რომ არ გაცხადდეს, და დამალული, რომ არ გამჟღავნდეს" (ლუკა 12:2). როდესაც მოთხოვნამდე დეპოზიტების გაცემა ხდება სესხად, ირღვევა კლასიკური რომაული სამართლის მიერ აღიარებული პრინციპები და გარკვეულ ეკონომიკურ გარემოში ეს დარღვევა ხდება ცხადი. შედეგად ვიღებთ შეზღუდვებს მიმდინარე ანგარიშზე რიცხული ფინანსების განკარგვასთან დაკავშირებით. როდესაც კრედიტის ძირითად წყაროს წარმოადგენს ფულადი მულტიპლიკატორი და არა რეალური დანაზოგები, ასევე ირღვევა ეკონომიკური ზრდის ფუნდამენტური პრინციპი. ზრდის წყარო ხდება არა რეალური დანაზოგები, არამედ „სუფთა ჰაერი“. შედეგად, მიღებული მყიფე ეკონომიკური ზრდის ეკონომიკურ კრიზისში გადაზრდა წარმოადგენს დროის საკითხს.

ბანკირის საქმიანობას მუდამ თან სდევდა ცდუნება განეკარგა, გაესესხებინა მასთან უსაფრთხოებისა და საკლირინგო მიზნებისათვის მიზარებული მიმდინარე დეპოზიტები და ამ ფორმით მიეღო „არალეგალური“, მაგრამ მნიშვნელოვანი შემოსავლები. ადამიანის ბუნება ცდუნებას ვერ უძლებს. რომაულ სამართალზე დაყრდნობით მსგავსი ქმედება იყო დასჯადი და შესაბამისად საქმიანობას არ ჰქონდა ოფიციალური სახე. ისევე, როგორც სხვა ნაკლოვანება და სიმახინჯე, არც

აღნიშული პრაქტიკის ლეგალიზაცია მომხდარა იძულების გარეშე. ცენტრალური ბანკის შემოქმედი არის სახელმწიფო და არა თავისუფალი ბაზარი.

რაც შეეხება ცენტრალურ ბანკს, როგორც მაკონტროლებელს, კაცობრიობის საფინანსო ცხოვრებაში მისი გამოჩენის შემდეგ პერმანენტულად დგას საზედამხედველო ჩარჩოებისა და ინსტრუმენტების დახვეწის აუცილებლობა თუმცა, ამოდ. ფუნდამენტური დარღვევები რომელზეც ზემოთ ვისაუბრეთ, არსებით აზრს უკარგავს საზედამხედველო პოლიტიკის დახვეწის ყოველგვარ მცდელობას.

სრული დარეზერვების სისტემაში, სადაც მოთხოვნამდე დეპოზიტები წარმოადგენს უსაფრთხოებისა და მოსახერხებელი ანგარიშსწორების მიზნით ერთი პირის მიერ მეორე პირისათვის (ბანკისათვის) ფულის მიბარების შეთანხმებას, რომელშიც ეს უკანასკნელი სამართლიანად ითხოვს გარკვეულ გასამრჯელოს, ცენტრალური ბანკის, როგორც მონეტარული ინსტიტუტის აუცილებლობა საერთოდ არ არსებობს. ზედამხედველობისა და კონტროლის უმთავრეს საგანს, ისევე როგორც სხვა ეკონომიკური გარიგებების შემთხვევაში აქაც წარმოადგენს კონტრაქტორების მხრიდან სახელშეკრულებო ვალდებულებების კეთილსინდისიერად შესრულება, რაც სასამართლო სისტემის კომპეტენციაა.

საბანკო ბიზნესი წარმოადგენს ბიზნესის ერთერთ სახეობას, რომელიც არ საჭიროებს ცენტრალიზებული მართვის მიდგომას. სახელშეკრულებო ურთიერთობების კეთილსინდისიერი შესრულება და კონკურენცია არის მისი არსებობისა და განვითარების მთავარი წყარო.

ფულის მიწოდება და მონეტარული ბაზის კონტროლი ასევე არ განაპირობებს ცენტრალური ბანკის, როგორც მონეტარული ინსტიტუტის არსებობის აუცილებლობას. არაუზრუნველყოფილი ქაღალდის ფული, ისევე როგორც ცენტრალური ბანკი არასაბაზრო ფენომენებია. შესაბამისად, ერთის დაშვებამ გამოიწვია მეორეს არსებობის აუცილებლობა. ფულის ევოლუციის არცერთ ეტაპზე ბაზარს არ შეუქმნია არაუზრუნველყოფილი ქაღალდის ფული. ფულის არსობრივი ევოლუციის უკანასკნელ ეტაპს წარმოადგენდა ოქროს



სტანდარტი. ოქროს ფულადი სისტემა კუმულაციური ევოლუციის გზით შვათავისუფალმა ბაზარმა და შესაბამისად, იგი თავისუფალია არსებითი ნაკლოვანებებისაგან.

როგორც ლუდვიგ ფონ მიზესმა აღნიშნა, ოქროს სტანდარტი თავად წარმოადგენს არსებით საზოგადოებრივ ინსტიტუტს. ოქროს ფულადი სისტემის პირობებში, მისი საქონლური ბუნება თავად არეგულირებს ფულის მიწოდების პროცესს იმის მიხედვით თუ სად უფრო მეტია მასზე მოთხოვნა: სავალუტო თუ სასაქონლო ბაზრებზე.

### **კითხვები:**

- როგორია ფედერალური სარეზერვო სისტემის სტრუქტურა ?
- როგორია ფედერალური სარეზერვო სისტემის მართვის მექანიზმი ?
- როგორ ხორციელდება ფულის მიწოდების პროცესი ?
- რაში მდგომარეობს მონეტარული პოლიტიკის არსი ?
- რა არის ტეილორის წესის ფუნდამენტური პრინციპი ?

### **რეკომენდირებული ლიტერატურა:**

- Christopher Lingle - Central banks' failed policies 03/10/2016
- David Saied – Panama Has No Central Bank, 04/26/2007 Murry Rothbard – “The Case Against The Fed”, Ludwig von Mises Institute, 1994
- Pierre Vilar - A History of Gold and Money, 1450–1920, Judith White, trans. (London: NLB, 1976)
- The Economist - A central-bank failure of epic proportions 01/06/2016

## 5. ბიზნესის ციკლის თეორია

### შინაარსი

- კეინსი და ბიზნესის ციკლის თეორია
- მარქსი და თანამედროვე ლიბერალები
- არსებითი კითხვები და ძირითადი შეცდომები
- რიკარდო და იუმი ბიზნესის ციკლის შესახებ
- ბიზნესის ციკლის ავსტრიული თეორია
- დანართი 1 – „დიდი დეპრესია“
- დანართი 2 – „2008 წლის ფინანსური კრიზისი“

*Ludwig von*  
**MISES**



## კეინსი და ბიზნესის ციკლის თეორია

1929 წელს დაწყებული ტიპიური ფინანსური პანიკა ერთმნიშვნელოვნად იყო თანამედროვე მსოფლიოს ყველაზე დიდი ეკონომიკური კატასტროფა. პრობლემის შედეგებიდან გამომდინარე, ეკონომისტები და პოლიტიკოსები ერთხმად აღნიშნავდნენ, რომ უნდა აღეკვეთათ მსგავსი პროცესების განვითარება მომავალში. თუმცა, 1937-1938 წლებში კვლავ განმეორდა ეკონომიკური დაღმავლობა, რომელსაც უკვე ეწოდა „რეცესია“ და არა „დეპრესია“.

2008 წელს განვითარებული საფინანსო კრიზისის შედეგად კვლავ განვითარდა ეკონომიკური დაღმავლობა და სტაგნაცია. ფედერალური სარეზერვო სისტემისა და სხვა დომინანტი ცენტრალური ბანკების მიერ ადაპტირებული მონეტარული შერბილების პროგრამების ფარგლებში საფინანსო სისტემის ლიკვიდურობის „გადარჩენა“ მოხერხდა, თუმცა რთულია რაოდენობრივი ხასიათის პროგნოზირება თუ რა შედეგებს მოიტანს 2008 წელს დაწყებული ექსპერიმენტული მონეტარული პოლიტიკის ფარგლებში ფედერალური სარეზერვო სისტემის ბალანსის გაოთხმაგება.

თანამედროვე ეკონომისტების უმრავლესობა ბიზნესის ციკლს კეინსიანური თვალთახედვით აღიქვამს, რომელიც, თავის მხრივ, ემყარება 1936 წელს კეინსის მიერ გამოქვეყნებულ ნაშრომს „დასაქმების, სარგებლისა და ფულის ზოგადი თეორია“. ავტორის მიმართება ბიზნესის ციკლთან არის მეტად მარტივი: თუ არსებობს ინფლაცია, მაშინ არსებობს საფუძველი ვივარაუდოთ, რომ საზოგადოების მოუწევს „ჭარბი დანახარჯების“ გაღება. პრობლემის გადაწყვეტად კი გვთავაზობს გადასახადების ზრდას, რათა სახელმწიფომ შეზღუდოს „ზედმეტი ხარჯვის“ შესაძლებლობა. თუ სახეზე გვაქვს რეცესია, მის მთავარ მიზეზად კეინსი ასახელებს საზოგადოების არასაკმარის დანახარჯებს. შესაბამისად, იგი გთავაზობს აღნიშნული ჩამორჩენა დანახარჯებში სახელმწიფომ შეავსოს საკუთარი ხარჯების შესაბამისი დონის ზრდით.

სწორედ კეინსი და მისი შეხედულებები წარმოადგენს მასმედიასა და საზოგადოებაში გავრცელებული მოსაზრების წყაროს, რომ სახელმწიფო

ხარჯების ზრდა კარგია ბიზნესისთვის, ხოლო საბიუჯეტო ხარჯების შეკვეცა - ცუდი. აქედან იღებს სათავეს მოსაზრება, რომ სახელმწიფო ჩარევისა და რეგულირების გარეშე არსებული თავისუფალი საბაზრო ეკონომიკა საფრთხის შემცველია საზოგადოების კეთილდღეობისათვის. მიუხედავად ამ უკანასკნელი შეხედულების სოციალისტური ბუნებისა, თანამედროვე საზოგადოებაში იგი მიღებულია, როგორც მოწინავე იდეა.

ობიექტური თვალსაზრისით, ბიზნესის ციკლის არსთან დაკავშირებულ ძირითად კითხვებს შემდეგი სახე აქვთ:

- რა იწვევს ბიზნესის ციკლს?
- არის ბიზნესის ციკლი თავისუფალი ბაზრის ბუნებრივი თვისება, რომელსაც ცენტრალიზებული მართვა და რეგულირება ესაჭიროება?
- აქვს თუ არა ეკონომიკურ ბუმსა და დაცემას ლოგიკური ახსნა და საფუძვლები?

### **მარქსი და თანამედროვე ლიბერალები**

თანამედროვე მასმედიასა და საზოგადოებაში გავრცელებული მოსაზრება ბიზნესის ციკლთან დაკავშირებით სათავეს კარლ მარქსისგან (1818-1883წწ) იღებს. მარქსი ამბობდა, რომ ინდუსტრიულ რევოლუციამდე, კერძოდ კი მეცხრამეტე საუკუნის მეორე ნახევრამდე, ეკონომიკურ ბუმსა და დეპრესიას რეგულარული ხასიათი არ ჰქონდა. ეკონომიკურ კრიზისებს არაეკონომიკურ და ხშირ შემთხვევაში საომარ მოქმედებებთან დაკავშირებული ფაქტორები განაპირობებდნენ. მარქსი მიიჩნევდა, რომ რადგან ბიზნესის ციკლური განვითარების, დასაწყისი თანხვედრაშია თანამედროვე ინდუსტრიულ განვითარებასთან ე.ი. მისი გამომწვევი თავად კაპიტალიზმია.

მიუხედავად იმისა, რომ თანამედროვე ეკონომიკური სკოლების უმეტესობა საკუთარ თავს არ მიაკუთვნებს სოციალისტებს, პირდაპირ თუ ირიბად ისინი იზიარებენ მარქსის ამ მოსაზრებას. რაოდენ გასაოცარიც უნდა იყოს, თავისუფალი და ლიბერალური ეკონომიკის ეს მიმდევრები ეთანხმებიან, რომ ეკონომიკური კრიზისების გამომწვევი თავად თავისუფალი ბაზარია და ეს თვისება ღრმად დევს

მის ბუნებაში. მარქსს მიაჩნდა, რომ პერიოდული დეპრესიები სულ უფრო მძიმე ხასიათს მიიღებდნენ მანამ, სანამ მასები არ აღუდგებოდნენ და დაანგრევდნენ არსებულ სისტემას. თანამედროვე ეკონომიკური სკოლების უმეტესობას კი მიაჩნია, რომ თავისუფალი ბაზრის ეს ნაკლოვანება ექვემდებარება სახელმწიფო რეგულირებას და მარქსის მსგავსად ისინიც აქცენტს მასიურ სახელმწიფო ინტერვენციებზე აკეთებენ.

### **არსებითი კითხვები და ძირითადი შეცდომები**

შეფასებაში, რომელიც თავისუფალ ბაზარს მიიჩნევს კრიზისების გამომწვევ მიზეზად, არის რიგი ხარვეზები, რომელთა უგულვებელყოფაც ზემოაღნიშნულ შეფასებას მეცნიერული მოსაზრებიდან კერძო მოსაზრებამდე დაიყვანს. ზოგადი ეკონომიკური თეორია გვასწავლის, რომ მოთხოვნა და მიწოდება (ისევე როგორც პროდუქციისა და წარმოების ფაქტორების ფასები) თავისუფალი ბაზრის პირობებში მისწრაფვიან გარკვეული წონასწორობისაკენ. თავისუფალი ეკონომიკის მუშაობის ეს ფუნდამენტური პროცესი არ გულისხმობს ბიზნესის ციკლური განვითარების რეგულარულ ხასიათს. რიგმა ეკონომიკურმა სკოლებმა აღნიშნული პრობლემის გადასაჭრელად, ბაზრისა და ფასების თეორია განავითარეს ბიზნესის ციკლის თეორიისგან დამოუკიდებლად ისე, რომ არც ერთ ეტაპზე არ მომხდარიყო ამ თეორიების ინტეგრირება ერთმანეთთან. დაივიწყეს, რომ არსებობს ერთი ეკონომიკა და ერთი (ინტეგრირებული) ეკონომიკური თეორია.

ეკონომისტთა ნაწილისათვის ასევე შეუმჩნეველი რჩება ბიზნესის სუბიექტთა არაორდინალური ქცევა კრიზისისა და დეპრესიის პერიოდში. ბიზნესმენის უმთავრეს მიზანს წარმოადგენს სწორად განჭვრიტოს მომავალი, შეაფასოს მიმდინარე და მომავალი ხარჯები და შემოსავლები, გამოთვალოს ინვესტიციიდან მისაღები მოგება. მისი მიზანია კონკურენტებზე უკეთ მოახერხოს ზემოაღნიშნული გათვლებისა და შეფასებების გაკეთება. მისი გათვლების სიზუსტე პირდაპირპროპორციულ კავშირშია მის მიერ მისაღებ მოგებასთან. არაზუსტი პროგნოზები და გადაჭარბებული შეფასება მის ბიზნესზე

მოსალოდნელ მოთხოვნასთან დაკავშირებით, გამოიწვევს ფინანსურ დანაკარგებს და მის გასვლას ბიზნესიდან.

საბაზრო ეკონომიკა მოგებისა და ზარალის ეკონომიკაა, სადაც ბიზნესმენის უნარები და შესაძლებლობები პირდაპირ კავშირშია მოგებასა და ზარალთან. უფრო მეტიც, საბაზრო ეკონომიკის ბუნებაში დევს ბუნებრივი შერჩევის მექანიზმი, რომელიც ეფექტიან ბიზნესს აძლევს განვითარების საშუალებას, ხოლო არაეფექტიანს ატოვებინებს უსამართლოდ მითვისებულ ადგილს.

ბუნებრივი შერჩევის მექანიზმი თავისუფალი ბაზრის არსებითი ნაწილია, რომელიც ეხმარება მას განთავისუფლდეს არაეფექტიანი ბიზნესისაგან. ამიტომ მოსალოდნელია, რომ ასეთ გარემოში (თავისუფალი ბაზრის პირობებში) ზარალზე მომუშავე კომპანიების რაოდენობა მინიმალური იქნება.

მთავარი კითხვა შემდეგში მდგომარეობს: როგორ ხდება, რომ ზემოაღნიშნული მსჯელობის გათვალისწინებით, რეცესიისა და დეპრესიის დაწყებისთანავე ბიზნეს ოპერატორთა ზარალიანობა მასიურ ხასიათს ატარებს? არსებითად ეს არის საკვანძო საკითხი ბიზნესის ციკლის მიზეზების ასახსნელად. კეინსის განმარტება სამომხმარებლო ხარჯების შემცირებასთან დაკავშირებით არასაკმარისია, რადგან დამატებით განმარტებას საჭიროებს ბიზნეს სუბიექტთა ჩავარდნის მიზეზები. როგორ მოხდა, რომ ბიზნეს ოპერატორები, რომელთაც წარმატებით გაიარეს „ბუნებრივი შერჩევის“ პროცესი, ვერ პროგნოზირებენ სამომხმარებლო მოთხოვნაში მოსალოდნელ ვარდნას. რამ გამოიწვია მათი პროგნოზების მასიური აცდენა ?

ეკონომიკური დეპრესიის თეორიამ უნდა ახსნას ის მიზეზები, რომელიც ეკონომიკური კრიზისის მომენტში მყისიერად გამოვლენილ შეცდომებს დაედო საფუძვლად. ბიზნესის ციკლის თეორიამ ასევე უნდა ახსნას, თუ რატომ არის დეპრესიის შედეგები უფრო ინტენსიური კაპიტალის ბაზარზე და არა სხვა ბაზრებზე.

## რიკარდო და იუმი ბიზნესის ციკლის შესახებ

ბიზნესის ციკლის სრული თეორია სათავეს იღებს მეთვრამეტე საუკუნის შოტლანდიიდან. კერძოდ კი დევიდ იუმისგან (1711-1776წწ), რომელიც იყო დავიდ რიკარდოს იდეების გამგრძელებელი და კლასიკური ეკონომიკური სკოლის ერთ-ერთი თვალსაჩინო წარმომადგენელი. იუმმა შენიშნა, რომ ინდუსტრიული რევოლუციის პარალელურად გაჩნდა საბანკო სისტემა, რომელსაც გააჩნდა ფულის მიწოდებისა და საკრედიტო ექსპანსიის უნარი (იგულისხმება ნაწილობრივი დარეზერვების სისტემის ექსპანსიური ბუნება). სწორედ კომერციული ბანკების სისტემას მიაქცია განსაკუთრებული ყურადღება იუმმა და შეისწავლა მათი როლი ბიზნესის ციკლის განვითარებაში.

ბიზნესის ციკლის რიკარდოსეული ანალიზი გულისხმობდა შემდეგს: ფული არის თავისუფალი ბაზრის მიერ არჩეული საქონელი, კერძოდ კი ოქრო და ვერცხლი. რადგანა ფული საქონელია, ფულადი ბაზარი იმუშავებს იმავე პრინციპით, როგორც სხვა სასაქონლო ბაზრები. მოთხოვნა და მიწოდება შექმნიან ყოველი მოცემულობის შესაბამის წონასწორობებს. შესაბამისად, არ იარსებებს ე.წ. Boom-Bust ტიპის ბიზნესის ციკლი. თუმცა ექსპანსიური საბანკო კრედიტის, როგორც ფაქტორის შემოსავალ აღნიშნულ გარემოში წარმოადგენს საკვანძო და დესტრუქციულ ელემენტს წონასწორული ეკონომიკისთვის. მაგალითად, წარმოვიდგინოთ ოქროს სტანდარტის სიტემა. თუ ბანკს გააჩნია 1000 უნცია ოქროს ფული, ხოლო გამოსწერს 2500 უნცია ოქროს ჩეკს, ცხადია მან 1500 უნციით მეტ ჩეკი გამოწერა, ვიდრე შეეძლო გაენაღდებინა. მაგრამ, სანამ ბანკის აღნიშნული ქმედება გაუხმაურებელი რჩება, მის მიერ გამოშვებული ჩეკები მიმოქცევაში გამოიყენება, როგორც ოქროთი უზრუნველყოფილი ფული. შედეგად კი, ბანკმა 1500 უნცია ოქროთი გაზარდა მიმოქცევაში არსებული ფულის მასა.

ამ სახით ბანკს შეუძლია გააგრძელოს საკრედიტო ექსპანსია, რომელიც პირდაპირპროპორციულად აისახება მის მოგებაზე. რადგან გაზარდა ფულის მასა, შესაბამისი ცვლილება მოხდა ფასებში და გაიზარდა ფასების დონე, ანუ მივიღეთ ინფლაცია და ბუმი. შემოსავლების ზრდასთან ერთად მოქალაქეები იწყებენ შესყიდვების გაფართოებას საზღვარგარეთის ბაზრებზე. ფასების ზრდასთან

ერთად მოცემული ქვეყნის პროდუქცია კარგავს კონკურენტუნარიანობას სხვა ქვეყნის მიერ წარმოებულ ანალოგიურ პროდუქციასთან მიმართებით, რაც იწვევს სავაჭრო დისბალანსის ზრდას. იაფი ფასების გამო, მოცემული ქვეყნის მოქალაქეები სულ უფრო მეტს ყიდულობენ საზღვარგარეთის ბაზრებზე, ვიდრე ქვეყნის შიგნით. სვაჭრო დეფიციტის შედეგად მოცემული ქვეყნიდან პერმანენტულად გაედინება ფულადი რესურსები სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში. აღსანიშნავია, რომ ქვეყნიდან ფული არა საბანკო ჩეკების, არამედ ოქროს სახით დაიწყებს გადინებას. შედეგად სულ უფრო მეტად დაირღვევა საბანკო ჩეკებისა და ოქროს მარაგებს შორის არსებული თანაფარდობა, რაც საბოლოო ჯამში საბანკო ჩეკების განადღების პრობლემით დასრულდება და გამოიწვევს საბანკო პანიკას, რაც უცილობლად გადაიზრდება ეკონომიკურ ვარდნაში.

ხაზგასმით უნდა აღინიშნოს, რომ ზემოაღნიშნული ტიპის საკრედიტო ექსპანსიას უცილობლად მოჰყვება ეკონომიკური ვარდნა და დეპრესია. ინფლაციის შეუქცევადი პროცესი იწვევს ეკონომიკური ვარდნის გარდაუვალობას. ჩვენ შეგვიძლია მარტივად ვაჩვენოთ, რომ დეპრესია არის ინსტრუმენტი, რომლის საშუალებითაც ბაზარი ებრძვის მონეტარულ ინფლაციას და ეკონომიკას აბრუნებს მდგრად საფუძვლებზე.

გავაგრძელოთ წინა აბზაცში დაწყებული მსჯელობა. პირველ ეტაპზე, საბანკო სექტორში განვითარებული პროცესები გამოიწვევს ფულის მიწოდების შემცირებას ეკონომიკაში, რაც პირდაპირ აისახება ფასებისა და შემოსავლების შემცირებაში. წარმოების ფაქტორების გაიაფება და შემოსავლების შემცირება გამოიწვევს ფასების დაწევას. შესაბამისად, წარმოებული პროდუქცია გახდება კონკურენტუნარიანი სახელწიფოს სავაჭრო პარტნიორების პროდუქციასთან მიმართებით და ეტაპობრივად შემცირდება არსებული სავაჭრო დისბალანსი. გაიზრდება ოქროს შემოდინება ქვეყანაში და ნაცვლად არაუზრუნველყოფილი საბანკო ჩეკებისა ეკონომიკა დაუბრუნდება მდგრადი განვითარების საფუძვლებს.

ზემოაღნიშნული მსჯელობიდან გამომდინარე, ისმის ლოგიკური კითხვა: რატომ ხდება ახალი ციკლის განვითარება? პასუხი მარტივია: როგორც კი საბანკო სექტორი შეივსებს ოქროს რეზერვებს და დაუბრუნდება ლიკვიდურ



მდგომარეობას, იწყება საკრედიტო ექსპანსიის პროცესი, რომელიც ადრე თუ გვიან სრულდება კარგად ნაცნობი, თუმცა უსიამოვნო სურათით.

თუ საბანკო სექტორი იწვევს ბიზნესის ციკლს, მაშინ თავისუფალი ბაზრის ეს სეგმენტი და მისი წყალობით თავად ბაზარი გამოდის ბიზნესის ციკლის მიზეზი. რა თქმა უნდა, მსჯელობა არასრულყოფილია. თუ საბანკო სექტორს არ ექნება საკრედიტო ექსპანსიის ლეგიტიმური უფლება და აღნიშნულ ქმედებას ექნება ინდივიდუალური სახე, საბაზრო ეკონომიკის ბუნებრივი შერჩევის პროცესი მსგავსი ტიპის საბანკო ინსტიტუტებს, მათი არალიკვიდურობის გამო არ უტოვებს ბიზნესში ყოფნის პერსპექტივებს.

აღნიშნულ მსჯელობასა და თავისუფალი ბაზრის მუშაობის პროცესში არსებით ცვლილებებს იწვევს ცენტრალური ბანკის არსებობა. სახელმწიფოსგან მინიჭებული უფლების საფუძველზე მის მიერ გამოშვებული ბანკნოტები აღიარებულია, როგორც გადახდის კანონიერი საშუალება, რითაც საკრედიტო ექსპანსიის პროცესი შესაძლებელი ხდება გრძელვადიან პერიოდში მთელი საბანკო სექტორის მასშტაბით. რადგან ცენტრალური ბანკის ბანკნოტებმა შეცვალეს ოქრო, საბანკო სექტორს მნიშვნელოვნად გაეზარდა საკრედიტო ექსპანსიის მასშტაბები. ოქროსგან განსხვავებით, ქაღალდის ბანკნოტების რაოდენობას არ გააჩნია ბუნებრივი საზღვრები.

ზემოაღნიშნული მოცემულობა ნათლად გვაჩვენებს, რომ საბანკო სექტორი არ არის თავისუფალი ბაზრის პრინციპებით მომუშავე სისტემა და ამ სახით იგი მნიშვნელოვნად განსხვავდება თავისუფალი ბაზრის სხვა სექტორებისაგან. უფრო მეტიც, ცენტრალური ბანკის არსებობით იგი პერმანენტულად იმყოფება ინტერვენციების ქვეშ. შესაბამისად, თავისუფალი ბაზრის პრინციპები და ბუნებრივი შერჩევის მექანიზმი ვერ ახერხებს სრულყოფილად მუშაობას, სისტემის სტაბილურობის მართვას. თუმცა, რიკარდოს თეორია არ იძლევა პასუხს, თუ რატომ ახდენს არსებითად განსხვავებული მასშტაბების გავლენას ბიზნესის ციკლი კაპიტალისა და სამომხმარებლო პროდუქტების ბაზრებზე.

## ბიზნესის ციკლის ავსტრიული თეორია

ბიზნესის ციკლის სრულყოფილი თეორია განავითარა ავსტრიული სკოლის ერთერთმა ფუძემდებელმა ლუდვიგ ფონ მიზესმა (1881-1973წწ). მისი ბიზნესის ციკლის თეორია წარმოდგენილია 1912 წელს გამოქვეყნებულ ნაშრომში „ფულისა და კრედიტის თეორია“. მიზესის შეხედულებები გავრცელება ინგლისურენოვან სამყაროში დაკავშირებულია მის მოსწავლესთან, ფრიდრიხ ფონ ჰაიეკთან (1899-1992 წწ), რომელიც 1930 წელს ვენის უნივერსიტეტიდან ლონდონის ეკონომიკურ სკოლაში გადავიდა და მიზესის შეხედულებებზე დაყრდნობით შექმნა ორი ფუნდამენტური ნაშრომი: „ფულის თეორია და ვაჭრობის ციკლი“; „ფასები და წარმოება“.

რადგან მიზესის და ჰაიეკი ავსტრიული წარმოშობისა და ავსტრიელი ეკონომისტების ტრადიციების გამგრძელებლები იყვნენ, მათ მიერ განვითარებულ ბიზნესის ციკლის თეორიას ეწოდა „ავსტრიული“.

საბანკო კრედიტის ექსპანსიის გარეშე, მოთხოვნასა და მიწოდებას შორის წონასწორობას თავისუფალი ფასწარმოქმნის სისტემა უზრუნველყოფს. არარეგულირებად თავისუფალ ბაზარზე საკრედიტო პროდუქტების ფასი ყალიბდება „დროითი უპირატესობის“ საფუძველზე. არსებითაც კი საუბარია დღევანდელი პროდუქტის (ფულის) გაცვლაზე მომავალში მისაღებ პროდუქტზე. თავისუფალი ბაზრის პირობებში „დღევანდელი კვერცხი“ უპირობოდ უპირატესია, ვიდრე „ხვალინდელ კვერცხი“. სწორედ ეს „უპირატესობა“ აყალიბებს სარგებლის განაკვეთს და მისი დონე დამოკიდებულია რამდენად დიდია ან მცირე ბაზრის მონაწილეთათვის ეს „უპირატესობა“.

დროითი უპირატესობა ასევე განსაზღვრავს ინვესტიციებისა და დანაზოგების მოცულობას. თუ დროითი უპირატესობა მცირდება, ადამიანები მოიხმარენ ნაკლებს, ზოგავენ და ინვესტიციებში მეტს აბანდებენ. ამავდროულად, იგივე მიზეზის გამო, სარგებლის განაკვეთი სესხებზე ეცემა, რადგან როგორც უკვე აღვნიშნეთ, შემცირდა დროსთან დაკავშირებული „უპირატესობა“. ეკონომიკური ზრდა სწორედ ამ „უპირატესობის“ შედეგია.

ახლა კი განვიხილოთ, რა ხდება, როცა საპროცენტო განაკვეთების შემცირების მიზეზი არის არა დაბალი დროითი უპირატესობა და მაღალი დანაზოგები, არამედ ცენტრალური ბანკის მიერ მონეტარული პოლიტიკის შერბილება? რა ხდება მაშინ, როცა საპროცენტო განაკვეთის შემცირებას იწვევს არაბუნებრივი, ხელოვნური გარემოებები? პასუხი მარტივია. საპროცენტო განაკვეთების არაბუნებრივი, ხელოვნური შემცირება იწვევს პრობლემებს. როცა საპროცენტო განაკვეთები სესხებზე მცირდება, ბიზნესი, ბუნებრივია, ზრდის ინვესტიციებს. განსაკუთრებით უნდა აღინიშნოს, რომ ინვესტიციების ნაწილი მიდის ისეთი პროექტების დაფინანსებაზე, რომლებიც საპროცენტო განაკვეთების შემცირების შედეგად გახდნენ სიცოცხლისუნარიანი, მომგებიანი. ბიზნესის რეაქცია არის იგივე რაც იქნებოდა დანაზოგების ზრდის შედეგად გამოწვეული საპროცენტო განაკვეთების ბუნებრივად შემცირების შემთხვევაში.

ბიზნესი ითვისებს იაფ საკრედიტო რესურსებს და მათი ინვესტირების გზით ზრდის მოთხოვნას წარმოების საშუალებებზე. იზრდება იჯარის ღირებულება, ხელფასი და ა.შ. ბიზნესის მსგავსი ქმედების გამომწვევი კი არის არა რეალური დანაზოგები არამედ ხელოვნურად გაიაფებული ფული. თუმცა ბიზნესი მას იღებს, როგორც ბუნებრივ საბაზრო იმპულსს და იქცევა სწორედ ამ მოცემულობის შესაბამისად.

პრობლემა იწყება, მაშინ როცა დაქირავებული და მეიჯარე იწყებს გაზრდილი შემოსავლების ხარჯვას. რადგან საპროცენტო განაკვეთების შემცირების მიზეზი არ არის დროითი უპირატესობის შემცირება, ადამიანებს არ სურთ შეამცირონ დანახარჯები და დაზოგონ მეტი, როგორც ეს დროითი უპირატესობის შემცირების შემთხვევაში ხდება. ეს ნიშნავს, რომ ისინი ნაცვლად დანაზოგებისა, რაც ინვესტიციების სახით შექმნიდა დამატებით მოთხოვნას წარმოების საშუალებებზე, ხარჯებს მიმართავენ სამომხმარებლო პროდუქციის ბაზარზე, რაც აისახება წარმოების საშუალებების ინდუსტრიაზე. აღმოჩნდება, რომ ბიზნესმა ზედმეტი ინვესტიციები გააკეთა წარმოებების საშუალებების სექტორში და ნაკლები - სამომხმარებლო პროდუქციის სექტორში. ხელოვნურად შემცირებულმა საპროცენტო განაკვეთებმა ბიზნესი შეცდომაში შეიყვანა და

ავიქრებიან, რომ რეალურად არსებულზე დიდი იყო დანაზოგების საერთო მოცულობა.

ინფლაციური ბუმს მიყვართ ფასწარმოქმნისა და წარმოების სისტემის დაზიანებასთან. როცა, წარმოების საშუალებებზე წარმოქმნილ ჭარბ მოთხოვნას, რეალური დანაზოგების ნაცვლად საფუძვლად უდევს მონეტარული ინტერვენციები და საკრედიტო ექსპანსია, ეკონომიკური დაცემა არის ბაზრის პასუხი მის სისტემაში მონეტარული ინტერვენციების სახით შემოჭრილ „უცხო სხეულზე“. ბაზარი ამ სახით ცდილობს ეკონომიკა დააბრუნოს ბუნებრივ ფაქტორებზე დაფუძნებულ წონასწორობაში. დეპრესია არის მტკივნეული, მაგრამ აუცილებელი პროცესი, რათა ეკონომიკა განთავისუფლდეს არაეფექტიანობისაგან, რომელიც თავის მხრივ, ხელოვნურმა ფაქტორებმა განაპირობეს. რეალური საფუძვლის გარეშე გაზრდილი ფასი წარმოების საშუალებებზე უნდა დაუბრუნდეს ბუნებრივ, წონასწორულ დონეს.

რამდენ ხანს შეიძლება გაგრძელდეს არაბუნებრივი ფაქტორებით, საკრედიტო ექსპანსიის ხარჯზე შექმნილი ეკონომიკური ზრდა? ხელოვნურად გაიაფებული საკრედიტო რესურსების ხარჯზე მიღწეული ეკონომიკური ზრდის ხანგრძლივობა პირდაპირ კავშირშია ხელოვნური საპროცენტო განაკვეთების ხანგრძლივობასთან. თუ საპროცენტო განაკვეთის დაწევას ერთჯერადი ხასიათ ექნებოდა, მაშინ ხელოვნური ეკონომიკური ზრდა იქნება ძალიან მოკლევადიანი, მაგრამ რეალურად საპროცენტო განაკვეთების საბაზროზე დაბალ დონეზე დაწევას არ აქვს ერთჯერადი და მოკლევადიანი ხასიათი. თუმცა, მიუხედავად მონეტარული ინტერვენციების განგრძობადი ხასიათისა, მისი ხელოვნური ბუნებიდან გამომდინარე, მისი პერმანენტული არსებობა შეუძლებელია. გარკვეული დროის შემდეგ, აშკარად შესამჩნევი ინფლაცია, დაბალი ლიკვიდურობა და სხვა მსგავსი ფაქტორები ხელს უშლის პროცესის პერმანენტულ რეჟიმში გაგრძელებას. შესაბამისად, ადრე თუ გვიან, საკრედიტო ექსპანსიის ეს პროცესი წყდება, ბაზარი იწყებს გაჯანსაღებას. მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები მისწრაფვიან საბაზრო წონასწორობისაკენ.

მიზნის მიერ განვითარებულ ბიზნესის ციკლის თეორიაში, კრიტიკის მთავარ ობიექტს ცენტრალური ბანკი და მონეტარული ინტერვენციები წარმოადგენს. იგი ასევე განსაზღვრავს სახელმწიფოს როლს დეპრესიის პერიოდში. მიზნის აზრით, უპირველეს ყოვლისა, სახელმწიფომ უნდა შეაჩეროს ინფლაცია. მიუხედავად იმისა, რომ საწყის ეტაპზე იგი აუცილებლად გამოიწვევს დეპრესიის დამძიმებას. თუმცა, რაც უფრო დააყოვნებს ხელისუფლება ამ პროცესს, მით უფრო ხანგრძლივი იქნება დეპრესია. რაც უფრო მალე მოხდება ინფლაციის შეჩერება, მით უფრო სწრაფად დაუბრუნდება ეკონომიკა მდგრად საბაზრო კონდიციებს და განვითარებას. მიზნი ასევე მიიჩნევს, რომ სახელმწიფო არ უნდა ეცადოს არაეფექტიანი ბიზნესის გადარჩენას სუბსიდიებისა და სხვა მსგავსი ინსტრუმენტების ხარჯზე, რადგან გაახანგრძლივებს დეპრესიისა და რეცესიის პროცესს. რაც მთავარია, სახელმწიფომ უნდა შეწყვიტოს მონეტარული ინტერვენციები და ჩარევა საბაზრო წონასწორობაში. „ეკონომიკური ზრდის“ დასაჩქარებლად სახელმწიფომ არ უნდა ასტიმულიროს მოხმარება და არ უნდა გაზარდოს საბიუჯეტო ხარჯები, რადგან იგი კიდევ უფრო გაზრდის თანაფარდობას „მოხმარება/ინვესტიციები“. პირიქით, საბიუჯეტო ხარჯების შემცირება გააუმჯობესებს აღნიშნულ თანაფარდობას. ეკონომიკას ზრდისა და განვითარებისათვის სჭირდება არა ხელოვნურად გაზრდილი მოხმარება, არამედ რეალური დანაზოგები.

ამრიგად, მიზნის აზრით სახელმწიფო, არც დეპრესიის ეტაპზე არ უნდა ჩაერიოს ეკონომიკაში. პირიქით, დეპრესიის ხანგრძლივობის შემცირების მიზნით მან თავად უნდა შეიკრას ხელები და ეკონომიკას მისცეს საშუალება დაუბრუნდეს ბუნებრივ საბაზრო კონდიციებს. დეპრესიის პროცესში ნებისმიერი ჩარევა სახელმწიფოს მხრიდან გამოიწვევს საბაზრო მექანიზმის შეყოვნებას, ეკონომიკის გაჯანსაღების პროცესის გადადებას დროში, დეპრესიის გაახანგრძლივებას და მისი უარყოფითი შედეგების გამძაფრებას. რაც უფრო ნაკლებად ჩაერევა სახელმწიფო, მით უფრო სწრაფად დაუბრუნდება ეკონომიკა მდგრად საფუძვლებს და დაიწყებს აღმავლობას.

მიზესისა და თავისუფალი ბაზრის კრიტიკოსებს, თავისუფალი ბაზრის კრიტიკისას ხშირად მოჰყავთ 1930-იანი წლების დეპრესიის მაგალითი. თუმცა, როგორ ყოველთვის, აქაც სცდებიან. 1929 წლის დეპრესია, მიზესის მიერ განვითარებული თეორიის ისტორიული დასტურია. მისი მიზეზი, იმ პერიოდის დასავლურ სამყაროში განვითარებული საკრედიტო ექსპანსია იყო, რომელიც, თავის მხრივ, 1920 წელს დასავლეთის მონეტარული ინსტიტუტების და განსაკუთრებით ფედერალური სარეზერვო სისტემის მხრიდან, საფინანსო სფეროში განხორცილებული დელიბერალიზაციის შედეგი იყო. პირველი მსოფლიო ომის შემდეგ კლასიკური ოქროს სტანდარტის უარყოფამ, ნოყიერი ნიადაგი შექმნა ინფლაციური პროცესების განვითარებისთვის.

თუ 1929 წლის დაცემა გარდაუვალი გახდა აშშ-ის მონეტარულმა პოლიტიკამ, დეპრესია და უმუშევრობა გახდა აშშ ეკონომიკური ცხოვრების ძირითადი მახასიათებელი. მიზეზმა ჯერ კიდევ 1920-იან წლებში განჭვრიტა მოსალოდნელი დეპრესია. თანამედროვე ეპოქის მსგავსად, იმ პერიოდშიც მრავლად იყვნენ „ეკონომისტები“ და პოლიტიკოსები, რომლებიც თვლიდნენ, რომ მიმდინარე საკრედიტო ექსპანსია მეცნიერული კვლევის შედეგებზე დაფუძნებული პროცესი იყო, რომელსაც პერმანენტული ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფა შეეძლო. მიზეზი თითქმის ერთადერთი იყო, რომელიც ეიფორიის ნაცვლად მოსალოდნელ ეკონომიკურ კრაზზე საუბრობდა. სამწუხაროდ, ეკონომისტების უმრავლესობას აქვს წარმოდგენა, რომ კეინსამდე არც ერთ კლასიკური ეკონომიკური სკოლის წარმომადგენელს განუვითარებია ბიზნესის ციკლის თეორია.

დანართი 1.

### **ფიშერი და თანამედროვე ეკონომიკა**

ირვინგ ფიშერი (1867-1947წწ) გახლდათ თანამედროვე მათემატიკოს ეკონომისტთა თვალსაჩინო წარმომადგენელი. გავრცელებული შეხედულების მიხედვით, სწორედ ის არის მიჩნეული აშშ-ის ყველა დროის საუკეთესო

ეკონომისტად. ფიშერის ეპოქაში თანამედროვე ეკონომიკამ მნიშვნელოვანი ცვლილებების განიცადა და მათემატიკა სწორედ ამ დროს იქცა ეკონომიკის ანალიზის უმთავრეს ინსტრუმენტად. მისი თეორიული ნაშრომები თანამედროვე მაკროეკონომიკური და მონეტარული პოლიტიკის ერთ-ერთ ქვაკუთხედს წარმოადგენს.

1891 წელს ფიშერმა დაწერა მისი პირველი დისერტაცია ეკონომიკაში, რომელიც მიემდვნა ღირებულებისა და ფასების თეორიის მათემატიკურ ანალიზს. ეკონომიკაში მათემატიკის გამოყენება ფართოდ გავრცელდა მეოცე საუკუნის დასაწყისში და საუკუნის ბოლოსათვის უკვე ეკონომიკის შესწავლის დომინანტურ მეთოდად იქცა. მათემატიკური ეკონომიკა იქცა სფეროს სამეცნიერო ჟურნალების ძირითად თემად.

1913 წელს ფიშერმა ასევე შეცვალა ეკონომისტთა დამოკიდებულება ფულის რაოდენობრივი თეორიის მიმართ. კლასიკური რაოდენობრივი თეორია შეცვალა მექანიზმით, რომელსაც უნდა დაესტაბილურებინა ფულის ღირებულება. ეს შეხედულება მან წარმოადგინა „ფულის მყიდველობითი უნარის“ სახით და შემოიტანა „კომპენსირებული დოლარის“ თეორია. მისი მთავარი მიზანი იყო შეეცვალა საზოგადოების წარმოდგენა ვალუტასთან მიმართებით, მასში დაფიქსირებული ოქროს წონის ნაცვლად ყურადღება გადაეტანა ვალუტის მყიდველობით უნარზე. ამით, მან საფუძველი ჩაუყარა მონეტარიზმის იმ საფუძველებს, რომელსაც დღეს ეყრდნობა თანამედროვე ცენტრალური ბანკების მონეტარული პოლიტიკა.

ფიშერმა ასევე შეიმუშავა ინდექსები, რომლებიც ვალუტის მყიდველობითი უნარის გასაზომად გამოიყენება. მის მიხედვით ფასების დონის სტაბილიზაციის პოლიტიკა მოითხოვს, რომ ცენტრალური ბანკების მხრიდან თარგეთირებისა და ფასების ინდექსთა სტაბილიზაციის ღონისძიებებს. თანამედროვე „მეინსტრიმ“ ეკონომიკა ნებისმიერ განსხვავებულ დამოკიდებულებას მონეტარული პოლიტიკის მიმართ, რომელიც განსხვავდება ფიშერის შეხედულებებისა და მეთოდებისაგან განიხილავს, როგორც არამეცნიერულს. მათი შეხედულებით, ინფლაცია და დეფლაცია უარყოფითი მოვლენებია და ვალუტის ღირებულება

საჭიროებს პერმანენტულ სტაბილიზაციას. 1925 წელს ფიშერს ასევე ჰქონდა მცდელობა უარყო ბიზნესის ციკლი, როგორც დამოუკიდებელი ეკონომიკური კონცეფცია. ასევე, მან აღმოაჩინა ინფლაციასა და უმუშევრობას შორის არსებული უკუპროპორციული დამოკიდებულება, რომელსაც საბოლოო სახე ფილიპსმა მისცა და ფილიპსის მრუდის სახელით არის ცნობილი.

მისი აკადემიური წარმატებების პარალელურად ფიშერი იყო გამომგონებელი და მეწარმე, მწერალი, მულტიმილიონერი და ცნობილი საზოგადო ფიგურა. წარმატებების პარალელურად მას ჰქონდა ჯანმრთელობასთან დაკავშირებული მნიშვნელოვანი პრობლემები, რის გამოც მოუხდა შეემუშაებინა განსაკუთრებული ცხოვრების წესი და დიეტა. იგი ასევე იყო ალკოჰოლის აკრძალვის მომხრე მოწინავე აკადემიური ფიგურა, რომელმაც ამ საკითხს სამი წიგნიც კი მიუძღვნა. იგი ასევე მხარს უჭერდა სოციალურ ინჟინერიას, თუმცა ამ იდეამ ფაშისტური გერმანიის გენეტიკური ცდების გასაჯაროების შემდეგ საზოგადოების უარყოფითი რეაქცია დაიმსახურა. ფიშერის ფინანსურ მდგომარეობას მნიშვნელოვანი ზიანი მიაყენა დიდმა დეპრესიამ, რაც მისი ცხოვრების ბოლო წლების ფინანსურ მდგომარეობაშიც აისახა.

### **ფიშერი და დიდი დეპრესია**

პირველი მსოფლიო ომის შემდეგ, ცენტრალური ბანკების ფორმირება გლობალური ხასიათი მიიღო. აშშ კი საბოლოოდ ჩამოყალიბდა, როგორც მსოფლიოს ეკონომიკური და სამხედრო ჰეგემონი. ე.წ. პროგრესული ერის პერიოდში აშშ-ში ქალებს მიეცათ ხმის უფლება, შემოღებულ იქნა ფედერალური გადასახადი შემოსავალზე და აიკრძალა ალკოჰოლის მოხმარება. მშვიდობიანი პერიოდისა და საგადასახადო განაკვეთების შემცირების ხარჯზე აშშ-მა მიაღწია 1920-იანი წლების ეკონომიკურ კეთილდღეობას.

1920-იანი წლები ასევე გამოირჩეოდა მანამდე არნახული ტექნოლოგიური რევოლუციის შედეგებით. ავიაგადაზიდვები და ავტომობილები გახდნენ მასობრივი მოხმარების პროდუქტები. ტელეფონი და რადიო გახდა ფართოდ ხელმისაწვდომი სერვისები. მოძრავი კადრის შექმნის პარალელურად ადგილი



ჰქონდა სხვადასხვა საყოფაცხოვრებო ტექნიკის შექმნისა და ყოველდღიურ ცხოვრებაში დანერგვის პროცესს. მკვეთრად გაიზარდა ელექტრო ენერჯისა და ნავთობის გამოყენების მასშტაბები, მკვეთრად შემცირდა მექანიკური ძალის გამოყენების პროცესი.

1920-იანი წლების ეკონომიკის შესახებ ფიშერი ფიქრობდა, რომ წარმატების საფუძველს ალკოჰოლის მოხმარების აკრძალვა და ფედერალური სარეზერვო სისტემის მიერ ადაპტირებული ახალი სამეცნიერო მიღწევების შედეგად დასტაბილურებული დოლარი წარმოადგენდნენ. უფრო მეტიც, მას მიაჩნდა, რომ ახალი ტექნოკრატია, ფასების ინდექსების საშუალებით გაზომავდა რა დოლარის ღირებულებას, შეძლებდა შეენარჩუნებინა სტაბილური დოლარი. ფიშერს სწამდა, რომ ბიზნესის ციკლი იყო ისტორიის საკუთრება, რომელიც წარსულს ჩაბარდა.

ფიშერმა არა მხოლოდ დიდი დეპრესიის პროგნოზირება ვერ შეძლო, არამედ მისი მოახლოებაც კი ვერ დააფიქსირა. ორი დღის შემდეგ, რაც საფონდო ბირჟის ინდექსებმა 20-იანი წლების პიკს მიაღწიეს, ფიშერი ინვესტორებს უმტკიცებდა, რომ იგი ვერანაირ პრობლემებს ვერ ხედავდა საფონდო ბირჟაზე მიმდინარე პროცესებში. იგი ფიქრობდა, რომ შესაძლოა ფასიანი ქაღალდების ფასებში გარკვეული რეცესია მართლაც იყო, მაგრამ ამას არაფერია ჰქონდა საერთო საფონდო კრაზის მგავს მოვლენასთან. მისი შეფასებით პროცესები არ გადაიზრდებოდა კრაზში, რომლის შესაძლებლობასაც იგი საერთოდ გამორიცხავდა.

ალკოჰოლის აკრძალვისა და სტაბილური მონეტარული პოლიტიკის პარალელურად ფიშერი განსაკუთრებულ მნიშვნელობას ტრასტ ფონდებს ანიჭებდა და აღნიშნავდა, რომ მცირე მასშტაბის ინვესტორებსაც კი აქვთ შესაძლებლობა ტრასტ ფონდების საშუალებით ფლობდნენ დივერსიფიცირებულ პორტფელს, რომელიც ამავე ფონდების მხრიდან კვალიფიციური მენეჯმენტის მართვის ქვეშ იმყოფება. იგი თვლიდა, რომ ტრასტ ფონდებმა შეძლეს საფონდო ბირჟაზე ჯერ არ ნახული მასშტაბის ინვესტიციები მოეზიდათ და ამ პროცესს შეუქცევადი ხასიათი ჰქონდა.

1929 წელს, როცა საფონდო ბირჟაზე ფასებმა ვარდნა დაიწყო, 15 ოქტომბერს ფიშერმა განაცხადა, რომ ფასებმა მიაღწია იმ პერმანენტულ სიმაღლეს, რომელსაც იგი პროგნოზირებდა და ელოდება, რომ რამდენიმე თვეში ბაზარი მიაღწევდა არსებულზე მაღალ დონეს. 22 ოქტომბერს მან განმარტა, რომ ბოლო დღეებში დაფიქსირებული ვარდნა რამდენიმე კვირაში მიაღწევდა მყარ საფუძველს, რომელიც შენარჩუნდებოდა მომდევნო წლამდე, ხოლო მომდევნო წელს კვლავ დაიწყებოდა აღმავლობა. უკვე 24 ოქტომბერს ფიშერი ამბობდა, რომ მიუხედავად 15 მილიარდი დოლარის დანაკარგისა, რაც საფონდო ბირჟამ განიცადა, მას არ ჰქონდა შემფოთების საფუძველი. უკვე მომდევნო დღეს ნიუ-იორკ თაიმსმა უმძიმესი საფონდო კრახის შესახებ გაავრცელა ინფორმაცია.

ერთი კვირაც არ იყო გასული, რომ 28-29 ოქტომბერს დოუ ჯოსის ინდუსტრიული საშუალო (DJIA) 70 ერთეულით დაეცა და დღის განმავლობაში მისი 25% დაკარგა. 1929 წლის მხოლოდ ოქტომბერში საფონდო ბირჟამ დაკარგა საკუთარი ღირებულების 1/3 და უკვე 3 ნოემბერს ფიშერი აცხადებდა, რომ საფონდო ფასები აბსურდულად დაბალია. თუმცა, საფონდო ფასებმა კვლავ გააგრძელეს ვარდნა და ორ წელიწადში DJIA-მ დაკარგა პიკის დროს დაფიქსირებული მაჩვენებლის 90%, ხოლო ტრასტ ფონდებმა დაკარგეს საკუთარი საბაზრო ღირებულების 95%.

ზემოაღნიშნული მოვლენების შედეგ 1932 წელს ფიშერმა განმარტა, რომ ტექნოლოგიურმა პროგრესმა გამოიწვია პროდუქტიულობის ზრდა, დანახარჯების შემცირება, მეტი მოგება და მაღალი ფასები საფონდო ბირჟაზე. ფიშერის შეფასებით, პრობლემის ერთ-ერთი მიზეზი იყო ის ფაქტი, რომ მონეტარულ ინფლაციას არ მოჰყვა სამომხმარებლო ფასების ზრდა. იგი განმარტავს, რომ ფასების ინფლაცია ეკონომიკის მდგომარეობის ინდიკატორია, თუმცა ფასების ინდექსსაც აქვს „თეორიული ნაკლოვანებები“.

ტექნოლოგიას, რა თქმა უნდა, შეუძლია შეამციროს საწარმოო დანახარჯები, გაზარდოს მოგება და შექმნას ეკონომიკური ეიფორიის პერიოდი. მთავარი ფაქტორი, რომელიც ფიშერის ანალიზს აკლდა, იყო ხელოვნური მონეტარული ინფლაცია, რომელიც აზიანებს ეკონომიკურ იმპულსებს (საბაზრო ფასსა და

სარგებლის განაკვეთს) და რაციონალურ ეკონომიკურ გათვლებს. უფრო მეტიც, ფიშერის შეხედულებებმა და მის საფუძველზე ჩამოყალიბებულმა მონეტარულმა პოლიტიკამ საშუალება არ მისცა ბაზარს, შექმნილი პრობლემა უმოკლეს დროში აღმოეფხვრა. ამის ნათელი მაგალითია 1921 წლის ეკონომიკური ვარდნა აშშ-ში, რომელიც მანამ აღმოიფხვრა, სანამ ხელისუფლება მის მოსაგვარებელ ღონისძიებებზე განაგრძობდა მსჯელობას. დიდი დეპრესიის დროს კი ფედერალური რეზერვი აქტიურად ჩაერია პროცესებში და რეფინანსირების სესხი 6%-იდან 1,5%-მდე დასწია. შედეგად, 1929-1932 წლებში ფედერალური სარეზერვო სისტემის ბალანსი გაორმაგდა. როგორც შემდეგ გამოჩნდა, აღნიშნულმა ქმედებამ კიდევ უფრო დაამძიმა 20-იან წლებში ფორმირებული პრობლემები.

### მიზესი და დიდი დეპრესია

ლუდვიგ ფონ მიზესმა პრობლემის განვითარების ადრეულ ეტაპზევე შეამჩნია მოსალოდნელი საფრთხე და ჯერ კიდევ 1924 წელს განაცხადა მსხვილი ავსტრიული ბანკის, “კრედიტ ანსალტის” მოსალოდნელი კრახის შესახებ. 1928 წელს მან გამოაქვეყნა ირვინგ ფიშერის მონეტარული შეხედულებების ანალიზი სადაც აღნიშნა, რომ ფიშერის შემოთავაზებული ინდექსების არასრულყოფილი ბუნება და შესაბამისად, მასზე დაფუძნებული გამოთვლები აუცილებლად გამოიწვევს მნიშვნელოვან შეცდომებს ანალიზსა და შეფასებებში. მიზესის მიხედვით, ფიშერის შეხედულებების რეალურ გარემოში გამოყენება ნაცვლად სტაბილიზაციისა, იქნება ბუმისა და მისი შემდგომი დეპრესიის მიზეზი. მან ასევე მოახდინა კრიზისის ძირითადი მიზეზის იდენტიფიკაცია და განმარტა, რომ კრიზისს იწვევს არა საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, როგორც ამას რიგი ეკონომიკური სკოლები განმარტავენ, არამედ ეკონომიკური ბუმის საწყის ეტაპზე ხელოვნურად შემცირებული საპროცენტო განაკვეთები. მისი შეფასებით, პერიოდული კრიზისების ასარიდებლად, აუცილებელია მოიშალოს მისი თეორიული საფუძველი, თითქოს საბანკო მექანიზმების მეშვეობით გაიაფებული კრედიტის საფუძველზე შესაძლებელია კეთილდღეობის მიღწევა და შენარჩუნება.

1929 წელს ჰაიეკმა რამდენიმე სტატია მიუძღვნა აშშ-ში მოსალოდნელ ეკონომიკურ კოლაფსზე საუბარს. 1920-იან წლებში, მიზესის ერთერთი

მოსწავლის, ფელიქს სომერის მსგავსად, ამერიკელი ეკონომისტები ბენჯამინ ანდერსონი და ჰარვუდი ასევე აფრთხილებდნენ ფედერალურ სარეზერვო სისტემას მოსალოდნელი კრიზისის შესახებ.

დიდი დეპრესია, წარმოადგენს მტკიცე ემპირიულ არგუმენტს, რომელიც მიუთითებს მიზეხის მიერ განვითარებული თეორიის სრულყოფილებაზე. მან არა მხოლოდ წინასწარ განჭვრიტა მოსალოდნელი დეპრესია, არამედ განმარტა მისი მიზეხები და თავიდან აცილების გზები.

## დანართი 2

### 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისი

მილტონ ფრიდმანი ამბობდა, რომ არ არსებობს „ავსტრიული ეკონომიკა“ და „ჩიკაგოს ეკონომიკა“ (იგულისხმება ავსტრიული და ჩიკაგოს ეკონომიკური სკოლები), არსებობს მხოლოდ კარგი და ცუდი ეკონომიკა. ფრიდმანისვე შეფასებით, ეკონომიკის თეორიის სიკარგე მისი ემპირიული სიზუსტით ფასდება, თუ რამდენად ზუსტია იგი შეფასებებსა და პროგნოზებში. ფრიდმანს მიაჩნდა, რომ ბიზნესის ციკლის ავსტრიული თეორია არ იყო ზუსტი, იმ რეცესიების ასახსნელად, რომელიც პრაქტიკაში გვხვდება.

დიდი დეპრესიის შემდეგ, 2008 წლის ფინანსური კრიზისი წარმოადგენს ერთ-ერთ ყველაზე მასშტაბურ მოვლენას, მსგავსი ტიპის მოვლენებს შორის რაც კი კაცობრიობის ისტორიას ახსოვს. შესაბამისად, მისი ანალიზი კიდევ უფრო შეავსებს ჩვენს წარმოდგენას ბიზნესის ციკლის თეორიების შესახებ.

2008 წლის ფინანსურმა კრიზისმა თავდაპირველად თავი იჩინა უძრავი ქონების ბაზარზე. აღსანიშნავია, რომ 2003-2007 წწ. პერიოდში კომერციული ბანკების მხრიდან აღნიშული სექტორის დაკრედიტების წლიურმა ზრდის ტემპმა 12,26% შეადგინა. საბოლოო ჯამში, სექტორში განვითარდა კრედიტის ჭარბი მიწოდება, უძრავი ქონების ფასების მკვეთრი ზრდა, სექტორის საკრედიტო ტვირთის ზედმეტი დამძიმება და სექტორის კრედიტორთა ფულადი ნაკადების

შემცირება. ეს უკანასკნელი პირდაპირ კავშირშია პორტფელის საბაზრო ღირებულებასთან.

პროცესის შედეგების ყველაზე თვალსაჩინო მაგალითს ფენი მეისა და ფრედი მაკის გაკოტრება წარმოადგენს, რომლებიც უძრავ ქონებაზე მომუშავე ყველაზე დიდი საფინანსო ინსტიტუტებს წარმოადგენდნენ. ანალოგიური ბედი გაიზიარეს უძრავი ქონების სექტორზე მომუშავე მსხვილმა საინვესტიციო ბანკებმა და სადაზღვევო კომპანიებმა. უძრავი ქონებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების ფასები და გარიგებების მოცულობა მკვეთრად შემცირდა. უძრავი ქონებით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების მიმართ გაჩენილი ეჭვი ასევე გავრცელდა მათ ძირითად დამფინანსებლებზე, ამ უკანასკნელმა მნიშვნელოვნად გაართულა მათთვის ფინანსური რესურსების მოძიების პროცესი.

უძრავი ქონების ბაზარზე განვითარებული მოვლენები წარმოადგენს აისბერგის ხილულ ნაწილს, რომელსაც ბევრად უფრო მნიშვნელოვანი ფუნდამენტური პრობლემები უდევს საფუძვლად. უძრავი ქონების ბუმი და დაცემა მხოლოდ რბილი მონეტარული პოლიტიკის მიზეზით არ მომხდარა. ცხადია, რომ ბიზნესი შეცდა საპროგნოზო გათვლების გაკეთებისას. თუმცა, ისიც მნიშვნელოვანია, რომ ეს შეცდომები არ იყო ლოკალური და კერძო შემთხვევები, ბიზნესის გათვლებისა და პროგნოზების გაცუდებას მასიური ხასიათი ჰქონდა. სწორედ ეს არის 2008 წლის საფინანსო კრიზისის შესწავლის საკვანძო საკითხი, რადგან ბიზნესში წარუმატებლობის კერძო შემთხვევები საბაზრო ეკონომიკის ბუნებრივი თვისებაა, რომელიც მის გაჯანსაღებას ემსახურება.

### **ფედერალური სარეზერვო სისტემის საკრედიტო ექსპანსია**

2001 წელს ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ ფულის მიწოდების აგრესიული პოლიტიკა დაიწყო. M2 აგრეგატის წლიური ზრდის ტემპი 10%-ს აღემატებოდა, რაც 2003 წელს ანალოგიური მაჩვენებელი 8%-ზე მეტი იყო. ექსპანსიას თან ახლდა ფედერალურ ფონდებზე საპროცენტო განაკვეთების ეტაპობრივი შემცირება. 2001 წლის დასაწყისში აღნიშნული საპროცენტო განაკვეთი 6.25%-ს შეადგენდა, ხოლო წლის ბოლოს მისი ნიშნული 1,75%-მდე

დაეცა. შემცირება შემდეგ წლებშიც გაგრძელდა და 2003 წლისათვის 1%-ზე ნაკლები შეადგინა. უნდა აღინიშნოს, რომ რეალური საპროცენტო განაკვეთი ნულზე დაბალი იყო, რადგან ამ პერიოდის ინფლაცია აჭარბებდა ფედერალური ფონდების ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთს.

მნიშვნელოვანია გავარკვიოთ, თუ როგორ დამოკიდებულებში იყო ამ პერიოდის ნომინალური დანახარჯების მაჩვენებელი საკრედიტო ექსპანსიის მაჩვენებელთან. 2001-2002 წლებში ნომინალური დანახარჯების ზრდის ტემპი შეადგენდა 3,6%, ხოლო საკრედიტო ექსპანსიის ტემპი იყო 6.5%. 2004-2005 წლებში ნომინალური დანახარჯების ზრდის ტემპი თითქმის გაორმაგდა და 7.1% შეადგინა, ხოლო 2006-2008 წლებში 4,35%-მდე შემცირდა. თუმცა უკვე მოქმედებაში იყო ნომინალური მოთხოვნის ხელოვნური ზრდით გამოწვეული პრობლემა.

ფედერალური სარეზერვო სისტემის ექსპანსიური პოლიტიკის შეფასების კიდევ ერთ საშუალებას წარმოადგენს „ტეილორის წესი“. სენტ ლუისის ფედერალური ბანკის მიხედვით, 2001-2006 წლებში ფედერალური ფონდების საკრედიტო განაკვეთი არ შეესაბამებოდა ტეილორის წესით მოთხოვნილ განაკვეთს, კერძოდ, 2003-2005 წლებში არსებული საპროცენტო განაკვეთის ჩამორჩენა ტეილორის წესით მოთხოვნილ მაჩვენებელთან 200 საბაზისო ერთეულს შეადგენდა.

2003-2007 წლებში, მაშინ როცა საბოლოო გაყიდვების მთლიანი მოცულობის (მოხმარების) წლიური ზრდის ტემპი 5.9% შეადგენდა, უძრავი ქონების სექტორის დაკრედიტების წლიური ზრდა 12,26%-ს აღწევდა. შედეგად გაიზარდა არსებული უძრავი ქონების ფასები და დაიწყო მშენებლობის ბუმი. უძრავი ქონების გრძელვადიანი ბუნებიდან გამომდინარე, დაბალმა საპროცენტო განაკვეთებმა კიდევ უფრო გაზარდეს მისი ღირებულება.

### **სარისკო იპოთეკური სესხები და სახელმწიფო პოლიტიკა**

2001 წლისათვის იპოთეკური სესხების „nonprime“ წილი შეადგენდა 10%-ზე ნაკლებს. 2006 წლისათვის იგი 23%-მდე გაიზარდა. ასევე გაუარესდა

„nonprime“ ტიპის იპოთეკური სესხების ხარისხი, რადგან ამ ტიპის მსესხებელთა მხოლოდ მცირე ნაწილი ახერხებდა საავანსო (ღირებულების 20%) თანამონაწილეობის უზრუნველყოფას. ხელისუფლების მხრიდან საკრედიტო სტანდარტების ლიბერალიზაციამ გაზარდა სარისკო მსესხებლების დაკრედიტების შესაძლებლობა.

საცხოვრისების მშენებლობის ფედერალურმა სამმართველომ წლების განმავლობაში ეტაპობრივად შეამცირა მოთხოვნები პირველადი შენატანის აუცილებელ დონესთან დაკავშირებით. 2004 წლისათვის აღნიშნული მაჩვენებელი 3%-მდე დაეცა. გასათვალისწინებელია, რომ დაბალი საავანსო შენატანის მქონე იპოთეკური სესხები დეფოლტის მაღალი მაჩვენებლებით ხასიათდებოდნენ.

კომუნალური რეინვესტირების აქტი გახდა უძრავი ქონების ბუმის კიდევ ერთი ფაქტორი. აღნიშნული აქტის ახალი წესების მიხედვით, ზოგიერთი ბანკი ჩაერთო ბინათმენაშენეთა ამხანაგობების დაფინანსების სქემებში იმ ფონზე, როცა ბინათმენაშენეთა ნაწილი ახალი წესების დადგენამდე გადახდისუნაროდ იყვნენ მიჩნეულნი. ზოგიერთი ბანკი კი აქტიურად ჩაერთო ბინათმენაშენეთა ამხანაგობებზე გაცემული სესხების საფუძველზე ფორმირებული ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაში.

ურბანული განვითარების დეპარტამენტი აქტიურ ზეწოლას ახდენდა კრედიტორებზე, მოქალაქეებისთვის საცხოვრებელი სახლების ხელმისაწვდომობის გაზრდის მიზნით. სამართლებრივი და ბიუროკრატიული პრობლემების თავიდან არიდების მიზნით კრედიტორებმა მნიშვნელოვნად შეამსუბუქეს საკრედიტო პოლიტიკა და მოთხოვნები.

ყველაზე მნიშვნელოვანი კი მაინც იყო სახელმწიფოს მიერ დაფინანსებული FannieMae და FreddieMac ფაქტორი. კონგრესი გარკვეულ ზეწოლას ახდენდა იპოთეკური ობლიგაციების ამ ძირითად მყიდველებზე რათა მათი საშუალებით გაეზარდა საცხოვრისების ხელმისაწვდომობა. შედეგად ეს გიგანტები ყიდულობდნენ არასასურველ და მაღალრისკიან იპოთეკურ

ობლიგაციებს, იმ დონემდე, რომ მათი აქტივები 5 ტრილიონ დოლარს აღწევდა, რაც აშშ-ის უძრავი ქონების ბაზრის ნახევარს შეადგენს. ინსტიტუციურ ინვესტორებს ბუნებრივია ჰქონდათ, სურვილი იაფი სესხი მიეცათ სახელწმიფოს მიერ დაფინანსებული კორპორაციებისათვის, მათი მაღალი რისკისა და დაბალი დივერსიფიკაციის მიუხედავად, რადგან თუ ფენი ან ფრედი ვერ შეძლებდნენ მათი სესხების მომსახურებას, ამას გააკეთებდა ხაზინა. რომ არა სახელწმიფო გარანტიები, ეს ინსტიტუციური ინვესტორები არასდროს დააკრედიტებდნენ ასეთ სარისკო ბიზნესს.

### **ძველი ისტორიის ახალი ფურცელი**

2008 წლის ფინანსური კრიზისის ფუნდამენტური მიზეზი ისეთივე ძველია, როგორც თავად ნაწილობრივი დარეზერვებისა და არაუზრუნველყოფილი ქალაქის ფულის სისტემები. ისინი, მათი არაჯანსაღი ბუნებიდან გამომდინარე, მიდრეკილნი არიან მონეტარული და საკრედიტო ექსპანსიისაკენ. 2008 წელს განვითარებულმა კრიზისმა კიდევ ერთხელ დაადასტურა, რომ საბანკო მექანიზმების მეშვეობით გაიაფებული კრედიტის საფუძველზე შეუძლებელია კეთილდღეობის მიღწევა და შენარჩუნება.

მდგრადი ეკონომიკური ზრდის საფუძველს წარმოადგენს რეალური დანაზოგები და არა ფერადი ქალაქდების რაოდენობა მიმოქცევაში. ყალბი იმპულსის გაჩენა საბაზრო სისტემაში იწვევს ბაზრის, როგორც ჯანსაღი ორგანიზმის ბუნებრივ რეაქციას კრიზისისა და დეპრესიის სახით, რომლის მიზანია ეკონომიკა დაუბრუნოს მდგრადი განვითარების საფუძველს. ისევე, როგორც ადამიანის შემთხვევაში, მაღალი ტემპერატურა არ წარმოადგენს პრობლემის მიზეზს, არამედ ორგანიზმის ბუნებრივ რეაქციას ავადმყოფობის გამომწვევ მიზეზე მისი დათრგუნვის მიზნით, არც კრიზისი წარმოადგენს ეკონომიკური და ფინანსური პრობლემების მიზეზს, იგი რეაქციაა საფინანსო და ეკონომიკურ ცხოვრებაში დაშვებულ შეცდომებსა და ხარვეზებზე.

უძრავი ქონების ბაზარზე განვითარებული პროცესები კი წარმოადგენს აღნიშნული კრიზისის ფორმას და არა არსს. მოცემულ შემთხვევაში,



საკრედიტო ექსპანსიის არაჯანსაღმა პროცესმა ასახვა ჰპოვა იქ, სადაც გასაღების ყველაზე იოლი და სარფიანი გზა იპოვა. თუმცა, რომ არ ყოფილიყო უძრავი ქონების ბაზარზე სახელმწიფოს რჩევები, რომელმაც მისი საკრედიტო მიმზიდველობა გაზარდა, ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა მაინც გამოიწვევდა კრიზისს, რადგან სწორედ ის იყო სისტემაში გაშვებული „ჰაერის“ და „ბუმტების“ მიზეზი.

## კითხვები

- როგორია კეინსის პოზიცია და ბიზნესის ციკლის მიზეზებთან დაკავშირებით?
- რა მსგავსებაა მარქსსა და თანამედროვე ლიბერალებს შორის?
- როგორი იყო რიკარდოსა და იუმის შეხედულებები ბიზნესის ციკლის შესახებ?
- როგორია ბიზნესის ციკლის ავსტრიული თეორიის არსი?

## რეკომენდირებული ლიტერატურა:

- Richard M. Ebeling – The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays. (1978).
- Murray Rothbard - America's Great Depression, Copyright © 2000 by The Ludwig von Mises Institute
- Jerry H. Tempelman - Austrian Business Cycle Theory and the Global Financial Crisis: Confessions of a Mainstream Economist; Q.J.A.E, Volume 13, No. 1 (Spring 2010)
- Adrián Osvaldo RavierPeter Lewin - The Subprime Crisis; Q.J.A.E, Volume 15 No. 1 (Spring 2012)

## 6. საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტები

### შინაარსი

- საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების წარმოშობა
- საერთაშორისო სავალუტო ფონდი
- კამათი საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ირგვლივ
- მსოფლიო ბანკი
- განვითარების საერთაშორისო ასოციაცია IDA
- საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია IFC
- მულტინაციონალური ინვესტიციების უსაფრთხოების სააგენტო
- საინვესტიციო დავების გადაწყვეტის საერთაშორისო ცენტრი
- მსოფლიო ბანკის კრიტიკა
- BRICS



მეორე მსოფლიო ომის დასრულების შემდეგ, 1944 წლის ივლისში, აშშ-ის, დიდი ბრიტანეთის, საფრანგეთის, საბჭოთა კავშირისა და 40 სხვა ქვეყნის წარმომადგენლები შეიკრიბნენ ბრეტონ ვუდსის კონფერენციაზე, რათა ომის შემდგომი მსოფლიოს საფინანსო წესრიგისათვის ჩაეყარათ საფუძველი. მონაწილეები იმედოვნებდნენ, რომ შექმნიდნენ საფინანსო სისტემის ისეთ მოდელს, რომელიც დაზღვეული იქნებოდა დიდი დეპრესიის მსგავსი ეკონომიკური კატაკლიზმებისაგან, რომელმაც მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა ფაშისტური რეჟიმების აღზევაში. სწორედ ეს იყო კონფერენციის ფარგლებში შეთანხმებული ორი საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტის: მსოფლიო ბანკისა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შექმნის მთავარი მიზანი.

ბრეტონ ვუდსის შეთანხმების სტრატეგია აგებული იყო ომისწინა პერიოდში არსებული გამოწვევების დაძლევაზე. ასეთებად კი, გავრცელებული მოსაზრებით, მიიჩნეოდა სტაბილური საფინანსო ბაზრების არარსებობა მსოფლიო მასშტაბით, რამაც გამოიწვია ომი და დესტრუქცია, რომელიც თავად ამ უკანასკნელმა დატოვა მსოფლიო ეკონომიკაში. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შექმნის მიზანს წარმოადგენდა ეროვნული ვალუტებისა და საფინანსო ბაზრების სტაბილიზება. მას უნდა მოახდინა უსაფრთხო მონეტარული პოლიტიკისა და ანალოგიური გაცვლის რეჟიმის ფორმირებისათვის საჭირო რესურსებისა და მექანიზმების შემუშავება. ხოლო მსოფლიო ბანკს, ინვესტიციების საშუალებით უნდა უზრუნველყო ომის შემდგომ განადგურებული ევროპის ეკონომიკისა და ინფრასტრუქტურის აღდგენა.

აღსანიშნავია, რომ ეს საფინანსო ინსტიტუტები წარმოადგენენ ანტიგლობალისტური მოძრაობის ერთ-ერთ მთავარ სამიზნეს. მოძრაობის წევრებს მიაჩნიათ, რომ ეს ინსტიტუტები დასავლური ტიპის კაპიტალიზმის კულტივაციას ეწევიან განვითარებად ქვეყნებში ისე, რომ არ ითვალისწინებენ პროცესის უარყოფით სოციალურ ეფექტებს.

## საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების წარმოშობა

ბრეტონ ვუდსის კონფერენციის მიმდინარეობისას სერიოზული კითხვები არსებობდა გლობალური მასშტაბით ეკონომიკური ბაზრების სტაბილურობასთან დაკავშირებით. 1930-იანი წლების დეპრესიის შემდეგ კიდევ უფრო გამწვავდა სავალუტო ბაზრებზე არსებული არასტაბილურობა, მნიშვნელოვანი დანაკარგები განიცადა საერთაშორისო ვაჭრობამ. შესაბამისად, ამ ბაზრების სტაბილიზაცია წარმოადგენდა სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვან საკითხს, რათა არ მომხდარიყო კრიზისის განმეორება. მოკავშირე ქვეყნების აბსოლუტური უმეტესობა დარწმუნებული იყო, რომ მოცემული მდგომარეობიდან ერთადერთ გამოსავალს კოორდინირებული მოქმედება წარმოადგენდა.

სწორედ ამ ფონზე, ბრეტონ ვუდსის კონფერენციაზე შეიკრიბნენ ცნობილი და აღიარებული ეკონომისტები და პოლიტიკოსები. აშშ-ის წარმომადგენელი და კონფერენციის თავმჯდომარე იყო ჰენრი მორგენტაუ, აშშ ხაზინის მდივანი. მან ჩამოაყალიბა კონფერენციის ძირითადი საკითხები და იდეები. მასთან ერთად კონფერენციას ესწრებოდა დინ ეიჩსონი, შემდგომში აშშ-ის სახელწმიფო მდივანი და რიგი სენატორები და კონგრესმენები. ბრიტანეთის წარმომადგენლობას ხელმძღვანელობდა ცნობილი ეკონომისტი ჯ.მ. კეინსი. ასევე აღსანიშნავია, ჩინეთის, ინდოეთის, საფრანგეთისა და სსრკ-ის წარმომადგენელთა დასწრება კონფერენციაზე.

კონფერენციაში ასევე აქტიურად მონაწილეობდნენ წამყვანი ეკონომისტები: ლუის რამინსკი - კანადა, კირიაკოს ვარვარესოსი - საბერძნეთი და ჯონ ბეინი - ნიდერლანდები. მორგენტაუმ კონფერენცია შემდეგი სიტყვებით გახსნა: „რასაც ჩვენ ვაკეთებთ დღეს, მნიშვნელოვანწილად ჩამოაყალიბებს იმ მსოფლიოს, რომელშიც ჩვენ მოგვიწევს ცხოვრება“.

კონფერენცია წინააღმდეგობრივი განხილვების ფონზე მიმდინარეობდა. განსაკუთრებით აღსანიშნავია, აშშ-ის პოზიცია მისი ეკონომიკური პოლიტიკისა საერთაშორისო კონტროლისათვის დაქვემდებარებასთან დაკავშირებით. თავის მხრივ, ბრიტანეთისა და აშშ-ის დელეგაციები ბრალს სდებდნენ ერთმანეთს მათ

მიერ კონფერენციისათვის შეთავაზებული წინადადებებისა და გეგმების მიკერძოებულობასთან დაკავშირებით.

კონფერენცია ძალზე ბუნდოვან წარმოდგენებს ტოვებდა საზოგადოებაში. ცნობილი ამერიკელი კომენტატორი ვოლტერ ლიპმანი ამბობდა „საზოგადოებისათვის შეუძლებელია გააზრება რასთან დაკავშირებით იმართება ეს კონფერენცია. მიუხედავად იმისა, რომ მიღებული გადაწყვეტილებები თითოეული ადამიანის ცხოვრებას შეეხება, ძალიან ცოტაა იმ ადამიანთა რაოდენობა, რომელთაც იციან მონეტარული პოლიტიკის ენა“.

კონფერენციის პროცესში გამართული მოლაპარაკებები მეტად რთულ ხასიათს ატარებდა. აშშ-ის წარმომადგენელმა, უაითმა წარმოადგინა შემოთავაზებული ორგანიზაციების ფორმირების გეგმა, თუმცა ბევრი დეტალი, მათ შორის ახალ ორგანიზაციებში შორის ფინანსური მონაწილეობის საკითხი, კვლავ რჩებოდა მსჯელობის საგნად. მონაწილე ქვეყნების ერთ-ერთ მთავარ საზრუნავს წარმოადგენდა მოსალოდნელ ძალთა ბალანსი, რომელიც, თავის მხრივ, დამოკიდებული იყო წევრი ქვეყნების შენატანების მოცულობაზე ზემოაღნიშნულ ორგანიზაციებში.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან დაკავშირებულ მოლაპარაკებებში ერთ-ერთ განსახილველ საკითხს წარმოადგენდა, ორგანიზაციის ფულის განაწილება 44 ქვეყანას შორის. ინდოეთი ჩინეთზე არანაკლები ქვოტის უფლებას ითხოვდა. საფრანგეთს კი ინდოეთსა და ბენილუქსის ქვეყნებზე მეტი ქვოტა სურდა. სსრკ ითხოვდა, რომ მისი ქვოტა არ ყოფილიყო ბრიტანეთის ქვოტაზე ნაკლები, თან იმ ფონზე, რომ იგი უარს ამბობდა შესაბამისი შენატანების განხორციელებაზე, რადგან თვლიდა, რომ ომისგან დაზარალებულ მხარეს არ უნდა გადაეხადა სხვა სახელწმიფოების მსგავსად. ასევე, იგი უარს ამბობდა ზუსტი ეკონომიკური სტატისტიკის წარდგენაზე.

კიდევ ერთ სადავო საკითხს ორგანიზაციის მართვა წარმოადგენდა. სად უნდა განთავსებულიყო ორგანიზაცია და რამდენი მუდმივი ადგილი ექნებოდა ორგანიზაციის მართვაში ძირითადი შენატანების მფლობელ ქვეყნებს.

ბრიტანელები წარუმატებლად ლობირებდნენ საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ლონდონში განთავსების იდეას. დავის კიდევ ერთ საკითხს წარმოადგენდა ოქროს სტანდარტის პარალელურად დოლარის სტანდარტის შემოღება, რაც ნიშნავდა, რომ საერთაშორისო ანგარიშსწორებაში აშშ-ის დოლარი ფუნქციურად გაუთანაბრდებოდა ოქროს და იქნებოდა სრულფასოვანი სარეზერვო ვალუტა.

მსოფლიო ბანკის ფორმირების გეგმასთან დაკავშირებით კეინსის იდეები უფრო წარმატებული აღმოჩნდა, კერძოდ ეკონომიკური რეცესიის დროს სახელმწიფო ხარჯების ზრდის მოსაზრებამ ასახვა ჰპოვა მსოფლიო ბანკის სტრატეგიაში. 1944 წლის 22 ივლისს ხელი მოეწერა კონფერენციის საბოლოო აქტს.

### **საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, სტრუქტურა**

საერთაშორისო სავალუტო ფონდი იმართება 187 წევრი ქვეყნისაგან, რომელთაგან თითოეული ნიშნავს საკუთარ წარმომადგენელს ფონდის დირექტორთა საბჭოში. როგორც წესი, დირექტორთა საბჭოში ქვეყანას წარმოადგენს ფინანსთა მინისტრი ან ცენტრალური ბანკის პრეზიდენტი. საბჭო წელიწადში ერთხელ იკრიბება, რათა განიხილოს ორგანიზაციის დღის წესრიგით გათვალისწინებული საკითხები. ფონდის ყოველდღიურ საქმიანობას უძღვება 24-კაციანი აღმასრულებელი საბჭო. მსოფლიოს ძირითადი ეკონომიკური და პოლიტიკური ძალები: აშშ-ს (ფონდის ყველაზე მსხვილი აქციონერი), დიდი ბრიტანეთს, იაპონიას, გერმანიას, საფრანგეთს, ჩინეთს, რუსეთს და საუდის არაბეთს ჰყავთ საკუთარი მუდმივი წარმომადგენელი აღმასრულებელთა საბჭოში, ხოლო დანარჩენი 16 დირექტორი აირჩევა ორი წლის ვადით გეოგრაფიული რეგიონების მიერ. მაგალითად, ხმელთაშუა ზღვის რეგიონი, აფრიკის რეგიონი, სამხრეთ აზიის რეგიონი და ა.შ. აღმასრულებელთა საბჭო იმართება მმართველი დირექტორის მიერ, რომელიც აირჩევა ხუთი წლის ვადით.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შემადგენლობაში შედის საერთაშორისო მონეტარული და საფინანსო კომიტეტი. კომიტეტის 24-კაციანი შემადგენლობა წევრი ქვეყნების წარმომადგენლებით კომპლექტდება. აღნიშნული სტრუქტურული ერთეულის სხდომა იმართება წელიწადში ორჯერ, რათა

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის აღმასრულებელ სტრუქტურებს მისცეს შესაბამისი რჩევები.

ორგანიზაციაში, წევრ ქვეყნებს შორის ძალთა ბალანსს განაპირობებს მათი ეკონომიკის მასშტაბები და ქვოტათა სტრუქტურაში მათი წილი. გადაწყვეტილებები კონსესუსის საფუძველზე მიიღება, თუმცა აშშ-ს როგორც ორგანიზაციის ყველაზე მსხვილ აქციონერს, მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს ფონდის პოლიტიკაზე.

### **ორგანიზაცია**

2011 წლის 28 ივნისიდან საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მმართველი დირექტორია კრისტინ ლაგარდი (საფრანგეთი). აღმასრულებელი საბჭოს წევრი პარალელურად ხელმძღვანელობს ფონდის ცალკეულ დეპარტამენტს. ფონდის სტრუქტურული ერთეულების საქმიანობის სფეროებია:

- ცალკეულ რეგიონები (ევროპა, აფრიკა, შუა აზია და ა.შ)
- ფინანსები, ტექნიკური დახმარება, ფისკალური დაგეგმარება, კაპიტალის ბაზრები, კვლევები და სტატისტიკა.
- ადმინისტრაცია

ფონდის თანამშრომელთა საერთო რაოდენობა შეადგენს 2 600, ხოლო მისი სათაო ოფისი განთავსებულია ვაშინგტონში.

### **მიზნები**

ბრეტონ ვუდსის კონფერენციაზე საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წინაშე დაისვა ექვსი ამოცანა:

1. მონეტარული პოლიტიკის სფეროში, წევრი ქვეყნების კოორდინირებული მოქმედების უზრუნველყოფა. მათ შორის, კონსულტაციები საერთაშორისო მასშტაბის მონეტარულ პრობლემებზე.
2. საერთაშორისო ვაჭრობის პროცესისა და მისი მასშტაბების ზრდის ხელშეწყობა. წევრი ქვეყნების დახმარება ეკონომიკური პოლიტიკის მიზნების მიღწევაში.

3. გაცვლით კურსების სტაბილურობის უზრუნველყოფა, წევრ ქვეყნებს შორის შეთანხმებული სავალუტო წესრიგის შენარჩუნება.
4. საერთაშორისო საგადასახდელო სისტემის ფორმირების ხელშეწყობა, წევრ ქვეყნებს შორის სავალუტო ტრანზაქციების ბარიერების ელიმინაცია.
5. ფონდის რესურსებზე წვდომის უზრუნველყოფა, რაც წევრ ქვეყანას ეხმარება საგადასახდელო ბალანსის გაუარესებასთან დაკავშირებული მოკლევადიანი პრობლემების დაძლევაში.
6. წევრი ქვეყნის საგადასახდელო ბალანსის გაუარესების ხანგრძლივობის მაქსიმალურად შემცირება.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შექმნის დროს, საერთაშორისო სავალუტო სისტემა ისევ ოქროს რეზერვებს ეფუძნებოდა. ეს გაგრძელდა 1971 წლამდე, როცა აშშ-მა ნიქსონის ადმინისტრაციის დროს, შეწყვიტა დოლარის თავისუფალი კონვერტაცია ოქროზე, რათა თავიდან აეცილებინა ოქროს რეზერვების პერმანენტული გადინება შტატების საზღვრებს გარეთ. შესაბამისად, საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა შეწყვიტა ოქროს გამოყენება და ყველა წევრ ქვეყანას უფლება მიეცა გადასული მცურავი კურსების რეჟიმზე.

### **ზედამხედველობა**

ფონდი ყოველწლიურად, თითოეულ წევრ ქვეყანაში აგზავნის საკუთარ წარმომადგენლებს, ეკონომიკის ადგილზე შესწავლის მიზნით. მკვლევართა გუნდი სწავლობს ფისკალურ და მონეტარულ პოლიტიკას, გაცვლით კურსებსა და მაკროეკონომიკურ სტაბილურობას, სოციალურ პოლიტიკას, სავაჭრო პოლიტიკას და საპენსიო სისტემას. პროცესი კონსულტაციების რეჟიმში მიმდინარეობს და მისი მიზანია შეფასდეს ლოკალურ დონეზე მიღებული პოლიტიკური გადაწყვეტილებები რა გავლენას მოახდენს საერთაშორისო ეკონომიკურ სისტემაზე.

ადგილზე ჩატარებული კვლევების შემდეგ, ფონდის აღმასრულებელი საბჭო განიხილავს მომზადებულ ანგარიშს და ოფიციალური შეფასების სახით უგზავნის სახელწმიფოს ლიდერს. აღიშნული დოკუმენტი ასევე ექვემდებარება



გამოქვეყნებას და იგი ხელმისაწვდომია საზოგადოებისათვის. ფონდი ანალოგიურ რეჟიმში სწავლობს და აფასებს რეგიონულ და სავალუტო გაერთიანებებს. წელიწადში ორჯერ ფონდი ასევე აქვეყნებს ანგარიშს მსოფლიო ეკონომიკის შესახებ, ხოლო წელიწადში ერთხელ გლობალური ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშს.

### **ფინანსური დახმარება**

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის უმთავრეს ინსტრუმენტს წევრი ქვეყნის ხაზინისათვის ფინანსური დახმარების გაწევა წარმოადგენს. საგადასახდლო ბალანსის პრობლემების დასაძლევად წევრ ქვეყანას შეუძლია მიიღოს კრედიტი და გაატაროს ეკონომიკური პოლიტიკის ადექვატური რეფორმა, რათა მსგავსი ტიპის პრობლემა აღარ განმეორდეს. სესხის მისაღებად აუცილებელ პირობას წარმოადგენს, მონეტარულ ან/და ფისკალურ სფეროში ფონდის მიერ რეკომენდირებული ღონისძიების გატარებაზე თანხმობა. სწორედ ეს რჩევები ხდება ფონდის მიმართ გამოთქმული ანტიგლობალისტური კრიტიკის ძირითადი საფუძველი, რადგან ხშირ შემთხვევაში იგი გულისხმობს დეტალურ ჩარევას სახელმწიფოს ეკონომიკურ პოლიტიკაში.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის სესხები ძირითადად მოკლევადიანია, თუმცა არსებობს 10-წლიანი სასესხო ინსტრუმენტებიც. ზოგადად ფონდის ინტერესებშია, რომ იგი არ იყოს ქვეყნის მნიშვნელოვანი კრედიტორი. ფონდის მიზანია გაზარდოს მისი საკრედიტო რესურსების ბენეფიციარის სანდობა კაპიტალის ბაზარზე, რათა მან შეძლოს დამოუკიდებლად მოიპოვოს საჭირო დაფინანსება.

ფონდის ფინანსური ინსტრუმენტებია:

- Stand-by agreement – 12-18 თვიანი კრედიტი მოკლევადიანი პრობლემების დასაძლევად;
- The Extended IMFs Facility - სტრუქტურული ეკონომიკური პრობლემების დასაძლევად, რომელიც გამოწვეულია სუსტი ეკონომიკური დაგეგმვით. როგორც წესი კრედიტის ხანგრძლივობა შეადგენს 3-4 წელს;

- The Poverty Reduction and Growth facility - დაბალპროცენტიანი სესხები ღარიბი ქვეყნებისთვის;
- The Supplemental Reserve Facility - მოკლევადიანი სესხები კრიზისის პერიოდში;
- Contingent Credit Line - ერთი ქვეყნიდან სხვა სახელმწიფოებში გავრცელებადი კრიზისების დასაძლევად;
- Emergency Assistant - სამხედრო კონფლიქტების ან მოულოდნელი სტიქიური უბედურებების შედეგების დასაძლევად.

გარდა ზემოაღნიშნულისა, ფონდი ახორციელებს საფინანსო და მონეტარული პოლიტიკის, მარეგულირებელი და საგადასახადო პოლიტიკის ტექნიკურ დახმარებას. აღნიშნული პროცედურების მიზანია გააუმჯობესოს განვითარებადი ქვეყნების უნარი, მართონ მაკროეკონომიკური პოლიტიკა. ფონდი ასევე ახორციელებს საკონსულტაციო და გადამზადებით მისიებს შესაბამისი პროფილის საჯარო მოხელეების ცოდნის გაღრმავების მიზნით.

გარდა ზემოაღნიშნული დახმარებებისა, ფონდი მნიშვნელოვან სამუშაოს ასრულებს საფინანსო სფეროს მართვის სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად მსოფლიო მასშტაბით. მსოფლიო ბანკთან ერთად შემუშავებულ იქნა სტანდარტები, რომელიც სახელმწიფოებსა და ფინანსურ ინსტიტუტებს აძლევს საშუალებას გაზარდოს გამჭვირვალობა და შეამციროს კორუფციის დონე. ფონდმა ასევე შეიმუშავა სტატისტიკური ინფორმაციის შეკრებისა და დამუშავების მეთოდოლოგია, რომელიც მნიშვნელოვან დახმარებას უწევს დაინტერესებულ მხარეებს საფინანსო სისტემის მდგომარეობის ლოკალურ და გლობალურ დონეზე რაციონალურად შესაფასებლად.

### **კამათი საეთაშორისო სავალუტო ფონდის ირგვლივ**

საბჭოთა კავშირის დაშლის შემდეგ, დასავლეთის განვითარებულ ქვეყნებში არსებული მიდგომები ბაზრის ლიბერალიზაციასთან, პრივატიზაციასთან, ფისკალურ პოლიტიკასა და თავისუფალ ვაჭრობასთან დაკავშირებით, სწორედ ფონდის მეშვეობით იქნა ექსპორტირებული პოსტ-საბჭოთა სივრცის ქვეყნებში.

ფონდის სტრატეგია გამოიხატება ათ საკვანძო პოსტულატში, რომელიც ვაშინგტონის კონსესუსის სახელით არის ცნობილი:

- ფისკალური დისციპლინა (სახელმწიფო ხარჯების ოპტიმიზაცია);
- საბიუჯეტო სახსრების გადამისამართება განათლებაში, ჯანდაცვასა და ინფრასტრუქტურაში;
- საგადასახადო რეფორმა (საგადასახადო ბაზის ზრდის ხელშეწყობა, დაბეგვრის განაკვეთების შემცირება);
- საპროცენტო განაკვეთების ფორმირების პროცესის გაჯანსაღება საბაზრო პრინციპების მიხედვით;
- კონკურენტუნარიანი გაცვლითი კურსის უზრუნველყოფა;
- ვაჭრობის ლიბერალიზაცია (ქვოტებისა და ტარიფების ელიმინაცია);
- პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისადმი გახსნილი გარემოს ფორმირება;
- სახელმწიფო საწარმოების პრივატიზაცია;
- დერეგულაცია;
- კერძო საკუთრების უფლების სამართლებრივი უსაფრთხოების უზრუნველყოფა.

ვაშინგტონის კონსესუსმა არაერთგვაროვანი რეაქციები გამოიწვია საზოგადოებაში. კერძოდ, კრიტიკოსების თავდასხმის ობიექტად იქცა ოთხი ურთიერთდაკავშირებული ასპექტი:

1. კრიტიკის ობიექტი გახდა ფონდის საკრედიტო ინსტრუმენტების პირობები. მაგალითად, ნობელის პრემიის ლაურიატი სტიგლიცი, რომელიც ასევე წლების მანძილზე იყო მსოფლიო ბანკის მთავარი ეკონომისტი, აღნიშნავდა, რომ არსებული საკრედიტო ინსტრუმენტების პირობები ბევრად აღემატება ტრადიციული კრედიტის შინაარსს, სადაც კრედიტორი დაინტერესებულის გასესხებული სახსრების უსაფრთხოებით, მისი თანმხლები პირობების გათვალისწინებით იგი უფრო პოლიტიკური ინსტრუმენტია, ვიდრე საკრედიტო. მაგალითისათვის მას მოჰყავს კორეის ცენტრალური ბანკის 1997 წლის პოლიტიკა, როცა აზიის ფინანსური კრიზისის ფონზე ბანკი ფოკუსირებული იყო

ინფლაციასთან ბრძოლაზე, არა იმიტომ, რომ მონეტარულმა პოლიტიკამ გამოიწვია კრიზისი, არამედ ფონდის ექსპერტების გადაწყვეტილების გამო, რომ ინფლაციასთან ბრძოლა უნდა ყოფილი ცენტრალური ბანკის პოლიტიკა. სტიგლიცის მიხედვით, ფონდის მიერ შემუშავებული მსგავსი რეკომენდაციების ნაწილის განხორციელება უბრალოდ შეუძლებელია, რადგან მეტად ძლიერია ამ რეფორმების მიმართ ოპოზიციური განწყობები ლოკალურად, სახელმწიფოს დონეზე.

2. კრიტიკოსებს მიაჩნიათ, რომ საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ ვაშინგტონის კონსესუსის განხორციელება ხშირად მოკლებულია ცალკეული სახელმწიფოს სპეციფიკის გაზიარებას. შესაბამისად, მისი განხორციელება რთული და ზოგჯერ კონტრპროდუქტიულია. სტიგლიცის მიხედვით, ფონდის ეკონომისტები, საჯარო მოხელეების გადამზადებისას შაბლონური სტილის ახდენენ სრულიად განსხვავებული სახელმწიფოების ერთი და იმავე ცოდნით აღჭურვას. ამ ეკონომისტებს არასოდეს უცხოვრიათ ამ ქვეყნებში და ვაშინგტონიდან, წარმოდგენების მიხედვით ხელმძღვანელობენ. მათ ადგილზე არსებული პოლიტიკური მდგომარეობის შესახებ ზოგადი წარმოდგენაც კი არ აქვთ. როდესაც კრიზისი იჩენს თავს, ფონდი მაშინვე ადგილობრივი ხელისუფლებისაკენ იშვებს ხელს.

3. კრიტიკის ერთ-ერთი ობიექტია პრივატიზაციის პროცესი. სტიგლიცი აღნიშნავს, რომ ეს უკანასკნელი ფონდის „საბაზრო ფუნდამენტალიზმის“ შედეგია. ფონდს ბრმად სჯერა თავისუფალი ბაზრის და იგნორირებას უკეთებს პრივატიზაციის მოსამზადებელ ეტაპებს. ხოლო კერძო მფლობელები, ძირითადად დაინტერესებულნი არიან რა კომპანიის ეფექტიანობით და ხშირ შემთხვევაში მკვეთრად ამცირებენ შეძენილი ორგანიზაციის შტატებს. (მინდა შევნიშნო, რომ მიუხედავად ზემოხსენებული ეკონომისტის ცნობადობის დონისა, მისი ეს უკანასკნელი შეხედულება თავისუფალ ბაზართან მიმართებაში საკითხის უტრირებაა და მეტი არაფერი). პრივატიზაციის პროცესის „მომზადება-არ მომზადების“ საკითხს თავისუფალ

ბაზართან არანაირი კავშირი არ აქვს. ეს ფორმალური საკითხია და ხელისუფლების კვალიფიკაციაზე და პატიოსნებზეა დამოკიდებული. ხოლო, რაც შეეხება კერძო მფლობელთა დაინტერესებას ორგანიზაციის ეფექტიანობაში, ეს სრულიად ჯანსაღი და ბუნებრივი პროცესია. სწორედ ეს არის კაპიტალიზმის უპირატესობა სოციალიზმთან მიმართებაში.

4. კრიტიკოსთა ნაწილი აღნიშნავს, რომ ფონდი დახურულია კრიტიკისათვის და საკუთარი პოლიტიკის შემუშავებისას არ ითვალისწინებს განსხვავებულ მოსაზრებებს. მაგალითისათვის, სტიგლიცი აღნიშნავს, რომ ფონდსა და სახელმწიფოს შორის დადებული საკრედიტო შეთანხმება საიდუმლოა და მისი პირობები უცნობი რჩება ამ ქვეყნის მოსახლეობისათვის. ამასთან, ხშირ შემთხვევაში, ბენეფიციარი სახელმწიფოები უუნარონი არიან კითხვის ნიშნის ქვეშ დააყენონ ფონდის პოლიტიკა მათ ქვეყანასთან მიმართებით.

ფონდის ზოგიერთო კრიტიკოსი უფრო შორს მიდის და ამბობს, რომ საერთაშორისო საფინანსო სისტემა ზოგადად, არის კორუმპირებული და უსამართლო. ისინი არა მხოლოდ ვაშინგტონის კონსესუსს აკრიტიკებენ, არამედ ზოგადად მის არსებობასაც. მათი აზრით, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, მსოფლიო ბანკი და ვაჭრობის მსოფლიო ორგანიზაცია მხოლოდ განვითარებული ქვეყნებისა და მულტინაციონალური კორპორაციების ინტერესებს ემსახურებიან და აღარიბებენ დანარჩენ სამყაროს. ამ უკანასკნელთა შეფასებით, როდესაც ადამიანთა კეთილდღეობა, თვით ყველაზე მოწყვლადი ადამიანების ჩათვლით უფრო პრიორიტეტული იქნება, ვიდრე კორპორაციული მოგება, ჩვენ მივაღწევთ სამართლიანი სამყაროს ფორმირების დასაწყისს. აღნიშნული მოსაზრებების მატარებელ ჯგუფს მიაჩნია, რომ დაუყოვნებლივ უნდა გაუქმდეს საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, ჩამოიწეროს და განუღებოს განვითარებადი ქვეყნების სუვერენული ვალდებულებები.

უკანასკნელ აბზაცში გამოთქმულ მოსაზრებებისა და შეფასებების მიღმა სოციალიზმის აჩრდილი დგას. სოციალისტური და ანტიკაპიტალისტური მენტალიტები ამოძრავებს ამ მოწოდებებს თანასწორობისა და კეთილდღეობის

შესახებ, რომლის საბოლოო დანიშნულების წერტილიც დიქტატურა და ტირანიაა. (იხ. ნობელიანტი ეკონომისტისა და ფილოსოფოსის ფრიდრიხ ფონ ჰაიეკის ნაშრომი - „Road to Serfdom“)

### **მსოფლიო ბანკი, სტრუქტურა**

რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკის თავდაპირველ მიზანს, ომისშემდგომი ევროპის ეკონომიკის აღდგენა წარმოადგენდა. მიზნის მიღწევის პარალელურად ვითარდებოდა ბანკის სტრუქტურა და შესაძლებლობები. დროთა განმავლობაში მის სტრუქტურაში კიდევ ოთხი ორგანიზაცია დაფუძნდა: IDA - განვითარების საერთაშორისო ასოციაცია, IFC - საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია, MIGA - მულტინაციონალური ინვესტიციების უსაფრთხოების სააგენტო, ICSID - საინვესტიციო კონფლიქტების გადაწყვეტის საერთაშორისო ცენტრი.

IBRD და IDA ძირითადად ოპერირებენ საჯარო და მონეტარული პოლიტიკის სფეროებში. განვითარებულ ქვეყნებს აწვდიან გრანტებს, უპროცენტო სესხებსა და დაბალპროცენტო კრედიტებს. ასევე მაკროეკონომიკური რჩევებისა და კვლევების საშუალებით მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენენ ბენეფიციარი ქვეყნების ეკონომიკურ პოლიტიკაზე. მსოფლიო ბანკის ჯგუფში შემავალი დანარჩენი სამი ორგანიზაციის საქმიანობის ძირითად სფეროს კერძო სექტორი წარმოადგენს, კერძოდ მათი დაფინანსება, სადაზღვევო სერვისების შეთავაზება და საინვესტიციო დავების გადაწყვეტა.

### **მმართველობა**

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მსგავსად, მსოფლიო ბანკი დირექტორთა საბჭოს მიერ იმართება, რომელიც, თავის მხრივ, წევრი ქვეყნების თითო წარმომადგენლით არის დაკომპლექტებული. რაც შეეხება ხმის უფლებას, მისი წონა პირდაპირ დამოკიდებულია წევრი ქვეყნის წლიურ კონტრიბუციაზე ბანკის კაპიტალში. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მსგავსად, ბანკის უმსხვილეს კონტრიბუტორს ამ შემთხვევაშიც აშშ წარმოადგენს და შესაბამისად,

მის ხმას ყველაზე დიდი წონა გააჩნია. გადაწყვეტილებები კონსესუსის საფუძველზე მიიღება.

ბანკის ყოველდღიურ საქმიანობას 24 აღმასრულებელი დირექტორი უძღვება. აღნიშნულ დირექტორთა შორის ხუთი მუდმივი დირექტორის სკამი ეკუთვნის: აშშ, ბრიტანეთს, გერმანიას, საფრანგეთსა და იაპონიას. დანარჩენი 19 დირექტორი აირჩევა წევრი ქვეყნების მიერ. ბანკს ხელმძღვანელობს პრეზიდენტი, ამჟამად ბატონი ჯიმ იონგ კიმი. ვიცე პრეზიდენტები უძღვებიან ბანკის საქმიანობას ექვსივე რეგიონში - აფრიკა; აღმოსავლეთ აზია და ოკეანეთი; ევროპა და ცენტრალური აზია; ლათინური ამერიკა და კარიბის ქვეყნები; შუა აზია და ჩრდილოეთ აფრიკა; სამხრეთ აზია. გარდა ამისა, ბანკის სტრუქტურულ ერთეულებს განეკუთვნებიან: საფინანსო, სიღარიბის შემცირების, ინფრასტრუქტურისა და კერძო სექტორის განვითარების დანაყოფები. სულ მსოფლიო ბანკს 10 000-ზე მეტი თანამშრომელი ჰყავს და ფლობს 100-მდე ოფისს. სათაო ოფისი განთავსებულია ვაშინგტონში.

## **IBRD**

ბანკის მისიაში დეკლარირებულია ბანკის მიზნები, სესხების, გარანტიებისა და სარეკომენდაციო ხასიათის რჩევების მიწოდებით შეამციროს სიღარიბე საშუალო შემოსავლიან და ღარიბ ქვეყნებში. მსოფლიო ბანკი აფინანსებს ინფრასტრუქტურის მშენებლობას, სტიქიური უბედურებების სალიკვიდაციო სამუშაოებს, ჰუმანიტარულ დახმარებებს, სიღარიბის შემცირებას, გენდერულ თანასწორობას, განათლებას და გრძელვადიანი განვითარების პროგრამებს. ბანკი ასევე ხელს უწყობს სოციალურ რეფორმებს რათა წახალისოს ეკონომიკური განვითარება. აშენებს სკოლებსა და სამედიცინო დაწესებულებებს, სასმელი წყლის სისტემებსა და ელექტროენერჯის წარმოებას.

2000 წლის შემდეგ მსოფლიო ბანკი მოწოდებული მილენიუმის განვითარების მიზნების შესასრულებლად, რომელიც, თავის მხრივ, შეიმუშავა გაერთიანებული ერების ორგანიზაციამ და აქვს შემდეგი სახე:

1. შიმშილისა და უკიდურესი სიღარიბის დაძლევა;

2. უნივერსალური საბაზისო განათლების უზრუნველყოფა;
3. გენდერული თანასწორობის მიღწევა;
4. ბავშვთა სიკვდილიანობის შემცირება;
5. ფსიქიკური ჯანმრთელობის გაუმჯობესება;
6. შიდსის, მალარიისა და სხვა მსგავსი დაავადებების წინააღმდეგ ბრძოლა;
7. გარემოს დაცვა;
8. გლობალური თანამშრომლობის განვითარება.

მსოფლიო ბანკის სესხებს ორი ძირითადი მიმართულება გააჩნია: 1) საინვესტიციო სესხები პროდუქციისა და მომსახურების მწარმოებელ პროექტებში, რომელიც სახელმწიფო სოციალური და ეკონომიკური განვითარებისთვის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია. 2) რეფორმებისა და სახელმწიფო პოლიტიკის მხარდაჭერისათვის განკუთვნილი სასესხო ინსტრუმენტები.

მსოფლიო ბანკის სესხების ძირითად წყაროს კაპიტალის საერთაშორისო ბაზარი წარმოადგენს. ბანკი აქტიურად ყიდის საკუთარ ობლიგაციებს, რომლის ძირითადი მომხმარებლებიც საპენსიო ფონდები და ინსტიტუციური ინვესტორები არიან.

მსოფლიო ბანკის მთლიანი ფონდების ნახევარს წევრი ქვეყნების გრანტები შეადგენს, ხოლო მეორე ნახევარს - თავად ბანკის ოპერაციების შედეგად მოზიდული ფონდები და მიღებული მოგება. აღსანიშნავია, რომ ბანკის მიერ მიღებული მოგება ისევ ბანკის მიზნებისა და ბენეფიციარი ქვეყნების დასაფინანსებლად მიემართება. იგი არ წარმოადგენს კლასიკური ტიპის მოგებაზე ორიენტირებულ ორგანიზაციას, რომელიც მიღებულ მოგებას აქციონერებზე ანაწილებს.



## განვითარების საერთაშორისო ასოციაცია IDA

განვითარების საერთაშორისო ასოციაცია მსოფლიო ბანკმა დააფუძნა 1960 წელს და მისი მიზანი იყო დამატებითი დახმარება გაეწია განვითარებადი ქვეყნების უღარიბესი ნაწილისთვის. მსოფლიო ბანკის საკრედიტო ინსტრუმენტებზე უფრო ლიბერალური პირობების შეთავაზების მიზნით ასოციაციამ შექმნა სპეციალური საკრედიტო ინსტრუმენტები. კერძოდ, საუბარია ნულოვანი საპროცენტო განაკვეთის სესხებზე, რომელიც 35-40 წლის ვადით გაიცემა და საშელავათო პერიოდი შეადგენს 10 წელს. ამჟამად ასოციაციის წევრები შორის არიან გაერთიანებული ერების 169 წევრი ქვეყანა და კოსოვო.

ბენეფიციარი ქვეყნების დახმარების მიზნით ასოციაციამ შეიმუშავა ოპერირების ჩარჩო, რომელიც ექვს ძირითად პრინციპს ემყარება:

1. ასოციაცია ცდილობს მაკროეკონომიკური პოლიტიკის საშუალებით ხელი შეუწყოს ეკონომიკურ ზრდას, განსაკუთრებით აგრო და კერძო სექტორების განვითარებას;
2. ასოციაცია ფოკუსირებულია გენდერული თანასწორობისა და საზოგადოებრივი ჯანდაცვის საკითხებზე;
3. საჯარო მმართველობის დახვეწის მიზნით ორგანიზაცია ეხმარება წევრ ქვეყნებს მმართველობის გაუმჯობესებასა და კორუფციასთან ბრძოლაში
4. ორგანიზაცია ხელს უწყობს და ახალისებს პროექტების განვითარებას, რომლებიც არ აზიანებენ გარემოს;
5. ასოციაცია ხელს უწყობს აღდგენით პროცესს პოსტ-კონფლიქტურ სახელწმიფოებში;
6. ასოციაცია ხელს უწყობს რეგიონული ვაჭრობის განვითარებას, რათა გააღრმავოს ეკონომიკურ ინტეგრაცია.

## საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია IFC

საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია შეიქმნა 1956 წელს. დღეისათვის იგი წარმოადგენს განვითარებად ქვეყნებში კერძო სექტორის პროექტების დამფინანსებელ ყველაზე მსხვილ საჯარო ფონდს. IBRD-სა და IDA-ს მსგავსად,

IFC აფინანსებს ისეთ პროექტებს, როგორცაა სასტუმროებისა და ელექტროსადგურების მშენებლობა. კორპორაცია ახორციელებს აქტიურად ოპერირებს კერძო სექტორში, ეხმარება კომპანიებს კაპიტალის ბაზარზე მოიძიონ დამატებითი დაფინანსება. ასევე უწევს საკონსულტაციო და ტექნიკური ტიპის დახმარებას.

მაგალითად, კოლუმბიაში კორპორაციამ დააფინანსა ნავთობმოპოვებით სამუშაოები მაგდალენას ველზე, პროექტზე 30 მილიონი აშშ დოლარის კრედიტი თავად აქვს გაცემული, ხოლო დამატებითი 25 მილიონი აშშ დოლარის სესხის ორგანიზება მოახდინა სხვადასხვა კორპორაციების დაინტერესებით.

### **მულტინაციონალური ინვესტიციების უსაფრთხოების სააგენტო (MIGA)**

სააგენტო შეიქმნა 1988 წელს, რომლის მიზანია განვითარებად ქვეყნებში განხორციელებადი პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისათვის გარანტიების შექმნა. ძირითადად ორგანიზაცია დაკავებულია პოლიტიკური რისკების დაზღვევით, რაც მნიშვნელოვან დახმარებას უწევს როგორც კრედიტორს, ასევე ბენეფიციარს, შეასრულონ შეთანხმებით ნაკისრი ვალდებულებები. ამ მექანიზმის არსებობა განვითარებად ქვეყნებს ეხმარება პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისათვის მიმზიდველი გარემოს ფორმირებაში, რაც არსებითად მნიშვნელოვანია მდგარდი განვითარების მისაღწევად.

სააგენტოს წევრობა შეუძლია მსოფლიო ბანკის ჯგუფის წევრ ნებისმიერ ქვეყანას. ამჟამად წევრთა რაოდენობა შეადგენს 175. სააგენტოს მართავს მმართველთა საბჭო. შექმნის დღიდან სააგენტოს დაზღვეული აქ 20,9 მილიარდი აშშ დოლარის ოდენობის პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები 100-მდე განვითარებად ქვეყანაში. საუბარია ინვესტიციებზე, რომელიც ამ მექანიზმის გარეშე განხილვას არ დაექვემდებარებოდა.

### **საინვესტიციო დავების გადაწყვეტის საერთაშორისო ცენტრი**

ცენტრი მსოფლიო ბანკმა დააფუძნა 1966 წელს, რათა განვითარებად ქვეყნებში განხორციელებულ ინვესტიციებთან დაკავშირებული დავების გადასაწყვეტად შეექმნა ავტორიტეტული და ობიექტური ინსტრუმენტი. ცენტრი

ეწევა საარბიტრაჟო სერვისის მიწოდებას დაინტერესებული მხარეებისთვის. ორგანიზაციის წევრი ქვეყნებისთვის, ცენტრის მიერ გამოტანილი გადაწყვეტილება სავალდებულოა აღსასრულებლად. ცენტრს ხელმძღვანელობს მსოფლიო ბანკის პრეზიდენტი. ამჟამად ცენტრის შემადგენლობაშია გაერთიანებული ერების წევრი 143 ქვეყანა და კოსოვო.

### **მსოფლიო ბანკის კრიტიკა**

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მსგავსად, მსოფლიო ბანკიც არაერთხელ გამხდარა კრიტიკის ობიექტი. კრიტიკოსთა ნაწილი მიიჩნევს, რომ მსოფლიო ბანკი და საერთაშორისო სავალუტო ფონდი ტანდემში მოქმედებენ და ღარიბ ქვეყნებს მულტინაციონალური კორპორაციების მონობისთვის ამზადებენ.

მსოფლიო ბანკს ხშირად სდებენ ბრალს, რომ მის მიერ დაფინანსებული პროექტები არ ითვალისწინებენ მოსალოდნელ უარყოფით სოციალურ ეფექტებსა და ზიანს, რომელიც გარემოს ადგება მათი განხორციელების შედეგად. მაგალითად, მსოფლიო ბანკმა 1981 წელს ბრაზილიაში დააფინანსა პროექტი „Polonoroeste Development Program“, რომელმაც მნიშვნელოვანი ზიანი მიაყენა რონდონიას ბუნებრივ გარემოს, გამოიწვია მასობრივი მიგრაცია და სტიქიური უბედურებები. მსოფლიო ბანკის მიერ დაფინანსებულმა დამბის მშენებლობის პროექტმა ინდოეთში 1978-1993 წლებში გამოიწვია ადამიანთა იძულებითი გადასახლება მდინარე ნარმადას ხეობიდან. დამბის მშენებლობის შემდეგ, ტერიტორია რომელიც ჯერ კიდევ პრეისტორიული ხანიდან დამბის მშენებლობამდე დასახლებას წარმოადგენდა, მთლიანად განადგურდა.

მსოფლიო ბანკსა და საერთაშორისო ბანკს ასევე ბრალს სდებენ განვითარებადი ქვეყნების სუვერენული ვალის ზრდაში. მათი შეფასებით, ბანკი განვითარებადი ქვეყნების დახმარების მოტივით აკრედიტებს მათ ეკონომიკას და აიძულებს საკუთარი რეკომენდაციების აღსრულებას. კრიტიკოსების აზრით, უკანასკნელი ოცი წლის მანძილზე ამ ორგანიზაციების მიერ განვითარებად ქვეყნებზე გაცემული სესხების მასშტაბები ბენეფიციარ ქვეყნებს პერმანენტულ ვალდებულებაში ყოფნისათვის სწირავს, რადგან მათ ფაქტობრივად საკრედიტო

მახეში აბამს. მაგალითისათვის მოჰყავთ შემდეგი სტატისტიკა: მოსახლეობის ერთ სულზე საჭარის უდაბნოს სამხრეთის ქვეყნების (გარდა სამხრეთ აფრიკისა) მთლიანი ეროვნული შემოსავალი 308 აშშ დოლარია, ხოლო საგარეო ვალი - 365 აშშ დოლარი.

### ვალის ჩამოწერა

მსოფლიოს ღარები ქვეყნების უმეტესობამ სუვერენული ვალის დიდი ნაწილი 1970-1980-იანი წლების ნავთობის გლობალური კრიზისის პერიოდში დააგროვა. აღსანიშნავია, რომ ამ პერიოდის ექსპერტების უმეტესობა ღარიბ ქვეყნებს მოუწოდებდა აეღოთ ვალი მსოფლიო ბანკისაგან, რათა მოეხდინათ ეკონომიკის ინდუსტრიალიზაცია და ინვესტიციები განეხორციელებინათ ინფრასტრუქტურაში, იმპორტი ჩაენაცვლებინათ ადგილობრივი წარმოებით.

სამწუხაროდ, დაბალმა სამომხმარებლო ფასებმა შეამცირა ღარიბი ქვეყნების საექსპორტო პროდუქციის ფასები, ხოლო ნავთობის მაღალმა ფასებმა გააძვირა მათი იმპორტი, რაც საბოლოო ჯამში გახდა სუვერენული ვალის ზრდის ძირითადი მიზეზი. დამატებით უნდა აღინიშნოს, რომ ამ პერიოდის ღარიბი და საშუალო შემოსავლების მქონე ქვეყნებისათვის დამახასიათებელი იყო არა მხოლოდ სავაჭრო არამედ საბიუჯეტო დეფიციტიც. კორუფციამ და საჯარო მმართველობის ეფექტიანობის დაბალმა დონემ გაართულა და ეფექტიანობა დაუკარგა სახელმწიფოს მიერ აღებული ვალის რაციონალურად გამოყენებას, რაც კიდევ უფრო ართულებდა არამიზნობრივად დახარჯული სესხების მომსახურებას. დაიწყო ე.წ. საკრედიტო მახის პროცესი, ღარიბი ქვეყნები იღებდნენ ახალ სესხებს ძველი ვალდებულებების მომსახურებისათვის.

აღნიშული ქვეყნების ძირითადი კრედიტორები იყვნენ მსოფლიო ბანკი და საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, რადგან კერძო კრედიტორებისთვის ეს ქვეყნები ზედმეტად სარისკო შემთხვევებს წარმოადგენდნენ. პრობლემის სიმძიმისა და მნიშვნელობის გაცნობიერების შემდეგ, 1988 წელს მსოფლიო ბანკმა დაიწყო რიგი სესხების ჩამოწერა. 1994 წელს 15 მილიარდ აშშ დოლარზე მეტი

სესხი იქნა ჩამოწერილი მხოლოდ აფრიკული ქვეყნებისთვის. თუმცა, რეგიონს კვლავ რჩებოდა 235 მილიარდ აშშ დოლარზე მეტი მოცულობის ვალდებულებები.

1996 წელს მსოფლიო ბანკმა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა შექმნეს ე.წ. „Heavily Indebted Poor Country Initiative“, რითაც აღიარეს ვალდებულებების ჩამოწერის აუცილებლობა. ამ ინიციატივის ფარგლებში, ბენეფიციარი ქვეყნები ვალდებულნი იყვნენ გაეტარებინათ რიგი რეფორმები, ძირითადად პრივატიზაციისა და ჩქარებისა და სამართლებრივი სისტემის განვითარების მიმართულებით. მოთხოვნები იყო ძალიან მკაცრი და 1988 წლისათვის, შესაძლო 40 ქვეყნიდან მხოლოდ ორმა მიიღო მონაწილეობა აღნიშნულ ინიციატივაში. 1999 წელს მსოფლიო ბანკმა კიდევ უფრო გააფართოვა აღნიშნული პროგრამა, თუმცა კრიტიკოსთა მღელვარება მაინც არ ჩაცხრა. საზოგადოებრივი წნეხი, გაძლიერების შედეგად 2005 წელს, დიდი რვიანის შეხვედრაზე მიღებული გადაწყვეტილების შედეგად, 18 სახელმწიფოს ჩამოეწერა საერთაშორისო სავალუტო ფონდის, მსოფლიო ბანკისა და აფრიკის განვითარების ბანკის ვალდებულებები.

## **BRICS**

1997 წელს, აზიის საფინანსო კრიზისის გარიჟრაჟზე, ბრაზილია, რუსეთი, ინდოეთი, ჩინეთი და სამხრეთ აფრიკა მსოფლიოს მშპ-ის მხოლოდ 17%-ს ქმნიდნენ, მაშინ როცა 2015 წლის ანალოგიური პარამეტრი 30%-ს შეადგენს. ცალკე აღნიშვნის ღირსია ჩინეთი, რომლის წილიც მსოფლიო მშპ-ში 2015 წლისათვის უკვე ცალკე აღებული შეადგენდა 17%. მიუხედავად იმისა, რომ აშშ კვლავ რჩევა მსოფლიოს უდიდეს ეკონომიკად, ამ პერიოდის განმავლობაში მისი წილი მსოფლიო მშპ-ში 5 პროცენტული პუნქტით შემცირდა, ხოლო ერთ დროს მსოფლიოს მეორე ეკონომიკის, იაპონიის წილი მსოფლიო ეკონომიკაში 2015 წლისთვის მხოლოდ 4,5%-ს შეადგენდა. მსოფლიო ეკონომიკაში არსებული ძალთა ბალანსის ასეთმა ცვლილებამ, ბუნებრივი და ლოგიკური პროცესები გამოიწვია. BRICS-ს ქვეყნებს გაუჩნდათ ლეგიტიმური სურვილი, მსოფლიო ეკონომიკაში მათი პოზიციების გაუმჯობესება, ანალოგიურად ასახულიყო საერთაშორისო

საფინანსო ინსტიტუტების მმართველობაში, სადაც დასავლეთის განვითარებული ქვეყნების და აშშ-ის დომინირება ურყევ მოცემულობად რჩებოდა.

BRICS-ის მიერ საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების წინაშე დაყენებული მოთხოვნები ორ ნაწილად შეგვიძლია გავყოთ: 1) ხმის უფლებებს შორის არსებული ძალთა ბალანსის გადახედვა და მიმდინარე პოზიციების გათვალისწინება; 2) SDR სავალუტო კალათის გაფართოება.

### **მმართველობითი სტრუქტურის საკითხი**

2008-2010 წლებში რეფორმა გატარდა მსოფლიო ბანკისა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მართვის ხმის უფლების განაწილების მიმართულებით. შედეგად, განვითარებადი ქვეყნების დიდი ოცეულის მთლიანი ხმის უფლება ფონდში 27,74%-მდე, ხოლო მსოფლიო ბანკში - 18,62 %-მდე გაიზარდა. ხმათა ასეთი გადანაწილება ნიშნავდა, რომ განვითარებადი ქვეყნების „დიდ ოცეულს“ ექნებოდა უფრო მეტი ხმის უფლება, ვიდრე ევროპის დიდ ოცეულს. მხოლოდ საერთაშორისო სავალუტო ფონდში, ჩინეთის ხმის უფლება 3%-ზე ნაკლებიდან 6%-ზე მეტამდე გაიზარდა, ამ პროპორციით იგი გახდა ფონდის მესამე უმსხვილესი აქციონერი. ზოგადად, ცვლილებების შედეგად, BRICS სახელმწიფოები ორივე საერთაშორისო ორგანიზაციის ათ უმსხვილეს აქციონერთა შორის დაიმკვიდრეს ადგილი.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მართვის საკითხისათვის ქვოტა წარმოადგენს საკვანძო საკითხს. იგი განსაზღვრავს სახელმწიფოს კონტრიბუციას ფონდში და ხმის უფლებათა რაოდენობას. ასევე, ქვოტაზე დამოკიდებული სესხის მოცულობა, რომელიც ფონდიდან შეიძლება მიიღოს წევრმა სახელმწიფომ. 2008 წელს ფონდმა განახორციელა ქვოტის ფორმულის გადახედვა, თუმცა რეფორმამ სრულად არ ასახა BRICS ქვეყნების მოთხოვნები.

BRICS ქვეყნებმა, ჯერ კიდევ 1997 წელს მოითხოვეს ქვოტის არსებული ფორმულის რეფორმირება, როცა ფონდის მიერ ტაილანდის, ინდონეზიისა და სამხრ. კორეის მიმართ დაწესებული მოთხოვნები ზედმეტად მკაცრი აღმოჩნდა. აღსანიშნავია, რომ ახალ ფორმულაში მნიშვნელოვნად გაიზარდა მშპ-ის წონა, რაც

სწრაფად ზრდად ეკონომიკას აძლევს საშუალებას მიღწეული წარმატება ასახოს მის მდგომარეობაზე ფონდში.

ქვოტის ფორმულა:

$$CQS=(0,5 Y + 0,3 O + 0,15 V + 0,05R)^k$$

სადაც:

CQS - ქვოტა;

Y - მშპ-ს ნაზავი, საბაზრო განაკვეთით (60%) და მყიდველობითი უნარის პარიტეტით (40%). საანგარიშო პერიოდი შეადგენს 3 წელს;

O - მიმდინარე გადასახდელებისა და შემოსულობების ჯამის (პროდუქცია, მომსახურება, შემოსავლები და ტრანსფერები) საშუალო წლიური პარამეტრი. საანგარიშო პერიოდი შეადგენს ხუთ წელს;

V - მიმდინარე შემოსულობებისა და წმინდა კაპიტალური ნაკადების ვარიაცია (იზომება როგორც სტანდარტული გადახრა სამწლიანი ტრენდისა ცამეტწლიან პერიოდთან მიმართებაში);

R - თორმეტი თვის საშუალოს თანაფარდობა ოფიციალური რეზერვების წლიურ მაჩვენებელთან;

K - შეკუმშვის კოეფიციენტი.

უნდა აღინიშნოს, რომ რეზერვების ამსახველი პარამეტრისთვის მინიჭებული კოეფიციენტი აშკარა წინააღმდეგობაში მოდიოდა BRICS-ის ინტერესებთან. ასევე მათი ინტერესების საწინააღმდეგო შედეგი იყო ეკონომიკის გახსნილობის პარამეტრი O პარამეტრისთვის მაღალი კოეფიციენტის მინიჭება, რადგან ფორმულის მიხედვით, ევროკავშირის საზღვრებში განხორციელებული სავაჭრო ტრანზაქციები ქვეყნებს შორის ვაჭრობად ითვლება. BRICS ქვეყნები თვლიდნენ, რომ ერთ სავალუტო ზონაში განხორციელებული სავაჭრო ტრანზაქციები ამ ქვეყნების საგადასახდელო ბალანსს არანაირ პრობლემებს არ

შეუქმნიდა, მაშინ როცა განსხვავებული ვალუტების მქონე ქვეყნებს შორის ვაჭრობას შეიძლება გამოეწვია პრობლემები ამ მიმართულებით.

### **SDR-ის საკითხი**

2016 წლის ოქტომბერში, საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა ჩინური იუანი შეიყვანა SDR-ის სავალუტო კალათის შემადგენლობაში. SDR-ის სავალუტო კალათაში ვალუტის შესყვანად არსებობს ორ კრიტერიუმი: 1) ქვეყანა, რომლის ვალუტაც კვალიფიცირდება, როგორც SDR-ის კალათის კომპონენტი, აუცილებელია ფლობდეს მაღალ საექსპორტო პარამეტრებს; 2) კალათის შემადგენელი ვალუტა უნდა იყოს თავისუფლად გამოყენებადი (Freely Usable). 2015 წლის ნოემბრამდე, სწორედ ეს უკანასკნელი კრიტერიუმი ითვლებოდა მთავარ ხელისშემშლელ ფაქტორად ჩინური იუნანისთვის.

BRICS ქვეყნები ასევე აქტიურად ითხოვდნენ, რომ SDR-ის რეფორმირების პარალელურად განხორციელებულიყო აშშ დოლარის, როგორც ფაქტობრივად გამოყენებადი სარეზერვო ვალუტის ჩანაცვლება SDR-ით. 2011 წელს, განვითარებადი ქვეყნების დიდი ოცეულის სხვადასხვა პლატფორმამ არაერთგზის მიმართა სავალუტო ფონდს, და მოუწოდა გაეგრძელებინა SDR-ის შემდგომი რეფორმირება მისი მნიშვნელობის გაზრდისათვის. ბრაზილიის ფინანსთა მინისტრმა, 2011 წელს სავალუტო ფონდს მოუწოდა განვითარებადი ქვეყნების ვალუტების საშუალებით გაეფართოებინა SDR-ის სავალუტო კალათა, თუმცა, აღნიშნულ მოწოდებას მნიშვნელოვანი წინააღმდეგობა მოჰყვა სავალუტო ფონდის ძირითადი აქციონერების მხრიდან და საკითხი დაიხურა.

### **ალტერნატიული განვითარების გზები**

საკუთარი მოთხოვნების სრულად გაუზიარებლობის პარალელურად, BRICS სახელმწიფოებმა დაიწყეს აქტიური ნაბიჯების გადადგმა ალტერნატიული საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების შესაქმნელად. მათი ყველაზე მნიშვნელოვანი წარმატება აზიის ინფრასტრუქტურის საინვესტიციო ბანკის (AIB) ფორმირებაა. 2017 წლის მდგომარეობით, ბანკის შემადგენლობაში 57 წევრია, მათ შორის უმეტესობა 37 აზიის სახელმწიფოებს წარმოადგენს. აღსანიშნავია, რომ



მიუხედავად აშშ-ის ოფიციალური პირების უარყოფითი დამოკიდებულებისა, ბანკის წევრები გახდნენ შტატების პოლიტიკური მოკავშირეები: დიდი ბრიტანეთი, გერმანია, ავსტრალია და სამხრეთ კორეა. ბანკის კაპიტალი 100 მილიარდ აშშ დოლარს შეადგენს. ფუნქციების, სერვისებისა და მართვის თვალსაზრისით. ბანკი ფაქტობრივად მსოფლიო ბანკის თემატურ ანალოგს წარმოადგენს. კაპიტალის 33% ჩინეთის კონტრიბუციაზე მოდის და მასვე ეკუთვნის ხმის უფლების 28%. ჩინეთს ასევე გააჩნია დე-ფაქტო ვეტოს უფლება, რადგან გადაწყვეტილებების მიღებას სჭირდება ხმათა 2/3. ბანკის სათაო ოფისი განლაგებული პეკინში.

AIIB-ის მსგავსად, BRICS-ის კიდევ ერთ პირშოს წარმოადგენს “ახალი განვითარების ბანკი” NDB. ბანკის შექმნის ინიციატორი იყო ინდოეთი. ამჟამად ბანკის წევრები მხოლოდ BRICS ქვეყნებით შემოიფარგლებიან. ბანკის სათაო ოფისი განლაგებული შანხაიში. მიმდინარე ეტაპზე ბანკის აქციონერები ფლობენ თანაბარ 20%-იან წილებს, ხოლო ბანკის კაპიტალი 100 მილიარდი აშშ დოლარი. გაუნაწილებელი აქციები - მთლიანი აქციების 50%-ია. ბანკის მართვაში ხმის უფლება დამოკიდებულია წევრების შენატანებზე, რაც ბანკის მართვასთან მიმართებით აჩენს ჩინეთის გალიდერების საფუძვლიან მოლოდინს.

## კითხვები

- რა გარემოებებმა განაპირობეს საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შექმნა?
- როგორია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მისამართით გამოთქმული ძირითადი შენიშვნები?
- როგორია მსოფლიო ბანკის სტრუქტურა და მართვის მექანიზმი?
- რატომ აკრიტიკებენ მსოფლიო ბანკის საქმიანობას ზოგიერთ ქვეყანაში?
- რა საფინანსო ორგანიზაციები დააფუძნეს BRICS ქვეყნებმა?

## რეკომენდირებული ლიტერატურა:

- Aldo Caldari, Mariama Williams - Capacity of International Financial Institutions to Support Trade Liberalisation in Low-income and Vulnerable Countries. Common Wealth Foundation. 2004
- Ayse Kaya - BRICs and the International Financial Institutions: Voice and Exit. National University of Singapore March 2-3, 2017
- Lee Han-Hee - Role of International Financial Institutions in North Korea's Economic Development. Samsung Economic Research Institute 2009.
- Michel Camdessus – International Financial Institutions: Dealing with New Global Challenges. Sunday, September 25, 2005 Washington, D.C.
- Isabella Massa - Impact of multilateral development finance institutions on economic growth. Overseas Development Institute 2011.
- Ryan W. Galloway - Reforming International Financial Institutions: Should the IMF and World Bank Be Substantially Reformed? Samford University April 20, 2009
- UNCTAD secretariat – Trade Financing and Regional Financial Institutions from a South Perspective. 15 August 2012

## ნაწილი II

---

საერთაშორისო ფინანსების ძირითადი ელემენტები

---

## 7. საგადასახდელო ბალანსი

### შინაარსი

- საგადასახდელო ბალანსი
- საგადასახდელო ბალანსის კომპონენტები
- აღრიცხვის მეთოდები და პროცესი
- მიმდინარე ანგარიში
- კაპიტალური ანგარიში
- ფინანსური ანგარიში
- საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიცია



## საგადასახდელო ბალანსი

საგადასახდელო ბალანსი არის მაკროეკონომიკური (სტატისტიკური) ანგარიში, რომელიც სისტემური ფორმით ასახავს დროის განსაზღვრულ პერიოდში (კვარტალი, წელი) მოცემულ ეკონომიკასა და დანარჩენ მსოფლიოს შორის განხორციელებულ ეკონომიკურ ტრანზაქციებს. საქართველოს შემთხვევაში ინფორმაციის კლასიფიკაცია და კომპილაცია ხდება საერთაშორისო სტანდარტების, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის საგადასახდელო ბალანსისა და საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიციის სახელმძღვანელოს (მეექვსე რედაქციის) შესაბამისად.

სტრუქტურულად საგადასახდელო ბალანსი შედგება: მიმდინარე ანგარიშის, კაპიტალის ანგარიშისა და ფინანსური ანგარიშისაგან.

- მიმდინარე ანგარიში მოიცავს: საქონლითა და მომსახურებით ვაჭრობის ბალანსს, პირველადი შემოსავლებისა და მეორადი შემოსავლების ბალანსებს.
- კაპიტალის ანგარიშში აისახება: არამწარმოებლური არაფინანსური აქტივების შექმნა/გაცემა და კაპიტალური ტრანსფერები.
- ფინანსური ანგარიში მოიცავს: პირდაპირ ინვესტიციებს, პორტფელურ ინვესტიციებს, ფინანსურ წარმოებულებს, სხვა ინვესტიციებსა და სარეზერვო აქტივებს.

მიმდინარე ანგარიშისა და კაპიტალის ანგარიშის ჯამი წარმოადგენს მოცემული ეკონომიკის წმინდა დაკრედიტებას ან წმინდა ვალდებულებას დანარჩენი მსოფლიოს მიმართ. ის კონცეპტუალურად ფინანსური ანგარიშის წმინდა ბალანსის ტოლია.

ფინანსურ ანგარიშს დამატებული სხვა ცვლილებები (მარაგების გათვალისწინებით) გვიჩვენებს საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიციის ცვლილებას პერიოდის დასაწყისსა და პერიოდის ბოლოს შორის.

განარჩევნ საგადასახდელო ბალანსის წარმოდგენის ორ ფორმას: სტანდარტულს და ანალიტიკურს.

სტანდარტული ფორმით წარმოდგენის დროს, საგადასახდელო ბალანსში: საქონლის, მომსახურების, შემოსავალისა და ფინანსური ღირებულებების საგარეო ეკონომიკური ოპერაციები ჯგუფდება ეროვნულ ანგარიშთა სისტემისა და სხვა მაკროეკონომიკური სტატისტიკის სტანდარტული კლასიფიკაციის მსგავსად, რომლის შესაბამისად, საგადასახდელო ბალანსის ოპერაციების ბალანსი ნულის ტოლია.

საგადასახდელო ბალანსის ანალიტიკური ფორმა წარმოადგენს სტანდარტული საგადასახდელო ბალანსის მონაცემების რეორგანიზაციას, რის შედეგადაც გამოიყოფა საგადასახდელო ბალანსის სალდო, რომელიც საჭიროებს დაფინანსებას რეზერვების ხარჯზე, საერთაშორისო სავალუტო ფონდიდან ან სხვა საერთაშორისო ორგანიზაციებიდან კრედიტების მოზიდვას, ასევე სხვა განსაკუთრებულ დაფინანსებას (დაგროვილი დავალიანება, ვალის პატიება და ვალის რესტრუქტურირება და ა.შ. ).

### **საგადასახდელო ბალანსის ტერმინები**

**ეკონომიკური ერთეული** ითვლება რეზიდენტად, თუ მისი ეკონომიკური ინტერესის ცენტრი და მუდმივი ადგილსამყოფელი არის ქვეყნის ეკონომიკურ ტერიტორიაზე ერთ წელზე მეტი ხნის განმავლობაში. ამ შემთხვევაში მოქალაქეობა მხედველობაში არ მიიღება.

ითვლება, რომ ფიზიკურ ან იურიდიულ პირს აქვს ეკონომიკური ინტერესის ცენტრი ამა თუ იმ ქვეყანაში, როდესაც ქვეყნის ეკონომიკურ ტერიტორიაზე არსებობს მისი საცხოვრებელი ადგილი, წარმოების ადგილი ან სხვა უძრავი ქონება, რომელსაც აღნიშნული პირი იკავებს, ან განზრახული აქვს დაიკავოს, განუსაზღვრელი ვადით ან ხანგრძლივი პერიოდით (ერთი ან მეტი წლით).

საგადასახდელო ბალანსი (სბ) არ გულისხმობს „გადასახდელებს“ ამ სიტყვის ზოგადი გაგებით, არამედ იგი მოიცავს ტრანზაქციებს, რადგან

ზოგიერთი საერთაშორისო ტრანზაქცია არ გულისხმობს ფულის გადახდას (მაგალითად, ბარტერი), ზოგი კი საერთოდ არ მოითხოვს რაიმე სახით გადახდას (მაგალითად საჩუქარი ან უსასყიდლო დახმარება).

### აღრიცხვის მეთოდები და პროცესი

საგადასახდელი ბალანსში ოპერაციების აღრიცხვა წარმოებს ორმაგი ჩაწერის საბუღალტრო პრინციპის საფუძველზე. თითოეული ტრანზაქცია აღრიცხება ორი (ან მეტი) თანაბარი სიდიდის ჩანაწერით. ერთ–ერთი ჩანაწერი კეთდება კრედიტის მხარეს, ხოლო მეორე – დებეტის მხარეს. მაგალითად, საქონლის ექსპორტი საგადასახდელი ბალანსში აისახება როგორც ჩანაწერი ექსპორტის კრედიტის მუხლში და იმავე სიდიდის ჩანაწერი დებეტის მხარეს აქტივის მუხლში – „ნაღდი ფული და დეპოზიტები“. ამდენად, ყველა კრედიტისა და დებეტის სხვაობა ნულს უნდა უდრიდეს. თუმცა პრაქტიკაში, ხშირად საგადასახდელი ბალანსის ანგარიშები არ ბალანსდება რადგან, საგადასახდელი ბალანსის სხვადასხვა მუხლის შეფასება ხდება სხვადასხვა ინფორმაციის წყაროზე დაყრდნობით. შედეგად, ყველა კრედიტისა და დებეტის ჯამი ერთმანეთს არ უდრის და საჭიროა დამბალანსებელი ჩანაწერის გაკეთება შესაბამის მუხლში (წმინდა შეცდომები და გამოტოვებები).

ასევე, კრედიტში აისახება მიმდინარე ანგარიშსა და კაპიტალის ანგარიშის ექსპორტი, მიღებული პირველადი და მეორადი შემოსავლები და არამწარმოებლური არაფინანსური აქტივების გასავალი. დებეტის ჩანაწერები კეთდება მიმდინარე ანგარიშსა და კაპიტალის ანგარიშზე იმპორტის დროს, პირველადი და მეორადი შემოსავლების გასავლებისა და არამწარმოებლური არაფინანსური აქტივების შეძენის შემთხვევაში.

ფინანსურ ანგარიშზე აქტივებისა და ვალდებულებების აღრიცხვა წარმოებს ნეტოს საფუძველზე, თითოეული ფინანსური აქტივის ან ვალდებულების ცალკე კრედიტული და დებეტური გატარებების გარეშე. ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების ოპერაციების ასახვისას გამოიყენება ტერმინი „ფინანსური აქტივების შესყიდვა, წმინდა“ და „ფინანსური ვალდებულებების აღება, წმინდა“.

აქტივების წმინდა შესყიდვა ტოლია აქტივების ზრდას მინუს მათი შემცირება. ვალდებულებების წმინდა აღება უდრის ვალდებულებების ზრდას მინუს შემცირება. ცვლილება პლუს ნიშნით ნიშნავს აქტივებისა და ვალდებულებების ზრდას, ხოლო მინუს ნიშნით - მათ შემცირებას.

ძირითადი პრინციპი, რაც ოპერაციების შეფასებისას მხედველობაში მიიღება, არის საბაზრო ფასი. იგი განისაზღვრება როგორც თანხა, რომელსაც მყიდველი თავისი ნებით იხდის რაიმეს შესაძენად გამყიდველის სურვილის შესაბამისად, როდესაც ორივე მხარე არის დამოუკიდებელი და აღნიშნული ოპერაცია ხორციელდება მხოლოდ კომერციული შეხედულებებიდან გამომდინარე. ოპერაციის აღრიცხვის დროდ მიიჩნევა რეალური დრო, ან ხდება იმ მიახლოებული დროის შეფასება, როცა მოხდა საკუთრებაზე უფლების ცვლილება.

### მიმდინარე ანგარიში

საგადასახდელი ბალანსში ასახული ტრანზაქციების უმეტესობა შეიძლება დახასიათდეს როგორც გაცვლითი ტრანზაქციები, როდესაც ტრანზაქციის ერთი მხარე მიაწვდის რაიმე ეკონომიკურ ღირებულებას მეორე მხარეს და მისგან სანაცვლოდ იღებს ეკვივალენტურ ღირებულებას. აღნიშნული ტრანზაქციების საფუძველზე დგება ქვეყნის სავაჭრო ბალანსი. იხ. ცხრილი 6.1.

ცხრილი 6.1. საქართველოს სასაქონლო ბალანსი 2011-2015 წლებში

	ზომის ერთეული	2011	2012	2013	2014	2015
ექსპორტი (FOB)	მლნ აშშ დოლარი	3,223.0	3,459.1	4,190.8	3,995.1	3,021.0
იმპორტი (FOB)	მლნ აშშ დოლარი	6,722.6	7,685.2	7,697.0	8,280.7	7,394.5
იმპორტი (ცე ჰეპატიტის სამკურნალო საშუალებების გარეშე)	მლნ აშშ დოლარი	6,722.6	7,685.2	7,697.0	8,280.7	6,945.4
სავაჭრო ბალანსი	მლნ აშშ დოლარი	-3,499.6	-4,226.1	-3,506.2	-4,285.6	-4,373.4
სავაჭრო ბალანსი (ცე ჰეპატიტის სამკურნალო საშუალებების გარეშე)	მლნ აშშ დოლარი	-3,499.6	-4,226.1	-3,506.2	-4,285.6	-3,924.3
დეფიციტის წლიური ზრდა	%	32.2	20.8	-17.0	22.2	2.0
დეფიციტის ზრდა (ცე ჰეპატიტის სამკურნალო საშუალებების გარეშე)	%	33.2	20.8	-17.0	22.2	-8.4
ექსპორტის წლიური ზრდა	%	34.7	7.3	21.2	-4.7	-24.4
იმპორტის წლიური ზრდა	%	33.9	14.3	0.2	7.6	-10.7



როგორც ცხრილიდან ჩანს, საქართველოს მნიშვნელოვანი სავაჭრო დისბალანსი აქვს. უფრო კონკრეტულად, იმპორტირებული პროდუქციის მოცულობასთან მიმართებით იგი დაახლოებით ორჯერ უფო ნაკლები მოცულობის პროდუქციის ექსპორტს ეწევა. უკანასკნელი 5 წლის განმავლობაში დეკლარირებული ექსპორტის ყველაზე მაღალი ზრდა, წინა წელთან შედარებით, 2011 წელს აღინიშნა და 30.4 პროცენტი ანუ 509.1 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა. ხოლო 2015 წელს ექსპორტი, წინა წელთან შედარებით, 656.6 მლნ აშშ დოლარით შემცირდა (22.9 პროცენტი). რაც შეეხება იმპორტს, ბოლო 5 წლის განმავლობაში ყველაზე მაღალი ზრდა, 35.1 პროცენტი, 2013 წელს აღინიშნა, ხოლო 2015 წელს, წინა წელთან შედარებით, იმპორტი 10.1 პროცენტით ანუ 871.7 მლნ აშშ დოლარით შემცირდა.

სავაჭრო ბალანსის უარყოფითი სალდო მნიშვნელოვანი პრობლემა შეიძლება გახდეს სახელმწიფოს მაკროეკონომიკური სტაბილურობისთვის, თუ არ ხდება საგადასახდელო ბალანსის სხვა კომპონენტებით მისი დაბალანსება. მნიშვნელოვანი სავაჭრო დისბალანსის არსებობის მნიშვნელოვანი საკითხს წარმოადგენს მისი გამომწვევი მიზეზები. მაგალითად, ომისშემდგომ ევროპასა და იაპონიას ცხადია საწყის წლებში ექნებოდა საგადასახდელო და სავაჭრო დისბალანსი, თუმცა, გარდა ომის შემდგომი ეკონომიკური რეცესიის ფაქტორისა, ეს სახელმწიფოები აქტიურად ყიდულობდნენ საწარმოო სიმძლავრეებს, რომელიც მომდევნო პერიოდში მათი დადებითი სავაჭრო ბალანსის ძირითადი წყაროები გახდნენ. შესაბამისად, დროებითი დისბალანსი, რომელიც საწარმოო სიმძლავრეების იმპორტით არის განპირობებული, არ წარმოადგენს მაკროეკონომიკურ პრობლემას. სავაჭრო დისბალანსის პრობლემა ხდება მაშინ, როცა ქვეყანა პერმანენტულად დამოკიდებულია პროდუქციის იმპორტზე და მის დაბალანსებას ნაცვლად, პროდუქციის ან მომსახურების ექსპორტისა, სხვადასხვა საკრედიტო ინსტრუმენტების ხარჯზე ახორციელებს.

სავაჭრო ბალანსის უფრო კონკრეტული ანალიზი მოითხოვს ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებთან ამ მიმართულებით არსებული მდგომარეობის ინდივიდუალურ დონეზე შესწავლას. საქართველოს შემთხვევაში, ჩვენს ძირითად

პარტნიორთან და მეზობელთან არსებული სავაჭრო ბალანსის უარყოფითი სალდო 1 მლრდ აშშ დოლარს აჭარბებს. იხ. ცხრილი 6.2.

ცხრილი 6.2. საქართველოს სავაჭრო ბალანსი ქვეყნების მიხედვით (მლნ აშშ დოლარი)

ქვეყანა	2011	2012	2013	2014	2015	2015 წლის სტრუქ- ტურა (%)
<b>ბალანსი, სულ</b>	<b>-4,885.8</b>	<b>-5,679.7</b>	<b>-5,112.1</b>	<b>-5,740.8</b>	<b>-5,525.6</b>	<b>100.0</b>
მათ შორის:						
თურქეთი	-1,050.1	-1,326.3	-1,224.0	-1,486.6	-1,137.2	20.6
რუსეთი	-352.0	-430.5	-393.6	-301.4	-462.8	8.4
ჩინეთი	-498.2	-588.3	-578.3	-643.0	-460.8	8.3
ირლანდია	-10.2	-10.6	-10.8	-9.6	-454.0	8.2
უკრაინა	-550.6	-420.6	-408.6	-408.6	-395.7	7.2
გერმანია	-433.4	-502.7	-378.0	-400.0	-357.7	6.5
ამერბაიჯანი	-210.6	-77.0	54.0	-93.6	-298.2	5.4
იაპონია	-171.1	-306.4	-316.4	-364.9	-208.0	3.8
არაბთა გაერთიანებული ემირატები	-186.5	-145.1	-142.2	-171.1	-182.1	3.3
რუმინეთი	-166.4	-255.7	-318.2	-307.8	-179.9	3.3
დანარჩენი ქვეყნები	-1,256.7	-1,616.6	-1,396.2	-1,554.3	-1,389.3	25.1

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ქვეყნის რომელიმე სავაჭრო პარტნიორთან უარყოფითი ბალანსის არსებობა არ წარმოადგენს შემაშფოთებელ ფაქტს. უფრო მეტიც, ასეთი მდგომარეობა შედარებითი უპირატესობის პრინციპებიდან გამომდინარე, შესაძლოა ხელსაყრელიც კი იყოს სახელმწიფოსათვის.

როგორც წესი, ჯანსაღი ეკონომიკის მქონე ქვეყნები, ერთ სავაჭრო პარტნიორთან არსებულ უარყოფით სალდოს აბალანსებენ სხვა სავაჭრო პარტნიორთან (პარტნიორებთან) მიღწეული დადებითი პოზიციების საფუძველზე. თუმცა, საქართველოს შემთხვევაში ასეთი კონფიგურაცია არ გვაქვს, ქვეყანას უარყოფითი სავაჭრო ბალანსი აქვს უკლებლივ ყველა ძირითად სავაჭრო პარტნიორთან, რაც მნიშვნელოვან წნეხს ქმნის ეროვნული ვალუტის დევალვაციისა და მაკროეკონომიკური არასტაბილურობის მიმართულებით.

ცხრილი 6.3. საქართველოს მომსახურების ბალანსი 2011-2015 წლებში

(მლნ აშშ დოლარი)

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>მომსახურების ბალანსი, სულ</b>	<b>753.7</b>	<b>1,114.6</b>	<b>1,422.0</b>	<b>1,308.5</b>	<b>1,454.8</b>
მათ შორის:					
მანუფაქტურული მომსახურება	7.8	14.5	15.2	22.4	18.4
საქონლის რემონტი და სხვა ტექნიკური მომსახურება სხვაგან დაუსახელებელი	-1.6	-0.8	1.3	-2.4	-4.6
ტრანსპორტი	107.0	48.2	75.2	34.5	-4.8
ტურიზმი	741.5	1,154.5	1,425.6	1,488.0	1,606.3
მშენებლობა	2.2	1.5	0.4	-2.0	-1.0
სადაზღვევო და საპენსიო მომსახურება	-116.3	-118.5	-104.5	-127.9	-125.9
ფინანსური მომსახურება	-2.3	-1.3	-3.4	-6.2	-0.4
ინტელექტუალური საკუთრებით სარგებლობის ხარჯები	-3.4	-4.1	-10.1	-17.7	-6.4
სატელეკომუნიკაციო, კომპიუტერული და საინფორმაციო მომსახურება	11.5	17.5	16.5	10.4	5.1
სხვა საქმიანი მომსახურება	-31.4	-18.3	-19.3	-75.0	-51.5
პერსონალური, კულტურული და რეკრიაციული მომსახურება	6.0	3.3	7.5	4.5	2.7
სამთავრობო საქონელი და მომსახურება სხვაგან დაუსახელებელი	32.6	18.0	17.3	-20.2	16.8

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

სავაჭრო ბალანსის მსგავსად, საგადასახდელი ბალანსის ერთერთ მნიშვნელოვან კომპონენტს წარმოადგენს მომსახურების ბალანსი. საქართველოს შემთხვევაში, განსხვავებით სავაჭრო ბალანსის უარყოფითი პოზიციებისა, მომსახურების ბალანსს დადებითი სალდო გააჩნია, რაც მნიშვნელოვნად ამცირებს სავაჭრო ბალანსის უარყოფითი შედეგებით გამოწვეულ წნეხს ქვეყნის ვალუტასა და მაკროეკონომიკურ მდგომარეობაზე (იხ. ცხრილი 6.3).

2015 წელს მომსახურების ექსპორტმა 3.2 მლრდ აშშ დოლარი შეადგინა, რაც საქონლის ექსპორტზე 4.4 პროცენტით მეტია, ხოლო მომსახურების იმპორტმა -1.7 მლრდ აშშ დოლარი, რაც ამავე წლის საქონლის იმპორტის 23.0 პროცენტია. 2015 წელს მომსახურებით ვაჭრობის ბრუნვის 91.6 პროცენტი მოდის ტურიზმსა და ტრანსპორტზე, 61.4 და 30.2 პროცენტი, შესაბამისად. მნიშვნელოვანი დადებითი სალდოთი გამოირჩევა ტურიზმი, რომლის ბალანსი 2015 წელს 1.6 მლრდ აშშ

დოლარს შეადგენს და 2014 წელთან შედარებით 8.0 პროცენტით მეტია, ხოლო 2011 წელთან შედარებით 2.2-ჯერ არის გაზრდილი.

მიმდინარე ანგარიშის კომპონენტი პირველადი შემოსავალი იყოფა ორ მთავარ კატეგორიად: შრომითი და საინვესტიციო შემოსავლად.

- მუშაკთა შრომის ანაზღაურება ხელფასისა თუ სხვა სარგებელის სახით, ფულადი ან ნატურალური ფორმით, გადახდილი დამქირავებლის მიერ დაქირავებულზე, როცა მხარეები სხვადასხვა ქვეყნის რეზიდენტები არიან.
- საინვესტიციო შემოსავალი მოიცავს რეზიდენტის საგარეო ფინანსური აქტივების ფლობიდან მისაღებ შემოსავალს ან გადასახდელებს არარეზიდენტის მიმართ არსებულ ვალდებულებებზე.
- სხვა პირველადი შემოსავლები მოიცავს გადასახადებს წარმოებასა და იმპორტზე, სუბსიდიებსა და რენტას.

საქათველოს შემთხვევაში, 2015 წლის განმავლობაში 17.8 პროცენტით შემცირდა პირველადი შემოსავლის კრედიტი და 844.5 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა. მიღებული შემოსავლის ძირითად წყაროს მუშაკთა შრომის ანაზღაურება წარმოადგენდა (იხ. ცხრილი 6.4). 2015 წელს მუშაკთა შრომის ანაზღაურება 574.6 მლნ აშშ დოლარი იყო, რაც მიღებული პირველადი შემოსავლის 68.0 პროცენტია. წინა წლის მაჩვენებელთან შედარებით შრომის ანაზღაურების კრედიტი 22.2 პროცენტით შემცირდა. 6.5 პროცენტით არის შემცირებული საზღვარგარეთ განხორციელებული ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსავალი. ნომინალურ გამოსახულებებში ეს მაჩვენებელი 269.9 მლნ აშშ დოლარს შეადგენდა, ხოლო მიღებულ პირველად შემოსავალში მისი წილი 32.0 პროცენტი იყო.

სავაჭრო და მომსახურების ბალანსის მსგავსად, ეკონომიკის გრძელვადიანი მაკროეკონომიკური სტაბილურობისათვის არსებითი მნიშვნელობის მატარებელია პირველადი შემოსავლების დადებითი ბალანსი. თავისი შინაარსითა და ბუნებით პირველადი შემოსავლების ანგარიშის კომპონენტები

წარმოადგენენ ჯანსაღი და განვითარებული, გლობალურ ეკონომიკაში კარგად ინტეგრირებული ეკონომიკის განუყოფელ ნაწილებს.

ცხრილი 6.4. პირველადი შემოსავლების კრედიტის სტრუქტურა

	მოცულობა (მლნ აშშ დოლარი)					სტრუქტურა (%)					ნლიური ზრდა (%)
	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	
სულ	758.0	1,077.5	922.1	1,027.2	844.5	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	-17.8
მუშაკთა შრომის ანაზღაურება	510.4	650.0	713.9	738.7	574.6	67.3	60.3	77.4	71.9	68.0	-22.2
საინვესტიციო შემოსავალი	247.6	427.5	208.2	288.5	269.9	32.7	39.7	22.6	28.1	32.0	-6.5
პირდაპირი ინვესტიციები	209.6	393.2	167.8	248.3	212.6	27.6	36.5	18.2	24.2	25.2	-14.4
პორტფელის ინვესტიციები	0.3	0.1	0.0	1.2	4.3	0.0	0.0	0.0	0.1	0.5	246.0
სხვა ინვესტიციები	18.5	16.6	24.9	26.5	41.5	2.4	1.5	2.7	2.6	4.9	56.5

ცხრილი 6.5. პირველადი შემოსავლების დებეტის სტრუქტურა

	მოცულობა (მლნ აშშ დოლარი)					სტრუქტურა (%)					ნლიური ზრდა (%)
	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	
სულ	1,183.0	1,226.5	1,238.2	1,234.5	1,156.5	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	-6.3
მუშაკთა შრომის ანაზღაურება	70.1	82.5	83.3	75.8	86.2	5.9	6.7	6.7	6.1	7.5	13.7
საინვესტიციო შემოსავალი	1,113.0	1,144.0	1,154.8	1,158.7	1,070.2	94.1	93.3	93.3	93.9	92.5	-7.6
პირდაპირი ინვესტიციები	800.2	747.2	769.7	749.8	580.4	67.6	60.9	62.2	60.7	50.2	-22.6
პორტფელის ინვესტიციები	76.8	121.5	126.3	130.6	142.4	6.5	9.9	10.2	10.6	12.3	9.0
სხვა ინვესტიციები	236.0	275.3	258.8	278.3	347.5	19.9	22.4	20.9	22.5	30.0	24.9

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

პირველადი შემოსავლების დებეტი 2015 წელს 1.2 მლრდ აშშ დოლარი იყო, რაც წინა წელს დაფიქსირებულ მაჩვენებელზე 6.3 პროცენტით ნაკლებია. შემოსავლის გადინება ძირითადად საინვესტიციო შემოსავლის ხარჯზე მოდის. საქართველოში განხორციელებულ ინვესტიციებზე დარიცხულმა შემოსავალმა, 2015 წელს 1.1 მლრდ აშშ დოლარი შეადგინა, რაც წინა წლის შესაბამის

მაჩვენებელზე 7.6 პროცენტით ნაკლებია(იხ. ცხრილი 6.5). საინვესტიციო შემოსავლის მნიშვნელოვანი ნაწილი პირდაპირი ინვესტიორებისათვის გადახდილი დივიდენდებისა და რეინვესტირებული შემოსავლებისგან შედგება (580.4 მლნ აშშ დოლარი). 2015 წელს გაიზარდა საქართველოში განხორციელებულ პორტფელურ ინვესტიციებზე დარიცხული შემოსავლები და მან 142.4 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა, რაც წინა წელთან შედარებით 9.0 პროცენტით მეტია. დანარჩენი 347.5 მლნ აშშ დოლარი კი სხვა ინვესტიციებზე მოდის. პირველადი შემოსავლის დებეტში, კრედიტის ანალოგიურ მუხლთან შედარებით, მცირეა უცხო ქვეყნის რეზიდენტებისათვის გადახდილი შრომის ანაზღაურება. 2015 წელს შრომის ანაზღაურება გაიზარდა 13.7 პროცენტით და 86.2 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა.

საერთო ჯამში, 2015 წლის განმავლობაში პირველადი შემოსავლის ბალანსმა -312.0 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა, რაც მშპ-ს -2.2 პროცენტია. შრომის ანაზღაურების დადებითი ბალანსი ჩამოუვარდებოდა საინვესტიციო შემოსავლის უარყოფით ბალანსს, რაც პირველადი შემოსავლის ანგარიშის უარყოფითი სალდოს მიზეზი იყო. ამასთან, შრომის ანაზღაურების ბალანსის კლება (ძირითადად კრედიტის კლების გამო) აღემატებოდა აბსოლუტურ გამოსახულებაში საინვესტიციო შემოსავლის წმინდა კლებას. შედეგად გაიზარდა პირველადი შემოსავლის ანგარიშის დეფიციტი.

**მეორადი შემოსავალი** გვიჩვენებს მიმდინარე ტრანსფერებს ქვეყნის რეზიდენტებსა და არარეზიდენტებს შორის. მიმდინარე ტრანსფერი არის დამაბალანსებელი ჩანაწერი რეალური ან ფინანსური აქტივების ერთი ეკონომიკიდან მეორე ეკონომიკაზე ცალმხრივად გადაცემის დროს. მიმდინარე ტრანსფერების ყველაზე გავრცელებული სახეა გრანტები, ჰუმანიტარული და ტექნიკური დახმარება. ეს მუხლი ასევე მოიცავს საწევრო შენატანებს სხვადასხვა საერთაშორისო და სამთავრობო ორგანიზაციებში; ფიზიკური პირების გადასახადებსა და გზავნილებს; სოციალურ დახმარებებს; წმინდა სადაზღვევო პრემიას სიცოცხლის დაზღვევის გარდა; სადაზღვევო მოთხოვნებს სიცოცხლის დაზღვევის გარდა და სხვა მიმდინარე ტრანსფერებს.

ცხრილი 6.6. მეორადი შემოსავლების მოცულობა და სტრუქტურა

	მოცულობა (მლნ აშშ დოლარი)					სტრუქტურა (%)					წლიური ზრდა (%)
	2011	2012	2013	2014	2015	2011	2012	2013	2014	2015	
<b>მეორადი შემოსავლის კრედიტი</b>	<b>1,458.5</b>	<b>1,515.9</b>	<b>1,584.6</b>	<b>1,569.4</b>	<b>1,660.3</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>5.8</b>
სამთავრობო სექტორი	258.3	216.3	199.0	172.3	632.7	17.7	14.3	12.6	11.0	38.1	3.7-ჯერ
მათ შორის ცე ჰე-პატიტის ელიმინაციის პროგრამის ფარგლებში	-	-	-	-	449.1	-	-	-	-	27.0	
ფინანსური კორპორაციები, არასაფინანსო კორპორაციები, შინამეურნეობები და შმაკოები	1,200.3	1,299.6	1,385.6	1,397.1	1,027.6	82.3	85.7	87.4	89.0	61.9	-26.4
პერსონალური ტრანსფერები (მიმდინარე ტრანსფერები რეზიდენტ და არარეზიდენტ შინამეურნეობებს შორის)	1,036.9	1,120.1	1,231.4	1,247.8	884.2	71.1	73.9	77.7	79.5	53.3	-29.1%
მათ შორის მუშაკთა გზავნილები	617.7	712.4	786.0	761.1	587.7	42.4	47.0	49.6	48.5	35.4	-22.8%
სხვა მიმდინარე ტრანსფერები	163.4	179.5	154.2	149.3	143.4	11.2	11.8	9.7	9.5	8.6	-3.9%
<b>მეორადი შემოსავლის დებიტი</b>	<b>129.9</b>	<b>108.3</b>	<b>119.0</b>	<b>135.5</b>	<b>102.2</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>-24.6%</b>
სამთავრობო სექტორი	40.5	1.8	1.6	4.6	1.4	31.2	1.7	1.4	3.4	1.4	-69.3%
ფინანსური კორპორაციები, არასაფინანსო კორპორაციები, შინამეურნეობები და შმაკოები	89.3	106.5	117.4	130.9	100.8	68.8	98.3	98.6	96.6	98.6	-23.0%
პერსონალური ტრანსფერები (მიმდინარე ტრანსფერები რეზიდენტ და არარეზიდენტ შინამეურნეობებს შორის)	6.7	4.2	4.4	10.3	9.6	5.2	3.9	3.7	7.6	9.4	-6.4%
სხვა მიმდინარე ტრანსფერები	82.6	102.3	113.0	120.6	91.1	63.6	94.4	95.0	89.0	89.2	-24.5%

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

მეორადი შემოსავლის კრედიტი 2015 წელს 1.7 მლრდ აშშ დოლარი იყო, რაც წინა წლის მაჩვენებელს 5.8 პროცენტით აღემატება (იხ. ცხრილი 6.6). მიღებული ტრანსფერების დიდი წილი სხვა სექტორებზე მოდის. მათ შორის, პერსონალურმა ტრანსფერებმა 884.2 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა, საიდანაც მუშაკთა ფულადი გზავნილები 587.7 მლნ აშშ დოლარია. სხვა მიმდინარე ტრანსფერები 143.4 მლნ აშშ დოლარი იყო. მნიშვნელოვნად გაიზარდა სამთავრობო სექტორის მეორადი შემოსავლის კრედიტი. ზრდა უმეტესად განაპირობა ცე ჰეპატიტის ელიმინაციის პროგრამის ფარგლებში მიღებულმა დახმარებამ 449.1 მლნ აშშ დოლარის ოდენობით. მთლიანად, სამთავრობათაშორისო გრანტებისა და სხვადასხვა სახის ტექნიკური თუ ჰუმანიტარული დახმარებების სახით საქართველოს მთავრობამ 2015 წელს, წინა წელთან შედარებით, 3.7-ჯერ მეტი, ანუ 632.7 მლნ აშშ დოლარის ტრანსფერი მიიღო. კვლავ შედარებით მცირე იყო მეორადი შემოსავლის დებეტი, რომელმაც წლიურად 102.2 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა. ეს თანხა, ძირითადად, საქართველოს რეზიდენტების მიერ სხვა ქვეყნებისათვის გადახდილი გადასახადებისაგან შედგება, რაც ჯამში 83.8 მლნ აშშ დოლარია.

შემოსავლებისა და ტრანსფერების ანალიზის კუთხით საინტერესოა, აგრეთვე, საქართველოში სწრაფი ფულადი გზავნილების დინამიკა. ეს კატეგორია მოიცავს როგორც მუშაკთა ფულად გზავნილებს, ასევე მუშაკთა შრომის ანაზღაურებას. სწრაფი ფულადი გზავნილებით საქართველოში ფულის ჩარიცხვამ 2015 წელს 1.1 მლრდ აშშ დოლარი შეადგინა, რაც 25.0 პროცენტით ნაკლებია წინა წლის მაჩვენებელთან შედარებით. შედარებით მცირე მოცულობის იყო საქართველოდან სწრაფი ფულადი გზავნილებით თანხის გადარიცხვები. 2015 წელს ეს მაჩვენებელი 170.8 მლნ აშშ დოლარი იყო, რაც 4.1 პროცენტით ნაკლებია წინა წლის მაჩვენებელთან შედარებით

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, გრძელვადიანი მაკროეკონომიკური სტაბილურობისთვის სასურველია პირველადი შემოსავლების დადებითი ბალანსი. საქართველოს შემთხვევაში გვაქვს 312 მლნ აშშ დოლარის მოცულობის უარყოფითი სალდო, რაც ნიშნავს, რომ მუშაკთა შრომის ანაზღაურებისა და



საინვესტიციო შემოსავლების თვალსაზრისით ჩვენ გვაქვს სერიოზული დისბალანსი. ამ დისბალანსის გავლენისა და უარყოფითი მაკროეკონომიკური შედეგების დაბალანსება მეორადი შემოსავლების ხარჯზე ხდება, კერძოდ კი სწრაფი ფულადი გზავნილების ხარჯზე, რომელიც თავის მხრივ დროებითი და ძალზე მოწყვლადი ფაქტორია.

პირველადი და მეორადი შემოსავლების ეს კონფიგურაცია არახელსაყრელია გრძელვადიანი მაკროეკონომიკური სტაბილურობისთვის, რადგან პირველადი შემოსავლების გრძელვადიანი ფაქტორების შედეგია, მაშინ როცა მეორადი შემოსავლების მუხლი არ განეკუთვნება ასეთი ტიპის ფაქტორს. სახელფასო და საინვესტიციო გადიდებების სწრაფი ფულადი გზავნილებით დაბალანსება არაჯანსაღი პროცესია. სასურველია სახელმწიფოს ჰქონდეს პირველადი შემოსავლების დადებითი ბალანსი.

თუ შევაჯამებთ ზემოაღნიშნულ მსჯელობას, მიმდინარე ანგარიშის კომპონენტებს შორის შემდეგი გვაქვს შემდეგი მოცემულობა:

- უარყოფითი სავაჭრო ბალანსი, რომელიც ნაწილობრივ ბალანსდება მომსახურების დადებით ბალანსის, კერძოდ ტურიზმის მუხლის საფუძველზე;
- უარყოფითი პირველადი შემოსავლების ბალანსი, რომელიც მეორადი შემოსავლების, კერძოდ სწრაფი ფულადი გზავნილების ხარჯზე ბალანსდება.

საბოლოო ჯამში, უარყოფითი სავაჭრო და პირველადი შემოსავლების ბალანსი ქმნის უარყოფით გარემოს გრძელვადიანი მაკროეკონომიკური სტაბილურობისთვის. სასურველია სახელმწიფოს ჰქონდეს, დადებითი სავაჭრო, მომსახურების და პირველადი შემოსავლების ბალანსი. უკიდურეს შემთხვევაში, ეს კომპონენტები სასურველია აბალანსებდნენ ერთმანეთს.

#### **კაპიტალური ანგარიში**

კაპიტალის ანგარიში გვიჩვენებს მიღებულ და გაცემულ კაპიტალურ ტრანსფერებს და არამწარმოებლური არაფინანსური აქტივების შექმნასა და გაყიდვას რეზიდენტებსა და არარეზიდენტებს შორის.

კაპიტალური ტრანსფერები მოიცავს უსასყიდლოდ საკუთრების უფლების გადაცემას ქონებაზე, აქტივებზე და ვალის პატიებას. უსასყიდლოდ თანხის გადაცემა განიხილება როგორც კაპიტალური ტრანსფერი მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ეს თანხა განკუთვნილია ძირითადი ფონდების შესაძენად ან კაპიტალური მშენებლობისთვის.

მუხლში „არამწარმოებლური არაფინანსური აქტივების შეძენა (დებეტი), გაყიდვა(კრედიტი)” აღირიცხება იმ აქტივების შეძენა ან გაყიდვა, რომლებიც არ არის წარმოების შედეგი (მიწა, ბუნებრივი რესურსები) ან/და არამატერიალური აქტივები, როგორცაა პატენტი, საავტორო უფლება, სასაქონლო ნიშნები, ფრანშიზა და ა.შ.

ცხრილი 6.7. კაპიტალური ტრანსფერები (მლნ აშშ დოლარი)

ქვეყანა	2011	2012	2013	2014	2015	ნლიური მრდა (%)
<b>კაპიტალური ტრანსფერი, წმინდა</b>	<b>145.8</b>	<b>131.6</b>	<b>132.5</b>	<b>107.9</b>	<b>61.5</b>	<b>-43.0</b>
კრედიტი	145.8	131.6	132.5	107.9	61.5	-43.0
დებეტი	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>სამთავრობო სექტორი</b>	<b>136.1</b>	<b>124.0</b>	<b>128.7</b>	<b>106.0</b>	<b>59.3</b>	<b>-44.0</b>
კრედიტი	136.1	124.0	128.7	106.0	59.3	-44.0
დებეტი	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>საფინანსო კორპორაციები, არასაფინანსო კორპორაციები, შინამეურნეობები და შმაკლები</b>	<b>9.8</b>	<b>7.6</b>	<b>3.9</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>14.8</b>
კრედიტი	9.8	7.6	3.9	2.0	2.2	14.8
დებეტი	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

კაპიტალურ ტრანსფერებს მნიშვნელოვანი წილი უჭირავს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსებაში. 2011-2015 წლებში წმინდა კაპიტალური ტრანსფერები კლების ტენდენციით გამოირჩევა. ყველაზე მეტი წმინდა კაპიტალური ტრანსფერი 2011 წელს აღინიშნა და ნაკადმა წლის განმავლობაში 145.8 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა. 2015 წელს წმინდა კაპიტალური ტრანსფერები, წინა წელთან შედარებით, 43.0 პროცენტით შემცირდა.

2015 წელს წმინდა კაპიტალური ტრანსფერების კლება გამოწვეული იყო მიღებული ტრანსფერების (ანუ კრედიტის მუხლის) შემცირებით. გასული წლების მსგავსად გაცემული ტრანსფერებს ადგილი არ ჰქონია (იხ. ცხრილი 6.7). ბოლო წლების განმავლობაში კაპიტალური ტრანსფერების ძირითადი ნაწილი მოდიოდა სამთავრობო სექტორზე. 2015 წელსაც კაპიტალური ტრანსფერების კრედიტის 96.3%-ს სამთავრობო სექტორში განხორციელდა.

კაპიტალის ანგარიშის მეორე კომპონენტის, „არამწარმოებლური არაფინანსური აქტივების შექმნა-გაყიდვა“, ოპერაციებს 2011-2015 წლებში ადგილი პრაქტიკულად არ ჰქონია.

2015 წელს, წინა წლების მსგავსად, უარყოფითი იყო მიმდინარე ანგარიშისა და კაპიტალის ანგარიშის ჯამური ბალანსი. ეს მნიშვნელოვანი პრობლემაა სახელმწიფოს გრძელვადიანი მაკროეკონომიკური სტაბილურობისთვის.

### **ფინანსური ანგარიში**

ფინანსურ ანგარიშში აქტივები და ვალდებულებები ფუნქციონალური ნიშნის მიხედვით იყოფა: პირდაპირი ინვესტიციები, პორტფელის ინვესტიციები, ფინანსური წარმოებულები, სხვა ინვესტიციები და სარეზერვო აქტივები.

პირდაპირი ინვესტიცია არის საერთაშორისო ინვესტიციის კატეგორია. აღნიშნული კატეგორია გულისხმობს ამა თუ იმ ეკონომიკის რეზიდენტი ერთეულის (პირდაპირი ინვესტორი) გრძელვადიან ინტერესს სხვა ეკონომიკის რეზიდენტ ერთეულში (პირდაპირი ინვესტორის საწარმო). საწარმოს პირდაპირი ინვესტორი არის პირი, რომელიც ფლობს საწარმოს აქციების ან ხმის უფლების 10 პროცენტს ან მეტს (კორპორაციული საწარმოს შემთხვევაში), ან ეკვივალენტურ ძალაუფლებას (არაკორპორაციული საწარმოს შემთხვევაში). „პირდაპირი ინვესტირების“ განსაზღვრება ასევე ვრცელდება ფულად ან/და მატერიალური სახით განხორციელებულ ინვესტიციებზე ურთიერთდაკავშირებულ საწარმოებს შორის, ანუ კაპიტალურ ინვესტიციებზე ფილიალებსა და მათ სათაო ოფისებს შორის.

ბოლო ხუთი წლის განმავლობაში, საქართველოში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ყველაზე მაღალი შემოდინება 2014 წელს დაფიქსირდა (1.7 მლრდ აშშ დოლარი- იხ. ცხრილი 6.8). 2012 წლის 23.3-პროცენტთან კლებას მოყვა 15.0-პროცენტთან ზრდა 2013 წელს, ხოლო 2014 წელს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდის ტემპმა 83.0 პროცენტი შეადგინა; 2015 წელს ინვესტიციები წინა წელთან შედარებით შემცირდა, მაგრამ კვლავ მაღალი იყო (1.6 მლრდ აშშ დოლარი) აქედან, სააქციო კაპიტალის წილად მოდიოდა 1.5 მლრდ აშშ დოლარი, რეინვესტირებული შემოსავლების წილად - 146.2 მლნ აშშ დოლარი, ხოლო სავალდებულებების წილად - -63.3 მლნ აშშ დოლარი.

ცხრილი 6.8. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების განაწილება (მლნ აშშ დოლარი)

	2011	2012	2013	2014	2015
ფინანსური აქტივების შექმნა, წმინდა	182.7	216.9	127.3	406.6	315.7
ფინანსური ვალდებულებების აღება, წმინდა	1,084.3	831.3	956.3	1,749.7	1,571.0
სააქციო კაპიტალი	489.9	762.9	699.6	1,191.6	1,488.1
რეინვესტირებული შემოსავლები	350.3	145.0	268.5	311.6	146.2
სავალდებულებები	244.1	-76.6	-11.8	246.4	-63.3

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

მცირე ზომის, ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყნისათვის, რომელიც განვითარების დაბალი ტემპებით გამოირჩევა არსებითი და გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს (FDI). განსაკუთრებით, როცა სახელწმიფოს მიმდინარე ანგარიშების უარყოფითი სალდო აქვს, რომელიც იწვევს სავალუტო რეზერვების გადინებას. ასეთ შემთხვევაში პირდაპირ უცხოური ინვესტიციებს ორმაგი ეფექტი გააჩნიათ:

- მოკლევადიან პერიოდში, ისინი ხსნიან ან ამსუბუქებენ ეროვნულ ვალუტაზე მიმდინარე ანგარიშების უარყოფითი სალდოს გამო გამოწვეულ დევალვაციური ზეწოლა.

- ავითარებენ და აძლიერებენ ადგილობრივ ეკონომიკას, რაც გრძელვადიან პერიოდში, მიმდინარე ანგარიშების ბალანსის დადებითი სალდოს მთავარი განმაპირობებელი ფაქტორია.

პორტფელის ინვესტიცია შეიძლება იყოს: სააქციო კაპიტალის სახით (როდესაც ინვესტორი ფლობს წილის 10 პროცენტზე ნაკლებს); სავალო ფასიანი ქაღალდების სახით. რაც, თავის მხრივ, იყოფა გრძელვადიან (ობლიგაციები) და მოკლევადიან ინსტრუმენტებად.

საქართველოს შემთხვევაში, 2015 წელს პორტფელის ინვესტიციების სალდო ოპერაციულად 153.7 მლნ აშშ დოლარით გაიზარდა (იხ. ცხრილი 9). აქედან, ვალდებულებები 70.9 მლნ აშშ დოლარით შემცირდა, ძირითადად საბანკო და სხვა სექტორების სავალო ფასიანი ქაღალდების ოპერაციული ცვლილების გამო. აქტივების მატება (82.8 მლნ აშშ დოლარი), ძირითადად, გამოწვეულია კომერციული ბანკების მხრიდან, არარეზიდენტების მიერ გამოშვებული, ლარში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების შექმნით.

ცხრილი 6.9. პორტფელური ინვესტიციები (მლნ აშშ დოლარი)

	2011	2012	2013	2014	2015
<b>პორტფელის ინვესტიციები</b>	<b>-133.4</b>	<b>-848.4</b>	<b>36.6</b>	<b>-209.5</b>	<b>153.7</b>
<b>ფინანსური აქტივების შესყიდვა, წმინდა</b>	<b>0.0</b>	<b>33.1</b>	<b>-6.0</b>	<b>37.5</b>	<b>82.8</b>
სააქციო კაპიტალი და საინვესტიციო ფონდების აქციები	-0.1	31.1	-8.0	-8.6	0.3
სავალო ფასიანი ქაღალდები	0.1	2.1	2.0	46.2	82.4
<b>ფინანსური ვალდებულებების აღება, წმინდა</b>	<b>133.4</b>	<b>881.5</b>	<b>-42.6</b>	<b>247.0</b>	<b>-70.9</b>
სააქციო კაპიტალი და საინვესტიციო ფონდების აქციები	-7.2	73.6	1.3	209.6	4.9
დეპოზიტური კორპორაციები ეროვნული ბანკის გარდა	-7.3	72.8	-0.3	206.5	3.3
სამთავრობო სექტორი	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
სხვა სექტორები	0.1	0.8	1.7	3.0	1.5
სავალო ფასიანი ქაღალდები	140.5	807.9	-43.9	37.4	-75.8
დეპოზიტური კორპორაციები ეროვნული ბანკის გარდა	96.4	189.7	127.9	30.6	-49.7
სამთავრობო სექტორი	43.6	106.3	-171.8	5.8	1.5
სხვა სექტორები	0.5	511.9	0.1	1.0	-27.6

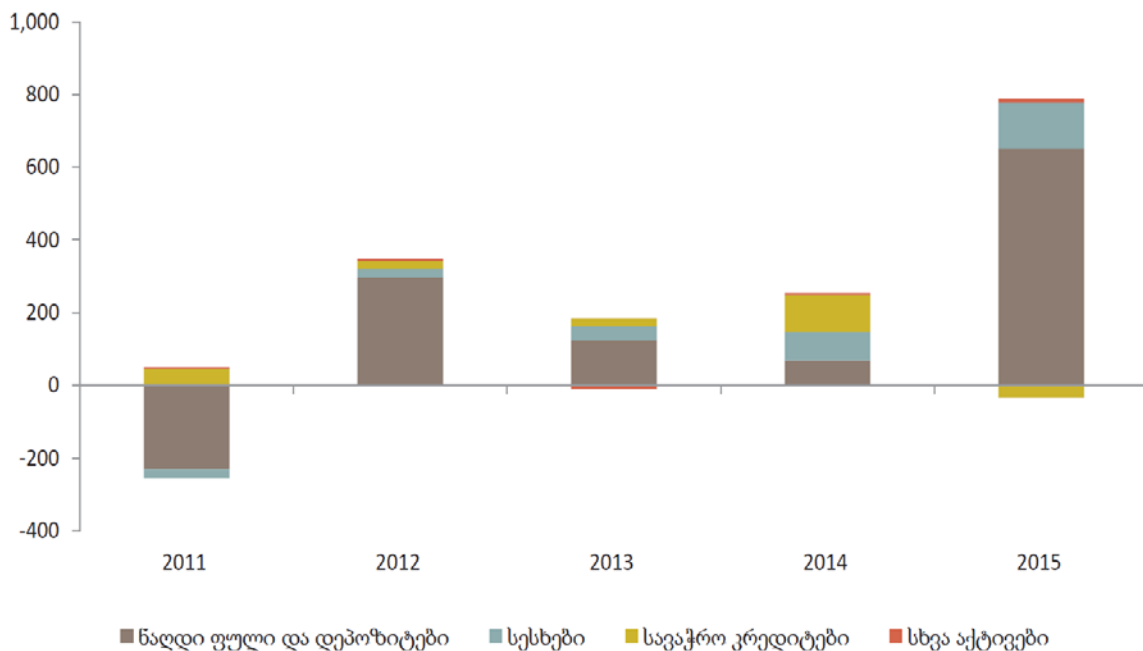
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

სხვა ინვესტიციებს მიეკუთვნება სხვა სააქციო კაპიტალი; ნაღდი ფული და დეპოზიტები; სესხები; სადაზღვევო, საპენსიო პროგრამები და სტანდარტული საგარანტიო სქემები; სავაჭრო კრედიტები და ავანსები; სხვა დებიტორული/კრედიტორული დავალიანება; განაწილებული ნასესხობის სპეციალური უფლებები.

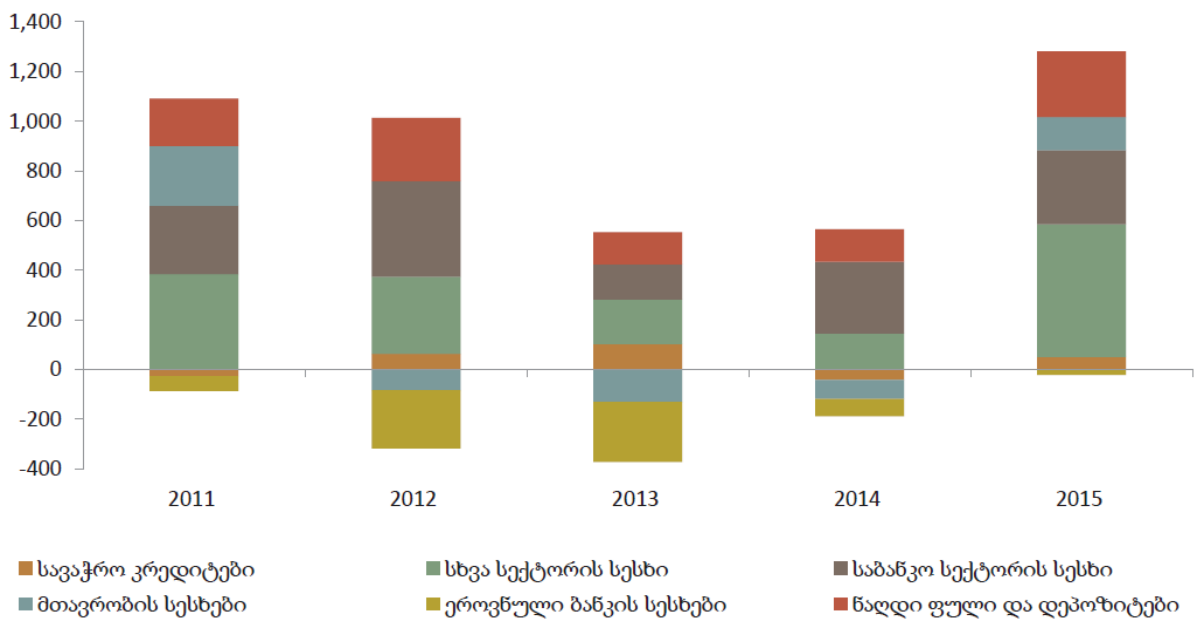
სხვა ინვესტიციების ანგარიშზე 2015 წელს დაფიქსირდა წმინდა უცხოური ინვესტიციების შემოდინება 499.3 მლნ აშშ დოლარის ოდენობით. აქედან, რეზიდენტების უცხოური აქტივების ოპერაციული ზრდა 755.9 მლნ აშშ დოლარს შეადგენდა, ხოლო უცხოური ვალდებულებების - 1.3 მლრდ აშშ დოლარს.

სხვა ინვესტიციების აქტივების ანგარიშის ყველა კომპონენტი, სავაჭრო კრედიტების გარდა, ოპერაციულად გაზრდილი იყო. ყველაზე მნიშვნელოვანი ზრდა დაფიქსირდა დეპოზიტების ანგარიშზე - 651.4 მლნ აშშ დოლარი; სესხები გაიზარდა 126.7 მლნ აშშ დოლარით; სხვა აქტივები - 10.0 მლნ აშშ დოლარით; ხოლო სავაჭრო კრედიტები შემცირდა იხ. ნახაზი 6.1.

ნახაზი 6.1. სხვა ინვესტიციები - აქტივები მლნ აშშ დოლარი



ნახაზი 6.2. სხვა ინვესტიციები - ვალდებულებები მლნ აშშ დოლარი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

სხვა ინვესტიციების ვალდებულებების ყველა კომპონენტი, სხვა ვალდებულებების გარდა, დადებითია ( იხ. ნახაზი 6.2). ყველაზე მეტი სახსრების შემოდინება სხვა სექტორის სესხის სახით მოხდა. ამავდროულად, ეროვნული ბანკის სასესხო ვალდებულებები ოპერაციულად შემცირდა 21.7 მლნ აშშ დოლარით, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის კრედიტის დაფარვის შედეგად. საბანკო სექტორის და მთავრობის სასესხო ვალდებულებები კი გაიზარდა 298.1 მლნ აშშ დოლარით და 134.3 მლნ აშშ დოლარით. ვალდებულებები არარეზიდენტების დეპოზიტების სახით ოპერაციულად 264.4 მლნ აშშ დოლარით გაიზარდა.

სარეზერვო აქტივები მონეტარული ხელისუფლების განკარგულებაში არსებული ფინანსური აქტივებია და გამოიყენება ქვეყნის საერთაშორისო ვალდებულებების შესასრულებლად, ეროვნული ვალუტის კურსის მხარდასაჭერად და საგადასახდელო ბალანსის რეგულირებისათვის. კერძოდ, ის შეიძლება გამოყენებულ იქნეს პირდაპირ საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტის დასაფინანსებლად ან დეფიციტზე არაპირდაპირი ზეგავლენის მოსახდენად

(სავალუტო ბაზარზე ჩარევის გზით, ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის დასარეგულირებლად).

2015 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით, საქართველოს ოფიციალურმა სარეზერვო აქტივებმა 2.5 მლრდ აშშ დოლარი შეადგინა, რაც 2014 წლის ანალოგიურ მაჩვენებელზე 178.4 მლნ აშშ დოლარით, 6.6 პროცენტით ნაკლებია, (იხ. ნახაზი 6.3). აქედან, ოპერაციული ცვლილება 99.4 მლნ აშშ დოლარი იყო. დანარჩენი შემცირება საკურსო და სხვა ცვლილებებით იყო გამოწვეული.

**საქართველოს საგადასახდელო ბალანსი** 2015 წლის მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს მნიშვნელოვანწილად საქონლით ვაჭრობა და შემოსავლები, საინვესტიციო შემოსავლები განსაზღვრავდა. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი 2015 წელს, წინა წელთან შედარებით, 4.5 პროცენტით შემცირდა. საქონლით ვაჭრობის დეფიციტი 2015 წელს, წინა წელთან შედარებით, 2.0 პროცენტით გაიზარდა და 4.4 მლრდ აშშ დოლარი შეადგინა.

სავაჭრო დეფიციტის ზრდა გამოწვეული იყო საქონლის ექსპორტის უფრო მეტად კლებით (24.4 პროცენტი) იმპორტთან შედარებით (10.7 პროცენტი), რაც აბსოლუტურ გამოსახულებაში 87.8 მლნ აშშ დოლარს შეადგენს (იხ. ცხრილი 6.10).

### **საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიცია**

ქვეყნის საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიცია (სსპ) აჩვენებს დროის გარკვეულ მომენტში საგარეო ფინანსური აქტივებისა და ვალდებულებების ნაშთებს. წმინდა საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიცია (NIIP) კონკრეტული ქვეყნისა და რეზიდენტების მფლობელობაში არსებული აქტივებისა და ამავე ქვეყნისა და რეზიდენტების წინაშე არსებული ვალდებულებების სხვაობას წარმოადგენს. სხვაგვარად, რომ ვაქვავთ, NIIP წარმოადგენს მოცემული ქვეყნისა და მისი რეზიდენტების მფლობელობაში ქვეყნის საზღვრებს გარეთ არსებული აქტივების ღირებულებას გამოკლებული უცხო ქვეყნებისა და არარეზიდენტების საკუთრებაში არსებული და მოცემულ ქვეყანაში მდებარე აქტივების ღირებულება. NIIP-ს უარყოფითი მაჩვენებელი მიუთითებს, რომ ერის უცხოური ვალდებულებები აჭარბებს მის მფლობელობაში არსებულ უცხოურ აქტივებს,



ცხრილი 10 .საქართველოს საგადასახდელი ბალანსი (მლნ აშშ დოლარი)

ეკონომიკური მაჩვენებელი	2011	2012	2013	2014	2015
<b>მიმდინარე ანგარიში</b>	<b>-1,842</b>	<b>-1,853</b>	<b>-935</b>	<b>-1,751</b>	<b>-1,673</b>
კრედიტი	7,458	8,614	9,681	9,635	8,680
დებეტი	9,301	10,467	10,616	11,386	10,353
<b>საქონელი და მომსახურება</b>	<b>-2,746</b>	<b>-3,112</b>	<b>-2,084</b>	<b>-2,977</b>	<b>-2,919</b>
კრედიტი	5,242	6,021	7,175	7,038	6,176
დებეტი	7,988	9,133	9,259	10,016	9,094
საქონელი	-3,500	-4,226	-3,506	-4,286	-4,373
კრედიტი	3,223	3,459	4,191	3,995	3,021
დებეტი	6,723	7,685	7,697	8,281	7,394
ცე პეპატის მდიკამენტები	-	-	-	-	449
მომსახურება	754	1,115	1,422	1,308	1,455
კრედიტი	2,019	2,562	2,984	3,043	3,155
დებეტი	1,265	1,447	1,562	1,735	1,700
<b>პირველადი შემოსავალი</b>	<b>-425</b>	<b>-149</b>	<b>-316</b>	<b>-207</b>	<b>-312</b>
კრედიტი	758	1,077	922	1,027	844
დებეტი	1,183	1,227	1,238	1,235	1,156
<b>მეორადი შემოსავალი</b>	<b>1,329</b>	<b>1,408</b>	<b>1,466</b>	<b>1,434</b>	<b>1,558</b>
კრედიტი	1,459	1,516	1,585	1,569	1,660
დებეტი	130	108	119	135	102
<b>კაპიტალის ანგარიში</b>	<b>146</b>	<b>132</b>	<b>133</b>	<b>108</b>	<b>62</b>
კრედიტი	146	132	133	108	62
დებეტი	0	0	0	0	0
<b>წმინდა დაკრედიტება(+)/ წმინდა სესხება(-) (მიმდინარე ანგარიშის და კაპიტალის ანგარიშის ბალანსი)</b>	<b>-1,696</b>	<b>-1,721</b>	<b>-802</b>	<b>-1,643</b>	<b>-1,611</b>
<b>ფინანსური ანგარიში</b>	<b>-1,681</b>	<b>-1,775</b>	<b>-844</b>	<b>-1,722</b>	<b>-1,699</b>
<b>პირდაპირი ინვესტიციები</b>	<b>-902</b>	<b>-614</b>	<b>-829</b>	<b>-1,343</b>	<b>-1,255</b>
აქტივები	183	217	127	407	316
პასივები	1,084	831	956	1,750	1,571
<b>პორტფელის ინვესტიციები</b>	<b>-133</b>	<b>-848</b>	<b>37</b>	<b>-209</b>	<b>154</b>
აქტივები	0	33	-6	38	83
პასივები	133	882	-43	247	-71
<b>ფინანსური წარმოებულები და თანამშრომელთა ოფციონები აქციებზე</b>	<b>-5</b>	<b>-5</b>	<b>2</b>	<b>-8</b>	<b>2</b>
აქტივები	-12	-11	-5	-12	-12
პასივები	-7	-5	-8	-3	-14
<b>სხვა ინვესტიციები</b>	<b>-1,214</b>	<b>-345</b>	<b>-9</b>	<b>-127</b>	<b>-499</b>
აქტივები	-205	349	174	254	756
პასივები	1,008	694	182	381	1,255
<b>სარეზერვო აქტივები</b>	<b>572</b>	<b>38</b>	<b>-45</b>	<b>-33</b>	<b>-99</b>
<b>წმინდა შეცდომები და გამოტოვებები</b>	<b>15</b>	<b>-53</b>	<b>-42</b>	<b>-79</b>	<b>-88</b>

ხოლო დადებითი მაჩვენებელი კი პირიქით. ამგვარად, სსპ შეიძლება იყოს წმინდა კრედიტული ან წმინდა დებეტური.

ცხრილი 6.11. საქართველოს საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიცია

(მლნ აშშ დოლარი)

	31/12/11	31/12/12	31/12/13	31/12/14	31/12/15
<b>საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიცია, წმინდა</b>	<b>-13,767.0</b>	<b>-15,744.7</b>	<b>-16,105.8</b>	<b>-17,508.6</b>	<b>-18,166.6</b>
<b>აქტივები</b>	<b>5,269.7</b>	<b>5,924.1</b>	<b>6,178.3</b>	<b>6,595.2</b>	<b>7,202.9</b>
პირდაპირი ინვესტიციები	1,182.8	1,407.0	1,524.8	1,867.7	1,938.7
პორტფელის ინვესტიციები	1.9	34.5	27.4	61.7	122.4
ფინანსური წარმომადგენლები (რეზერვების გარდა) და თანამშრომელთა ოფციონები აქციებზე	4.2	0.0	0.1	1.1	0.1
სხვა ინვესტიციები	1,262.6	1,609.6	1,802.7	1,965.5	2,621.0
ნაღდი ფული და დეპოზიტები	831.8	1,144.1	1,283.5	1,296.0	1,906.6
სესხები	94.6	107.3	143.8	216.0	333.3
სადაზღვევო, საპენსიო პროგრამები და სტანდარტული საგარანტიო სქემები	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
სავაჭრო კრედიტები და ავანსები	320.5	336.2	363.1	438.0	356.8
სხვა მოთხოვნები (დებიტორული დავალიანება)	15.6	22.0	12.4	15.4	24.2
სარეზერვო აქტივები	2,818.3	2,873.0	2,823.4	2,699.2	2,520.7
<b>ვალდებულებები</b>	<b>19,036.7</b>	<b>21,668.7</b>	<b>22,284.1</b>	<b>24,103.9</b>	<b>25,369.5</b>
პირდაპირი ინვესტიციები	9,774.5	10,519.7	11,546.9	12,968.6	12,953.2
პორტფელის ინვესტიციები	1,389.6	2,496.5	1,938.6	2,222.8	2,093.8
ფინანსური წარმომადგენლები (რეზერვების გარდა) და თანამშრომელთა ოფციონები აქციებზე	0.4	0.4	0.3	0.0	0.1
სხვა ინვესტიციები	7,872.3	8,652.1	8,798.2	8,912.4	10,322.5
ნაღდი ფული და დეპოზიტები	510.9	770.6	906.3	1,002.4	1,226.0
სესხები	6,668.6	7,053.6	6,988.9	7,068.1	8,247.1
სადაზღვევო, საპენსიო პროგრამები და სტანდარტული საგარანტიო სქემები	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
სავაჭრო კრედიტები და ავანსები	468.0	605.3	679.0	626.2	648.5
სხვა ვალდებულებები - სხვა (კრედიტორული დავალიანება)	3.7	1.4	2.3	7.0	1.4
ნასესხობის სპეციალური უფლებები (წმინდა ვალდებულებების აღება)	221.1	221.3	221.7	208.6	199.5

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

NIIP-ს მაჩვენებელი წარმოადგენს ერის ფინანსური მდგომარეობისა და გადახდისუნარიანობის ბარომეტრს. NIIP-ის აქტივების მუხლებს განეკუთვნება: პირდაპირი ინვესტიციები, პორტფელის ინვესტიციები, ფინანსური

წარმოებულები, სხვა ინვესტიციები და სარეზერვო აქტივები. გარდა სარეზერვო აქტივებისა, იდენტური მუხლებია წარმოდგენილი NIIP-ს ვალდებულებების მხარეში.

საქართველოს საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიცია უარყოფითია და 2015 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით -18.2 მლრდ აშშ დოლარს შეადგენს (მშპ-ის 130.1 პროცენტი). შესაბამისად, საქართველო წარმოადგენს დებიტორ ქვეყანას. 2015 წელს საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიცია 3.8 პროცენტით, ანუ 658.0 მლნ აშშ დოლარით გაუარესდა. ოპერაციით გამოწვეულმა ცვლილებამ -1.7 მლრდ. აშშ დოლარი შეადგინა, საკურსომ - 1.5 მლრდ აშშ დოლარი, ხოლო ფასის და სხვა ცვლილებებმა ერთად -503.3 მლნ აშშ დოლარი(იხ. ცხრილი 6.11).

2015 წლის განმავლობაში მთლიანი საგარეო ვალდებულებები 5.3 პროცენტით (1.3 მლრდ აშშ დოლარით) გაიზარდა და წლის ბოლოს 25.4 მლრდ აშშ დოლარი შეადგინა. 2015 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით საგარეო ვალდებულებების ნახევარზე მეტი (51.0 პროცენტი) პირდაპირ ინვესტიციებზე მოდის - 13.0 მლრდ აშშ დოლარი.

პორტფელის ინვესტიციების წილი ქვეყნის საგარეო ვალდებულებებში 8.3 პროცენტია და 2.1 მლრდ აშშ დოლარს შეადგენს. დიდი წილი აქვს სხვა ინვესტიციებს - 40.7 პროცენტი (10.3 მლრდ აშშ დოლარი), რომლის უდიდეს ნაწილს არარეზიდენტებისგან აღებული სესხები წარმოადგენს.

## კითხვები

- რა კომპონენტებისაგან შედგება საგადასახდელი ბალანსი?
- მიმდინარე ანგარიშების ბალანსის დადებითი სალდო არის თუ არა პოზიტიური მოვლენა და რატომ?
- რის შესახებ გვამლევს ინფორმაციას კაპიტალური ანგარიშების ბალანსი?
- რას გვიჩვენებს საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიცია?

## რეკომენდირებული ლიტერატურა

- Maurice D. Levi – International Finance, Fifth edition; Chapter 7. Taylor & Francis e-Library, 2010.
- Stephanie Schmitt-Grohe, Martin Uribe – International Macroeconomics; Chapters 1-3.
- Steve Suranovic - Policy and Theory of International Finance. Chapter 2.
- IMF - Balance of Payments and International Investment Position Manual; Sixth Edition (BPM6)

## 8. სავალუტო ბაზარი

### შინაარსი

- სავალუტო ბაზარი
- სავალუტო ბაზრის სტრუქტურა
- სავალუტო ბაზრის ტრანზაქციები
- სავალუტო ბაზრის მასშტაბები
- სავალუტო კურსების კვოტირება
- ფორვარდის კვოტირება
- ფორვარდის პროცენტული კვოტირება
- დანართი 1 – „ფორექსის შესახებ“
- დანართი 2 - „დოლუს თეორია და ტექნიკური ანალიზი ფორექსზე“



## სავალუტო ბაზარი

სავალუტო ბაზარი წარმოადგენს მექანიზმს, რომლის საშუალებითაც ხდება ლოკალური ვალუტის უცხოურ ვალუტაზე გაცვლა. თავის მხრივ, აღნიშნული მექანიზმი ასრულებს სამ მთავარ ფუნქციას:

- მყიდველობითი უნარის გადაადგილება - საერთაშორისო ვაჭრობა და კაპიტალური ტრანზაქციები გულისხმობს სხვადასხვა ვალუტაში ოპერირებადი ბიზნეს აგენტების ერთმანეთთან დაკავშირებას. შესაბამისად, მხარეებს უწყვეტ საანგარიშსწორებო ვალუტაზე შეთანხმება, რომელიც რომელიმე მათგანისათვის მაინც არის უცხოური.
- პროდუქციის მოძრაობა ქვეყნებს შორის ცხადია, მოითხოვს გარკვეულ დროს. თუმცა, პროდუქციის ტრანზიტულ მდგომარეობაში ყოფნის მიუხედავად, ოპერაცია მოითხოვს დაფინანსებას. სავალუტო ბაზრები ასევე აწარმოებენ ამ ტიპის ოპერაციების დასაფინანსებლად საჭირო საკრედიტო ინსტრუმენტებს. მაგ., საბანკო აქცეპტენსი (Acceptance) რომელიც აქტიურად გამოიყენება საერთაშორისო ვაჭრობაში.
- სავალუტო ბაზარი ასევე ქმნის სადაზღვევო (Hedging) ინსტრუმენტებს, რომელიც სავალუტო ოპერაციების მონაწილე მხარეებს, სურვილის შემთხვევაში აზღვევს სავალუტო რისკებით გამოწვეული დანაკარგებისაგან.

## სავალუტო ბაზრის სტრუქტურა

საერთაშორისო ვაჭრობის ზრდისა და გლობალიზაციის პარალელურად იზრდებოდა სავალუტო ბაზრების როლი და მასშტაბები. ციფრული ვაჭრობის პლატფორმებმა, ვაჭრობის ალგორითმულმა პროგრამებმა და ვალუტის, როგორც აქტივის მნიშვნელობის ზრდამ დრამატული და ფუნდამენტური ცვლილებები გამოიწვია სავალუტო ბაზრების ცხოვრებაში.

თანამედროვე სავალუტო ბაზრის ცხოვრება მიედინება უწყვეტ რეჟიმში. გლობალიზაციის პროცესში შესამჩნევი ხდება სავალუტო ბაზრების განვითარების დონეების ნიველირება. თუ გასულ საუკუნეში მკვეთრად გამოხატულ ცენტრებს

წარმოადგენდნენ ლონდონი და ნიუ-იორკი, დღეს ტოკიო და ჰონკონგი არანაკლები დატვირთვით ოპერირებენ.

სავალუტო გარიგებების დადების ფორმები მრავალფეროვანია და მოიცავს, როგორც ტრადიციულ ფორმებს, ასევე ციფრულ პლატფორმებს. გარიგებების დღიური შედეგები აისახება „closing price“, რომელიც ქვეყნდება როგორც ოფიციალურ კურსი და საფუძვლად უდევს საინვესტიციო და კომერციულ გარიგებებს.

სავალუტო თრეიდერები კარგად ორგანიზებული სატელეკომუნიკაციო ქსელის საშუალებით უკავშირდებიან ერთმანეთს. სავალუტო ბაზარზე სულ უფრო იზრდება ავტომატიზებული ვაჭრობის წილი, სადაც კორპორატიული ოპერატორები ინტერნეტზე დაფუძნებული სისტემების საშუალებით ახორციელებენ სავალუტო ვაჭრობასთან დაკავშირებულ ოპერაციებს. თავის მხრივ, ეს სისტემები წარმოადგენენ ბიზნესის ფორმას, რომელიც, მსგავსად ტრადიციული ბირჟისა, ქმნიან ვირტუალურ ბირჟას. თუმცა, ისიც აღსანიშნავია, რომ მსხვილი გარიგებების ნაწილი კვლავ ტელეფონის საშუალებით ხორციელდება. სავალუტო კურსებისა და სავალუტო ვაჭრობის სიტემების უმსხვილეს ოპერატორებს განეკუთვნებიან - Reuters, Telerate, EBS და Bloomberg.

ინტერნეტ პლატფორმებისა და ალგორითმული ციფრული სისტემების პარალელურად გაიზარდა სავალუტო ბაზრის მონაწილეთა რაოდენობა და კატეგორიები. სავალუტო ბაზარზე თავისუფალი წვდომა დღეს უკვე აქვს ნებისმიერ დაინტერესებულ ბიზნეს სუბიექტსა და კერძო პერსონას. მიუხედავად, ბაზრის მონაწილეთა მრავალფეროვნებისა ისინი იყოფიან ორ ჯგუფად: ლიკვიდურობის მაძიებელნი და მოგების მაძიებელნი. ლიკვიდურობის მაძიებლისათვის სავალუტო ბაზარი წარმოადგენს სავალუტო რისკების დაზღვევის საშუალებას, ხოლო მოგების მაძიებლისათვის საოპერაციო საქმიანობას. მოგების მაძიებლები, როგორც წესი, უკეთ ინფორმირებული აგენტები არიან, რომლებიც ცდილობენ გამოიციონ ვალუტის კურსის მომავალი განვითარება.

ინსტიტუციური თვალსაზრისით სავალუტო ბაზრის მონაწილეები შეგვიძლია დავყოთ 5 კატეგორიად: საბანკო და არასაბანკო დილერები; კომერციული და საინვესტიციო ტრანზაქციების განმახორციელებელით კერძო პირები და კომპანიები; სპეკულანტები; ცენტრალური ბანკები და სახელმწიფო ხაზინები; სავალუტო ბროკერები.

მსხვილი საერთაშორისო საბანკო ჯგუფების სავალუტო დეპარტამენტები წარმოადგენენ ე.წ. „Market makers“. ისინი მუდმივად ოპერირებენ სავალუტო ბაზრებზე, რათა შეინარჩუნონ სასურველი სავალუტო სტრუქტურა, ასევე მიიღონ ყიდვისა და გაყიდვის ფასთა სხვაობით ფორმირებული მოგება.

სავალუტო ვაჭრობა წარმოადგენს მეტად სარფიან საქმიანობას. აშშ-ის ძირითადი საბანკო ჯგუფების მოგებაში, სავალუტო ოპერაციებით მიღებულ მოგებას 10%-20% უჭირავს. მიუხედავად მცირე და საშუალო ზომის სუბიექტების ფართო მონაწილეობისა, სავალუტო ბაზრებზე მათი ჯამური პოზიციები შედარებით მცირეა და ისინი არ წარმოადგენენ ე.წ. „Market Makers“. ძირითად შემთხვევებში ისინი ვაჭრობენ მსხვილ საბანკო ჯგუფებთან, რათა ყიდვის შემდეგ გადაყიდონ საცალო მომხმარებლებზე, ან მიიღონ მოკლევადიანი მოგება საკუთარ ანგარიშებზე ვალუტის დაყოვნებით და შემდეგ გაყიდვით.

გარდა მოგებაზე ორიენტირებული სუბიექტებისა, სავალუტო ბაზარი ემსახურება საერთაშორისო ინვესტორებს, მულტინაციონალურ კორპორაციებსა და ტურისტებს, რომელთაც შესაბამისი მიზნების განსახორციელებლად ესაჭიროებათ უცხოური ვალუტის შექმნა. სავალუტო ბაზრის მომხმარებელთა ეს ნაწილი ზოგჯერ მას იყენებს, როგორც სავალუტო რისკების ჰეჯირების საშუალებას.

სპეკულანტების დაინტერესებას ბაზარზე წარმოადგენს სპეკულაციური მოგების მიღება. მსხვილი დილერისაგან განსხვავებით, რომელიც ყიდვისა და გაყიდვის კურსებს შორის მინიმალური მარჟის საფუძველზე იღებს მოგებას, სპეკულაციური მოგების წყაროს წარმოადგენს სავალუტო კურსების რყევა.



ცენტრალური ბანკები და სახელმწიფო ხაზინები, ზემოაღნიშნული სუბიექტებისგან არსებითად განსხვავებული მიზნებით ოპერირებენ სავალუტო ბაზარზე. ეს ოპერაციები სავალუტო ინტერვენციების სახელით არის ცნობილი და ორ მთავარ მიზანს ემსახურებიან: ფასების სტაბილურობა და სავალუტო რეზერვების შექმნა. სავალუტო ბაზარზე მათი ოპერირების მიზანს არ წარმოადგენს მოგების მიღება. სავალუტო ინტერვენციები უნდა ემსახურობდეს სტაბილური სავალუტო გარემოს შექმნას.

სავალუტო ბროკერები წარმოადგენენ აგენტებს, რომლებიც ხელს უწყობენ დილერებს შორის ტრანზაქციების განხორციელებას. აღნიშნული მომსახურებისთვის ისინი იღებენ საკომისიოს და ქმნიან ათასობით დილერისაგან შემდგარ გლობალურ სატელეფონო ქსელს. ბროკერის საქმიანობის ამოსავალ წერტილს წარმოადგენს ცოდნა, თუ რომელ დილერს, რომელი ვალუტის ყიდვა ან გაყიდვა სურს კონკრეტულ მომენტში. სწორედ ეს ცოდნა ეხმარება ბროკერს მოძებნოს გარიგებით დაინტერესებული დილერი მსოფლიოს ნებისმიერ კუთხეში და არ გაამჟღავნოს დილერთა ვინაობა. დილერის ანონიმურობას გადამწყვეტი მნიშვნელობა აქვს მოკლევადიან პერიოდში.

2002 წლიდან სავალუტო ბაზარზე დამკვიდრდა ე.წ. Continuous Linked Settlement (CLS) სისტემა. სისტემა მოიცავს შეთანხმებების ერთობლიობას, რომელიც ცვლის ტრანზაქციის განხორციელების ტრადიციულ ორდლიან პერიოდს და ოპერირებს Real-time პირობით. მიმდინარე ეტაპზე აღნიშნული საფინანსო ინსტიტუტი სავალუტო ბაზრის უმნიშვნელოვანეს ელემენტს წარმოადგენს. მაგ., 2008 წლის 19 მარტის მონაცემებით სისტემაში დაიდო 10,3\$ ტრილიონის გარიგება.

2017 წლის მარტის მიხედვით სავალუტო ბაზრის ოპერაციების 50% სწორედ CLS სისტემაში ხორციელდება. სისტემის ძირითადი მომხმარებლები არიან ბანკები და მსხვილი ტრეიდერები. ტრანზაქციები ეფუძნება PVP სისტემას, რაც გულისხმობს, რომ ყიდვისა და გაყიდვის პროცესს აქვს ერთდროული ხასიათი. შესაბამისად, სისტემას არ ახასიათებს გარიგებასთან დაკავშირებული რისკები. PVP მექანიზმი უზრუნველყოფს, რომ გარიგება განხორციელდეს

მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ გარიგების ორივე მხარე მზადაა გადარიცხვის განსახორციელებლად. ტრანსფერი ხორციელდება ერთდროულად, მიუხედავად მხარეების გეოგრაფიული მდებარეობისა და საათობრივი სარტყლისა. ამ სახით, CLS ბანკი წარმოადგენს ტრანზაქციების პროცესორს.

### **სავალუტო ბაზრის ტრანზაქციები**

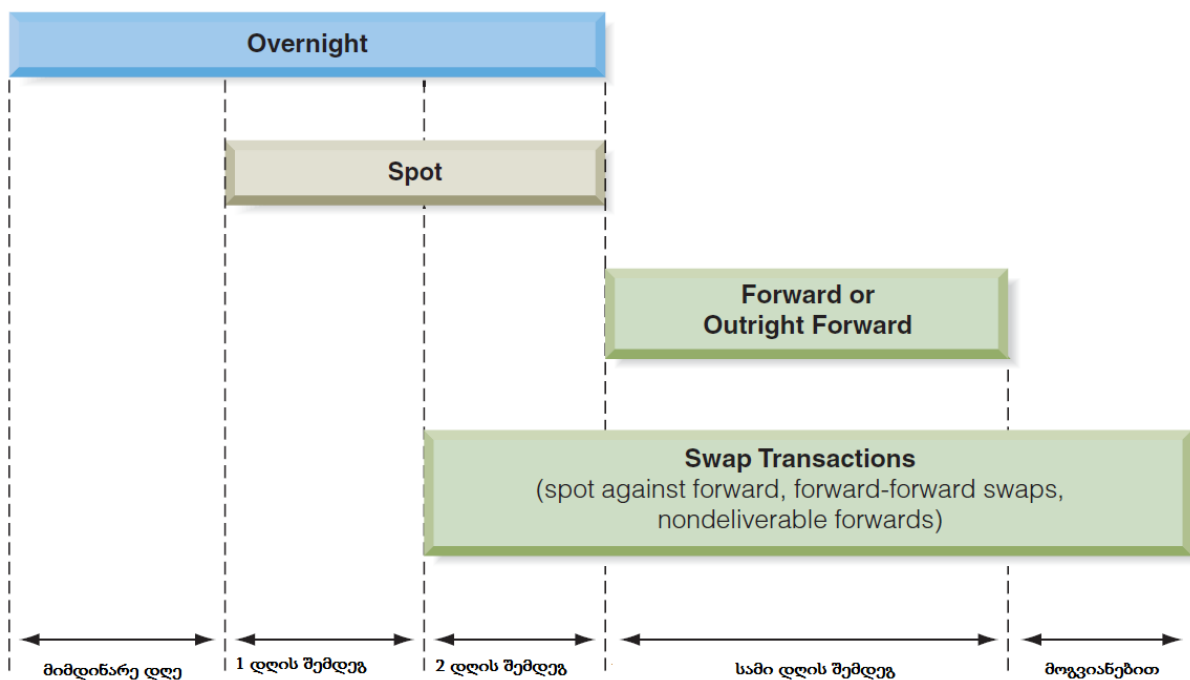
სავალუტო ბაზრის ტრანზაქციები იყოფა სამ კატეგორიად: სპოტი, ფორვარდი და სვოპი. ბანკთაშორის სპოტ ტრანზაქციების დროს, გადახდა და შეძენილი ვალუტის მიწოდება ხორციელდება გარიგების მომდევნო სამუშაო დღეს. აღნიშნული სავალუტო ტრანზაქციების განმასხვავებელ ნიშანს ვალუტის მიწოდების დრო წარმოადგენს.

აშშ დოლარით განხორციელებული ტრანზაქციების უმეტესობა ხორციელდება ე.წ. CHIPS-ის (Clearing house interbank payment system) გავლით ნიუ იორკში, რომელიც ითვლის ბანკთაშორის დოლარში განხორციელებული სავალუტო ოპერაციების წმინდა ბალანსს, ანუ რომელ ბანკს ვისი მართებს და რამდენი, რაც ხელს უწყობს იმავე დღეს მოახდინონ აღნიშნული წმინდა ბალანსების განულება ნიუ-იორკის ფედერალურ სარეზერვო ბანკში. ანალოგიური სისტემით მუშაობენ სხვადასხვა ქვეყნის ცენტრალური ბანკები საკუთარ ქვეყანაში.

ტიპიური სპოტ ტრანზაქცია ბანკთაშორისო ბაზარზე შეიძლება გულისხმობდეს აშშ-ის რეზიდენტი ბანკის ორშაბათის შეთანხმებას ლონდონურ ბანკთან 10 000 000 ფუნტ სტერლინგის ტრანსფერთან დაკავშირებით. თუ სპოტის გაცვლითი კურსია 1,8420 \$ - ფუნტ სტერლინგთან მიმართებით ამერიკული ბანკი სამშაბათს გადაურიცხავს ბრიტანულ ბანკს 10 000 000 ფუნტ სტერლინგს, ამავდროულად ლონდონური ბანკი 18 420 000 \$ გადმოურიცხავს ამერიკულ ბანკს. ბანკსა და მის კომერციულ მომხმარებელს შორის შემდგარი სპოტ ტრანზაქცია შესაძლოა არ გულისხმობდეს ორდღიან ლოდინს გადარიცხვების განსახორციელებლად.

ფორვარდი სავალუტო შეთანხმება გულისხმობს, წინასწარ შეთანხმებულ დროს, წინასწარვე შეთანხმებული კურსის შესაბამისი რაოდენობის ვალუტის მიწოდებას. გაცვლითი კურსის შეთანხმება ხდება ხელშეკრულების დადებისას, ხოლო ვალუტის მიწოდება სიმწიფის ვადაში. როგორც წესი, სიმწიფის ვადა მერყეობს ერთიდან თორმეტ თვემდე. ვალუტის რეალური მიწოდება ხორციელდება სიმწიფის ვადის გასვლიდან ორ დღეში. მაგალითად, ორთვიანი ფორვარდული ტრანზაქცია, რომელიც ძალაში შევიდა 18 მარტს, ვალუტის მიწოდებას მოითხოვს 20 მაისისთვის, ან მომდევნო სამუშაო დღეს, თუ 20 მაისი არ არის სამუშაო დღე.

**ნახაზი 8.1. სავალუტო გარიგებები და ვალუტის მიწოდების ვადები**



ბანკთაშორის სვოპ ტრანზაქცია გულისხმობს ვალუტის ყიდვასა და გაყიდვას წინასწარ შეთანხმებულ ორ სხვადასხვა ვადაში (ყიდვაცა და გაყიდვაც ხორციელდება იდენტურ პარტნიორთან). არსებობს სვოპ ტრანზაქციების რამდენიმე ტიპი:

Spot Against Forward - აღნიშნული გარიგების დროს, A ბანკი ყიდულობს ვალუტას B ბანკისაგან სპოტ შეთანხმების პირობებით და ამავდროულად, A ბანკი

ჰყიდის იგივე მოცულობის იგივე ვალუტას უკან B ბანკზე ფორვარდული შეთანხმების პირობებით.

Forward-Forward Swaps - მაგალითად, დილერი A ყიდის 20 000 000 ფუნტის ფორვარდულ კონტრაქტს დილერ B-ზე, აშშ დოლარის მიწოდების პირობით. სიმწიფის ვადა შეადგენს ორ თვეს, ხოლო გაცვლის კურსი 1,8420\$/1ფუნტთან. ამავდროულად A დილერი ყიდულობს სამი თვის სიმწიფის ვადის მქონე 20 000 000 ფუნტის ფორვარდს B დილერისგან, კურსით 1,8400\$/1ფუნტთან. მოცემული სვოპი შეიძლება განვიხილოთ, როგორც უცხოური ვალუტის სესხების საშუალება, სრულად უზრუნველყოფილი კრედიტის პირობით.

Non deliverable Forwards (NDFs) - სვოპის ეს სახეობა შეიქმნა 1990-იან წლებში. რეალურ პირობებში იგი წარმოადგენს უცხოური ვალუტით მოვაჭრე დილერების ძირითად დერივატულ პროდუქტს. მისთვის დამახასიათებელია ტრადიციული ფორვარდული შეთანხმების პირობები. განმასხვავებელ ნიშანს, წარმოადგენს ის, რომ ეს გარიგებები იდება მხოლოდ აშშ დოლარში. უცხოური ვალუტა არც ყიდვის და არც გაყიდვის პროცესში რეალურად არ მიეწოდება კონტრაქტორს. აღნიშნული გარიგების მიმზიდველობას განაპირობებს აშშ-ის არარეზიდენტი კონტრაქტორების სურვილი, თავი აარიდონ ადგილობრივი ხელისუფლებასა და მარეგულირებელი ნორმებს. აღნიშნული გარიგებების დაახლოებით 70% სპეკულაციური მოტივების მატარებელია.

NDF, როგორც წესი, გამოიყენება განვითარებადი ქვეყნების ვალუტებისათვის, ან ვენესუელას მსგავსი სავალუტო კონტროლის მქონე ქვეყნების ვალუტებისთვის. ამ ვალუტებს, როგორც წესი, არ გააჩნიათ სპოტ ბაზრები, ლიკვიდური ფულადი ბაზრები. 1990-იანი წლებისათვის ბაზრის ძირითად მომხმარებლებს წარმოადგენდნენ ლათინური ქვეყნების ვალუტები და რეზიდენტები, ხოლო უკანასკნელ წლებში ჩინური იუანი.

NDF წარმოადგენს მოკლევადიანი ფორვარდული პირობების მქონე შეთანხმებას, რომელშიც არაკონვერტირებადი ვალუტები იყიდება კონვერტირებად ვალუტებზე. აღნიშნული გარიგების საფუძველზე მიღებული

მოგება და ზარალი გამოითვლება გასაცვლელ კურსსა და სპოტ კურსებს შორის სხვაობის საფუძველზე, თავისუფლად კონვერტირებად ვალუტაში. გარიგების ეს ტიპი წარმოადგენს ხელსაყრელ ინსტრუმენტს იმ კორპორაციებისთვის, რომელთაც სურვილი აქვთ დააზღვიონ არაკონვერტირებად ვალუტაში მიღებული შემოსავლების სავალუტო რისკები.

NDF გარიგებებს გააჩნია ორი მთავარი ფაქტორი: Fixing Date და Settlement Date. Fixing date - არის თარიღი როცა ხდება სპოტ ბაზრის კურსსა და შეთანხმებულ კურსს შორის სხვაობის დადგენა. Settlement Date - არის თარიღი, როცა გარიგების მონაწილე მხარემ უნდა ზემოაღნიშნულ კურსებს შორის გამოვლენილი სხვაობა.

### სავალუტო ბაზრის მასშტაბები

საერთაშორისო გარიგებების ბანკი (BIS) წარმოადგენს მსოფლიო ცენტრალური ბანკების დამაკავშირებელ ერთგვარ ჰაბს, რომელიც წარმართავს და სწავლობს სავალუტო ვაჭრობის პროცესს სამწლიანი ციკლის ფარგლებში. 2013 წელს გამოქვეყნებულმა ანგარიშმა აჩვენა, რომ სავალუტო ბაზრებზე გარიგებების დღიური მოცულობა 5.3 მლრდ. ცხრილი 8.1. სავალუტო გარიგებების ბრუნვა (მილიარდ აშშ დოლარებში)

ინსტრუმენტები	2001	2004	2007	2010	2013	2016
სავალუტო ინსტრუმენტები	1,239	1,934	3,324	3,973	5,357	5,067
სპოტ ტრანზაქციები	386	631	1,005	1,489	2,047	1,652
ფორვარდები	130	209	360	475	679	700
სვოპები (უცხოურ ვალუტაში)	656	954	1,714	1,759	2,240	3,378
სავალუტო სვოპები	7	21	31	43	54	82
ოფციონები და სხვა	60	119	212	207	337	254

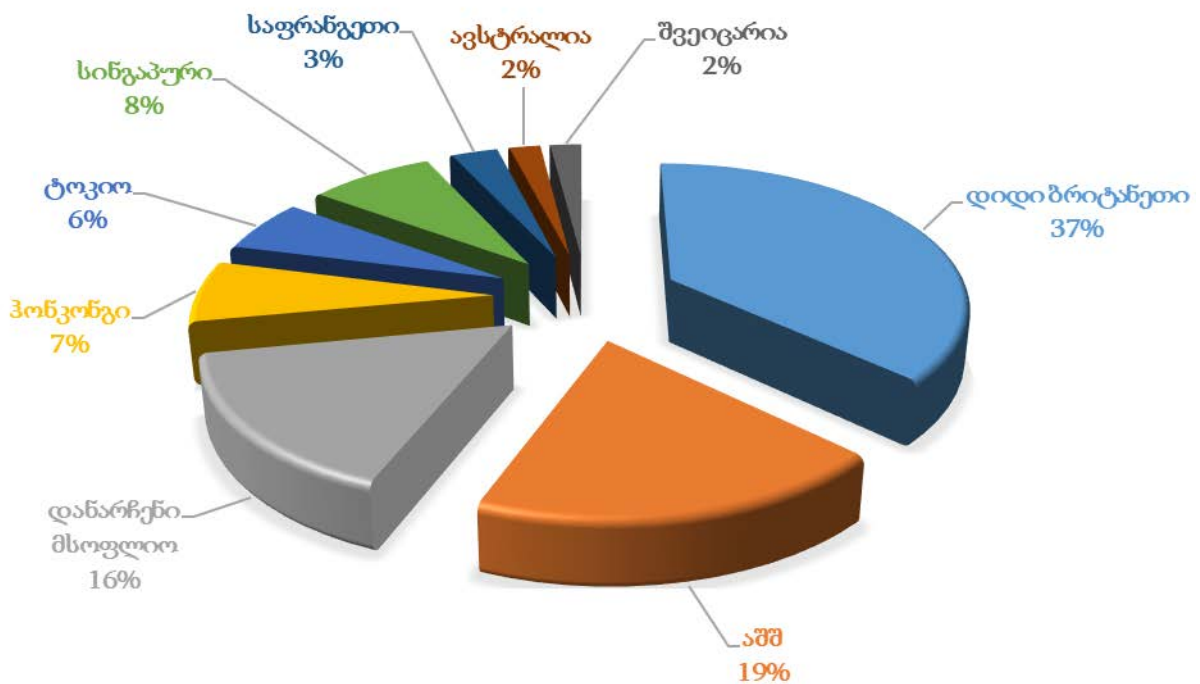
წყარო: BIS – Triennial Central Bank Survey

აშშ დოლარს აღწევს. აღნიშნული გარიგებების სტრუქტურაში გვხვდება როგორც სპოტ და ფორვარდ ტიპის, ასევე სვოპ ტრანზაქციები. 1989 წლიდან 2013

წლამდე გლობალური სავალუტო ბაზრის ზრდის წლიური ტემპი 9,6%-ს შეადგენდა.

2016 წლის მონაცემებით სავალუტო გარიგებების 77% მოდის მსოფლიოს ხუთ ფინანსურ ცენტრზე: აშშ, დიდი ბრიტანეთი, სინგაპური, ჰონკონგი, და იაპონია. მათ შრის აშშ-ზე მოდის მთლიანი გარიგებების 19%, დიდი ბრიტანეთზე - 37%, ევროპაზე - 8%, საფრანგეთზე - 3% ხოლო აზიის სამეულზე ჯამში -21%, ხოლო შვეიცარიისა და ავსტრალიის წილი შეადგენს 2%-ს თითოეულის შემთხვევაში.

ნახაზი 8.2. სავალუტო გარიგებების გეოგრაფიული სტრუქტურა

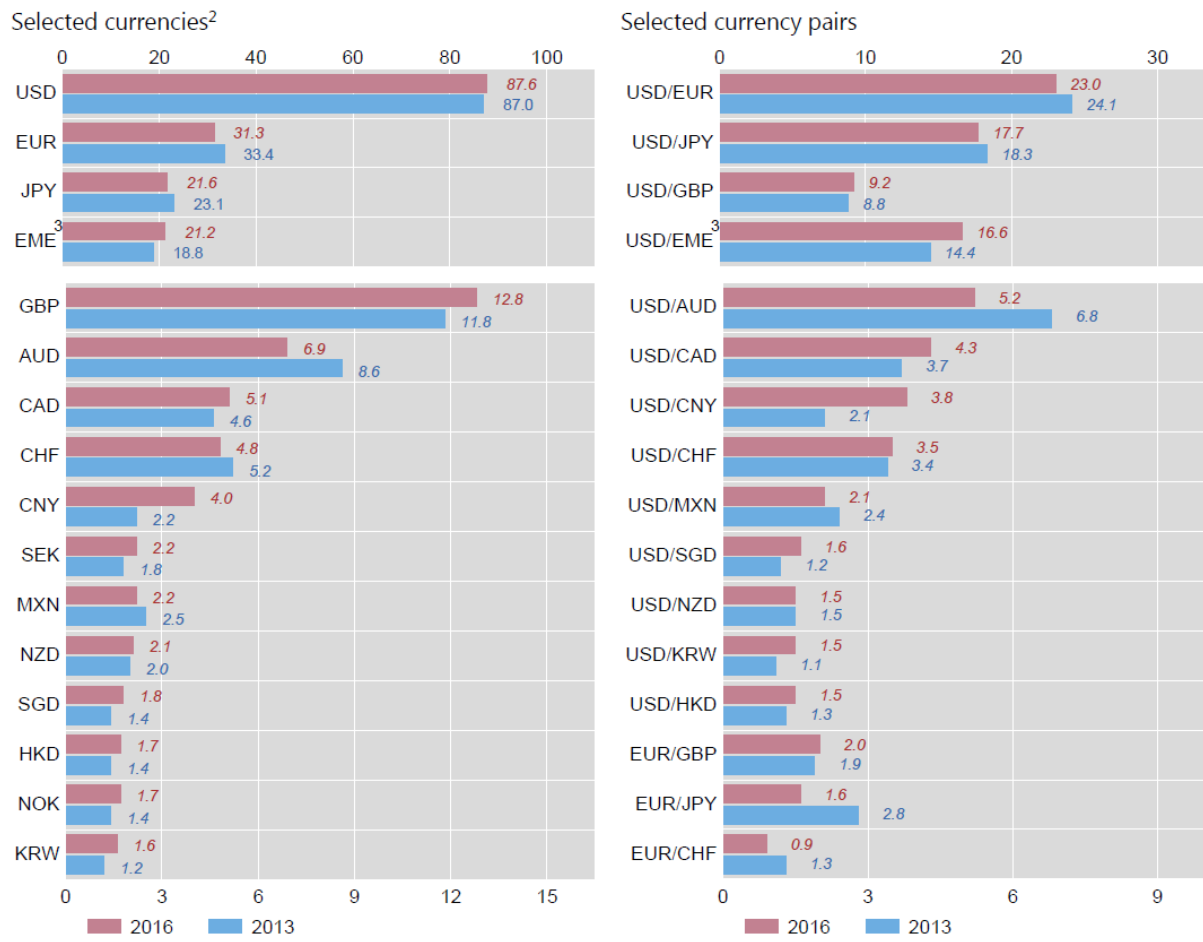


წყარო: BIS – Triennial Central Bank Survey

სავალუტო ვაჭრობის კომპოზიცია 2013-2016 წლების პერიოდში, მიუთითებს მნიშვნელოვან ტრენდზე. 2016 წლისათვის აშშ დოლარი კვლავ რჩება სავალუტო ვაჭრობის დომინანტ ვალუტად-იგი ჩართულია სავალუტო გარიგებების 87.6%-ში. ვაჭრობის 23% მოდიოდა USD/EUR კომპოზიციაზე, USD/JPY – 17,7%, USD/GBP - 9,2% ხოლო USD/EME–16.6%. საყურადღებოა, რომ 2013-2016 წლების პერიოდში სავალუტო ბაზარზე, როგორც სავალუტო

წყვილებში ისე ცალკე აღებულ ვალუტებში პოზიციებს იმყარებენ ახალინდუსტრიული ქვეყნების ვალუტები (EME). ინდივიდუალური თვალსაზრისით მათი წილი სავალუტო ბაზარზე 18,8%-დან 21,1%-მდე გაიზარდა. ხოლო სავალუტო წყვილების თვალსაზრისით - 14,4%-დან 16.6%-მდე.

**ნახაზი 8.3. სავალუტო ბაზრის მთლიან ბრუნვაში ვალუტებისა და სავალუტო წყვილების პროცენტული წილი**



წყარო: BIS – Triennial Central Bank Survey

### სავალუტო კურსების კვოტირება

ვალუტის კურსი ეწოდება ერთი ვალუტის ღირებულებას, გამოხატულს მეორე ვალუტაში. ვალუტის კურსი ნებისმიერი სხვა პროდუქციის ფასის ანალოგიურია. მაგალითად, თუ ერთი ვაშლი ღირს 0,5ლ, ნიშნავს რომ ვაშლის კურსი ლართან მიმართებით არის 1ვაშლი/0,5ლ. კვოტირება შესაძლებელია წარმოდგენილ იყოს როგორ სიმბოლოებით, ასევე ISO კოდებში. იხ. დიაგრამა 8.3.

ვალუტა	სიმბოლო	ISO 4217 კოდი
აშშ დოლარი	\$	USD
ევრო	€	EUR
ბრიტანული ფუნტი	£	GBP
იაპონური იენი	¥	JPY
მექსიკური პესო	Ps	MXN

ვალუტის კვოტირებას აქვს რიგი პრინციპებისა, რომელიც ერთი შეხედვით შესაძლოა არ იყოს ინტუიტიურად მარტივი. ყოველი სავალუტო გაცვლა შედგება ორი ვალუტისაგან, პირობითად CUR1 და CUR2.

#### CUR1 / CUR2

ჩანაწერის მარცხნივ მდებარე ვალუტას ეწოდება საბაზისო ვალუტა, ან ვალუტის ერთეული, ხოლო მარჯვნივ განლაგებულ ვალუტას - ფასის გამომხატველი ვალუტა ან ვალუტის ქვოტა. ქვოტირება ყოველთვის მიუთითებს ფასის გამომხატველი ვალუტის ერთეულების რაოდენობას, რომელიც საჭიროა საბაზისო ვალუტის ერთი ერთეულის მისაღებად.

მაგალითისათვის განვიხილოთ ყველაზე ფართოდ ქვოტირებადი სავალუტო კომპოზიცია:

#### EUR / USD 1,3

ევრო წარმოადგენს საბაზისო ვალუტას, აშშ დოლარი კი ფასის გამომხატველ ვალუტას, ხოლო გაცვლითი კურსი -  $USD\ 1,3 = EUR\ 1,00$ . თუ დავიმახსოვრებთ, რომ ჩანაწერის მარცხენა მხარეში ყოველთვის მოთავსებულია საბაზისო ვალუტა, მაშინ იოლად ავიცილებთ თავიდან მსგავსი ჩანაწერის გაშიფვრისას მოსალოდნელ გაურკვევლობასა და სიძნელეებს.

სავალუტო ბაზარზე არსებობს კვოტირების გარკვეული წესები. მაგალითად, კვოტირების ევროპული წესები გულისხმობს, რომ თითოეული ვალუტის ღირებულება გამოისახოს აშშ დოლარებში. ამ წესის არსებობას უკვე 60



წლიანი ტრადიცია გააჩნია. კონკრეტულად, ციურიხელი ტრეიდერი ითხოვს, რომ მისმა ნორვეგიელმა პარტნიორმა მოახდინოს ნორვეგიული კრონის კვოტირება, ეს უკანასკნელი ნორვეგიული კრონის კვოტირებას ახდენს არა შვეიცარულ ფრანკთან მიმართებაში, არამედ აშშ დოლართან მიმართებაში.

კვოტირების ამერიკულ წესებს, აქვს ორი გამონაკლისი, ესენია ევრო და ფუნტი სტერლინგი რომელიც ამერიკული ქვოტირების წესებში წარმოდგენილია, როგორც საბაზისო ვალუტა.

#### ნახაზი 8.4. სავალუტო კვოტირების ევროპული და ამერიკული ჩარჩო

<b>European terms</b> Foreign currency price of one dollar (USD)	<b>American terms</b> U.S. dollar price of one euro (EUR)
<b>USD/EUR 0.8214</b> or <b>USD 1.00 = EUR 0.8214</b>	<b>EUR/USD 1.2174</b> or <b>EUR 1.00 = USD 1.2174</b>
<b>USD is the <i>base or unit currency</i></b> <b>EUR is the <i>quote or price currency</i></b>	<b>EUR is the <i>base or unit currency</i></b> <b>USD is the <i>quote or price currency</i></b>

$$\frac{1}{\text{EUR } 0.8214 / \text{USD}} = \text{USD } 1.2174 / \text{EUR}$$

განარჩევნ პირდაპირ და არაპირდაპირ ქვოტირებას. პირდაპირი ქვოტირებისას, უცხოური ვალუტის ღირებულება გამოიხატება ადგილობრივ ვალუტაში. ხოლო არაპირდაპირი ქვოტირებისას პირიქით, ადგილობრივი ვალუტის ღირებულება უცხოურ ვალუტაში.

ვალუტით საცალო ვაჭრობისას მიღებულია, რომ ადგილობრივი ვალუტა წარმოდგენილია, როგორც ფასის გამომხატველი ვალუტა, ხოლო უცხოური ვალუტა როგორც საბაზისო ვალუტა. ასევე განასხვავებენ ვალუტის ყიდვისა და გაყიდვის კურსს Bid Rate და Ask Rate. მაგალითად, საქართველოს ეროვნული ბანკი ყოველდღიურად აქვეყნებს ეროვნული ვალუტის ყიდვისა და გაყიდვის ოფიციალურ კურსს. როგორც წესი, Bid Rate აღემატება Ask Rate-ს, სხვაობა კი წარმოადგენს ვალუტის გადამცვლელი სუბიექტების მოგებას.

ასევე არსებობს ე.წ. Cross Rate, რომელიც გამოიყენება არაკონვერტირებად ვალუტებთან მიმართებით. მაგალითად, ქართველ იმპორტიორს სჭირდება ჩინური იუანი. ორივე ვალუტა თავისუფლად კონვერტირებადია აშშ დოლარზე. შესაბამისად, დოლარში გამოხატული მათი ფასების საფუძველზე ხდება გაცვლითი კურსის დადგენა.

ჯვარედინი კურსების საილუსტრაციოდ განვიხილოთ იაპონური იენისა და მექსიკური პესოს შემთხვევა. ორივე ვალუტის ფასი აშშ დოლართან მიმართებით წარმოადგენს ხელმისაწვდომ და პროაქტიულ რეჟიმში განახლებად ინფორმაციას, თუმცა მათი ერთმანეთთან პირდაპირი კვოტირება სისტემატურ ხასიათს არ ატარებს. შესაბამისად, გვიწევს ჯვარედინი კურსები გამოიყენება. მაგალითად:

Japanese yen	USD/JPY	104.85
Mexican peso	USD/MXN	13.1073

იენისა და პესოს კურსები წარმოდგენილია აშშ დოლართან მიმართებით, მათი ურთიერთშეფარდებით მივიღებთ იენის ფასს პესოში.

$$\frac{\text{Japanese Yen} = 1 \text{ U.S. Dollar}}{\text{Mexican Peso} = 1 \text{ U.S. Dollar}} = \frac{\text{¥}104.85/\$}{\text{Ps}13.1073/\$} = \text{¥}7.9994/\text{Ps}$$

ჯვარედინი სავალუტო კურსები ასევე შესაძლოა გამოიყენებულ იქნას არბიტრაჟული მიზნებისთვის. დავუშვათ გვაქვს შემდეგი მოცემულობა:

Citibank quotes U.S. dollars per euro	USD1.3297/EUR
Barclays Bank quotes U.S. dollars per pound sterling	USD1.5585/GBP
Dresdner Bank quotes euros per pound sterling	EUR1.1722/GBP

სითი ბანკსა და ბარკლაის შორის არსებული ჯვარედინი კურსი იქნება

$$\frac{\text{USD}1.5585/\text{GBP}}{\text{USD}1.3297/\text{EUR}} = \text{EUR}1.1721/\text{GBP}$$

თუ მიღებულ შედეგს, შევადარებთ დრეზდნერ ბანკის მონაცემებს EUR 1.1722/GBP შევნიშნავთ, რომ არსებობს მომგებიანი არბიტრაჟული ოპერაციის საშუალება. აღნიშნულ ოპერაციას სამმხრივი არბიტრაჟი ეწოდება. სითი ბანკის

ტრეიდერს შეუძლია USD 1 000 000 მიჰყიდოს ბარკლასის სპოტ პირობებში, შედეგად:

$$\text{USD } 1\,000\,000 \div \text{USD } 1.5585 / \text{GBP} = \text{GBP } 641\,643$$

მიღებული ფუნტები, შეუძლია მიჰყიდოს დრეზდენერ ბანკს ევროს სანაცვლოდ:

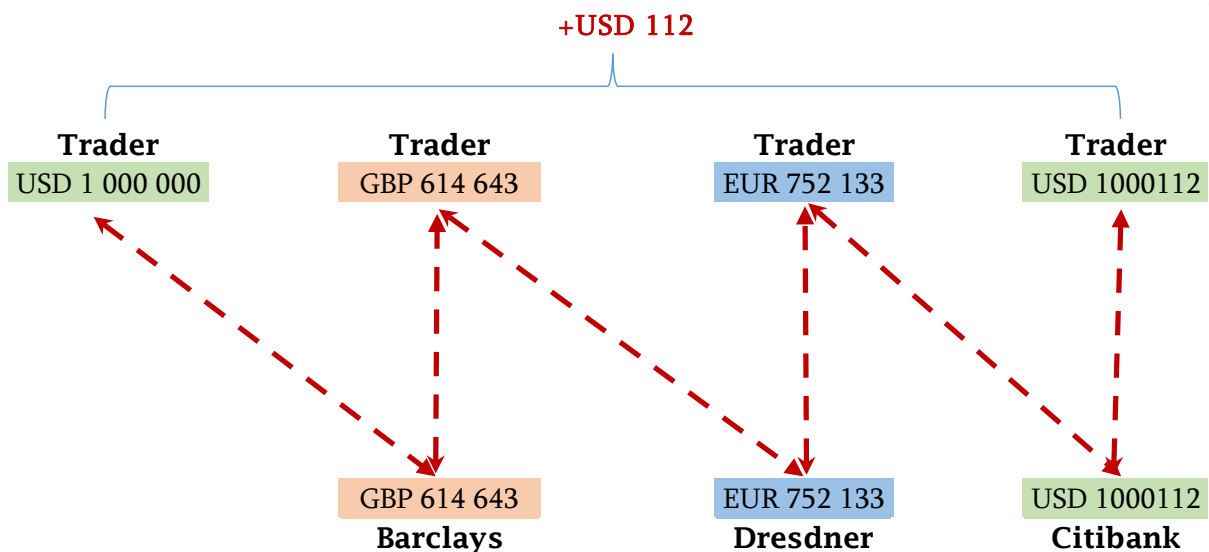
$$\text{GBP } 641\,643 \times \text{EUR } 1.1722 / \text{GBP} = \text{EUR } 752\,133$$

ხოლო მიღებული ევრო, მაშინვე გაყიდოს აშშ დოლარებზე:

$$\text{EUR } 752\,133 \times \text{USD } 1.3297 / \text{EUR} = \text{USD } 1\,000\,112$$

112 აშშ დოლარი, წარმოადგენს აღნიშნული ოპერაციების წმინდა მოგებას.

ნახაზი 8.5. ჯვარედინი კურსების გამოყენება სამმხრივ არბიტრაჟში



### სპოტ განაკვეთების პროცენტული ცვლილება

დავუშვათ მექსიკური პესოს კურსი აშშ დოლართან მიმართებით USD/MXN = 10,00 შეიცვალა და გახდა 11,00. თუ თქვენ ხართ ამერიკელი, რა იქნება სავალუტო კურსის ცვლილების შედეგი პროცენტული სახით?

როდესაც უცხოური ვალუტა გამოიყენება ადგილობრივი ვალუტის ფასის გამოსახვისთვის, ფორმულას ექნება შემდეგი სახე:

$$\% \Delta = \frac{\text{საწყისი კურსი} - \text{საბოლოო კურსი}}{\text{საბოლოო კურსი}} \times 100 = \frac{\text{Ps}10.00/\$ - \text{Ps}11.00/\$}{\text{Ps}11.00/\$} \times 100 = -9.09\%$$

ანუ, მექსიკური პესო დოლართან მიმართებით გაუფასურდა 9,09%-ით.

როდესაც ადგილობრივი ვალუტა გამოიყენება უცხოური ვალუტის ფასის გამოსათვლელად, ფორმულას ექნება შემდეგი სახე:

$$\% \Delta = \frac{\text{საწყისი კურსი} - \text{საბოლოო კურსი}}{\text{საბოლოო კურსი}} \times 100 = \frac{\$0.09091/\text{Ps} - \$0.1000/\text{Ps}}{\$0.1000/\text{Ps}} \times 100 = -9.09\%$$

გამოთვლებმა იდენტური შედეგები გვაჩვენეს, კერძოდ, პესოს ღირებულების შემცირება 9,09%-ით. ასევე შეიძლება აღინიშნოს, რომ მეორე ფორმულა უფრო ინტუიტიურია, ვიდრე პირველი.

### ფორვარდის ქვოტირება

ერთ წლამდე ფორვარდების შემთხვევაში, სავალუტო კურსი მოხსენიება როგორ - Cash rate, ხოლო ერთ წელზე ხანგრძლივადიანი ფორვარდების შემთხვევაში - Swap rate. Bid - ფასი, რომლითაც თქვენგან შეიძენენ ფორვარდს, ხოლო ask - ფასი რომლითაც თქვენ შეგიძლიათ შეიძინოთ ფორვარდი. სხვაობა ფორვარდსა და სპოტ ფასებს შორის გამოსახება პოინტიებში - Points.

### ცხრილი 8.3. ევროსა და იენი სპოტი და ფორვარდი

	Term	Euro: Spot and Forward (\$/€)				Japanese Yen: Spot and Forward (¥/\$)			
		Bid		Ask		Bid		Ask	
		Points	Rate	Points	Rate	Points	Rate	Points	Rate
<b>Cash rates</b>	Spot		1.0897		1.0901		118.27		118.37
	1 week	3	1.0900	4	1.0905	-10	118.17	-9	118.28
	1 month	17	1.0914	19	1.0920	-51	117.76	-50	117.87
	2 months	35	1.0932	36	1.0937	-95	117.32	-93	117.44
<b>Swap rates</b>	3 months	53	1.0950	54	1.0955	-143	116.84	-140	116.97
	2 years	481	1.1378	522	1.1423	-1150	106.77	-1129	107.08
	3 years	750	1.1647	810	1.1711	-1748	100.79	-1698	101.39
	4 years	960	1.1857	1039	1.1940	-2185	96.42	-2115	97.22
	5 years	1129	1.2026	1276	1.2177	-2592	92.35	-2490	93.47

იაპონური იენის სამთვიანი ფორვარდის გასწვრივ point სვეტში მითითებული -143 და -140 უნდა წავიკითხოთ შემდეგი შინაარსით:

	Bid	Ask
Outright spot	JPY118.27	JPY118.37
Plus points (3 months)	1.43	1.40
Outright forward	JPY116.84	JPY116.97

იენის სამთვიანი ფორვარდის გაყიდვისას განსხვავება სპოტ კურსთან მიმართებაში შეადგენს -143 ერთეულს, ხოლო ყიდვისას -140 ერთეულს.

### ფორვარდის პროცენტული კვოტირება

ფორვარდის გადახრას სპოტ კურსისაგან ეწოდება ფორვარდის პრემია.

	უცხოური ვალუტა (price)/ ადგილობრივი ვალუტა (unit)	ადგილობრივი ვალუტა (price)/ უცხოური ვალუტა (unit)
სპოტ კურსი	¥118.27/\$	USD/JPY 0.0084552
სამ თვიანი ფორვარდი	¥116.84/\$	USD/JPY 0.0085587

თუ უცხოურ ვალუტას გამოვიყენებთ ადგილობრივი ვალუტის ფასის გამოსახვისთვის JPY / USD, 90 დღიანი ფორვარდის პრემია გამოითვლება შემდეგი სახით:

$$f_{JPY} = \frac{\text{სპოტი} - \text{ფორვარდი}}{\text{ფორვარდი}} \times \frac{360}{90} \times 100 = \frac{118.27 - 116.84}{116.84} \times \frac{360}{90} \times 100 = +4.90\%$$

ანუ, იენი - დოლარის ფორვარდი იყიდება 4,9%-იანი პრემიით. თუ აშშ დოლარს (ადგილობრივ ვალუტას) გამოვიყენებთ იენის ფასის გამოსათვლელად, ფორვარდი პრემია გამოითვლება შემდეგი სახით:

$$f_{JPY} = \frac{\text{სპოტი} - \text{ფორვარდი}}{\text{ფორვარდი}} \times \frac{360}{90} \times 100 = \frac{\frac{1}{116.84} - \frac{1}{118.27}}{\frac{1}{118.27}} \times \frac{360}{90} \times 100$$

$$f_{JPY} = \frac{\text{ფორვარდი} - \text{სპოტი}}{\text{სპოტი}} \times \frac{360}{90} \times 100 = \frac{0.0085587 - 0.0084552}{0.0084552} \times \frac{360}{90} \times 100 = +4.90\%$$

მიუხედავად საბაზისო ვალუტებს შორის როლების გაცვლისა, შედეგი იდენტურია. იენის სამთვიანი ფორვარდი იყიდება 4,9%-იანი პრემიით.

დანართი 1.

### **ფორექსის შესახებ**

ფორექსი არის საერთაშორისო ელექტრონული სავალუტო ბაზარი, რომელიც მუშაობს ყოველდღიურად, შაბათ-კვირის გარდა. ამ ბაზარზე მიმდინარეობს ვალუტის ყიდვა-გაყიდვა. მყიდველებს და გამყიდველებს შორის, შესაძლებელია იყოს რიგითი ადამიანებიც.

წარმოიდგინეთ, დარბაზში ერთი საფინანსო ორგანიზაცია მეორე ორგანიზაციასთან აფორმებს გარიგებას 10 მილიონ დოლარზე და ამ დროს ვეჩრებით ჩვენ და მყიდველ მხარეს ვთავაზობთ ჩვენი ათი დოლარიც იყიდოს. როგორც მინიმუმ, მეტად უხერხულ მდგომარეობას შევქმნიდით. ახლა სიტუაცია სხვანაირია, სხვადასხვა სადილინგო კომპანიებმა შექმნეს იმის პირობა, რომ ჩვენი მცირე თანხა ბაზარზე მოხვდეს როგორც დიდი თანხა. მათი მიზანი ანახონ სარგებელი ამ სერვისისთვის, თითოეული ოპერაციისთვის, თქვენგან გარკვეული საკომისიოს აღების სახით. სადილინგო კომპანიები გვთავაზობენ ჩვენ კოეფიციენტს ე. წ. “მხარს”, რომელზეც გამრავლდება ჩვენი თანხა, რათა ბაზრისთვის თანხის მოცულობა მისაღები იყოს.

მხარის გარეშე 1000-დოლარიანი გარიგებიდან, ფასის 50 პუნქტით ცვლილების შემთხვევაში ჩვენი მოგება იქნებოდა სულ რაღაც 5 დოლარი, მაშინ როცა 1X100-თან მხარის შემთხვევაში ეს მოგება იქნება 500 დოლარი. 50 პუნქტით ფასის მოძრაობა, დღევანდელი ბაზრისთვის ჩვეულებრივი, ყოველდღიური მოვლენაა.

გარიგებას აქვს უარყოფითი მხარეც, 1X100-თან მხარის შემთხვევაში 100-ზე გამრავლდება როგორც მოგება, თუ ფასი ჩვენთვის სასურველი მიმართულებით წავიდა, ასევე 100-ზე გამრავლდება ზარალიც, თუ ფასი საწინააღმდეგო მიმართულებით წავიდა, თუ ეს ზარალი გაუტოლდა თქვენს ანგარიშზე არსებულ

თანხას, გარიგება ავტომატურად დაიხურება და თქვენ ანგარიშზე დარჩება ნულთან მიახლოებული თანხა. მხარი არ არის არც მოგების არც ზარალი წყარო. მხარი გვეხმარება, რომ გარიგებაში მივიღოთ მონაწილეობა და მოგების და ზარალის თანხა ისეთი გახდეს, რომ გარიგებას აზრი ჰქონდეს. როგორ გამოვიყენებთ ამ შესაძლებლობას, ვაქცევთ მოგებად, თუ ზარალად, ეს დამოკიდებულია ვაჭრობის სტრატეგიაზე და სხვა ბევრ ფაქტორზე, რომელთა დახვეწა ყველა ტრეიდერის პირველი ამოცანაა.

### **ვაჭრობა ფორექსის სისტემაში**

გაითვალისწინეთ, რომ სავალუტო ბაზარზე მოგებული რჩება მონაწილეთა დაახლოებით 5%, დანარჩენი 95% კარგავს თავის თანხას. ციფრები შეიძლება საკამათოა, მაგრამ დიდად მიახლოებული ჭეშმარიტებასთან. გარანტირებულად იღებს მხოლოდ დილერი (სადილინგო კომპანია), ისიც არა იმიტომ რომ ფორექსის სისტემაში თამაშობს, არამედ იმის გამო, რომ გარანტირებულად იღებს ყველა ჩვენი ოპერაციიდან საკომისიოს. ეს არის მისი ბიზნესის მოგების წყარო.

თუ თქვენ იმდენად ამბიციური ბრძანდებით, რომ ფიქრობთ მოგებულების 5%-ში სასწრაფოდ მოხვედრას, მაშინ თქვენ განწირული ხართ წაგებისთვის.

თუ თქვენ თვლით, რომ ეს 5% გამდიდრდა არა გამართლების ხარჯზე, არამედ ცოდნის და გამოცდილების დაგროვების ხარჯზე, ვაჭრობის სტრატეგიის დახვეწის ხარჯზე, მზად ხართ ამას მოახმაროთ რამდენიმე წელი, სანამ დაიწყებთ ვაჭრობას რეალური თანხებით, მაშინ ეს თქვენი საქმეა, ყოველ შემთხვევაში შეიძლება რომ სცადოთ.

და, თუ დავუბრუნდებით შეკითხვას – რა არის ფორექსი, უნდა გვესმოდეს, რომ ფორექსი არ არის კლასიკური ბირჟა, როგორც დავუშვათ ნიუ-იორკის ბირჟა, ლონდონის ან ტოკიოს ბირჟა. მას არ აქვს ერთი კონკრეტული ადგილმდებარეობა. ეს არის ელექტრონული ქსელი, სადაც გარიგებები ხდება ტელეფონის ან სპეციალური კომპიუტერული პროგრამების საშუალებით. ჩვენთვის, როგორც, რიგითი ტრეიდერისთვის კი, ეს არის დილერი, რომლის გავლითაც და რომლის მხარის გამოყენებითაც ვაპირებთ ვაჭრობას. ეს არის კომპიუტერში

ვაჭრობისათვის გათვალისწინებული პროგრამა, რომელის ფანჯარაშიც რეალურ დროში გრაფიკის სახით ჩანს სხვადასხვა ვალუტის კურსის ცვლილების გრაფიკები. ეს არის თანხა რომელსაც წინასწარ ვრიცხავთ დილერთან ჩვენს ანგარიშზე, და გადაწყვეტილება, რომ შევასრულოთ გაყიდვის ან ყიდვის ოპერაცია.

ჩვენი ბრძანება სასწრაფოდ მიეწოდება დილერს და გვიბრუნდება პასუხი, რომ შესრულდა შეკვეთილი ოპერაცია შეკვეთილი მოცულობით, ყიდვის ან გაყიდვის. თუ ყიდვის შემთხვევაში ფასი გაიზრდება, ჩვენ მოგებისკენ მივდივართ, რადგან იაფად ნაყიდს შემდეგ ძვირად გავყიდით და პირიქით თუ შემცირდება - ვაგებთ.

ასევეა გაყიდვის შემთხვევაში - თუ ფასი წავიდა ქვემოთ, ჩვენ ვიგებთ, რადგან ძვირად გაყიდული თანხიდან იაფად ყიდვისას თანხა დაგვრჩება მოგების სახით და პირიქით, თუ წავიდა ზემოთ - ვაგებთ. ამ დროს ჩვენ ვიმყოფებით ღია პოზიციაში, ანუ გარიგება გახსნილი გვაქვს. გარიგების დახურვაც ხდება მაუსით, დილერისთვის სპეციალური შეკვეთის გაგზავნით, რომელზეც ასევე სწრაფად ვიღებთ პასუხს და აქვე ფიქსირდება ამ ოპერაციიდან მიღებული მოგების თუ ზარალის ოდენობა. შესაბამისი თანხა მომენტალურად ემატება ან აკლდება ჩვენს ანგარიშს.

ტექნიკური საშუალებები მაქსიმალურად გამარტივებულია, მთავარია რა მოქმედებებს შევასრულებთ ამ ტექნიკური საშუალებებით. მიუხედავად ამ სფეროში უამრავი ლიტერატურის არსებობისა, ფასის ცვლილების მიმართულების ზუსტი გამოცნობა შეუძლებელია. ეს არ არის კაზინო, სადაც ფასის ცვლილება დამოკიდებულია იყოს აბსოლუტურ შემთხვევითობაზე. რეალურად, ნებისმიერი ვალუტის მდგომარეობა დამოკიდებულია ძალიან ბევრ ეკონომიკურ თუ არაეკონომიკურ ფაქტორზე, რომელთა ანალიზიც არის ჩვეულებრივი სამუშაო პროცესი და ამ სამუშაო პროცესს უნდა მოყვებოდეს გადაწყვეტილების მიღება ოპერაციის შესრულებაზე.



აღსანიშნავია ფორექსის ერთ-ერთი ყველაზე მიმზიდველი თვისების შესახებ, ეს არის ლიკვიდურობა. წარმოიდგინეთ, თქვენი ბიზნესი ამ სფეროში მიდის ყოველმხრივ გამართულად, გაქვთ შესანიშნავი სტრატეგია რომელის მუდმივად იგებს თანხებს და ერთ-ერთი ახალი გარიგების დროს, როცა შეძენილი გაქვთ გარკვეული თანხის ვალუტა, გასურთ ამ ვალუტის გაყიდვა მოგების დასაფიქსირებლად. დავუშვათ ბაზარზე არავინ დაგხვდათ, ან ბაზარი დაგხვდათ ადამიანებით სავსე, მაგრამ მათი თანხა არ ყოფნის თქვენს ოპერაციას. ფორექსზე ასეთი რამ არასდროს ხდება. ფორექსზე ყოველთვის ლიკვიდურია ვალუტა. ანუ, თუ დაფიქსირებულია X ფასი, თქვენ ამ ფასში აუცილებლად გაყიდით იმდენ ვალუტას, რამდენსაც მოისურვებთ, ან იყიდით იმდენს, რამდენსაც მოისურვებთ. ეს იმიტომ, რომ ბაზარზე ვალუტის ძალიან დიდი მოცულობები ბრუნავს, და ჩვენ ბაზარის შემფოთებას ჩვენს თანხებით ვერ მოვახერხებთ, ისევე როგორც ვერ შევცვლით ზღვის დონეს ერთი ჭიქა წყლის ამოღებით ან ჩამატებით.

ეს ლიკვიდურობა უდავოდ მიმზიდველია ტრეიდერებისთვის, რადგან არ ქმნის დამატებით საზრუნავს ოპერაციის ჩატარების შესაძლებლობაზე და საშუალებას იძლევა მთლიანად მოხდეს კონცენტრირება მხოლოდ კურსის პროგნოზირებაზე.

### **დანართი1. დოუს თეორია და ტექნიკური ანალიზი ფორექსზე**

ფინანსურ ბაზარს აქვს გარკვეული კანონზომიერება, რომლის გამოყენებით შეგიძლიათ გამოიმუშაოთ ფული. ამ კანონების საფუძველში დევს დოუს თეორია, რომელსაც აქვს რიგი ფუნდამენტური პრინციპები.

ტექნიკური ანალიზი - ეს არის სავალუტო კურსების გრაფიკების სპეციალური მეთოდებით ანალიზი ფასის მოძრაობის პროგნოზირებისთვის. მისი მეშვეობით ჩვენ შეგვიძლია შევადგინოთ პროგნოზი, თუ სად აღმოჩნდება ფასი მომდევნო ეტაპზე და გავიგოთ, რა არის უფრო მომგებიანი ამ ეტაპზე - ყიდვა თუ გაყიდვა.

დოუს თეორიის პრინციპები:

- ფასი ყველაფერს ითვალისწინებს;

- ისტორია ყოველთვის მეორდება;
- კაპიტალის ბაზარს აქვს ტრენდები;
- სხვადასხვა ინდექსებმა უნდა დაადასტურონ ერთმანეთი;
- ვაჭრობის მოცულობამ უნდა დაადასტუროს ტენდენციის სახეობა;
- ტენდენცია გრძელდება მანამ, სანამ არ გამოიკვეთება საპირისპირო პროცესები.

ფასი ითვალისწინებს ყველაფერს - გულისხმობს, რომ პროგნოზირებადი და არაპროგნოზირებადი ფაქტორები (ეკონომიური, ბუნებრივი, პოლიტიკური, ანთროპოგენური) გათვალისწინებულია ბაზრის მიერ და აისახება ფასების დინამიკაში.

ფასების მოძრაობა ისტორიულად მეორდება, რაც აისახება ფასების გრაფიკზე ერთნაირი ფიგურების განმეორებით. დიდი მოძრაობის წინ ფასის გრაფიკი შემოწერს გარკვეულ წირს, რომლებიც მიგვანიშნებენ მომავალი მოვლენის შესახებ. რაც უფრო დეტალურად განიხილავთ და გაანალიზებთ ვალუტის ისტორიას, მით უფრო ნათელი იქნება თქვენთვის მისი სიგნალები.

ტრენდი (ტენდენცია) - ეს არის ფასების მიმართული მოძრაობა.

ავტორის აზრით, ვალუტის ფასის მოძრაობა ხორციელდება ტრენდის ან ტენდენციის შესაბამისად. განარჩევენ სამი სახის ტენდენციას: ამომავალი, დაღმავალი და ნეიტრალური (გვერდითი).

- ამომავალი ან ხარის ტენდენციის დროს თითოეული მომდევნო პიკი და მომდევნო ვარდნა უფრო მაღალია, ვიდრე წინამორბედი.

- დაღმავალი (დათვის) ტენდენციის დროს ყოველი მომდევნო პიკი და ყოველი მომდევნო ვარდნა უფრო დაბალია, ვიდრე წინამორბედი.

- გვერდითი ტენდენციის ან ფლოუტის დროს, ფასი მდებარეობს გარკვეულ დიაპაზონში - პრაქტიკულად ჰორიზონტალურ დერეფანში. როგორც წესი ფლოუტი არის დიდი ცვლილებების წინამორბედი - ფასი იკრებს ძალებს შემდგომი მოძრაობის გასავითარებლად.

დოუ გამოყოფდა ტრენდის სამ კატეგორიას:

- პირველადი (მთავარი ან ხანგრძლივადიანი)
- მეორადი (კორექტირებადი ან შუალედური)
- მცირე (მოკლევადიანი)

დოუ დიდ მნიშვნელობას ანიჭებდა პირველად ტენდენციას, რომელიც გრძელდება ერთ წელზე უფრო ხანგრძლივი პერიოდით, ზოგჯერ რამდენიმე წელიც კი.

მეორადი(შუალედური) ტენდენცია არის კორექტირებადი ძირითადის მიმართ (აქვს საპირისპირო მიმართულება) და გრძელდება 3 კვირიდან 3 თვემდე. ასეთი ცვლილებები შეადგენენ მანძილის  $\frac{1}{3}$ -დან  $\frac{2}{3}$  -მდე (ხშირად ნახევარს, ანუ 50%-ს) გავლილი ფასებით წინასწარი ტენდენციის დროს.

მცირე ტენდენციები გრძელდება არა უმეტეს 3 კვირა და წარმოადგენენ მოკლევადიან ცვლილებებს შუალედური ტენდენციის ფარგლებში.

მთავარი ტენდენციის განვითარებაში გამოყოფენ 3 ფაზას:

1. დაგროვების ფაზა: ყველაზე გამოცდილი და ინფორმირებული ინვესტორები იწყებენ აქციების ყიდვას, რადგან ყველანაირი არახელსაყრელი ეკონომიური ინფორმაცია უკვე იყო გათვალისწინებული.
2. ფაზა იწყება როცა თამაშს უერთდებიან ისინი, ვინც იყენებს ტექნიკურ მეთოდებს. ფასი უკვე გაიზარდა და ეკონომიკური ინფორმაცია ოპტიმისტურია.
3. დასკვნითი ფაზა: შემოდის ფართო პუბლიკა, ბაზარზე იწყება აჟიოტაჟი.

დოუ თვლიდა, რომ ნებისმიერი მნიშვნელოვანი სიგნალი ბაზარზე კურსის ცვლილების შესახებ უნდა გადიოდეს რამდენიმე ინდექსის ფილტრს (ანუ მიზანშეწონილია მიიღოთ გადაწყვეტილება მაშინ, როცა მიიღებთ ერთნაირ სიგნალს გამოყენებული კრიტერიუმების ყველაზე მეტ რაოდენობაზე).

მნიშვნელოვანია გახსოვდეთ, რომ გარიგებაში შესასვლელად უნდა მიიღოთ რამდენიმე, ერთმანეთისგან დამოუკიდებელი დასტური, რომელიც გაძლევს ერთნაირ სიგნალს.

დოუ თვლიდა, რომ ვაჭრობის მოცულობა არის ძალზედ მნიშვნელოვანი ფაქტორი ფასების გრაფიკებზე მიღებული სიგნალების დასადასტურებლად. მოცულობას ხშირად სერიოზულად არ აღიქვამენ ფორექსის ბაზარზე, უფრო დიდ მნიშვნელობას მას ანიჭებენ საფონდო ბაზარზე. წარმოვიდგინოთ, რომ ინდიკატორი აჩვენებს ბაზარზე არსებულ მნიშვნელოვან მოცულობებს, მაგრამ ფასის გრაფიკი იხურება პატარა სანთლით «დოჟი». ეს ნიშნავს, რომ ადგილი ჰქონდა ბევრ ყიდვებს და გაყიდვებს, მაგრამ ფასი დარჩა პატარა დიაპაზონის ფარგლებში. რადგან ფასის შეცვლა ვერავინ მოახერხა, ეს ნიშნავს რომ სიტუაცია ბაზარზე არის ერთმნიშვნელოვანი და ჯობია არ შეხვიდეთ ბაზარზე.

ძალიან მნიშვნელოვანია გაიგოთ, რომ ტრენდი, რომელსაც აქვს დაწყებული თავისი მოძრაობა, მიისწრაფის მის გაგრძელებისკენ. ფასი გაიზრდება სანამ არ დაიწყებს კლებას. ანალოგიურად, ფასი შემცირდება, სანამ არ დაიწყებს ზრდას. ეს ნიშნავს, რომ ფასს ურჩევნია განაგრძოს თავისი მოძრაობა, ვიდრე იმოძრაოს საპირისპირო მიმართულებით.

## კითხვები:

- რას გვიჩვენებს საბაზისო ვალუტა ?
- რას წარმოადგენს ფასის გამომხატველი ვალუტა?
- რა განსხვავებაა სპოტ, ფორვარდ და სვოპ ტრანზაქციებს შორის ?
- რას გულისხმობს ჯვარედინი კურსების გამოყენება სამმხრივ არბიტრაჟში ?

## რეკომენდირებული ლიტერატურა:

- Steve Suranovic - Policy and Theory of International Finance; 161-183pp
- Maurice D. Levi - International Finance; 33-79pp
- World finance - The future of FX trading; [www.worldfinance.com](http://www.worldfinance.com)
- Bank of International settlements - Recent trends in the foreign exchange and money markets; [www.Bis.org](http://www.Bis.org)
- Federal Reserve Bank of New York - Trends in Foreign Exchange Markets and the Challenges Ahead. [www.newyorkfed.org](http://www.newyorkfed.org)

## 9. ერთი ფასის კანონი და საერთაშორისო პარიტეტი

### შინაარსი

- ერთი ფასის კანონი
- მსყიდველობითი უნარის პარიტეტი
- შედარებითი მსყიდველობითი უნარის პარიტეტი
- რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი
- გაცვლითი კურსის ელასტიურობა (გამტარობა)
- ფიშერის ეფექტი
- საერთაშორისო ფიშერის ეფექტი
- ფორვარდული კურსი
- სარგებლის განაკვეთის პარიტეტი
- სარგებლის საკომპენსაციო არბიტრაჟი (CIA)
- სარგებლის არასაკომპენსაციო არბიტრაჟი (UIA)
- სარგებლის განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის წონასწორობა



ოქროს სტანდარტის უარყოფის შემდეგ სავალუტო კურსის პროგნოზირება წარმოადგენს გლობალური და ლოკალური ბიზნეს გარემოს ერთერთ უმნიშვნელოვანეს კომპონენტს. ეკონომიკურ თეორიაში არსებობს მათემატიკური კონცეფცია, რომელიც ერთმანეთთან აკავშირებს გაცვლით კურსებს, ფასების დონეებსა და სარგებლის განაკვეთებს. მიუხედავად იმისა, რომ მოცემული თეორია რეალურ გარემოში ადაპტირებისას ყოველთვის არ იძლევა ზუსტ შედეგებს, მისი ცოდნა აუცილებელია, რათა გავერკვეთ, თუ როგორ ფინანსდება და იმართება მულტინაციონალური ბიზნესი დღეს, არაუზრუნველყოფილი ქაღალდის ფულის გარემოში.

### ერთი ფასის კანონი

კონცეპტუალურ გარემოში, სადაც ტრანსპორტირებასთან დაკავშირებული ხარჯები უმნიშვნელოა (ან არ არსებობს), ხოლო ქვეყნებს შორის პროდუქციის მოძრაობა შეზღუდვების (ქვოტები, საბაჟო გადასახადები და ა.შ.) გარეშე მიმდინარეობს, მოქმედებს არბიტრაჟი და თავისუფალი კონკურენცია - სხვადასხვა ლოკალურ ბაზრებზე წარმოდგენილ იდენტურ პროდუქტზე ფასები იდენტურია. მოცემულ თანასწორობას „ერთი ფასის კანონი“ ეწოდება. სწორედ აღნიშნული წესი უდევს საფუძვლად ე.წ. ვალუტის „რეალური გაცვლითი კურსის“ გამოთვლას.

ლოკალურ ბაზრებზე, როგორც წესი, პროდუქციის ფასი ადგილობრივ ვალუტაშია გამოსახული. მაგალითად, 1კვ ვაშლი საქართველოში ღირს - 3 ლარი, ხოლო საბერძნეთში - 4 ევრო. ერთი ფასის კანონის თანახმად:

$$P^{\text{ლ}} \times S = P^{\text{€}}$$

$P^{\text{ლ}}$  - ქართულ ვალუტაში გამოსახული ფასი, ადგილობრივ ბაზარზე.

$P^{\text{€}}$  - ევროში გამოსახული ფასი, საბერძნეთის ბაზარზე.

S - ევრო / ლარი (სპოტ კურსი)

ზემოთ აღწერილი მოცემულობისა და გამოსახულების საფუძველზე შესაძლებელია გამოვთვალოთ ევრო-ლარის სავალუტო წყვილის ალტერნატიული (რეალური) კურსი.

$$S = P^{\text{€}} / P^{\text{ლ}}$$

### მყიდველობითი უნარის პარიტეტი

თუ ერთი ფასის კანონი მოქმედებს ყველა პროდუქციასა და მომსახურებასთან მიმართებით, მაშინ ნებისმიერი ვალუტების შემთხვევაში ჩვენ მოვახერხებთ დავადგინოთ ვალუტებს შორის არსებული რეალური გაცვლითი კურსი. შევადარებთ ერთმანეთს სხვადასხვა ვალუტაში დენომინირებული იდენტური პროდუქციების ფასებს და დავადგენთ „რეალურ“ ანუ PPP გაცვლით კურსს, რომელიც უნდა ემთხვეოდეს კიდევ მიმდინარე პერიოდში არსებულ საბაზრო კურსებს, თუ საქმე გვაქვს სრულყოფილად ეფექტიან ბაზრებთან. მოცემულ დამოკიდებულებას აბსოლუტური მყიდველობითი უნარის პარიტეტი ეწოდება.

თუ ჩვენ ერთი პროდუქტის ნაცვლად გამოვიყენებთ პროდუქტების ნაკრებს (სამომხმარებლო კალათას), ერთი ფასის კანონის საფუძველზე ისევ შევძლებთ დავადგინოთ რეალური გაცვლითი კურსი, რომელიც გამოთვლაში მონაწილე პარამეტრების კომპლექსურებიდან გამომდინარე, უფრო ახლოს იქნება ჭეშმარიტებასთან. თუმცა, ამისათვის აუცილებელია პროდუქტების ნაკრები (სამომხმარებლო კალათა) იდენტური პროდუქტებით იყოს დაკომპლექტებული. როგორც წესი, სხვადასხვა ქვეყნის სამომხმარებლო კალათები განსხვავებული რაოდენობისა და სახეობის პროდუქტებს შეიცავს, შესაბამისად რთულია სამომხმარებლო კალათების საშუალებით სავალუტო წყვილის რეალური გაცვლითი კურსის დადგენა.

ჟურნალი „ეკონომისტი“ 1986 წლიდან აქვეყნებს ე.წ. ბიგ მაკის ინდექსს. ბიგ მაკი სტანდარტიზებული პროდუქტია, რომელიც იდენტურია ნებისმიერ



ქვეყანაში. იგი გამოიყენება ვალუტის საბაზრო კურსისა და მყიდველობითი უნარის პარიტეტის საფუძველზე გამოთვლილი კურსის შესადარებლად.

მაგალითად, საქართველოში ბიგ მაკი ღირს 5,85ლ, ხოლო საბერძნეთში - 7€. მიმდინარე სპოტ კურსია 2,7ლ / €. ბიგ მაკის მოცემული ფასების საფუძველზე, ჩვენ შეგვიძლია დავადგინოთ მყიდველობით უნარის პარიტეტის საფუძველზე არსებული გაცვლითი კურსი:

$$7\text{€} / 5,85\text{ლ} = 2,6\text{€} / \text{ლ}$$

მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორია, ბიგ მაკის ინდექსზე დაყრდნობით, გვამლევს ინფორმაციას, თუ როგორი უნდა იყოს ევრო-ლარის სავალუტო წყვილის გაცვლითი კურსი.

მყიდველობითი უნარის პარიტეტის საფუძველზე გამოთვლილი სავალუტო კურსი 2,6€ / ლ შევადაროთ სავალუტო ბაზარზე დაფიქსირებულ ვალუტის მიმდინარე კურსს 2,7ლ / €. შედარების შედეგად მივიღებთ ინფორმაციას, ლარი ევროსთან მიმართებით გაუფასურებულია [-%] თუ გამყარებულია [%].

$$(2,6\text{€} / \text{ლ} - 2,7\text{ლ} / \text{€}) / 2,6\text{€} / \text{ლ} = - 3\%$$

მიღებული შედეგი მიგვითითებს, რომ ლარი ევროსთან მიმართებით გაუფასურებულია 3%-ით. აბსოლუტური მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორია გვამლევს ინფორმაციას, თუ რა მიმართულებით იმობრავებს სავალუტო წყვილის კურსი გრძელვადიან პერიოდში.

მნიშვნელოვანია გავიაზროთ, თუ რატომ არის ბიგ მაკის ინდექსი რელევანტური ინსტრუმენტი, ერთი ფასის კანონის საფუძველზე ვალუტის კურსის შეფასებისა.

- ბიგ მაკი წარმოადგენს სტანდარტულ და იდენტური შემადგენლობის პროდუქციას ნებისმიერ ბაზარზე, სადაც იგი იყიდება.
- პროდუქციის ფასის ძირითადი კომპონენტები ადგილობრივი წარმომავლობისაა.

ასევე, მნიშვნელოვანია გვახსოვდეს, რომ მოდელს გააჩნია რიგი შეზღუდვები. თავად მზა პროდუქტი (ბიგ მაკი) არ არის ჩართული ექსპორტ-იმპორტში. ასევე უნდა გავითვალისწინოთ, რომ პროდუქციის ფასზე გავლენას ახდენს საგადასახადო განაკვეთები და უძრავი ქონების ფასი (რომელსაც საოპერაციო საქმიანობისთვის იყენებს „მაკდონალდსი“). შესაბამისად, მნიშვნელოვნად განსხვავებული უძრავი ქონების ფასებისა და საგადასახადო განაკვეთების შემთხვევაში, მოცემული ინდექსისა და მყიდველობითი უნარის პარიტეტის საფუძველზე მიღებული რეალური გაცვლითი კურსის მაჩვენებელზე ახდენს შესაბამის გავლენას.

ზოგადი თვალსაზრისით, ბიგ მაკი წარმოადგენს გარკვეული პროდუქტების (დანახარჯების) კალათას. შესაბამისად ისევე როგორც ბიგ მაკის შემთხვევაში, სამომხმარებლო კალათის შემთხვევაშიც, ერთი ფასის კანონის თანახმად, ეფექტიან ბაზრებზე მათი ფასები უნდა იყოს იდენტური. ერთი პროდუქტის (ბიგ მაკის) სამომხმარებლო კალათით ჩანაცვლების შემთხვევაში, კალათის ინდექსი გვაძლევს საშუალებას დავადგინოთ მსყიდველობითი უნარის პარიტეტის გაცვლითი კურსი შემდეგი ფორმულით:

$$S = \frac{PI^{\text{€}}}{PI^{\text{ლ}}}$$

სადაც  $PI^{\text{€}}$  და  $PI^{\text{ლ}}$  ფასების ინდექსები გამოსახულია შესაბამისად, ევროსა და ლარში. მაგალითად, თუ იდენტური სამომხმარებლო კალათები, საბერძნეთში ღირს 1 000€, ხოლო საქართველოში და 2 500ლ, PPP გაცვლითი კურსი იქნება:

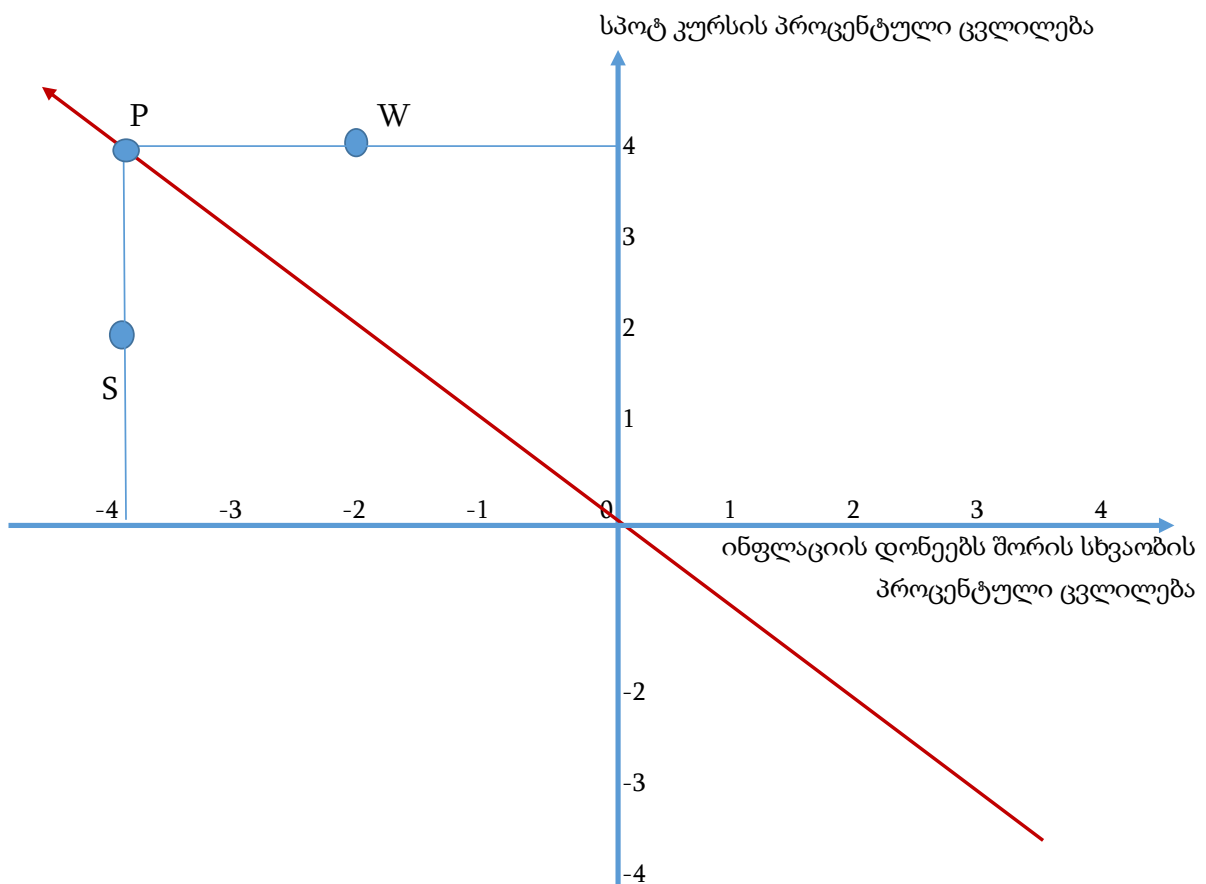
$$S = 1000\text{€} / 2500\text{ლ}$$

$$S = 1\text{€} / 2,5\text{ლ}$$

## შედარებითი მყიდველობითი უნარის პარიტეტი

შედარებითი PPP-ს გამოყენებას განაპირობებს, აბსოლუტური PPP-ს უუნარობა განსაზღვროს გაცვლითი კურსი სპოტ-ბაზარზე. უფრო კონკრეტულად, თუ ორი ვალუტის გაცვლითი კურსი მოძრაობას იწყებს წონასწორობის მდგომარეობიდან, ინფლაციის დონეთა ცვლილებებს შორის დაფიქსირებული სხვაობა უცილობლად აისახება სავალუტო წყვილის კურსზე. იხ. ნახაზი 9.1.

ნახაზი 9.1. შედარებითი მყიდველობითი უნარის პარიტეტი



ვერტიკალური ღერძი გვიჩვენებს სპოტ კურსის ცვლილებას, ხოლო ჰორიზონტალური - ინფლაციის მაჩვენებლებს შორის მოსალოდნელ ცვლილებას. პარიტეტის დიაგონალური (PPP line) ხაზი გვიჩვენებს წონასწორობის მდგომარეობას სავალუტო კურსის ცვლილებასა და ინფლაციის დონეებს შორის სხვაობის პროცენტულ ცვლილებას შორის.

P წერტილი აღნიშნავს წონასწორობის წერტილს, რომელიც გვიჩვენებს, რომ წლიური ინფლაცია ევროზონაში 4%-ით დაბალია საქართველოსთან შედარებით. PPP პროგნოზირებს, რომ ევრო ლართან მიმართებით წლიურად 4%-ით გამყარდება (გამძირდება). S - წერტილი მიუთითებს, წონასწორობიდან გადახრის შემთხვევას, როცა ზემოთ მოცემული ინფლაციური სხვაობის მიუხედავად, ლარი ევროსთან მიმართებით ნაცვლად 4%-ისა, მხოლოდ 2%-ით უფასურდება. ამ დროს ლარის პოზიცია ევროსთან მიმართებით შეფასდება, როგორც გამძირება, გამყარება. W წერტილი მიუთითებს წონასწორობიდან გადახრის ისეთ შემთხვევას, როცა ინფლაციის დონეებს შორის 2%-იანი ჩამორჩენა 4%-ით აისახა სავალუტო წყვილის კურსზე და გამოიწვია, ინფლაციის შედარებით მაღალი მაჩვენებლის მქონე ქვეყნის ვალუტის ზედმეტად გაუფასურება.

PPP-ს სპოტ კურსებში გამოყენების ლოგიკა: თუ ქვეყანას აქვს უფრო მაღალი ინფლაცია ვიდრე მის სავაჭრო პარტნიორს და ამ ფონზე არ იცვლება მათი ვალუტების წყვილის გაცვლითი კურსი ან იცვლება არასათანადოდ. შედეგად, მაღალი ინფლაციის მქონე ქვეყნის ექსპორტი კარგავს კონკურენტუნარიანობას პარტნიორი ქვეყნის ბაზარზე, რაც ასტიმულირებს იმპორტს მოცემულ ქვეყანაში. შედეგად მიმდინარე ანგარიშების ბალანსი მცირდება (ან ხდება დეფიციტური) და ქვეყნიდან ხდება ფინანსური რესურსების გადინება.

### **რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი**

როგორც წესი ქვეყნას ჰყავს რამდენიმე ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი. ამიტომ, შედარებითი მყიდველობითი უნარის დასადგენად თვალი უნდა მივაღებოთ და შევაფასოთ მოცემული ქვეყნის ვალუტის კურსი პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებთან მიმართებით. წინააღმდეგ შემთხვევაში, ჩვენ არ გვექნება ინფორმაცია ბაზრის მიერ დადგენილი გაცვლითი კურსი მაღალია თუ დაბალია PPP ვალუტის კურსთან მიმართებით. აღნიშნული პრობლემის გადაწყვეტის ერთ-ერთ ყველაზე გავრცელებულ საშუალებას წარმოადგენს გაცვლითი კურსის ინდექსები.

ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი ეფუძნება მხოლოდ საბაზრო კურსებს. იგი არ გვაწვდის ინფორმაციას ე.წ. „რეალურ ღირებულებაზე“ და არანაირი კავშირი არ აქვს PPP-სთან. ნომინალური ინდექსი გვიჩვენებს ვალუტის საბაზრო კურსის ცვლილებას საბაზისო პერიოდთან შედარებით, ხოლო რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი ითვლის, თუ რამდენით შეიცვალა ვალუტის მყიდველობითი უნარი საბაზისო პერიოდთან მიმართებით. ამ შემთხვევაში ვიყენებთ შემდეგ ფორმულას:

$$RER = \frac{LC}{FC} \times \frac{P(LC)}{P(FC)}$$

RER - რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი;

$\frac{LC}{FC}$  - ნომინალური გაცვლითი კურსი;

P(LC) - ადგილობრივი ფასების ინდექსი;

P(FC) - შესადარებელი ქვეყნის ფასების ინდექსი.

თუ გაცვლით კურსებს, შორის სხვაობა ბალანსდება ინფლაციის დონეებს შორის სხვაობით, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი რჩება უცვლელი (100). თუ გაცვლითი კურსის გამყარებას ვერ აკომპენსირებს ინფლაციის დონეებს შორის სხვაობა, ინდექსი გაიზრდება და გადააჭარბებს 100-ს. თუ რეალური გაცვლითი კურსის ინდექსი აჭარბებს 100-ს, კონკურენციული მიზნებისათვის ვალუტა ჩაითვლება ჭარბი ღირებულების მქონედ და პირიქით 100-ზე დაბალი მაჩვენებლის შემთხვევაში - გაუფასურებულად.

მსოფლიო ბანკი (WB) და საერთაშორისო გარიგებების ბანკი (BIS) რეგულარულად აქვეყნებენ რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის სტატისტიკას ქვეყნების მიხედვით. გარდა PPP-დან გადახრების მონიტორინგისა, ვალუტის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი ინსტრუმენტია ვალუტის კურსის მოძრაობის პროგნოზირებისათვის.

## გაცვლითი კურსის ელასტიურობა (გამტარობა)

გაცვლითი კურსების არასრულყოფილი გამტარობა წარმოადგენს წონასწორული ნიშნულიდან რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსების ხანგრძლივი გადახრის უმთავრეს მიზეზს. გაცვლითი კურსების გამტარიანობა განსაზღვრავს სავალუტო კურსების (ცვლილების) გავლენას ექსპორტ-იმპორტის ფასებზე. PPP-ს მიხედვით, სავალუტო კურსების ცვლილება ექვივალენტური მასშტაბით გადაეცემა სავაჭრო პარტნიორს და მოცემულ ქვეყანას შორის სავაჭრო ბრუნვაში არსებულ პროდუქტების ფასებს.

მოცემული თეორიის ჭეშმარიტება კითხვის ნიშნის ქვეშ დააყენა 1980-იან წლებში ჩატარებულმა კვლევამ. მაგალითად, 1980-1990 წლების პერიოდში, აშშ-ს ჰქონდა მიმდინარე ანგარიშების ბალანსის მნიშვნელოვანი დეფიციტი, რაც არ აისახა დოლარის ღირებულებაზე. (მინდა შევნიშნო, რომ აღნიშნული კვლევისას აუცილებელი იყო „ტრიფინის პარადოქსის“ გათვალისწინება, რადგან აშშ დოლარი არ წარმოადგენს უბრალოდ ერთი ქვეყნის ვალუტას, იგი წარმოადგენს დე-ფაქტო სარეზერვო ვალუტას და მსოფლიო ვაჭრობის გარიგებათა უდიდესი ნაწილი სწორედ ამ ვალუტაში ხორციელდება. შესაბამისად, აშშ დოლარის ფასი არ განისაზღვრება მხოლოდ აშშ-ის საგარეო ვაჭრობის საფუძველზე.)

გაცვლითი კურსის გამტარიანობის შესაფასებლად განვიხილოთ მაგალითი. ჩავთვალოთ, რომ ფოლკსვაგენის ავტომობილები მხოლოდ გერმანიის ტერიტორიაზე იწარმოება შესაბამისად, მის შესაქმნელად საჭირო დანახარჯები გაწეული ევროში. PPP-ს მიხედვით, ფოლკსვაგენის მარკის ავტომობილების ფასი აშშ-ში უნდა შეადგენდეს, იგივე ავტომობილის ფასი ევროში გამრავლებული კონვერტაციის კურსზე. ეს დამოკიდებულება გამოისახება ტოლობით:

$$P^{\$}_{vw} = P^{\text{€}}_{vw} \times S^{\$/\text{€}}$$

$P^{\$}_{vw}$  - ფოლკსვაგენის ფასი აშშ დოლარში

$P^{\text{€}}_{vw}$  - ფოლკსვაგენის ფასი ევროში

S\$/€ -დოლარი/ევრო სავალუტო წყვილის კურსი

თუ ევრო 10%-ით გამყარდება დოლართან მიმართებით, PPP-ს მიხედვით ასევე 10%-ით მოიმატებს ფოლკსვაგენის ფასი(\$) აშშ-ში. თუ სავალუტო წყვილის კურსის ცვლილება სრულად აისახება პროდუქციის ფასზე, საქმე გვაქვს გაცვლითი კურსის სრულ (100%-იან) გამტარიანობასთან.

საერთაშორისო ვაჭრობაში ხშირია შემთხვევა, როცა სავალუტო კურსების ცვლილება სრულყოფილად არ ისახება საექსპორტო ფასებში, რასაც ნაწილობრივ გამტარიანობას უწოდებენ. ასეთ შემთხვევებში, ექსპორტიორი კომპანიები ახდენენ სავალუტო დანაკარგების საფუძველზე მიღებული ზარალის საკუთარ თავზე აღებას, რათა საექსპორტო ბაზრებზე შეინარჩუნონ გაყიდვები და კონკურენტუნარიანობა. ფასების ელასტიურობის კონცეფციას განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება, როცა გვინტერესებს „გამტარიანობის“ სასურველი დონის დადგენა. ამ შემთხვევაში ვიყენებთ ფორმულას:

$$e_p = \frac{\% \Delta Q_d}{\% \Delta P}$$

$Q_D$  - მოთხოვნა (რაოდენობა);

$P$  - პროდუქციის ფასი;

$e_p$  - მოთხოვნის ელასტიურობა ფასების მიმართ.

თუ  $e_p < 1$ , პროდუქციაზე მოთხოვნა „არაელასტიურია“, ხოლო თუ  $e_p > 1$ , პროდუქციაზე მოთხოვნა ელასტიურია. პროდუქციის არაელასტიურობა ნიშნავს, რომ ფასების ცვლილება გავლენას ვერ ახდენს მოთხოვნაზე. ასეთ შემთხვევებში გაცვლითი კურსების გამტარიანობა მაღალია, რადგან ფასების მატება გავლენას არ ახდენს მოთხოვნაზე.

## ფიშერის ეფექტი

ზემოთ განვითარებულ მსჯელობებში ჩვენ ვნახეთ გაცვლითი კურსების გავლენა სხვადასხვა ბაზრებზე წარმოდგენილ იდენტურ პროდუქტებთან მიმართებით და პირიქით. ახლა კი განვიხილოთ, თუ რა კავშირია სხვადასხვა საფინანსო ბაზრებზე არსებულ სარგებლის განაკვეთსა და ვალუტის კურსებს შორის.

ფიშერის ეფექტის სახელით ცნობილი კონცეფცია ამტკიცებს, რომ თითოეულ ქვეყანაში არსებული ნომინალური სარგებლის განაკვეთი ტოლია მოთხოვნილ რეალურ სარგებლის განაკვეთს პლუს კომპენსაცია მოსალოდნელი ინფლაციის დასაბალანსებლად.

$$(1+r)(1+\pi)-1$$

$$i=r + \pi + r\pi$$

$i$  - ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი;

$r$  - სარგებლის რეალური განაკვეთი;

$\pi$  - მოსალოდნელი სარგებლის განაკვეთი (სასესხო პერიოდის მანძილზე).

გამოთვლებისას, ხშირ შემთხვევაში უგულებელყოფენ  $r\pi$ -ს, რადგან მისი მასა (მნიშვნელობა) არსებითად ვერ ცვლის გამოსათვლელი პარამეტრის მნიშვნელობას.

$$i=r + \pi + r\pi$$

ფიშერის ეფექტის ემპირიული ტესტირების შედეგებმა აჩვენეს, რომ კონცეფცია ჭეშმარიტია მოკლევადიანი სახაზინო ვალდებულებებისათვის. გრძელვადიანი სახაზინო ვალდებულებების ანალიზმა აჩვენა, რომ კონცეფციაში მოცემულ ჩარჩოს მნიშვნელოვნად არღვევს, სიმწიფის ვადამდე პერიოდში დაფიქსირებული რყევები სახაზინო ვალდებულებების ფასებში, რომელიც თავის მხრივ, გამოწვეულია ფინანსური რისკების სენსიტიურობით. კერძო სექტორის



ობლიგაციების ანალიზისას, კონცეფციის განვითარება მნიშვნელოვნად დააბრკოლა ემიტენტების განსხვავებულმა გადახდისუნარიანობამ.

### ფიშერის საერთაშორისო ეფექტი

სავალუტო წყვილის სპოტ კურსის პროცენტულ ცვლილებასა და შესადარებელ ბაზრებზე არსებულ სარგებლის განაკვეთებს შორის სხვაობას შორის კავშირს - ფიშერის საერთაშორისო ეფექტი ეწოდება. კონცეფციის მიხედვით, სავალუტო წყვილის სპოტ კურსი, შესადარებელ ბაზრებზე არსებულ სარგებლის განაკვეთებს შორის სხვაობის თანაბრად და საპირისპირო მიმართულებით უნდა მოძრაობდეს. თუ ვალუტას (ფულს) განვიხილავთ როგორც აქტივს, მაშინ ფიშერის საერთაშორისო ეფექტი სხვა არაფერია, თუ არა შედარებითი PPP.

$$(S_1 - S_2) / S_2 = i^{\$} - i^{\text{€}}$$

$i^{\$}$  - სარგებლის განაკვეთი აშშ დოლარში;

$i^{\text{€}}$  - სარგებლის განაკვეთი ევროში;

$s_1$  - €/ \$ გაცვლითი კურსი შესადარებელი პერიოდის დასაწყისში;

$s_2$  - €/ \$ გაცვლითი კურსი შესადარებელი პერიოდის ბოლოს.

ფიშერის კონცეფციის ლოგიკა: თუ აშშ-ს რეზიდენტი ინვესტორი, დოლარში დენომინირებული 10 წლიანი ობლიგაციის (სარგებლის განაკვეთი შეადგენს 6%) ნაცვლად ყიდულობს ევროში დენომინირებულ 10 წლიან ობლიგაციას, რომლის სარგებლის განაკვეთი შეადგენს 4%-ს, ინვესტორს უნდა ჰქონდეს მოლოდინი, რომ ევრო დოლართან მიმართებით წლიურად 2%-ით გამყარდება (შემდეგი 10 წლის განმავლობაში). წინააღმდეგ შემთხვევაში უმჯობესია ინვესტორმა არ განახორციელოს მოცემული ჩანაცვლება. ხოლო თუ ევროს გამყარება დოლართან მიმართებით შემდეგი ათი წლის განმავლობაში მიაღწევს 3%-ს, ინვესტორი მიიღებს 1%-იან დამატებით მოგებას (ბონუსს). საერთაშორისო ფიშერის ეფექტის მიხედვით, თუ არ არსებობს შეზღუდვები

კაპიტალის მოძრაობასთან დაკავშირებით, ინვესტორისთვის ინდიფერენტულია, რომელ ვალუტაში იქნება მისი ინვესტიციები განთავსებული - დოლარში თუ ევროში.

უკანასკნელმა კვლევებმა დაადასტურეს გაცვლითი კურსის პრემიის არსებობა ძირითად ვალუტებთან მიმართებით. ასევე აღსანიშნავია, რომ სპეკულაცია მნიშვნელოვნად ცვლის იმ გარემოს, რომელშიც ფიშერის ეფექტი იქნა შემუშავებული და თეორიულად ადაპტირებული. შესაბამისად, მოსალოდნელი ცვლილებები გაცვლით კურსებში შესაძლოა მნიშვნელოვნად აქარბებდნენ სარგებლის განაკვეთებს შორის სხვაობებს.

### ფორვარდული კურსი

ფორვარდული კურსი ეწოდება სავალუტო გარიგების კურსს, რომლის დროსაც კონტრაქტორები წინასწარ ათანხმებენ წინასწარ დადგენილი პერიოდის შემდეგ შესაძენი ვალუტის მიწოდების კურსს.

უფრო კონკრეტულად, განვიხილოთ 90 დღიანი ფორვარდული კონტრაქტი, რომლის ფარგლებში შვეიცარული ფრანკი უნდა გაიცვალოს აშშ დოლარზე. ამისათვის, მოცემული სავალუტო წყვილის (ფრანკი/დოლარი) სპოტ კურსი  $S^{SF/\$}$  უნდა გავამრავლოთ, შვეიცარული ფრანკის დეპოზიტის სარგებლის განაკვეთისა  $i^{SF}$  და ევრო დოლარის დეპოზიტის სარგებლის განაკვეთის  $i^{\$}$  თანაფარდობაზე. ზემოაღნიშნული სარგებლის განაკვეთები უნდა გადავიანგარიშოთ 90-დღიან პერიოდზე:

$$F_{90}^{SF/\$} = S^{SF/\$} \times \frac{\left[ 1 + \left( i^{SF} \times \frac{90}{360} \right) \right]}{\left[ 1 + \left( i^{\$} \times \frac{90}{360} \right) \right]}$$

თუ  $S^{SF/\$} = 1.4800/\$, i^{SF} = 4\%$  (წლიურად), ხოლო  $i^{\$} = 8\%$  (წლიურად), მაშინ:

$$F_{90}^{\text{SF}/\$} = \text{SF}1.4800/\$ \times \frac{\left[ 1 + \left( 0.0400 \times \frac{90}{360} \right) \right]}{\left[ 1 + \left( 0.0800 \times \frac{90}{360} \right) \right]} = \text{SF}1.4800/\$ \times \frac{1.01}{1.02} = \text{SF}1.4655/\$$$

ფორვარდის პრემია (ან დისკონტი) წარმოადგენს სხვაობას მოცემული სავალუტო წყვილის ფორვარდისა და სპოტ კურსებს შორის.

$$f^{\text{SF}} = \frac{\text{Spot} - \text{Forward}}{\text{Forward}} \times \frac{360}{\text{Days}} \times 100$$

ჩვენს მიერ განხილული შემთხვევისათვის ფორვარდის პრემია იქნება:

$$f^{\text{SF}} = \frac{\text{SF}1.4800/\$ - \text{SF}1.4655/\$}{\text{SF}1.4655/\$} \times \frac{360}{90} \times 100 = +3.96\%$$

ფორვარდის პრემია განაპირობა მიღებული შედეგის დადებითმა ნიშანმა, რაც ნიშნავს, რომ შვეიცარული ფრანკი 3,96%-იანი ფორვარდული პრემიით იყიდება. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, 3,96%-ით მეტი დოლარია საჭირო ფრანკის 90-დღიანი ფორვარდის პირობით შესაძენად, ვიდრე ეს დღეს სპოტ ბაზარზეა ხელმისაწვდომი). მიღებული სხვაობის უმთავრესი მიზეზია ფრანკში და დოლარში განთავსებულ დეპოზიტებზე არსებული სარგებლის განაკვეთებს შორის სხვაობა. ფრანკში განთავსებული დეპოზიტების მფლობელი უფრო ნაკლებ სარგებელს იღებს, ვიდრე დოლარში განთავსებული დეპოზიტის მფლობელი. რადგან ფორვარდული შეთანხმების გამო ფრანკში განთავსებული დეპოზიტის მფლობელი იძულებულია შეინარჩუნოს ფორვარდული გარიგებისათვის საჭირო

ფრანკების ოდენობა და არ მოახდინოს მისი კონვერტაცია დოლარებში (რომელიც მეტ სარგებელს მოუტანდა), ფორვარდული კონტრაქტის მონაწილე მეორე მხარე, რომელსაც საშუალება აქვს მთელი ეს პერიოდი გარიგებისთვის საჭირო დოლარების ოდენობა დაედო დეპოზიტზე და მიეღო შესაბამისი სარგებელი, სარგებლის განაკვეთებს შორის არსებული სხვაობა კომპენსაციის სახით გაითვალისწინოს ფორვარდულ შეთანხმებაში. მაღალი სადეპოზიტო სარგებლის მქონე ვალუტა ფორვარდულ ბაზარზე იყიდება დისკონტით და პირიქით, დაბალი სადეპოზიტო სარგებლის მქონე ვალუტა იგივე ბაზარზე იყიდება პრემიით.

### **სარგებლის განაკვეთის პარიტეტი**

სარგებლის განაკვეთის პარიტეტის (IRP) კონცეფცია ადგენს სავალუტო ბაზრებსა და ფულად ბაზრებს შორის კავშირს. IRP-ს მიხედვით, ადგილობრივ და უცხოურ ბაზრებზე არსებული (მსგავსი რისკის, სარგებლის განაკვეთისა და სიმწიფის ვადის მქონე) ფასიან ქაღალდებზე განაკვეთებს შორის სხვაობა უნდა ბალანსდებოდეს ფორვარდული კონტრაქტის დისკონტის ან პრემიის საფუძველზე (იხ. დიაგრამა 2).

ინვესტორი ფლობს \$1 000 000 და აქვს ალტერნატივა ინვესტირება განახორციელოს შვეიცარულ ფრანკში დენომინირებულ ფულად ინსტრუმენტში. თუ ინვესტორის ინვესტიციას განახორციელებდა დოლარში დენომინირებულ ფულად ინსტრუმენტში, სიმწიფის ვადის ბოლოს მას ექნებოდა  $\$1\,000\,000 \times (1+i^{\$})$ , სადაც  $i^{\$}$  წარმოადგენს მოცემული ფულადი ინსტრუმენტის სარგებლის განაკვეთს. თუ ინვესტორი, ნაცვლად ზემოაღნიშნული ფულადი ინსტრუმენტისა, აირჩევდა იგივე რისკის, სიმწიფის ვადისა და მასშტაბის მქონე ფულად ინსტრუმენტს, რომელიც დენომინირებული იქნებოდა შვეიცარულ ფრანკებში, ინვესტორს მოუწევდა აშშ დოლარის კონვერტაცია შვეიცარულ ფრანკებზე სპოტ კურსით, ხოლო მიღებული ფრანკებით ეყიდა ფულადი ინსტრუმენტი. სავალუტო კურსის ცვლილებასთან დაკავშირებული რისკების თავიდან ასაცილებლად მან უნდა გაყიდოს ფრანკის ფორვარდი და პერიოდის ბოლოს მიღებული სახსრები გადაცვალოს დოლარზე

აშშ დოლარის მქონე ინვესტორის ცხადია შეადარებს დოლარსა და ფრანკში ინვესტირებიდან მოსალოდნელ ამონაგებს ერთმანეთთან:

$$(1 + i^{\$}) = S^{SF/\$} \times (1 + i^{SF}) \times \frac{1}{F^{SF/\$}}$$

სადაც S და F შესაბამისად აღნიშნავენ სპოტ და ფორვარდ კურსებს. სპოტ კურსი - 1,4800/\$, ხოლო ფორვარდ კურსი - 1,4655/\$. სარგებლის განაკვეთის პარიტეტი იქნება:

$$(1 + 0.02) = 1.4800 \times (1 + 0.01) \times \frac{1}{1.4655}$$

ტოლობის მარცხენა მხარეს მოცემულია დოლარში დენომინირებული ფულადი ინსტრუმენტების შეძენის შემთხვევაში მისაღები სარგებელი, ხოლო მარცხენა მხარეს მოცემულია ინვესტორის მიერ მისაღები შემოსავალი დოლარის ნაცვლად ფრანკის სპოტ ბაზარზე ყიდვისა და მიღებული ფონდით ფრანკში დენომინირებული ფულადი ინსტრუმენტის ყიდვის შემთხვევაში მისაღები სარგებელი, რომელზეც ინვესტორს (სარგებლის მიღებამდე) ფრანკის ფულადი ინსტრუმენტის შეძენის პარალელურად (სავალუტო რისკის თავიდან აცილების მიზნით) დადებული აქვს ფრანკის დოლარზე გაცვლის ფორვარდული შეთანხმება.

თუ ტრანზაქციული დანახარჯებს არ მივიღებთ მხედველობაში, ორ ალტერნატიულ ბაზარზე ოპერირების შედეგად დოლარში მიღებული შემოსავლები თანაბარია.

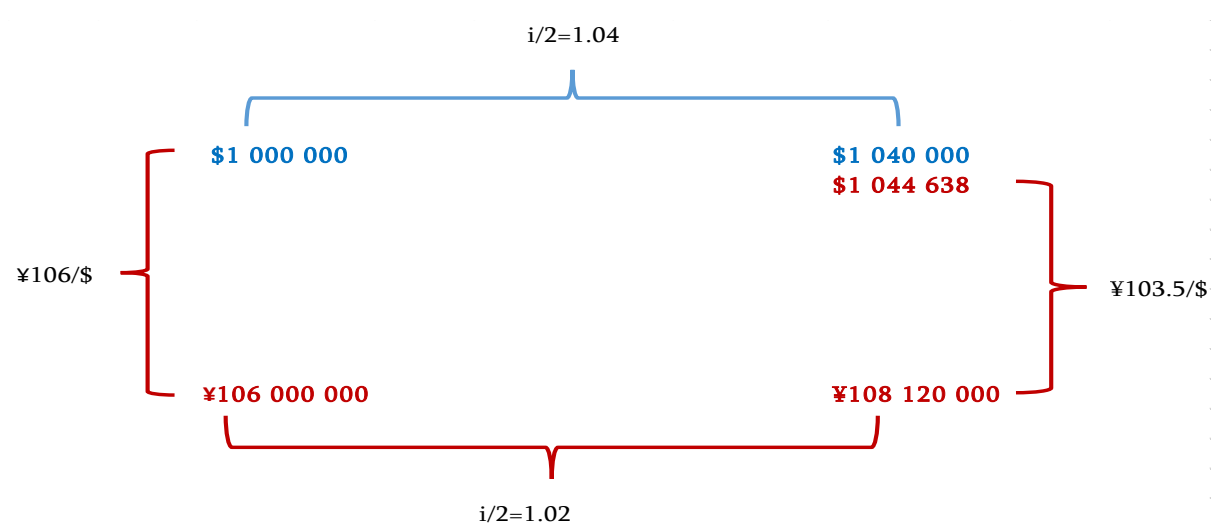
ტრანზაქციის ხარჯები „გადაფარულია“, რადგან დოლარის გაცვლითი კურსი გარანტირებულია ფორვარდული შეთანხმების საფუძველზე. შესაბამისად, როგორც 9.2 ნახაზზეა წარმოდგენილი, ორი ალტერნატივის თანასწორობისათვის აუცილებელია, რომ სარგებლის განაკვეთებს შორის სხვაობა დაბალანსდეს სპოტ და ფორვარდ კურსებს შორის არსებული სხვაობით.

$$\frac{F}{S} = \frac{(1 + i^{SF})}{(1 + i^{\$})}, \text{ or } \frac{SF1.4655/\$}{SF1.4800/\$} = \frac{1.01}{1.02} = 0.9902 \approx 1\%$$

### სარგებლის საკომპენსაციო არბიტრაჟი (CIA)

სპოტ და ფორვარდ ბაზრების წონასწორობა, წარმოდგენილი სარგებლის განაკვეთის პარიტეტში, არ წარმოადგენს პერმანენტულ მოვლენას. როდესაც ბაზარი გადაიხრება ზემოაღნიშნული წონასწორობიდან, ჩნდება „ურისკო“ არბიტრაჟის შესაძლებლობა. იხ. ნახაზი 9.2.

ნახაზი 9.2. სარგებლის საკომპენსაციო არბიტრაჟი



სავალუტო თრეიდერს, რომელიც მუშაობს ან წარმოადგენს მსხვილი საბანკო ინსტიტუტის ინტერესებს, არბიტრაჟული ინვესტიციების საშუალებით შეუძლია მოახდინოს მის განკარგულებაში არსებული ნებისმიერი ევრო ვალუტის უტილიზაცია. სავალუტო ბაზარზე დილით არსებული პარამეტრები თრეიდერს აძლევს ინფორმაციას, რომ CIA ტრანზაქციას რომლის ფარგლებშიც 1 მლნ. აშშ დოლარი იცვლება იაპონურ იენაზე, ექვსთვიანი ევრო იენის ინსტრუმენტის შესაძენად და ეს უკანასკნელი იმავდროულად იყიდება დოლარზე ფორვარდული კონტრაქტით, გამოიმუშავეს \$4,638(\$1,044,638-\$1,040 000)-ით მეტ მოგებას, ვიდრე ევრო დოლარებში განხორციელებული ინვესტიციის შემთხვევაში. უნდა

გავითვალისწინოთ, რომ სავალუტო ბაზარზე მდგომარეობა და პარამეტრები ძალიან სწრაფად იცვლება. შესაბამისად, თუ მოცემული თრეიდერი ზემოაღნიშნულ არბიტრაჟს დააგვიანებს თუნდაც რამდენიმე წუთით, დიდი ალბათობით ის დაკარგავს არბიტრაჟის შესაძლებლობას.

9.2. ნახაზზე განხორციელებული ოპერაციები ხორციელდება შემდეგი თანმიმდევრობით:

- 1 მლნ აშშ დოლარის კონვერტაცია სპოტ კურსით  $\text{¥}106/\$ = \text{¥}106\,000\,000$
- მიღებული  $\text{¥}106\,000\,000$  განთავსდება ევრო იენის 6-თვიან დეპოზიტზე წლიური 4%-იანი სარგებლით (შესაბამისად, 180 დღეზე სარგებელი იქნება 2%)
- იმავდროულად, მომავალში მისაღები ( $\text{¥}108\,120\,000$ ) იენის საფუძველზე იდება ფორვარდული კონტრაქტი დოლარის შეძენაზე იენის სანაცვლოდ, 180 დღის ფორვარდული კურსი შეადგენს  $\text{¥}103,5/\$$ . ეს მოქმედება ახდენს დოლარში მისაღები შემოსავლის ფიქსირებას -  $\$1\,044\,638$
- ევრო დოლარის 180-დღიან დეპოზიტზე სარგებელი იქნებოდა 4% , 1 მლნ აშშ დოლარის განთავსების შედეგად გვექნებოდა  $\$1,040\,000$  ექვსი თვის შემდეგ. CIA-ს საშუალებით მიიღეთ  $\$1\,044\,638$ . არბიტრაჟის შედეგად მიღებულმა მოგებამ შეადგინა  $\$4\,638$ .

**ცერის წესი.** CIA-ს არსებობისათვის აუცილებელია სარგებლის განაკვეთის პარიტეტი იყოს დარღვეული. შედარებითი სარგებლის განაკვეთებისა და ფორვარდი პრემიის საფუძველზე ჩვენ ვნახეთ, თუ რა მარტივი ოპერაციების შედეგად არის შესაძლებელი მივიღოთ მოგება.

ზემოთ განხილულ მაგალითს რომ დავუბრუნდეთ, მთავარ დეტერმინანტს ოპერაციის საწყისი ვალუტის განსაზღვრაში წარმოადგენს ფორვარდის პრემიის შედარება სარგებლის განაკვეთებს შორის არსებულ სხვაობებს შორის. მაგალითად, ჩვენს მიერ განხილულ მაგალითში სარგებლის განაკვეთებს შორის არსებული სხვაობა შეადგენს 2% (დოლარში განთავსებული დეპოზიტის

სარგებლის განაკვეთი 2%-ით მეტია). იენის 180 დღიანი ფორვარდის პრემია იქნება:

$$f^{\text{¥}} = \frac{\text{Spot} - \text{Forward}}{\text{Forward}} \times \frac{360}{180} \times 100 = \frac{\text{¥}106.00/\$ - \text{¥}103.50/\$}{\text{¥}103.50/\$} \times 200 = 4.8309\%$$

ამდენად, იენაში დენომინირებულ დეპოზიტში ინვესტირების პარალელურად, მოცემული დეპოზიტის ფორვარდი დოლარზე, იძლევა მეტ სარგებელს, ვიდრე დოლარში განთავსებული დეპოზიტი.

თუ სარგებლის განაკვეთებს შორის არსებული სხვაობა აღემატება ფორვარდის პრემიას (ან მოსალოდნელ სპოტ კურსს), ინვესტიცია უნდა განხორციელდეს მაღალი სარგებლის მომტან ვალუტაში. ხოლო, თუ სარგებლის განაკვეთებს შორის სხვაობა ჩამორჩება ფორვარდის პრემიას (ან მოსალოდნელ სპოტ კურსს), უმჯობესია ინვესტიცია განხორციელდეს დაბალი სარგებლის განაკვეთის მქონე ვალუტაში.

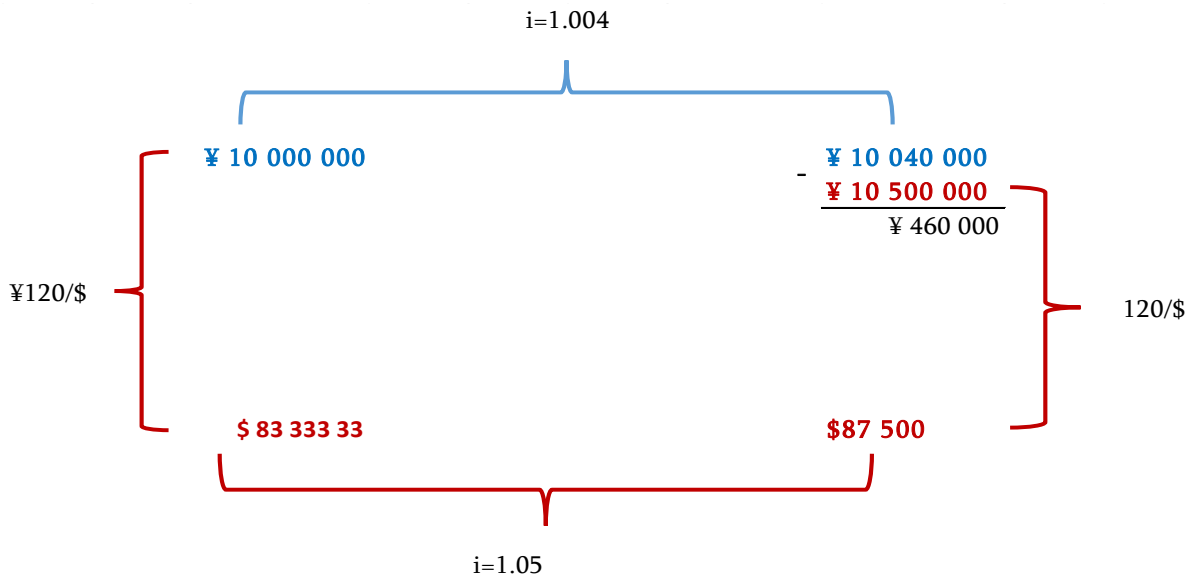
CIA-ს პროცესი საერთაშორისო სავალუტო და ფულადი ბაზარს წარმართავს სარგებლის განაკვეთის პარიტეტით განსაზღვრულ წონასწორობის მდგომარეობისაკენ. მცირედი გადახვევაც კი წონასწორობიდან ქმნის არბიტრაჟის შესაძლებლობას.

### **სარგებლის არასაკომპენსაციო არბიტრაჟი (UIA)**

სარგებლის საკომპენსაციო არბიტრაჟიდან ნებისმიერი გადახრა ქმნის სარგებლის არასაკომპენსაციო არბიტრაჟს, როდესაც ინვესტორები სესხულობენ შედარებით დაბალი საპროცენტო განაკვეთების მქონე ქვეყნებში და გადაჰყავთ სხვა ვალუტებში დენომინირებულ, შედარებით მაღლი სარგებლის განაკვეთის მქონე ფულადი ინსტრუმენტებში. ტრანზაქციას ეწოდება არასაკომპენსაციო, რადგან ინვესტორები საკუთარ თავზე იღებენ გაცვლითი კურსის რისკს და კონვერტაციისა და უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტის განთავსების პარალელურად არ დებენ საწყის ვალუტაზე დასაბრუნებლად საჭირო ფორვარდ შეთანხმებას. იხ. ნახაზი 9.3.



### ნახაზი 9.3. სარგებლის არასაკომპენსაციო არბიტრაჟი



ნახაზზე წარმოდგენილია მაგალითი, თუ როგორ სარგებლობდნენ იაპონური იენის დაბალი საპროცენტო განაკვეთით (0,4% წლიურად), რეზიდენტი და არარეზიდენტი ინვესტორები. ინვესტორები იღებდნენ სესხს იენაში, რომელსაც ცვლიდნენ დოლარზე ან ევროზე და ყიდულობდნენ ამ ვალუტაში დენომინირებულ ფულად ინსტრუმენტებს, რომელზეც სარგებელი იყო ბევრად მეტი (5%) ვიდრე იენაში დენომინირებულ მსგავს ინსტრუმენტზე. სიმწიფის ვადის ბოლოს, მათ მიერ განთავსებულ ინვესტიციას პლუს სარგებელს ცვლიდნენ იენაზე სპოტ კურსით, ფარავდნენ სესხს და იღებდნენ მოგებას.

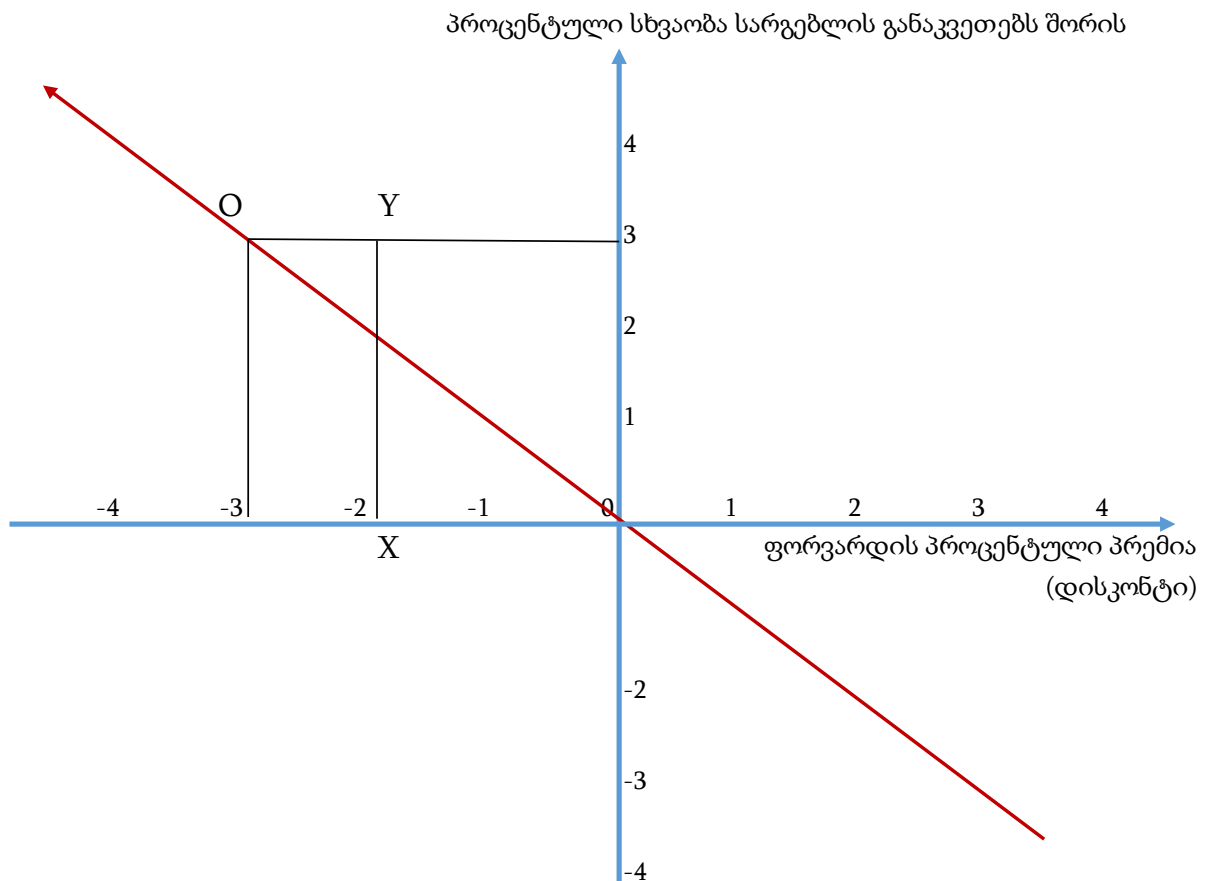
არასაკომპენსაციო არბიტრაჟის განხორციელებას აზრი აქვს მაშინ, როცა მოსალოდნელი არ არის სპოტ კურსების მნიშვნელოვანი ცვლილება. თუ იენი დოლართან მიმართებით გამყარდებოდა მნიშვნელოვნად, არასაკომპენსაციო არბიტრაჟით დაკავებული ინვესტორები მიიღებდნენ სერიოზულ დანაკარგებს.

#### სარგებლის განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის წონასწორობა

9.4 ნახაზზე გამოსახულია სარგებლის განაკვეთებსა და გაცვლით კურსებს შორის წონასწორობისთვის საჭირო პირობები. ვერტიკალური ღერძი მიუთითებს უცხოური ვალუტის სასარგებლოდ სარგებლის განაკვეთებს შორის არსებულ

განსხვავებას, ხოლო ჰორიზონტალური ღერძი აჩვენებს მოცემული ვალუტის ფორვარდის პრემიუმს ან დისკონტს. სარგებლის განაკვეთის პარიტეტი ხაზი გვიჩვენებს წონასწორულ მდგომარეობას (თუმცა ტრანზაქციული დანახარჯების გამო მოცემული წრფე რეალურად მრუდი უფროა ა, ვიდრე წრფე).

**ნახაზი 9.4. სარგებლის განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის წონასწორობა**



ტრანზაქციული დანახარჯები წარმოიქმნება სავალუტო გარიგებების საბროკერო საკომისიოების საფუძველზე. ბოლო წლების მიხედვით ასეთი ტიპის დანახარჯები შეადგენენ გარიგებების 0.18%-0.25%-ს. 9.4. ნახაზზე მოცემული O წერტილი აჩვენებს შესაძლო წონასწორობის პოზიციას, სადაც იენაში დენომინირებული ფულადი ინსტრუმენტის 3%-იანი მეტობა, კომპენსირებულია იენის ფორვარდის 3%-იანი დისკონტით.

წონასწორობიდან გადახრა, რომელმაც გამოიწვია სარგებლის საკომპენსაციო არბიტრაჟი ჩვენს მიერ ზემოთ განხილულ შემთხვევაში

მოცემულია Y წერტილში, სადაც იენის 3%-იან მეტობა სარგებლის განაკვეთში შეესაბამება 2%-იანი დისკონტი ფორვარდულ კონტრაქტზე, რაც აჩენს არბიტრაჟის სტიმულს. მკვლევართა ნაწილი ყურადღებას ამახვილებს პოლიტიკურ რისკებზე. ხელისუფლებას შეუძლია კაპიტალის კონტროლის დაწესებით შეზღუდოს ფორვარდული კონტრაქტის პირობების შესრულება. თუმცა, მსგავსი შეზღუდვები არ ეხება საფინანსო ცენტრებსა და განვითარებულ დემოკრატიებს.

### კითხვები:

- რა დაშვებებს ეფუძნება ერთი ფასის კანონი?
- რა ინფორმაციას გვაძლევს მყიდველობითი უნარის პარიტეტი?
- რას ეფუძნება რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი?
- რას გულისხმობს გაცვლითი კურსის ელასტიურობა (გამტარობა) ?
- რა კომპონენტებისაგან შედგება ფიშერის ეფექტის სახელით ცნობილი კონცეფცია?
- რას ეფუძნება სარგებლის არასაკომპენსაციო არბიტრაჟის კონცეფცია?

### რეკომენდირებული ლიტერატურა

- Alan M. Taylor and Mark P. Taylor –“The Purchasing Power Parity Debate”. Journal of Economic Perspectives—Volume 18. 4/09/1 2004
- Yevheniya Hyrina, Apostolos Serletis—“Purchasing power parity over a century”.<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/01443581011012289>
- Pablo Ruiz-Napoles- “The purchasing Power parity and Theory and Ricardo’s Theory of Value”. <https://doi.org/10.1093/conpec/bzh004>
- Meher Manzur, Felix Chan – “Exchange rate volatility and purchasing power parity: does euro make any difference?” International Journal of Banking and Finance. Volume 7 | Issue 1. 2010

## 10. სავალუტო დერევატივები

### შინაარსი

- ფორვარდი და ფიუჩერსი
- სავალუტო პოზიციები
- სავალუტო ოფციონი
- ოფციონის ფასი და ღირებულება
- სარგებლის განაკვეთის რისკი
- სარგებლის განაკვეთის ფიუჩერსი
- საპროცენტო განაკვეთის ფორვარდი (FRA)
- საპროცენტო განაკვეთის სვოპი



## ფორვარდი და ფიუჩერსი

ფიუჩერსული შეთანხმება წარმოადგენს ფორვარდული კონტრაქტის ალტერნატივას. სავალუტო ფიუჩერსი გულისხმობს, შეთანხმებულ დროსა და ფასში კონკრეტული ვალუტის მიწოდებას (შემენას). პირველი ასეთი ტიპის კონტრაქტები გამოჩნდა 1972 წელს (ფიქსირებული სავალუტო კურსების გაუქმების შემდეგ) ჩიკაგოს ბირჟაზე - Chicago Mercantile Exchange. სხვა ფიუჩერსული კონტრაქტების მსგავსად, სავალუტო ფიუჩერსების სიმწიფის ვადა შეადგენს სახელშეკრულებო თვეს. იგი როგორც წესი, სრულდება მარტის, სექტემბრის ან დეკემბრის მესამე ოთხშაბათს.

ბაზარზე ხელმისაწვდომია ფიუჩერსული კონტრაქტების ფართო პალიტრა. გარდა EUR/USD ფიუჩერსებისა, ვაჭრობაში მონაწილეობს BRL/USD, RUB/USD და სხვა განვითარებადი ქვეყნების ვალუტები. ფორექს ბაზრის მასშტაბებთან შედარებით, სადაც გარიგებების დღიური ბრუნვა შეადგენს 4 ტრილიონ აშშ დოლარს, ფიუჩერსების ბაზრის დღიური ბრუნვაა - 100 მლრდ. აშშ დოლარი.

ფიუჩერსული ბაზრის ყველაზე დიდ მოთამაშეს წარმოადგენს CME ჯგუფი, რომელიც საკუთარ კლიენტებს თავაზობს 49 ვალუტის ფიუჩერსს. შედარებით მცირე მოთამაშეებს წარმოადგენენ NYSE Euronext, Tokyo Financial Exchange (TFX) და Brazilian Mercantile and Futures Exchange (BM&F).

კონტრაქტის მახასიათებლები სტანდარტიზებულია ბირჟის მიერ. განვიხილოთ მაგალითი: CME ჯგუფის ბირჟაზე წარმოდგენილი EUR/USD ფიუჩერსის ობიექტს წარმოადგენს 125 000 ევრო (იხ. ცხრილი 10.1).

- Last - წინა სავაჭრო დღის დახურვისას არსებული ფასი;
- PriorSettle - მიმდინარე ფასი;
- Change = Last – PriorSettle;
- High -სავაჭრო დღის უმაღლეს ფასს;
- Low - სავაჭრო დღის უმცირეს ფასს ;

o Hi/LowLimits - მოცემული კონტრაქტის უმცირესი და უმაღლესი ფასები (მთელი სავაჭრო პერიოდის განმავლობაში).

**ცხრილი 10.1. EUR/USD ფიუჩერსი CME ჯგუფის ბირჟაზე**

Month	Last	Change	Prior Settle	Open	High	Low	Hi/Low Limit
Jul 2017	1.14125	-0.00055	1.1418	1.14295	1.14535	1.14125	1.1818 / 1.1018
Aug 2017	1.14275	-0.0007	1.14345	1.1433	1.14685	1.1425	1.18345 / 1.10345
Sep 2017	1.14415	-0.00135	1.1456	1.1452	1.14945	1.14405	1.1855 / 1.1055

წყარო: <http://www.cmegroup.com/trading/fx/g10/euro-fx.html>

სვეტში Month, წარმოდგენილი თვეები მიუთითებენ ფიუჩერსის სიმწიფის ვადას. მოცემული თვის მესამე ოთხშაბათი ითვლება საანგარიშსწორებო პერიოდად. კონტრაქტით ვაჭრობა შესაძლებელია სიმწიფის ვადის გასვლის წინა დღემდე.

ფიუჩერსის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან თვისებას წარმოადგენს მყიდველის ვალდებულება მარჟის ან უზრუნველყოფის დეპონირებასთან დაკავშირებით. ასეთ გარანტიას შეიძლება წარმოადგენდეს ე.წ. Performance bond ან საბანკო გარანტიის სხვა ფორმა, სახაზინო ობლიგაციები და ნაღდი ფული. ასევე აუცილებელია მოცემული უზრუნველყოფის შენარჩუნება ფიუჩერსის სიმწიფის ვადის ამოწურვამდე. როგორც წესი, ფიუჩერსული კონტრაქტის ღირებულების მიზმა ხდება ბაზარზე (Market to Market) და ბირჟაზე, სავაჭრო დღის დახურვის ფასის მიხედვით ხდება ფიუჩერსის საბაზრო ღირებულებაში მომხდარი ცვლილების ასახვა საგარანტიო ანგარიშზე ყოველდღიურად (იგულისხმება

სავაჭრო დღეები), საგარანტიო ანგარიშზე ჩარიცხულ ამ თანხას ვარიაციის მარჯა ეწოდება. აღსანიშნავია, რომ ფიუჩერსული გარიგებების მხოლოდ 5%-ის შემთხვევაში ხდება ვალუტის მიწოდება. დანარჩენ შემთხვევებში კონტრაქტორი მხარეები ახდენენ ვალდებულებების გაქვითვას. ასეთ ვითარებაში ინვესტორი, თავის ფიუჩერსულ პოზიციას ხურავს, იდენტურ თარიღში მომწიფებადი ფიუჩერსული კონტრაქტის გაყიდვით.

ყველა ფიუჩერსული კონტრაქტი იდება კლიენტსა და საკლირინგო სახლს შორის (და არა ორ კლიენტს შორის). შესაბამისად, კლიენტის საზრუნავს არ წარმოადგენს კონტრაქტის მონაწილე მეორე მხარის გადახდისუნარიანობა, რადგან საკლირინგო სახლი წარმოადგენს დადებული გარიგებების გარანტორს.

### **სავალუტო პოზიციები**

განვიხილოთ სპეკულაციური მიდგომები ფიუჩერსული კონტრაქტის მიმართ. ფიუჩერსის შინაარსიდან გამომდინარე სპეკულანტი, რომელიც ყიდულობს ფიუჩერსულ კონტრაქტს, ამ ქმედებით ახდენს მითითებულ დროს შესაძენი ვალუტის ფასის ფიქსაციას. გამყიდველი, აფიქსირებს ფასს რომელშიც მოუწევს გაყიდოს ვალუტა. თუ სპეკულანტი ფიქრობს, რომ ევროს ღირებულება დოლართან მიმართებათ გაიზარდება ივლისში, მან უნდა გაყიდოს ივლისის ფიუჩერსული კონტრაქტი და დაიკავოს მოკლე პოზიცია. თუ მოვლენები მოსალოდნელი სცენარით განვითარდება, სპეკულანტს ექნება შეთანხმება, რომლის ფარგლებშიც იგი შეძლებს მიმდინარე ფასზე ძვირად გაყიდოს მის ხელთ არსებული ევრო.

ცხრილ 10.1-ზე მოცემული პირობების გათვალისწინებით გვექნება შემდეგი მდგომარეობა. სპეკულანტი გაყიდის 125 0000 ევროს ფიუჩერსულ კონტრაქტს Settle Prior ფასში 1, 14295/EUR. სპეკულანტის პოზიციის ღირებულება სიმწიფის ვადის ბოლოს იქნება:

**-Notional Principal X (\$spot - Futures)**

**-EUR 125 000 X (\$1, 1010/EUR - \$1, 1418/EUR) = 5100\$**

პროგნოზის გამართლების შედეგად სპეკულანტმა მიიღო 5100\$-ის მოგება. მან ვალუტა გაყიდა \$1,1418/EUR, მაშინ როცა მისი სპოტ კურსი მხოლოდ \$1,1010/EUR-ს შეადგენდა.

თუ სპეკულანტი ელოდება ევროს გამყარებას დოლართან მიმართებით, მაშინ უმჯობესია გრძელი პოზიცია დაიჭიროს - იყიდოს ივლისის ფიუჩერსი. ანუ იგი აფიქსირებს კურსს რომელშიც მოუწევს იყიდოს ევრო. ოპერაციის აბსოლუტური შედეგი იქნება:

### **-Notional Principal X (Spot-Futures)**

$$\text{-EUR 125 000 X (\$1, 1910/EUR - \$1, 1418/EUR) = 6 150\$}$$

სპეკულანტის მიერ მოკლე და გრძელი პოზიციების დაჭერას აზრი აქვს მაშინ, როცა პროგნოზები ზუსტია. წინააღმდეგ შემთხვევაში არსებობს ზარალის დადგომის ალბათობა.

### **სავალუტო ოფციონი**

მიუხედავად მსგავსებისა, ფორვარდულ და ფიუჩერსულ კონტრაქტებს შორის არსებობს რამდენიმე მნიშვნელოვანი განსხვავება. ფიუჩერსული კონტრაქტის სასარგებლოდ უნდა ითქვას, რომ იგი უფრო ხელმისაწვდომია მისი შექმნით დაინტერესებული აგენტისთვის, რადგან ღია ბაზარზე ივაჭრებს. თუმცა, იგი ასევე შეიცავს რიგ სიძნელეებს, რომელიც გამოიხატება ფასების ბაზარზე მიბმასა და ყოველდღიურად განახლებადი საგარანტიო ანგარიშის შენარჩუნებაში.

სავალუტო ოფციონი, წარმოადგენს კონტრაქტს, რომლის შემქმნი პირიც იღებს უფლებას (და არა ვალდებულებას), სიმწიფის ვადის გასვლამდე პერიოდში ნებისმიერ დროს, შეიძინოს ან გაყიდოს მოცემული რაოდენობის ვალუტა, წინასწარ შეთანხმებულ ფასად. თუ სიმწიფის ვადის ამოწურვამდე ოფციონის მფლობელი გადაწყვეტს, რომ ოფციონით მიღებული შესაძლებლობა მისთვის აღარ არის საინტერესო, შეუძლია გაყიდოს იგი.

განარჩევნ ამერიკულ და ევროპულ ოფციონს. პირველ შემთხვევაში ოფციონით მონიჭებული უფლების გამყენება შესაძლებელია სიმწიფის ვადამდე



ნებისმერ დროს, ხოლო მეორე შემთხვევაში მხოლოდ სიმწიფის ვადის ამოწურვისას.

ოფციონების ბაზრის დასაწყისად მიჩნეულია 1982 წელი, როცა ფილადელფიის საფონდო ბირჟამ დაიწყო აღნიშნული ტიპის სავალუტო ინსტრუმენტების დაშვება ვაჭრობაში. ოფციონების ბაზრისთვის მნიშვნელოვან კატეგორიაა ე.წ. OTC (Over-The Counter Market). OTC წარმოადგენს დეცენტრალიზებულ ბაზარს, რომელსაც არ გააჩნია ფიზიკური მდებარეობა. ბაზრის მონაწილეები სხვადასხვა ციფრული და სატელეკომუნიკაციო პლატფორმების საშუალებით დებენ შეთანხმებებს.

OTC ბაზარზე დილერები აფიქსირებენ ყიდვისა და გაყიდვის მათთვის მისაღებ პოზიციებს, რაც საბოლოო ჯამში აყალიბებს ფასწარმოქმნის პროცესს მოცემულ ბაზარზე. ბაზრის ამ ტიპს ახასიათებს ნაკლები რეგულაციები და გამჭვირვალობა. მის მონაწილეებს შესაძლებლობა აქვთ დადონ გარიგება ისე, რომ გარიგებისა და მისი ღირებულების შესახებ ბაზრის სხვა მონაწილეებს არ ჰქონდეთ ინფორმაცია.

OTC ბაზარზე ოფციონების ძირითად მონაწილეებს ბანკები წარმოადგენენ, ხოლო აშშ დოლარი, კანადური დოლარი, ფუნტ სტერლინგი, იენი, ევრო და შვეიცარული ფრანკი ძირითად ვალუტებს. ჩიკაგოსა და ფილადელფიის ბირჟები წარმოადგენენ სავალუტო ოფციონებით ვაჭრობის ორგანიზებულ ცენტრებს. განსხვავებით OTC ბაზრისგან, მოცემულ შემთხვევებში გარიგებები საკლირინგო სახლების გამოყენებით ხორციელდება.

ოფციონს გააჩნია სამი ძირითადი მახასიათებელი: The Premium, Exercise or Strike price და Expiration Date.

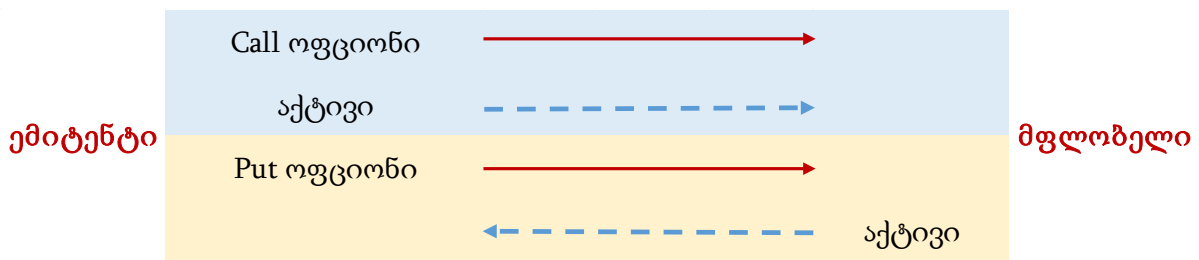
The Premium - ეწოდება ფასს, რომელიც უნდა გადაიხადოთ ოფციონის შესაძენად, რომელიც გამოსახულია ვალუტის ერთეულის მიხედვით (PerSharebasis).

Exercise or Strike price - გამოყენების ფასი, ოფციონით შეთანხმებული ვალუტის ყიდვის ან გაყიდვის წინასწარ შეთანხმებული ფასი.

Expiration Date - სიმწიფის ვადა.

განარჩევნ Call და Put ოფციონებს. პირველ შემთხვევაში, ოფციონის მფლობელს აქვს შესაძლებლობა (და არა ვალდებულება) შეიძინოს ოფციონით გათვალისწინებული აქტივი. ხოლო მეორე შემთხვევაში, მფლობელს უფლება აქვს გაყიდოს ოფციონით გათვალისწინებული აქტივი. იხ. ნახაზი 10.1.

ნახაზი 10.1. Call და Put ოფციონები



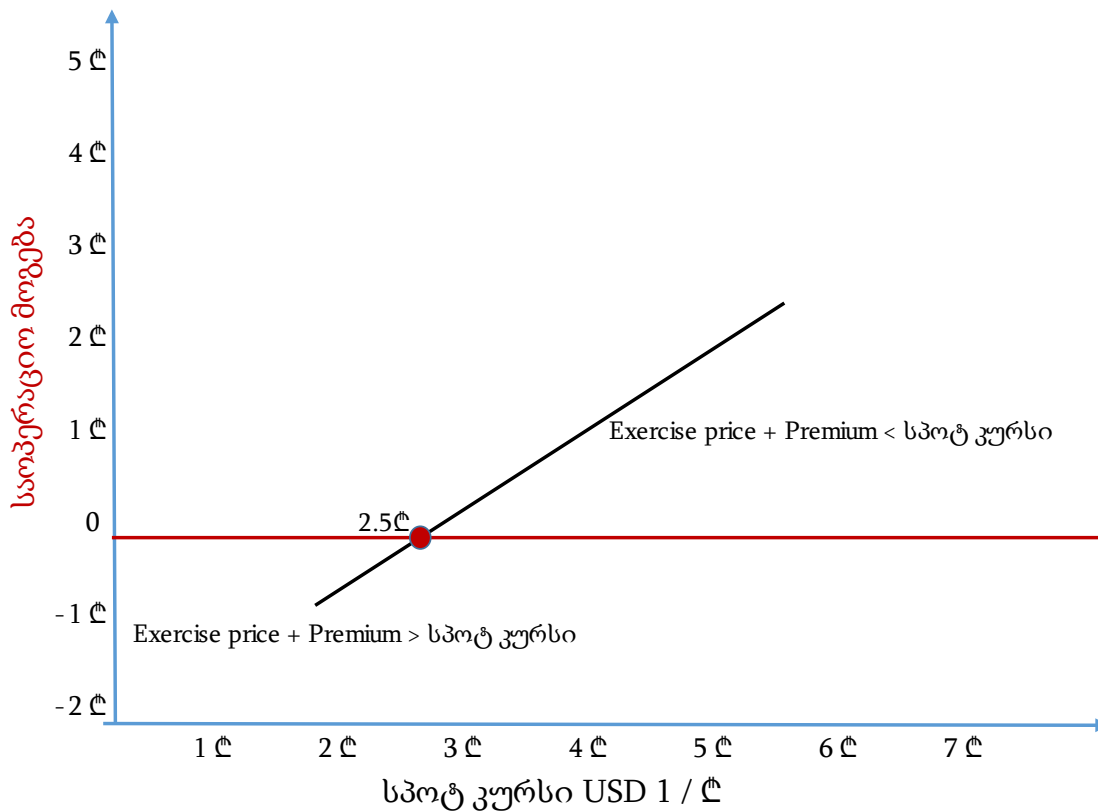
წითელი უწყვეტი ისარი მიუთითებს ოფციონის მოძრაობას ემიტენტიდან მფლობელისაკენ. ხოლო ლურჯი წყვეტილი ისარი მფლობელის უფლებას სახელშეკრულებო აქტივთან მიმართებაში.

მაგალითად, თქვენ გაქვთ აშშ დოლარის Call ოფციონი შემდეგი პირობებით: Exercise Price – 2,00 ლ, Premium 0,5ლ, Expiration Date – 20/09/2017. მოცემული ოფციონი მფლობელს აძლევს საშუალებას მიმდინარე წლის 20 სექტემბერს, ემიტენტისაგან ორ ლარად შეიძინოს ერთი აშშ დოლარი. აღნიშნული ოფციონის (ფულების) შესაძენის ფასი წარმოადგენს - 0,5 ლარს. ოფციონის გამოყენების შემთხვევაში, მისმა მფლობელმა ჯამურად 2,5ლ-ის (Exercise Price + Premium) ნაცვლად შეეძლება მიიღოს \$1.

### Call Option (ყიდვა)

გავაგრძელოთ ზემოთ დაწყებული განხილვა. დავუშვათ, შევიძინეთ დოლარის ოფციონი. იხ. ნახაზი 10.2.

## ნახაზი 10.2. Call Option (ყიდვა)



მიმდინარე წლის 20 სექტემბრისთვის ჩვენ გვექნება სამი შესაძლო შემთხვევიდან ერთერთი:

- სპოტ კურსი > Exercise Price + Premium
- სპოტ კურსი < Exercise Price + Premium
- სპოტ კურსი = Exercise Price + Premium

პირველ შემთხვევაში ჩვენ ვიყენებთ ოფციონით მონიჭებულ შესაძლებლობას, რადგან იგი წარმოადგენს აშშ დოლარის შეძენის უფრო იაფ საშუალებას (ვიდრე ეს სპოტ ბაზარზე შესაძლებელი).

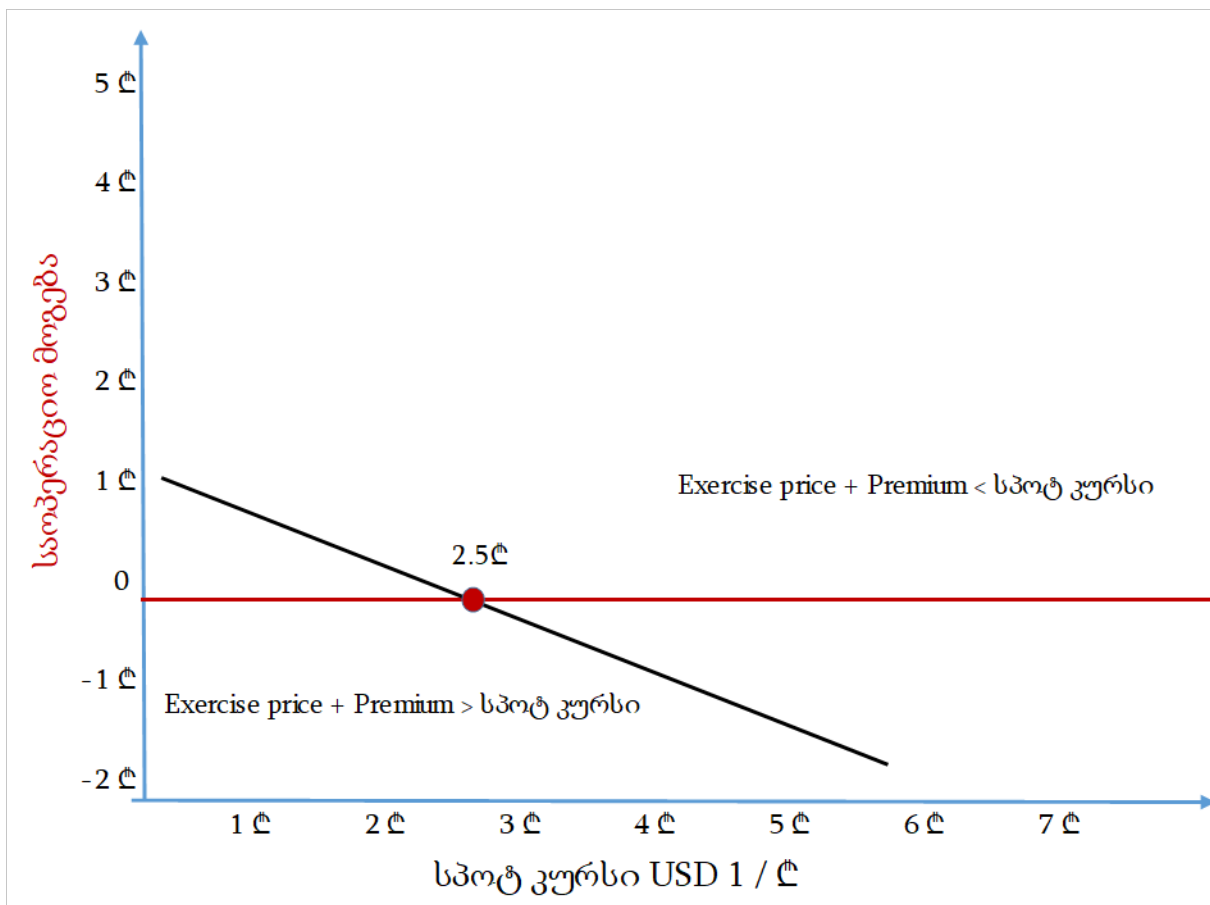
მეორე შემთხვევაში უმჯობესია უარი ვთქვათ ოფციონის გამოყენებაზე (შედარებითი სიძვირიდან გამომდინარე).

მესამე შემთხვევა წარმოადგენს ინდიფერენტულობის წერტილს, რომელიც ნახაზი 10.2-ზე წითლად არის აღნიშნული.

### Call Option (ემისია)

თუ ლარის სპოტ კურსის დევალვაცია დოლართან მიმართებაში მომგებიანი იყო ოფციონის მყიდველისთვის, იგივე ოფციონის ემიტენტისთვის ეს იწვევს ზარალს (იხ. ნახაზი 10.3).

ნახაზი 10.3. Call Option (ემისია)



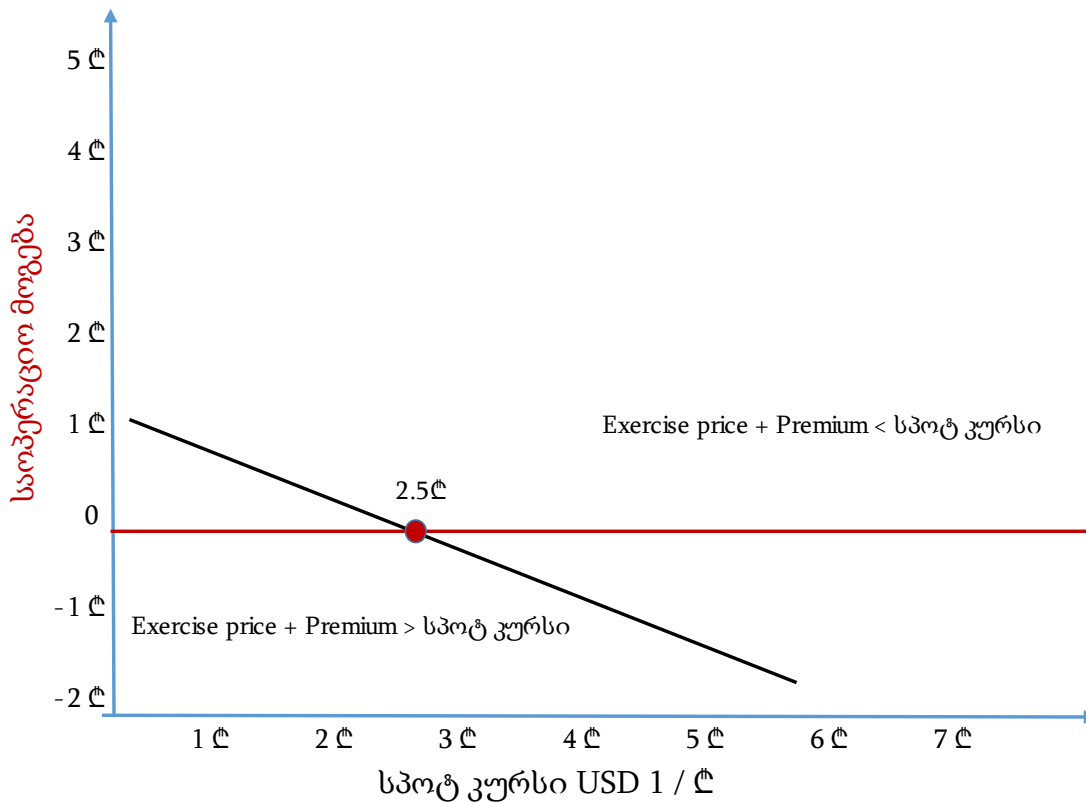
თუ მიმდინარე წლის 20 სექტემბერს აშშ დოლარის კურსი ლართან მიმართებით იქნება \$1/3ლ, ოფციონის მფლობელი გამოიყენებს უფლებას და შეიძენს \$1-ს 2,5 ლარად რაც მისთვის გამოიწვევს 0,5ლ-ის მოგებას, ხოლო ემიტენტისთვის იგივე ოდენობის ზარალს. შესაბამისად, ემიტენტისთვის მნიშვნელოვანია, მოცემული სავალუტო წყვილის სპოტ კურსმა არ გადააჭარბოს

2,5ლ, რათა ოფციონის მფლობელს არ გაუზნდეს Exercise Prices-ს გამოყენების სტიმული.

### Put Option (ყიდვა)

ახლა წარმოვიდგინოთ შემთხვევა, როცა თქვენ ყიდულობთ აშშ დოლარის Putoption-ს, რომლის Exercise Price - ტოლია 2ლ, ხოლო პრემია 0,5ლ, სიმწიფის ვადა კვლავ სექტემბერი. იხ. ნახაზი 10.4.

ნახაზი 10.4. Put Option (ყიდვა)



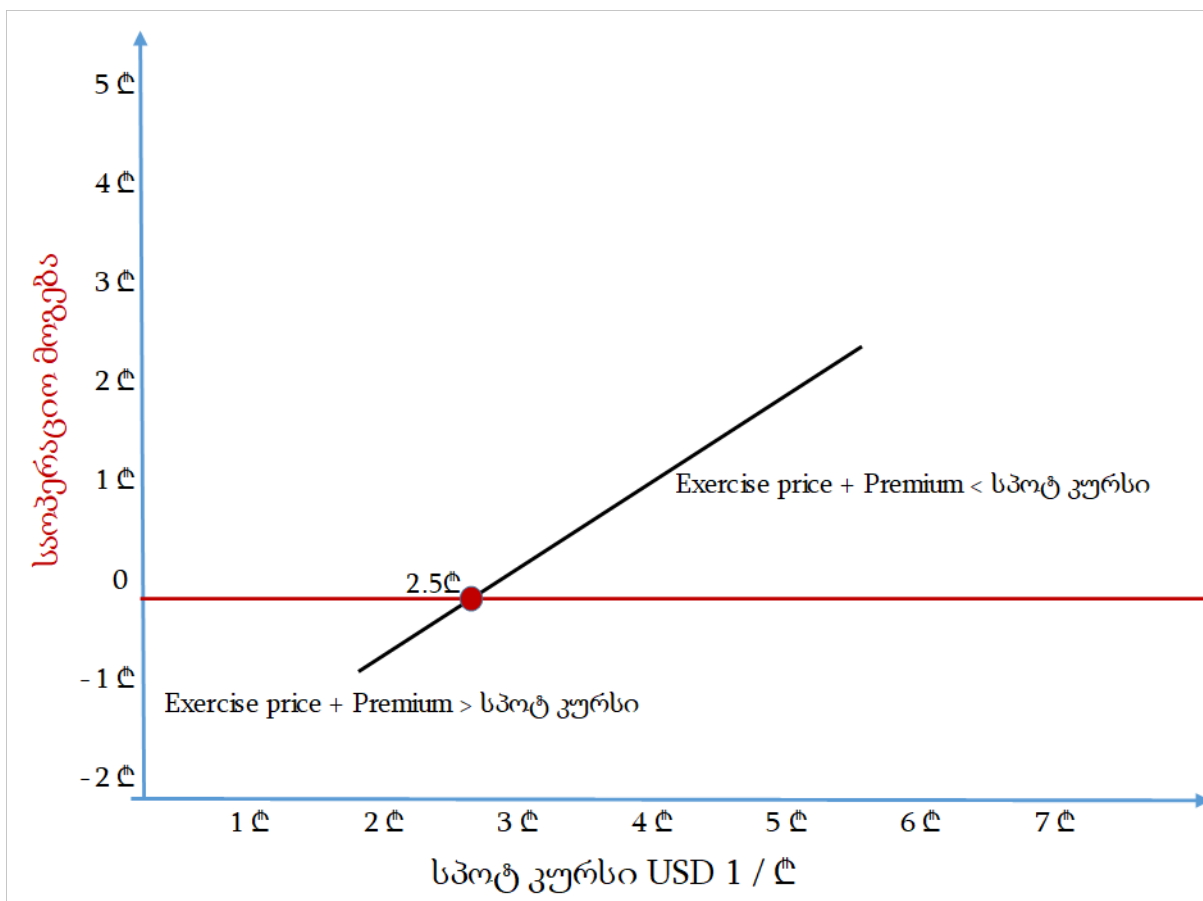
ოფციონის მფლობელს აქვს უფლება თქვენი სურვილის შემთხვევაში, შეთანხმებულ დროს და შეთანხმებული კურსით შეიძინოს თქვენგან აშშ დოლარის სახელშეკრულებო რაოდენობა. თუ 20 სექტემბერს Exercise price + Premium < სპოტ კურსზე, მაშინ თქვენ არ გექნებათ სტიმული გამოიყენოთ თქვენს ხელთ არსებული ოფციონი, რადგან სპოტ ბაზარი საშუალებას გაძლევთ მიიღოთ შედარებით მეტი ლარი. თუ Exercise price + Premium > სპოტ კურსზე, მაშინ თქვენ

გამოიყენებთ ოფციონით შეძენილ უფლებას, რათა სახელშეკრულებო აქტივის საფუძველზე მიიღოთ შედარებით მეტი შემოსავალი.

### Put Option (ემისია)

თუ ზემოთ განვითარებულ მსჯელობაში  $\text{Exercise price} + \text{Premium} > \text{სპოტ კურსი}$  წარმოადგენდა ხელსაყრელ მდგომარეობას Put option-ის მფლობელისთვის, იგივე მოცემულობა ზარალის მომტანია ემიტენტისთვის. იხ.ნახაზი 10.5.

ნახაზი 10.5. Put Option (ემისია)



რაც უფრო დაბალია აშშ დოლარის სპოტ კურსი 2,5 ლ-ზე, მით მეტია ემიტენტის ზარალი ასეთ დროს, რადგან მას ოფციონის მფლობელის სურვილის შემთხვევაში ვალდებულება აქვს 2,5ლ ( $\text{Exercise price} + \text{Premium}$ ) გადაუხადოს ოფციონით გათვალისწინებულ თითოეულ აშშ დოლარზე. შესაბამისად,

მოცემული ტიპის ოფციონის ემიტენტისთვის ხელსაყრელია ლარის რევალვაცია აშშ დოლართან მიმართებით არანაკლებ \$1/2,5ლ.

### ოფციონის ფასი და ღირებულება

ოფციონის ფასის განმაპირობებელ ძირითად ფაქტორებს განეკუთვნებიან: მიმდინარე ფასი (საბაზრო ფასი);

- Intrinsic Value (შიგა ღირებულება);
- Time Value (დროითი ღირებულება);
- Volatility (ცვალებადობა).

სახელშეკრულებო აქტივის ღირებულება ოფციონის ფასზე პირდაპირ თუმცა არათანაბარ გავლენას ახდენს. თუ აქტივის ფასი იზრდება, მოსალოდნელია, რომ ასევე გაიზრდება Call ოფციონის ფასი და მცირდება Put ოფციონის ფასი.

Intrinsic Value - ეწოდება ოფციონის ფასს, რომელიც ექნებოდა მას, დღეს რომ ვახდენდეთ მის გამოყენებას.

Intrinsic value (CallOption) = აქტივის მიმდინარე ღირებულებას - Call Exercise Price

Intrinsic value (Put Option) = Call Exercise Price- აქტივის მიმდინარე ღირებულებას

Intrinsic Value გვიჩვენებს ოფციონის გამოყენების უპირატესობას მიმდინარე პერიოდში. მაგალითად, აშშ დოლარის მიმდინარე კურსი ლართან მიმართებით შეადგენს \$/2,4ლ, ხოლო ჩვენ ვფლობთ დოლარის CallOption-ს, რომლის Exercise Price შეადგენს \$/2.0ლ.

$$\text{Intrinsicvalue (CallOption)} = \$ / 2,4ლ - \$ / 2.0ლ = 2,4ლ - 2,0ლ = 0,4ლ$$

Call Option-ის მფლობელის მოგება სახელშეკრულებო დოლარის თითოეულ ერთეულზე შეადგენს 0,4ლ. PutOption-ის შემთხვევაში გვექნება:

$$\text{Intrinsicvalue (Call Option)} = \$ / 2.0ლ - \$ / 2 4ლ = - 0,4ლ$$

Intrinsic value არ შეიძლება იყოს ნეგატიური, შესაბამისად მოცემულ შემთხვევაში იგი იქნება არა -0,4, არამედ 0.

სხვაობას ოფციონის ფასსა და Intrinsic Value-ს შორის - დროითი ღირებულება (Time Value) ეწოდება.

$$\text{Time value} = \text{Option Price} - \text{Intrinsic Value}$$

ოფციონის დროითი ღირებულება წარმოადგენს რისკის პრემიას, რომელსაც ოფციონის გამყიდველი მხარე ითხოვს ოფციონის მყიდველისთვის ფიქსირებულ დროში, შეთანხმებულ ფასად აქტივის მიწოდების მოთხოვნის უფლების სანაცვლოდ.

ოფციონის დროითი ღირებულება ასევე დამოკიდებულია ფასების რყევების დიაპაზონზე, რომელიც მოსალოდნელია სახელშეკრულებო აქტივების ბაზარზე. სტაბილური ფასების მქონე აქტივებისთვის, ოფციონის დროითი ღირებულება, როგორც წესი, მცირე მასშტაბებს ატარებს და პირიქით, არასტაბილური ფასების მქონე აქტივებზე, ოფციონის დროითი ღირებულება როგორც წესი, მაღალია. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ფასების რყევა სუბიექტური ფაქტორია და რთულია აბსოლუტურ მაჩვენებლებში მისი გამოსახვა. ხშირ შემთხვევაში შეფასების მეთოდები დამყარებულია წარსულის მომავალში ექსპორტზე, ანუ ისტორიული მაჩვენებლების მიხედვით მომავალი რყევების პროგნოზირებაზე.

საბაზრო ფასსა და გამოყენების ფასს შორის დამოკიდებულების მიხედვით განარჩევენ სამი ტიპის ოფციონს: In The Money, At The Money and Out of The money.

- In The Money(Call Option)–Exercise Price < აქტივის საბაზრო ფასი
- In The Money(Put Option) – Exercise Price > აქტივის საბაზრო ფასი
- At The Money Option - Exercise Price = აქტივის საბაზრო
- Out of The Money (Call Option) – Exercise Price > აქტივის საბაზრო ფასი
- Out Of The Money (Put Option) – Exercise Price < აქტივის საბაზრო ფასი



InThe Money Option-ის შემთხვევაში, ოფციონს გააჩნია Intrinsic Value, ხოლო At The Money და Out of The money შემთხვევებში ოფციონს არ აქვს Intrinsic Value.

### სარგებლის განაკვეთის რისკი

თანამედროვე ბიზნესის განუყოფელ ნაწილს წარმოადგენს სესხი. მასშტაბისა და სფეროს განურჩევლად, იგი გზვდება ნებისმიერი ბიზნეს სუბიექტის ცხოვრებაში (ხშირ შემთხვევაში - პერმანენტულად). ბიზნესის დაფინანსების სტრუქტურაში სესხის არსებობას წმინდა ფინანსური მოტივები გააჩნია. საგადასახადო კანონმდებლობიდან გამომდინარე, სესხის მომსახურების თანხა ამცირებს დასაბეგრ ბაზას. შესაბამისად, სესხით ბიზნესის წარმოება უფო იაფია, ვიდრე საკუთარი კაპიტალით. თუმცა, სიაფესთან ერთად სესხს თან ახლავს რისკი, რომელიც ქმნის გარკვეულ ბარიერს, რაც აკავებს სესხის მოცულობის ზრდას კაპიტალში. კორპორაციულ მსესხებელს, საპროცენტო განაკვეთის ფუნქციის თვალსაზრისით აქვს სამი ალტერნატივა:

- აიღოს სესხი ფიქსირებული განაკვეთით;
- ისესხოს მცურავი განაკვეთით (LIBOR + 2%);
- აიღოს ფიქსირებული პროცენტის მქონე განახლებადი საკრედიტო შეთანხმება.

სესხის მომსახურებასთან დაკავშირებული ხარჯები არის ერთ-ერთი თუმცა არა ერთადერთი ფაქტორი, რომელსაც ვითვალისწინებთ დაფინანსების ალტერნატივების შეფასებისას. ასევე მნიშვნელოვანია დაფინანსების სტაბილურობა (განახლებადი საკრედიტო შეთანხმების შემთხვევაში). ისევე როგორც სავალუტო რისკების შემთხვევაში, არსებობს ფინანსური ინსტრუმენტები, რომელთა საშუალებითაც შესაძლებელია სასესხო რისკების მართვა და ჰეჯირება: სარგებლის განაკვეთის ფიუჩერსი, სარგებლის განაკვეთის ფორვარდი და სარგებლის განაკვეთის სვოპი.

## სარგებლის განაკვეთის ფიუჩერსი

სარგებლის განაკვეთის ფიუჩერსი, წარმოადგენს ფიუჩერსულ შეთანხმების სახეობას, რომელიც გულისხმობს საპროცენტო სარგებლის მქონე აქტივის მიწოდებას შეთანხმებულ დროში. იგი მყიდველს აძლევს უფლებას წინასწარ დააფიქსიროს, მისთვის სასურველი საპროცენტო სარგებლის მომტანი აქტივის მომავალი ფასი.

მსგავსი ფიუჩერსული შეთანხმების ობიექტს ხშირ შემთხვევაში წარმოადგენს სახაზინო ვალდებულებები. აშშ სახაზინო ვალდებულებების ნომინალს, ხშირ შემთხვევაში \$100 000-ით განსაზღვრავენ, ხოლო მისი ფიუჩერსის უფლებას \$1000 (რომელიც იყოფა 32 ნაწილად). განვიხილოთ მაგალითი, მოცემულია ფიუჩერსის ფასი - 101'25 ან 101-25.

$$101'25 = \$100\,000 + \$1\,000 + (\$1\,000 \times 25/32) = \$101\,781,25$$

მოცემული ჩანაწერი ნიშნავს, რომ ფიუჩერსის ფასი ტოლია, მის ნომინალს პლუს ერთი უფლება და პლუს ერთი უფლების 25/32 ნაწილი.

## საპროცენტო განაკვეთის ფორვარდი (FRA)

საპროცენტო განაკვეთის ფორვარდული შეთანხმების ობიექტს წარმოადგენს სარგებლის განაკვეთი ან გაცვლითი კურსი. შეთანხმების ვადის ბოლო დღეს ხდება შეთანხმებულ სარგებლის განაკვეთსა (ვალუტის კურსს) და ბაზარზე არსებულ განაკვეთს შორის სხვაობის გადახდა ნეტო საფუძველზე.

ვთქვათ, A კომპანიამ B კომპანიასთან გააფორმა ფორვარდი, რომლის საფუძველზეც A კომპანია მიიღებს ფიქსირებულ 5%-იან სარგებელს, რომელიც დაერიცხება 1 მლნ. აშშ დოლარს. სანაცვლოდ B კომპანია მიიღებს ერთწლიან LIBOR-ზე მიბმულ საპროცენტო სარგებელს. ანგარიშსწორება ხორციელდება ფორვარდული პერიოდის დასაწყისში, გარიგებაში მონაწილე სესხების ვადის საფუძველზე, დისკონტირების მეთოდის გამოყენებით შემდეგი ფორმულის საფუძველზე:

$$\text{FRA payment} = \frac{(R - \text{FRA}) \times NP \times P}{Y} \times \frac{1}{1 + R \times (P/Y)}$$

- FRA – FRA განაკვეთი = 3,5%;
- R - საბაზრო საპროცენტო განაკვეთი = 4%;
- NP - სახელშეკრულებო თანხა = \$5 მილიონი;
- P - სახელშეკრულებო პერიოდი (დღეებში) = 181 დღე;
- Y - დღეების რაოდენობა წელიწადში (ხელშეკრულების მიხედვით) – 360 დღე.

$$\text{FRA Payment} = \frac{(4\% - 3,5\%) \times \$5000000 \times 181}{360} \times \frac{1}{1 + 4\% \times (181/360)}$$

$$\text{FRA Payment} = \$12\,569,44 \times 0,980285 = \$12\,321,64$$

თუ FRA Payment არის პოზიტიური, მაშინ FRA-ს გამყიდველი მოცემულ თანხას უხდის მყიდველს.

### საპროცენტო განაკვეთის სვობი

საპროცენტო განაკვეთის სვობი წარმოადგენს ორ მხარეს შორის შეთანხმებას, რომლის ფარგლებში ხდება მომავალში მისაღები საპროცენტო შემოსავლების გაცვლა (თანაზომადი ბაზისის საფუძველზე). როგორც წესი, მოცემული შეთანხმებისას ერთმანეთზე იცვლება ფიქსირებული და მცურავი საპროცენტო განაკვეთების საფუძველზე მისაღები შემოსავლები. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, სახეზე გვაქვს ფულადი ნაკადების გაცვლა.

განარჩევნ სვობ გარიგების სამ სახეს:

- ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის საფუძველზე მისაღები ფულადი ნაკადები იცვლება მცურავი საპროცენტო განაკვეთის საფუძველზე მისაღებ ფულად ნაკადებზე - (Interest Rate Swap);
- ვალუტების გაცვლა სესხის მომსახურებისათვის საჭირო ფულადი ნაკადების საფუძველზე. მაგალითად, შვეიცარულ ფრანკებში გადასახდელი სესხის პროცენტის გაცვლა აშშ დოლარში გადასახდელ სესხის პროცენტზე-(Currency Swap);
- ჰიბრიდული სვოპ გარიგება, რომელში გვხვდება როგორც Interest Rate Swap ასევე Currency Swap ელემენტები.

სვოპ გარიგების ყველა ფორმაში გვხვდება ფულადი ნაკადების გაცვლის პროცესი. ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მცურავ საპროცენტო განაკვეთზე გაცვლის სვოპს - „Plain vanilla swap“-ს უწოდებენ, რომელიც, თავის მხრივ, წარმოადგენს დერივატივების ერთ-ერთ უმსხვილეს ბაზარს.

სვოპ გარიგების მოტივები მრავალგვარია. განვიხილოთ ერთ-ერთი მათგანი. კომპანიას გააჩნია მცურავი საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხი და მენეჯმენტის პროგნოზით LIBOR-ზე მოსალოდნელია ფასების ზრდა. მოსალოდნელი რისკების თავიდან აცილების მიზნით კომპანია შედის Pay fixed / Recive Float ტიპის სვაპ გარიგებაში, რის საფუძველზეც კომპანია იხდის ფიქსირებულ საპროცენტო განაკვეთის მიხედვით და იღებს მცურავი საპროცენტო განაკვეთის მიხედვით. მცურავი კურსების საფუძველზე მიღებული საპროცენტო ფულადი ნაკადები მიემართება კომპანიის თავდაპირველი სესხის მომსახურებაზე, ხოლო ფიქსირებული ფულადი ნაკადები - სვოპ გარიგების შედეგად აღებული ვალდებულების მომსახურებაზე. ანალოგიურად, კომპანიას რომელსაც აქვს ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის პირობით აღებული სესხი, სვოპის გამოყენებით შეუძლია გადავიდეს მცურავ საპროცენტო განაკვეთზე.

## კითხვები:

- რა განსხვავებაა ფორვარდსა და ფიუჩერსს შორის?
- რას გულისხმობს მოკლე სავალუტო პოზიციები?
- რა უპირატესობები გააჩნია სავალუტო ოფციონს სხვა სავალუტო დერივატივებთან შედარებით?
- რა შემთხვევებში გამოიყენება საპროცენტო განაკვეთის სვოპი?

## რეკომენდირებული ლიტერატურა

- Michael Chui - Derivatives markets, products and participants: an overview, IFC Bulletin No 35
- Michael Papaioannou - Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms, IMF Working Paper, WP/06/255
- Rangarajan K. Sundaram - Derivatives in Financial Market Development, Stern School of Business, New York University. 2012
- Peter A. Abken, Milind M. Shrikhande - The Role of Currency Derivatives in Internationally Diversified Portfolios. Federal Reserve Bank of Atlanta, Economic Review Third Quarter 1997

## 11. საერთაშორისო ვაჭრობის დაფინანსება

### შინაარსი

- სავაჭრო ურთიერთობები
- ანგარიშსწორების ფორმები
- დაფინანსების ფორმები
- საბანკო აქცეპტი
- Forfeiting
- შემხვედრი ვაჭრობა
- საექსპორტო კრედიტის დაზღვევას



## **სავაჭრო ურთიერთობები**

საერთაშორისო ვაჭრობაში გამოყოფენ სავაჭრო პარტნიორის (იმპორტიორის) სამ მდგომარეობას: არააფილირებული უცნობი, არააფილირებული ნაცნობი და აფილირებული პირი.

პირს, რომელსაც პირველად აქვს შეხება მომავალ სავაჭრო პარტნიორთან, ეწოდება არააფილირებული უცნობი. ასეთ შემთხვევაში მხარეები აფორმებენ დეტალურ შეთანხმებას, სადაც მკაცრად არის გაწერილი პასუხისმგებლობის ყოველი ასპექტი. ექსპორტიორი ასევე ითხოვს უსაფრთხოების გარანტიებს სრულ და დროულ ანგარიშსწორებასთან დაკავშირებით.

წარმატებული ბიზნეს ურთიერთობის მქონე იმპორტიორს ეწოდება არააფილირებული ნაცნობი. ხელშეკრულების დეტალურობა და საანგარიშსწორებო გარანტიები დამოკიდებულია ექსპორტიორის პერსონალურ შეფასებებზე იმპორტიორის რეპუტაციასთან დაკავშირებით. უცხო ქვეყნის რეზიდენტ შვილობილ კომპანიას ეწოდება აფილირებული პარტნიორი და შესაბამისად, ანგარიშსწორების ფორმები და მოთხოვნები მაქსიმალურად შემსუბუქებულია. იგი შესაძლოა, საერთოდ არ გულისხმობდეს ოფიციალურ ხელშეკრულებას.

## **ანგარიშსწორების ფორმები**

საერთაშორისო ვაჭრობის ანგარიშსწორების პრაქტიკაში არსებობს ხუთი ძირითადი ფორმა: წინასწარი გადახდა, აკრედიტივი, დრაფტი, კონსიგნაცია და ღია ანგარიში.

წინასწარი ანგარიშსწორებისას, ექსპორტიორი იმპორტიორისათვის განკუთვნილ პროდუქციას გასაგზავნად ჩამოტვირთავს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ იმპორტიორმა უკვე გადაიხდა მისაღები პროდუქციის ღირებულება. ციფრული ტექნოლოგიების განვითარებამ მნიშვნელოვნად საერთაშორისო ანგარიშსწორებასთან დაკავშირებული სიძნელები და დააჩქარა პროცედურები. თანამედროვე პირობებში, საერთაშორისო ვაჭრობის მონაწილე მხარეები უფრო დაცული, ხოლო ანგარიშსწორების პროცესი - მაქსიმალურად გამჭვირვალეა.

აკრედიტივის გამოყენებისას, კომერციული ბანკი გამოსცემს ინსტრუმენტს იმპორტიორის სასარგებლოდ, რის საფუძველზეც იგი იღებს ვალდებულებას, ანგარიშსწორება მოახდინოს ექსპორტიორთან, ამ უკანასკნელის მხრიდან პროდუქციის გაგზავნის დამადასტურებელი დოკუმენტაციის წარდგენის შემთხვევაში. ანგარიშსწორების ეს ფორმა მნიშვნელოვან უსაფრთხოების მექანიზმებს სთავაზობს გარიგების მონაწილე ორივე მხარეს.

დრაფტი წარმოადგენს ექსპორტიორის ფორმალურ მოთხოვნას იმპორტიორის მიმართ, რომელიც გულისხმობს დრაფტის ნომინალური ღირებულების გადახდას ექსპორტიორისთვის. დრაფტის შემთხვევაში ექსპორტიორის უფლებები უფრო ნაკლებად არის დაცული, ვიდრე საბანკო გარანტიისას. დრაფტის ტრანზაქციების უმეტესობა საბანკო არხებით ხორციელდება. საბანკო ტერმინოლოგიაში ეს პროცესი მოიხსენიება, როგორც დოკუმენტების შეკრება (Documentary collections). გარიგების მონაწილე მხარეების მომსახურე ბანკები ახდენენ დოკუმენტაციის მიწოდებას და გადასახდელების ამოღებას. აღნიშნულ პროცესში ბანკების მონაწილეობა ქმნის უსაფრთხოების გარკვეულ გარანტიებს ექსპორტიორის სასარგებლოდ. ექსპორტიორის ბანკი იმპორტიორის ბანკისაგან ითხოვს თანხმობას დრაფტზე (Acceptance), რომლის შემდეგ ეს უკანასკნელი მიიღებს წვდომას სატრანზიტო დოკუმენტაციაზე. განარჩევენ სავაჭრო და საბანკო აქცეპტენსს. პირველ შემთხვევაში ანგარიშსწორებაზე პასუხისმგებლობას იღებს იმპორტიორი, მეორე შემთხვევაში - იმპორტიორის მომსახურე ბანკი.

კონსიგნაციისას ექსპორტიორი ინარჩუნებს საკუთრების უფლებას იმპორტიორისათვის მიწოდებულ პროდუქციაზე, სანამ ეს უკანასკნელი არ მოახდენს პროდუქციის გაყიდვას მესამე პირზე. ნდობის მაღალი დონიდან გამომდინარე, ურთიერთობის ეს ფორმა მისაღებია შვილობილ კომპანიებთან, ასევე ტრადიციულ სავაჭრო პარტნიორებთან მიმართებით.

ღია ანგარიშსწორება წარმოადგენს წინასწარი გადახდის, როგორც ანგარიშსწორების ფორმის სრულიად საპირისპირო მეთოდს. ანგარიშსწორების ამ ფორმის გამოყენებისას ექსპორტიორი მთლიანად დამოკიდებულია



იმპორტიორის გადახდისუნარიანობასა და რეპუტაციაზე. როგორც წესი, ასეთი ფორმა გამოიყენება კომპანიებს, შორის რომელთაც მჭიდრო ურთიერთობები აკავშირებთ. ქვემოთ წარმოდგენილ მაგალითში კომპანიებს შორის სავაჭრო ბრუნვას ორმხრივი და თანაზომადი ხასიათი აქვს (იხ. ცხრილი 11.1.).

**ცხრილი 11.1. საერთაშორისო ვაჭრობის დაფინანსების ფორმები**

ანგარიშსწორების ფორმა	გადახდის დრო	პროდუქციის მიღების დრო
წინასწარი გადახდა	ჩატვირთვამდე	გადახდის შემდეგ
აკრედიტივი	ჩატვირთვის შემდეგ	გადახდის შემდეგ
დრაფტი	დრაფტის მიწოდებისას	გადახდის შემდეგ
აქცეპტირებული დრაფტი	დრაფტის სიმწიფისას	გადახდამდე
კონსიგნაცია	მესამე პირზე გაყიდვისას	გადახდამდე
ღია ანგარიში	შეთანხმებისამებრ	გადახდამდე

**დაფინანსების ფორმები**

გარდა ანგარიშსწორების ფორმებისა, საერთაშორისო ვაჭრობისთვის მნიშვნელოვან ხელშემწყობ ფაქტორს წარმოადგენს, გარიგებების დაფინანსების ფორმები:

- დებიტორული მოთხოვნების დაფინანსება;
- ფაქტორინგი;
- აკრედიტივი;
- საბანკო აქცეპტენსი;
- საბრუნავი კაპიტალის დაფინანსება;
- საშუალო ვადიანი კაპიტალური აქტივების დაფინანსება;
- შემხვედრი ვაჭრობა.

როდესაც ექსპორტიორი წინასწარი ანაზღაურების ან დაუყოვნებლივი ანგარიშსწორების გარეშე აწვდის პროდუქციას, მას წარმოექმნება დებიტორული მოთხოვნები. ნაღდი ფულის მიმდინარე უკმარისობის პერიოდში, ექსპორტიორს საშუალება აქვს, ზემოაღნიშნული დებიტორული მოთხოვნების საფუძველზე აიღოს საბანკო სესხი. საერთაშორისო ვაჭრობის დაფინანსების ასეთი ფორმა ექსპორტიორისათვის საკმაოდ ძვირ ინსტრუმენტს წარმოადგენს, რადგან, როგორც წესი, მსგავსი ტიპის სესხები შედარებით მაღალი საპროცენტო განაკვეთის მატარებელია, ხოლო მისი ხანგრძლივობა ერთიდან ექვს თვემდე გრძელდება.

საერთაშორისო ვაჭრობის დაფინანსების კიდევ ერთ ფორმას წარმოადგენს ფაქტორინგი. გარდა საკრედიტო უზრუნველყოფისა, დებიტორული მოთხოვნების გამოყენება შესაძლებელია სარეალიზაციო თვალსაზრისით. როდესაც ექსპორტიორი თვლის, რომ მოცემული დებიტორული მოთხოვნის განაღდებას შესაძლოა გარკვეული პრობლემები შეექმნას, მოსალოდნელი რისკების თავიდან აცილების მიზნით მას შეუძლია გამოიყენოს ფაქტორინგული კომპანიის მომსახურება. კერძოდ, მიჰყიდოს მოცემული დებიტორული მოთხოვნები ფაქტორინგულ კომპანიას.

ფაქტორინგული კომპანიის დაინტერესებას ამ გარიგებაში წარმოადგენს დისკონტი და საკომისიო გადასახადი. ექსპორტიორისთვის ფაქტორინგულ მომსახურებას რიგი პოზიტიური შედეგების გააჩნია. გარდა, ლიკვიდურობის საკითხის გადაწყვეტისა, ფაქტორინგის შედეგად ექსპორტიორი თავიდან იცილებს იმპორტიორის გადახდისუნარიანობის პერიოდული მონიტორინგის აუცილებლობას, ინსტიტუციური შეზღუდვებით გამოწვეული რისკების შესაძლებლობას და ა.შ. ხშირ შემთხვევებში ფაქტორინგული კომპანიები იყენებენ ადგილობრივ წარმომადგენლობებს, რათა შეაფასონ იმპორტიორის კრედიტუნარიანობა, რომლის საფუძველზეც ფაქტორინგული კომპანია გადაწყვეტს, შეიძინოს თუ არა დებიტორული მოთხოვნები და რა ფასად.

აკრედიტივით საერთაშორისო ვაჭრობის დაფინანსებაში ჩართულია ორი ბანკი (იხ. ნახაზი 11.1). აკრედიტივის ემიტენტი ბანკი წარმოადგენს

იმპორტიორის ინტერსებს და ქმნის გარანტიას ექსპორტიორისათვის. ემიტენტი ბანკის მიმართ უნდობლობის შემთხვევაში ექსპორტიორს შეუძლია მოითხოვოს სხვა ბანკის აქცეპტენსი ემიტენტი ბანკის მიერ გამოცემულ აკრედიტივზე, რის შედეგადაც ექსპორტიორის ერთადერთი რისკი აღნიშნულ გარიგებაში არის აქცეპტის მიმცემი ბანკის გადახდისუნარიანობა. განარჩევენ აკრედიტივის ორ ფორმას: გამოთხოვადი აკრედიტივი და აკრედიტივი გამოთხოვის გარეშე.

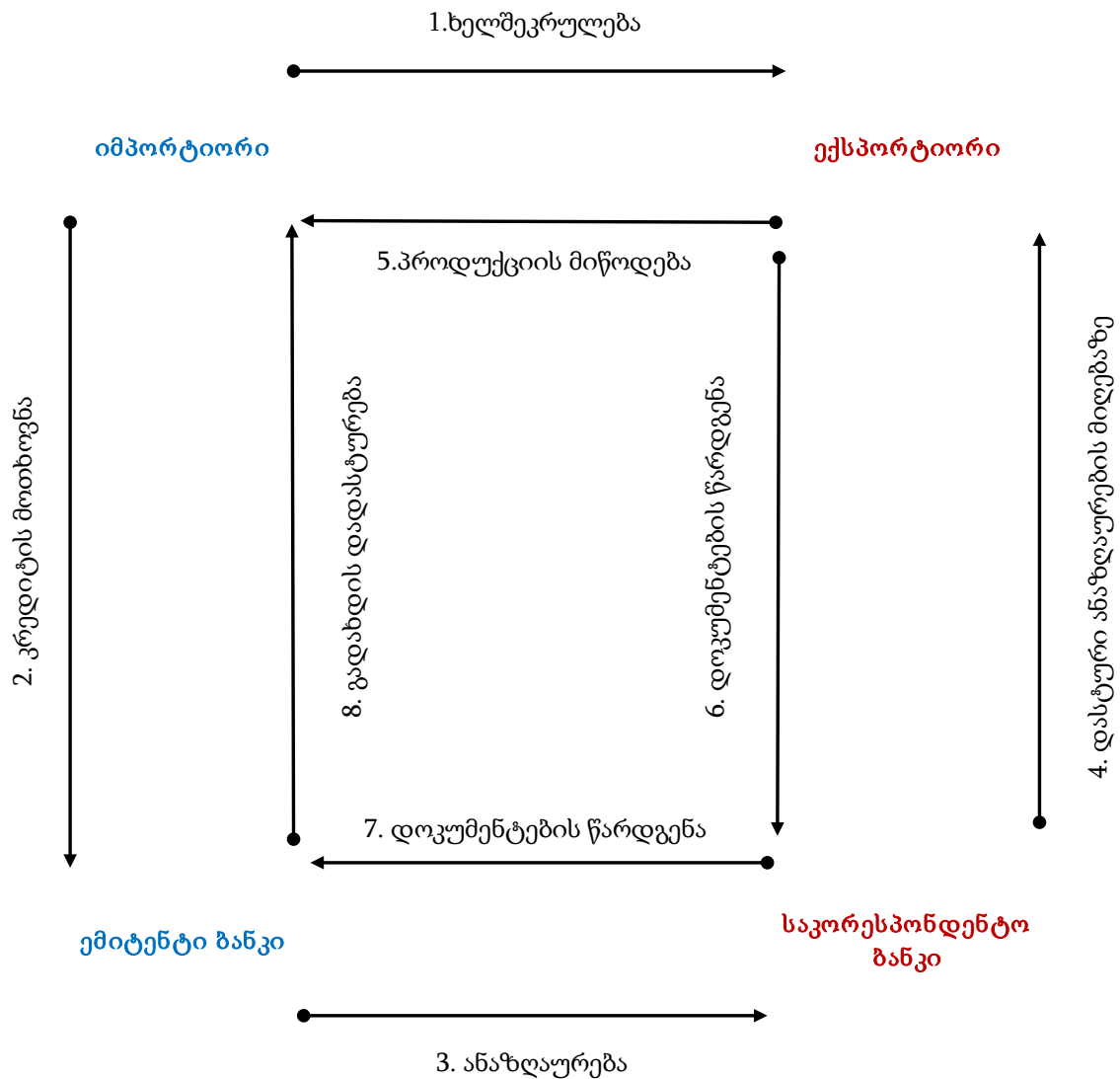
**ნახაზი 11.1. გამოთხოვის უფლების გარეშე აკრედიტივის შაბლონი**

<p><b>ექსპორტიორის სახელწოდება</b>  <b>ექსპორტიორის მისამართი</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>○ იმპორტიორის სახელწოდება</li> <li>○ ექსპორტის ღირებულება</li> <li>○ სიმწიფის ვადა</li> <li>○ აკრედიტივის გასანაღდებად წარსადგენი დოკუმენტების ჩამონათვალი</li> <li>○ დაზღვევის განმახორციელებელი პირი (იმპორტიორი ან ექსპორტიორი)</li> <li>○ ტრანსპორტირების სახე</li> <li>○ ჩატვირთვის პორტის დასახელება</li> <li>○ მიღების პორტის დასახელება</li> </ul>	<p><b>ემიტენტი ბანკის სახელწოდება</b>  <b>ემიტენტი ბანკის მისამართი</b></p> <p style="text-align: right;"><b>ფაქსიმილია</b></p>
---	---

პირველ შემთხვევაში ემიტენტს უფლება აქვს ნებისმიერ დროს გააუქმოს აკრედიტივი, ხოლო მეორე შემთხვევაში იგი ამ უფლება მოკლებულია (იხ. დიაგრამა 1) ემიტენტი ბანკი ვალდებულია, შეთანხმებაში მითითებული დოკუმენტების წარდგენისას გაანაღდოს ექსპორტირებული პროდუქციის ღირებულება. ცხადია, იმპორტიორისათვის აკრედიტივის ემიტენტი ბანკის ეს მომსახურება გარკვეულ საკომისიო ხარჯებს გულისხმობს, თუმცა რიგ შემთხვევებში აკრედიტივის გარეშე შეუძლებელია საერთაშორისო ვაჭრობის გარიგებების დადება. თავის მხრივ, აკრედიტივის გამცემი ბანკი, დეტალურად

სწავლობს იმპორტიორის გადახდისუნარიანობას, რადგან შეთანხმებული დოკუმენტების წარდგენის შემდეგ ექსპორტიორის დაკმაყოფილება უნდა მოახდინოს ემიტენტმა ბანკმა მიუხედავად იმისა, მოცემულ პერიოდში იმპორტიორი კომპანია გადახდისუნარიანია თუ არა.

### ნახაზი 11.2. აკრედიტივის პროცედურები



აკრედიტივით დადებული გარიგებებისათვის საკვანძო დოკუმენტს წარმოადგენს ინვოისი. თუ ექსპორტირებული პროდუქციის ტრანსპორტირება ხდება ზღვით, მაშინ ტრანსპორტიორი კომპანია გამოსცემს ე.წ. Ocean Bill of Landing, ხოლო ავიაგადაზიდვებისას - Airway Bill. გადამზიდავი კომპანია მოცემულ დოკუმენტს აწვდის ექსპორტიორს, რომელიც თავის მხრივ,

ხელშეკრულებით გათვალისწინებულ სხვა დოკუმენტებთან ერთად მას წარადგენს ბანკში. როგორც წესი, გადამზიდის ინვოისი შედგება შემდეგი ელემენტებისაგან:

- გარიგების ობიექტის აღწერილობა;
- მიმღებ პორტში ჩატვირთვის მოწმობა;
- გადამზიდის სახელწოდება;
- იმპორტიორის სახელწოდება;
- გადაზიდვის ღირებულების მდგომარეობა;
- ტრანსპორტირების ვადები;

კომერციული ინვოისი კი გამოიცემა თავად ექსპორტიორის მიერ და იგი მოიცავს შემდეგ ინფორმაციას:

- ექსპორტიორის სახელწოდება და მისამართი;
- მყიდველის დასახელება და მისამართი;
- თარიღი;
- ანგარიშსწორების პირობები;
- ფასი, ტრანსპორტირებისა და დაზღვევის ჩათვლით;
- რაოდენობა, წონა, შეფუთვა და ა.შ;
- ტრანსპორტირების შესახებ ინფორმაცია;

განარჩევნ აკრედიტივის რამდენიმე ფორმას. ე.წ. Standby Letter of Credit – რომელიც ექსპორტიორისათვის ქმნის საგარანტიო პირობებს. პრაქტიკაში, Standby აკრედიტივი, როგორც წესი, გამოიყენება სახელმწიფოს მონაწილეობით დადებული გარიგებებისას და ე.წ. Performance Bond-ის სახე აქვს. აკრედიტივის მოცემული ფორმის შემთხვევაში გარანტორ ინსტიტუტს წარმოადგენს ემიტენტი ბანკი.

არსებობს აკრედიტივის ისეთი ფორმაც Transferable Letters of Credit, რომლის დროსაც აკრედიტივის მფლობელს შეუძლია იგი გადასცეს მესამე პირს (მაგ., ბროკერს), შედეგად იმპორტიორი ვალდებული იქნება ბროკერის წინაშე, ხოლო ექსპორტიორი ვადაზე ადრე შეძლებს მისაღები თანხის განაღდებას. ბროკერის დაინტერესებას ამ გარიგებაში წარმოადგენს საკომისიო, რომელსაც იგი იღებს აკრედიტივის განაღდებას.

### **საბანკო აქცეპტი**

პროდუქციის შეკვეთის შემდეგ იმპორტიორი მიმართავს ადგილობრივ ბანკს აკრედიტივის გამოცემის თხოვნით. თავის მხრივ, აკრედიტივი ექსპორტიორს აძლევს საშუალებას შექმნას დრაფტი, რომელსაც გადაზიდვის დამადასტურებელ დოკუმენტებთან ერთად წარუდგენს ადგილობრივ ბანკს. ეს უკანასკნელი, ექსპორტიორის მიერ წარდგენილ დოკუმენტებს უგზავნის იმპორტიორის აკრედიტივის გამომცემ ბანკს, რომელიც მოცემულ დრაფტზე აკეთებს აქცეპტს, რითაც ქმნის გარანტიას.

გარიგების შედეგად ყველა მხარე იღებს სასურველ შედეგს. იმპორტიორი იღებს წვდომას პროდუქციაზე, რომელზეც საბანკო აქცეპტის გარეშე გარიგება ვერ შედგებოდა. ბანკი იღებს საკომისიო საზღაურს გაწეული მომსახურებისთვის. ხოლო ექსპორტიორი იღებს შესაძლებლობას მიიღოს გარანტირებული ანაზღაურება და საჭიროების შემთხვევაში გაყიდოს აქცეპტი ფულად ბაზარზე. ინვესტორებისათვის აქცეპტი საინტერესოა ლიკვიდურობისა და დისკონტირების ფაქტორიდან გამომდინარე. ინვესტორი გარკვეული დისკონტის სანაცვლოდ შეიძენს აქცეპტს და დაელოდება მისი განაღდებას პერიოდს.

### **ფორფეიტინგი (Forfeiting)**

ფორფეიტინგი წარმოადგენს ფინანსურ ინსტრუმენტს, რომელიც იმპორტიორს საშუალებას აძლევს მის ხელთ არსებული საშუალოვადიანი დებიტორული მოთხოვნები აქციოს ფულად. ფორფეიტინგის ოპერაციას, როგორც წესი, ასრულებენ ბანკები ან სპეციალიზებული ინსტიტუტები, მაგალითად, ექსპორტის ხელშემწყობი სააგენტოები. ექსპორტიორისთვის ფორფეიტინგი არა

მხოლოდ ფულის დაჩქარების, არამედ რისკისა და გადახდისუნარიანობის მონიტორინგის თავიდან აცილების საშუალებაა, ხოლო ბანკისათვის - საინვესტიციო საქმიანობის სფერო.

როგორც წესი, ფორფეიტინგის განმახორციელებელი ბანკი, მხოლოდ საბანკო გარანტიის მქონე დებიტორული მოთხოვნების შეძენით ოპერირებს, შესაბამისად. იგი უგულვებელყოფს იმპორტიორის გადახდისუნარიანობის შესწავლას, რომელიც შესაძლოა არ იყოს მისთვის ხელმისაწვდომი. მისი შინაარსიდან გამომდინარე, ფორფეიტინგი არის საერთაშორისო ვაჭრობის ხელშემწყობი მნიშვნელოვანი საფინანსო ინსტრუმენტი. იგი დამახასიათებელია ისეთი გარიგებებისათვის, რომელთა ღირებულება აჭარბებს \$100 000.

ფორფეიტინგის საშუალებით იმპორტიორის ვალდებულებები გარდაიქმნება მეორადი ბაზრის ფინანსურ ინსტრუმენტებად. ამ ტიპის ფინანსური ინსტრუმენტების სიმწიფის ვადები საკმაოდ ფართო დიაპაზონით ხასიათდებიან (ერთი თვიდან ათ წლამდე).

საილუსტრაციოდ შეგვიძლია განვიხილოთ ფორფეიტინგის განხორციელების ეტაპები:

✓ ექსპორტიორსა და იმპორტიორს პროდუქციის მიწოდებასთან დაკავშირებულ მოლაპარაკებებისას, იმპორტიორი ითხოვს კრედიტით მიწოდებას;

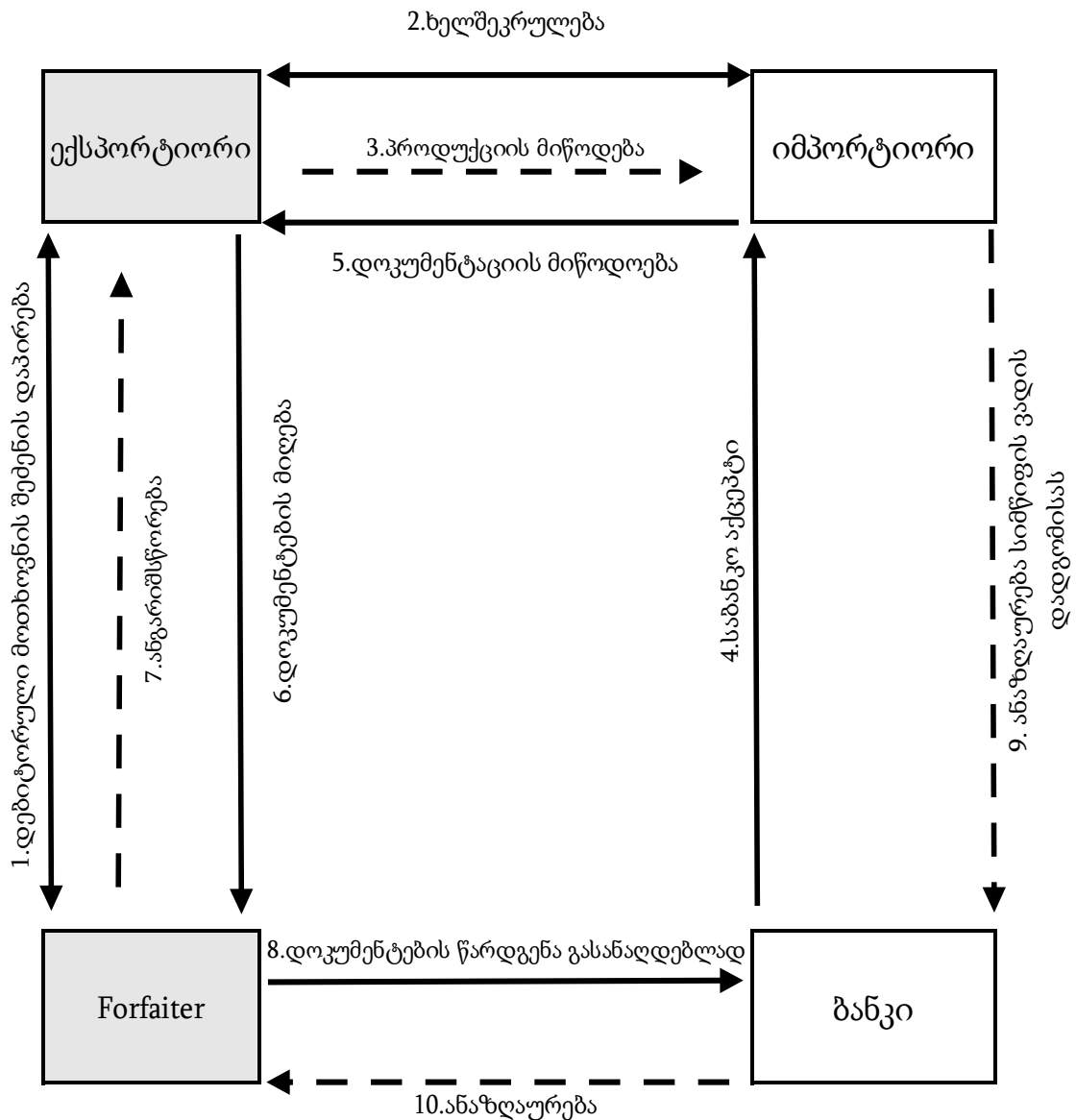
✓ ექსპორტიორი მიმართავს ფორფეიტერს და აზუსტებს სურს თუ არა მას მოცემულ იმპორტიორთან დადებულ გარიგებაში მიიღოს მონაწილეობა და რა პირობებით. გარიგებაში მონაწილეობისთვის ფორფეიტერს ჭირდება შემდეგი ინფორმაცია

- ქვეყანა სადაც იმპორტიორი მდებარეობს;
- იმპორტიორის სახელწოდება;
- პროდუქციის სახეობა და მახასიათებლები;
- პროდუქციის ღირებულება;
- ტრასპორტირების ვადები;

- იმპორტიორის მხრიდან არჩეული ანგარიშსწორების ფორმა;
- არის თუ არა იმპორტიორის ვალდებულებები გარანტირებული საბანკო აქცეპტით.
- ✓ ფორფეიტერი იმპორტიორს აწვდის ინფორმაციას ფორფეიტინგის ტარიფთან დაკავშირებით. მოცემულ ეტაპზე მხარეები არ იღებენ ვალდებულებებს ერთმანეთის მიმართ (იხ. დიაგრამა 2).
- ✓ ექსპორტიორის თანხმობის შემთხვევაში იღება, იგი ითხოვს ფორფეიტერის თანხმობას გარიგების საფუძველზე წარმოქმნილი დებიტორული მოთხოვნის შეძენასთან დაკავშირებით.
- ✓ ფორფეიტერი აძლევს თანხმობას ექსპორტიორს. შეთანხმების დოკუმენტი შეიცავს შემდეგ ინფორმაციას:
  - ექსპორტიორსა და იმპორტიორს შორის დადებული გარიგების დეტალები;
  - ფორფეიტერის მიერ შესაძენი დებიტორული მოთხოვნის ბუნება;
  - დისკონტირების განაკვეთი, რომელიც თან ახლავს საკომისიოს;
  - დოკუმენტები, რომელიც ფორფეიტერს აძლევს დებიტორული მოთხოვნის შეძენის ლეგალურ უფლებას;
  - ზემოაღნიშნული ინფორმაციისა და დოკუმენტების ფორფეიტერისათვის მიწოდების ბოლო ვადა.
- ✓ ექსპორტიორი და იმპორტიორი აფორმებენ პროდუქციის მიწოდების შესახებ ხელშეკრულებას;
- ✓ თუ ფორფეიტინგის განხორციელებისათვის ექსპორტიორს ესაჭიროება იმპორტიორის საბანკო გარანტია, იმპორტიორი მომსახურე ბანკისაგან იღებს საბანკო აქცეპტს.
- ✓ ზემოაღნიშნული გარიგებების დადების შემდეგ, ექსპორტიორი აღარ არის დაინტერესებული დებიტორული მოთხოვნების ამოღებისა და რისკის საკითხით.



### ნახაზი 11.3. ფორფეიტინგის პროცესი



#### შემხვედრი ვაჭრობა

შემხვედრი ვაჭრობა ეწოდება ოპერაციას, რომლის ფარგლებშიც დადებული გარიგებისას ექსპორტიორი ამავდროულად გვევლინება იმპორტიორის პოზიციაშიც და პირიქით. შემხვედრი ვაჭრობის ძირითადი სახეებია: ბარტერი, კომპენსაცია და შემხვედრი შესყიდვა.

ბარტერისას ორი სხვადასხვა ქვეყნის რეზიდენტი ბიზნეს სუბიექტი ცვლის პროდუქციას ყოველგვარი ფულადი ტრანზაქციების გარეშე. როგორც წესი, ამ

გარიგებებს ერთჯერადი ხასიათი აქვთ და შესაბამისად მათი რეგულირება ერთი კონტრაქტის ფარგლებში ხორციელდება.

საკომპენსაციო გარიგებისას, ექსპორტიორი გარკვეული პერიოდის შემდეგ თავად ყიდულობს იმპორტიორისგან ხელშეკრულებით მიწოდებული პროდუქციის ნაწილს. განარჩევენ ნაწილობრივ და სრულ კომპენსაციას. მაგალითად, ნაწილობრივი კომპენსაციის დროს ექსპორტიორის მიერ გაყიდული 100 ტონა ხორბლის მიწოდებიდან გარკვეული პერიოდის შემდეგ, იგი იმპორტიორისგან ყიდულობს 40 ან 60 ტონა ხორბალს. ხოლო სრული კომპენსაციისას, ექსპორტიორის მიერ შეძენილი პროდუქციის მოცულობა უტოლდება გაყიდული პროდუქციის მოცულობას.

შემხვედრი შესყიდვის განხორციელებისას მხარეები დებენ ორ განსხვავებულ ხელშეკრულებას, რომელთაგან თითოეული გულისხმობს ფინანსურ ანაზღაურებას. სახელშეკრულებო პროდუქციის მიწოდება და შესაბამისი ანგარიშსწორება გამიჯნული ოპერაციებია.

### **საექსპორტო კრედიტის დაზღვევა**

სახელმწიფოს მხარდაჭერა ექსპორტიორთა მიმართ წარმოადგენს ფართოდ გავრცელებულ პრაქტიკას. უხეშად რომ ვთქვათ, გადასახადის გადამხდელთა ფულით ხდება ექსპორტიორი დარგების პირდაპირი ან არაპირდაპირი სუბსიდირება. ექსპორტის ხელშეწყობის ერთ-ერთ ყველაზე გავრცელებულ ფორმას წარმოადგენს საექსპორტო კრედიტების დაზღვევა. მოცემული სადაზღვევო სქემა ქმნის დამატებითი უსაფრთხოების ინსტრუმენტს, როგორც ექსპორტიორისთვის, ასევე ექსპორტიორის ბანკისთვის. დაზღვევის გამოყენებისას, იმპორტიორის დეფოლტის შემთხვევაში ზარალს მთლიანად ან ნაწილობრივ (შეთანხმების შესაბამისად) ანაზღაურებს სადაზღვევო კომპანია. მოცემული სქემა ასევე მისაღებია იმპორტიორისთვის, რადგან მას არ უწევს აკრედიტების გახსნა ან საკრედიტო ხაზის შემცირება.

სახელმწიფოთა შორის საექსპორტო ბაზრების დასაკავებლად კონკურენციის გამმაფრებამ გააჩნია „საკრედიტო ომისა“ და არამდგრადი

საკრედიტო სისტემის საფრთხე. 1934 წელს შეიქმნა ე.წ. ბერნის გაერთიანება, რომლის ფარგლებშიც, ლიდერი სავაჭრო სახელმწიფოები შეთანხმდნენ საექსპორტო კრედიტის ზოგად პირობებზე.

### კითხვები:

- რა განსხვავებაა არააფილირებულ უცნობსა და არააფილირებულ ნაცნობს შორის?
- საერთაშორისო ვაჭრობის დაფინანსების რა ძირითადი ფორმები არსებობს და რა განსხვავებაა მათ შორის?
- რატომ არის აკრედიტივი საერთაშორისო ვაჭრობის დაფინანსების ყველაზე გავრცელებული ფორმა?
- რას გულისმობს ფორფეიტინგი ?
- რა უპირატესობა გააჩნია შემხვედრ ვაჭრობას ?

### რეკომენდირებული ლიტერატურა

- The Royal bank of Scotland - Guide to International Trade.
- Niepmann, Friederike and Tim Schmidt-Eisenlohr - International Trade Risk and the Role of Banks. Finance Discussion Papers 1151. 2015.
- <https://www.federalreserve.gov/econresdata/ifdp/2015/files/ifdp1151.pdf>
- U.S. Department of Commerce – Trade Finance Guide.2008
- <http://trade.gov/publications/pdfs/tfg2008.pdf>

## 12. ოფშორული ვალუტები და გლობალური ბანკინგი

### შინაარსი

- ევროდოლარების ბაზრის ფორმირება
- ოფშორული ვალუტების სარგებლის განაკვეთები
- საერთაშორისო ბანკინგის საფუძვლები
- მულტინაციონალური ბანკინგის პრობლემები
- ბაზელის კომიტეტი
- დანართი 1 – S.W.I.F.T.
- დანართი 2 – Blockchain



## ევროდოლარების ბაზრის ფორმირება

აშშ-ის გეოგრაფიულ საზღვრებს გარეთ, აშშ დოლარებში დენომინირებულ დეპოზიტებს - ევროდოლარები ეწოდებათ. ოფშორული ვალუტები წარმოადგენენ ევროდოლარების განზოგადებულ სახეს და ეს სახელწოდება გამოიყენება ყველა იმ ძირითად ვალუტებთან მიმართებით, რომლებშიც დენომინირებული დეპოზიტები ინახება ემიტენტი სახელმწიფოს ფარგლებს გარეთ. ოფშორული ვალუტების არსებობა ინვესტორებსა და კრედიტით დაინტერესებულ პირებს საშუალებას აძლევს სასურველი ვალუტა არ მოიძიოს სხვადასხვა საფინანსო ცენტრებში, არამედ რომელიმე ერთ საფინანსო ცენტრში და იქვე არსებული შესაძლებლობები შეადაროს ერთმანეთს.

ოფშორული ვალუტების არსებობის ასახსნელად აუცილებელია გამოვიკვლიოთ, თუ რატომ გაჩნდა აშშ დოლარისა და სხვა ძირითადი ვალუტების, ემიტენტი ქვეყნის ფარგლებს გარეთ შენახვა ხელსაყრელი. 1950-იან წლებში საბჭოთა კავშირი დაინტერესებული იყო აშშ დოლარის გარკვეული რეზერვების ფლობით, კერძოდ, აშშ-დან და სხვა დასავლეთ ევროპული ქვეყნებიდან, იმპორტის დასაფინანსებელი ფულადი რესურსების გამომუშავებით. პოლიტიკური დამაბულობიდან გამომდინარე, საბჭოთა ხელისუფლებისთვის საფრთხის შემცველი იყო დეპოზიტების ფლობა აშშ-ის გეოგრაფიულ საზღვრებში. შესაბამისად, აშშ დოლარში დენომინირებული საბჭოთა ანგარიშები ინახებოდა დიდ ბრიტანეთსა და საფრანგეთში. ასე გაჩნდა ევროდოლარების პირველი პრეცედენტი.

ევროდოლარების სეგმენტის მასშტაბების ზრდაში მნიშვნელოვანი როლი შეიტანა 1960-1970 წლებში ფედერალური სარეზერვო სისტემის მიერ დაწესებულმა შეზღუდვებმა. კერძოდ, აშშ-ში ოპერირებადი ბანკებისათვის, რეგულაცია Q-ს ფარგლებში, შემოღებულ იქნა სადეპოზიტო განაკვეთის მაქსიმალური ზღვარი. მოცემული შეზღუდვები, ცხადია არ ვრცელდებოდა აშშ-ის მიღმა არსებული საფინანსო ცენტრებზე. შესაბამისად, მათ ჰქონდათ შესაძლებლობა ამერიკულ ბანკებზე მეტი სარგებელი გადაეხადათ დოლარში დენომინირებულ დეპოზიტებზე. ამ გარემოებამ მნიშვნელოვანი სტიმული მისცა,

აშშ-ს გარეთ დოლარში დენომინირებული დეპოზიტების ზრდას. 1970-იანი წლების შემდეგ ზემოაღნიშნული შეზღუდვები მოიხსნა, თუმცა პროცესი, რომელსაც მათ მისცეს ბიძგი, გაგრძელდა. 1969 წლამდე ასევე არსებობდა რეგულაცია M, რომელიც აშშ-ში ოპერირებად ბანკებს ავალდებულებდა დეპოზიტების დარეზერვებას. შეზღუდვა არ ვრცელდებოდა აშშ-ის გარეთ მდებარე ამერიკული ბანკების ფილიალებზე, რაც იწვევდა ამ უკანასკნელთა მასშტაბების ზრდის სტიმულირებას. ზემოაღნიშნულ ფაქტორებს ემატებოდა დეპოზიტების დაზღვევის სისტემასთან დაკავშირებული ხარჯები (დაზღვევის გადასახდელები აძვირებს საკრედიტო რესურსების ღირებულებას), რაც ასევე არ ვრცელდებოდა საზღვარგარეთ არსებულ ფილიალებზე.

გარდა ჩამოთვლილი მიზეზებისა, ევროდოლარების სეგმენტის განვითარებაში განსაკუთრებული როლი შეასრულა დოლარის დომინანტურმა როლმა საერთაშორისო ვაჭრობაში. საერთაშორისო ვაჭრობის თითქმის ყველა მონაწილეს აქვს გარკვეული ფულადი შემოდინებები ან/და გადინებები, რომლებიც დენომინირებულია აშშ დოლარში. შესაბამისად, მათ აქვთ აშშ დოლარში დენომინირებული ანგარიშების მართვის საჭიროება. საერთაშორისო ვაჭრობის მონაწილე არა ამერიკელი ბიზნესმენისათვის უმჯობესია აშშ დოლარის ანგარიშებს ფლობდეს საკუთარ ბიზნესთან გეოგრაფიულად ახლოს მდებარე ბანკში, ვიდრე აშშ-ში მდებარე ბანკში.

1960-1970 წლების შეზღუდვებმა განაპირობეს აშშ დოლარის დეპოზიტების მოცულობის ზრდა აშშ-ს ფარგლებს გარეთ. რეგულაციების გამო, არარეზიდენტი პირისათვის შეუძლებელი იყო კრედიტის მიღება აშშ მდებარე საბანკო ინსტიტუტებიდან. შედეგად გაიზარდა მოთხოვნა ევროდოლარებზე. ევროდოლარებზე მოთხოვნის ზრდის პროცესში მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა 1963 წელს ადაპტირებულმა „Equalization Tax“ (გამოთანაბრებითმა გადასახადმა), რომელიც ბეგრავდა უცხოური ფასიანი ქაღალდების მფლობელ აშშ რეზიდენტებს. რეგულაცია Q, რეგულაცია M, დეპოზიტების დაზღვევისა და კაპიტალის კონტროლის მექანიზმებთან ერთად შექმნა ევროდოლარების ბაზრის

განვითარების ინერცია, რომელიც გაგრძელდა რეგულაციების გაუქმების შემდეგ პერიოდშიც.

ევროდოლარების ბაზრის ზრდაზე მოქმედი ძირითადი ფაქტორები ორ სამოტივაციო ჯგუფში ერთიანდებიან:

- აშშ დოლარში დენომინირებული დეპოზიტების მფლობელთა სურვილი მიიღონ მაქსიმალურად მაღლი საპროცენტო შემოსავლები;
- აშშ დოლარის სესხებით დაინტერესებულ პირთა სურვილი მიიღონ მაქსიმალურად იაფი კრედიტი.

შედარებით ლიბერალური სარეზერვო მოთხოვნების პირობებში, დეპოზიტების დაზღვევის არ არსებობის გათვალისწინებით, ევროპულ ბანკებს ჰქონდათ შესაძლებლობა დოლარში განთავსებულ დეპოზიტებზე გადაეხადათ უფრო მაღლი საპროცენტო სარგებელი, ვიდრე ამერიკულ ბანკებს. აღნიშნულის პარალელურად, ევროპულ ბანკებს ჰქონდათ საშუალება სესხები გაეცათ შედარებით უფრო იაფად, რადგან ევროპულ ბანკებს შორის არსებული არაფორმალური შეთანხმებების ფართო სპექტრი, ლიბერალურ რეგულაციასთან ერთად მათ უპირატესობას აძლევდა აშშ საზღვრებში მომუშავე ბანკებთან. დაბალი პროცენტი კრედიტებზე და მაღლი პროცენტი დეპოზიტებზე ქმნიდა ვიწრო საოპერაციო სპრედს, რაც ევროდოლარების ბაზრის განვითარებისთვის იყო არსებით მნიშვნელობის მატარებელი საკითხი.

ევროდოლარების ბაზრის ჩამოყალიბებასა და განვითარებაზე მოქმედი ფაქტორების იდენტურია სხვა ოფშორული ვალუტების განვითარების განმაპირობებელი გარემოებები. მაგალითად, იაპონურ იენსა და ჩინურ იუანს შეხვედებით ნიუ იორკისა და ლონდონის სადეპოზიტო და საკრედიტო ბაზრებზე. გლობალური ეკონომიკის სავაჭრო და საფინანსო სტრუქტურაში, ბრიტანელი და ამერიკელი ბიზნეს ოპერატორებისათვის ხელსაყრელი აღმოჩნდა იენისა და იუანის ფლობა დეპოზიტებზე ან მათში დენომინირებული სესხების აღება. სწორედ ამან განაპირობა ამ აზიური ვალუტების ექსპანსია ევროპისა და ამერიკის საფინანსო ცენტრებში. ასევე მნიშვნელოვანია რეგულაციები და შეზღუდვები,

რაც იენში დენომინირებულ დეპოზიტებს ან იუანში დენომინირებულ სესხებს თან ახლდეს მათ ემიტენტ ქვეყნებში.

### **ოფშორული ვალუტების სარგებლის განაკვეთები და ინსტრუმენტები**

არბიტრაჟის ეფექტიდან გამომდინარე, სარგებლის განაკვეთი ოფშორულ ვალუტებზე მნიშვნელოვნად არ განსხვავდება ამავე ვალუტების წარმოშობის ქვეყანაში მათზე არსებული სარგებლის განაკვეთებისგან. წინააღმდეგ შემთხვევაში არბიტრაჟი უზრუნველყოფდა ვალუტის გადინებას მაღალი სარგებლის განაკვეთის მქონე ქვეყნებში. ევროდოლარში განთავსებულ დეპოზიტებზე არსებული სარგებლის განაკვეთი, შესაძლოა უმნიშვნელოდ აღემატებოდეს აშშ-ში დოლარზე არსებულ სარგებლის განაკვეთს.

როგორც წესი, ევრო ვალუტებზე არსებული საპროცენტო განაკვეთები მიბმულია ლონდონის ბანკთაშორის სარგებლის განაკვეთზე (LIBOR). არასაბანკო მომხმარებლებისათვის საპროცენტო განაკვეთი გამოითვლება LIBOR plus სქემით. პლუს კომპონენტი დამოკიდებულია მსესხებლის გადახდისუნარიანობაზე. საპროცენტო განაკვეთის LIBOR-ზე მიბმა ოპტიმალურია როგორც მსესხებლისთვის ასევე გამსესხებლისთვის. იგი ორივე მხარეს უნარჩუნებს საბაზრო კონიუნქტურის შესაბამის პოზიციებს.

ოფშორულ ვალუტებში განთავსებულ დეპოზიტებს, როგორც წესი, სტანდარტული პირობები ახასიათებთ. ისინი მოცემულია 30 დღიანი ან 60 დღიანი პირობით. ოფშორული დეპოზიტების კიდევ ერთ სახეს წარმოადგენს SDR-ში განთავსებული დეპოზიტები, რომელიც მისი ფორმირების საწყის ეტაპზე ცენტრალური ბანკების სარეზერვო ვალუტას წარმოადგენდა. ოფშორულ ვალუტებში დენომინირებული დეპოზიტების შედარებით მცირე ნაწილს წარმოადგენს ე.წ. CD-ს (Certificates of Deposit). განსხვავებით SDR-ში დენომინირებული დეპოზიტებისა, CD წარმოადგენს მეორადი ბაზრის მონაწილე აქტივს, რაც ამ უკანასკნელს სტანდარტულ დეპოზიტთან შედარებით უფრო ლიკვიდურ პოზიციებს ანიჭებს. აშშ დოლარის შემთხვევაში, ოფშორულ ვალუტებში დენომინირებული საბანკო ვალდებულებების დაახლოებით 20



პროცენტს CD წარმოადგენს. 1981 წლიდან, ლონდონში განთავსებული ბანკების ნაწილმა ბაზარზე წარმოადგინა SDR-ში დენომინირებული სადეპოზიტო სერთიფიკატები.

ოფშორული ვალუტების ბაზრის განვითარებას აშშ-ში ხელი შეუწყო საერთაშორისო ბანკინგის ხელშემწყობი კანონმდებლობის ჩამოყალიბებამ (IBFs). მოცემული სამართლებრივი ბაზა აშშ-ში მდებარე საბანკო ინსტიტუტს საშუალებას აძლევს უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ დეპოზიტებთან მიმართებით არ გამოიყენოს აშშ დოლარში დენომინირებული დეპოზიტებისათვის სავალდებულო სარეზერვო ნორმა და სადაზღვევო სქემა. თამაშის წესების მსგავსმა ცვლილებამ, შექმნა კონკურენტული გარემო ევროპულ და ამერიკული საბანკო ჯგუფებს შორის და ოფშორული ბიზნესის გარკვეული ნაწილი კვლავ დაბრუნდა აშშ-ის იურისდიქციის სფეროში.

როგორც წესი, ოფშორულ ბანკებს კარგად დაბალანსებული სავალუტო პოზიციები გააჩნიათ. მათი აქტივები და ვალდებულებები იდენტური ვალუტებშია წარმოდგენილი, რაც გაცვლითი კურსების მერყეობით გამოწვეული რისკების მიმართ მოცემული ბანკების საფინანსო მდგრადობის რეზისტენტობას უზრუნველყოფს. რაც შეეხება განსხვავებული სიმწიფის ვადებით გამოწვეულ რისკებს, 1981 წლის შემდეგ აშშ-ში მდებარე საბანკო ინსტიტუტებს უფლება აქვთ, რისკების ეს სახეობა, ევროდოლარების ბაზრის ფიუჩერული კონტრაქტებით დააბალანსონ.

კერძოდ, დავუშვათ, ბანკმა მიიღო \$2 მილიონის ოდენობის ევროდოლარში დენომინირებული დეპოზიტი 1 აპრილს 5%-იანი განაკვეთით, სამი თვის ვადით. პარალელურად, შვიდი თვის ვადით გასცა 6%-იანი სესხი. ივლისში, როცა სამთვიანი დეპოზიტი დასრულდება, ევროპულმა ბანკმა უნდა გააგრძელოს ექვს თვიანი სესხის დაფინანსება კიდევ 3 თვის ვადით. თუ, ივლისში სადეპოზიტო განაკვეთი სამთვიანი ევროდოლარის დეპოზიტზე გაიზრდება 5%-ს ზემოთ, სპრედი შემცირდება. ამ რისკის თავიდან აცილების მიზნით, 1 აპრილს, როცა ბანკმა გააფორმა ექვსთვიანი კრედიტი, მას ასევე უნდა გაეყიდა სამთვიანი ფიუჩერსი, რომლის ვადაც ამოიწურებოდა ივლისში. თუ ივლისში

ევროდოლარების განაკვეთი გაიზრდება, ბანკი გაყიდის მის ხელთ არსებულ ფიუჩერსს. მიღებული მოგება დააბალანსებს ექვსთვიანი სესხის რეფინანსირებისთვის გასაწევ დამატებით ხარჯებს.

### საერთაშორისო ბანკინგის ფორმები

უცხოური ბანკების არსებობა მსოფლიოს ძირითად მეგაპოლისებში თანამედროვე საბანკო საქმის ერთ-ერთ სახასიათო შტრიხია. საერთაშორისო ბანკების ურთიერთობა ფორმალურ და არაფორმალურ შეთანხმებებზეა აგებული, რომელიც იწყება საკორესპონდენტო ანგარიშების ფლობით ერთმანეთთან და გრძელდება სააქციო კაპიტალში თანამონაწილეობით.

საერთაშორისო ბანკინგის ერთ-ერთ ფორმას წარმოადგენს საკორესპონდენტო ბანკინგი. მსხვილ საბანკო ინსტიტუტებს თითქმის ყველა ქვეყანაში გააჩნია საკორესპონდენტო ანგარიშები. იგულისხმება ის ქვეყნებიც, სადაც მოცემულ ბანკებს არ აქვთ საკუთარი ფილიალები. საკორესპონდენტო ანგარიშების ფლობის უმთავრეს მიზანს საერთაშორისო ვაჭრობის ხელშეწყობა წარმოადგენს. ტერმინი „საკორესპონდენტო“, საფოსტო და საკაბელო კომუნიკაციის ფორმიდან მომდინარეობს, რომლის საფუძველზე ხორციელდებოდა საერთაშორისო ანგარიშსწორება ციფრული ტექნოლოგიების განვითარებამდე.

მიმდინარე ეტაპზე კომუნიკაციის ეს ფორმა შეცვალა SWIFT შეტყობინებების სისტემამ, ხოლო საკორესპონდენტო ანგარიშების მართვა CHIPS და CLS მექანიზმებით მიმდინარეობს. საკორესპონდენტო ანგარიშების არსებობა, ბანკის კლიენტს აძლევს საშუალებას მართოს საკუთარი საანგარიშსწორებო ურთიერთობები ქვეყნის გარეთ ნებისმიერ სავაჭრო პარტნიორთან ისე, რომ არ ჰქონდეს წარმომადგენლობა პარტნიორის ქვეყანაში.

წარმომადგენლობითი ოფისი არის საერთაშორისო ბანკინგის წარმოების კიდევ ერთი ფორმა, რომელიც გულისხმობს ბანკის მცირე წარმომადგენლობის არსებობას ქვეყნის ფარგლებს გარეთ. როგორც წესი, ეს წარმომადგენლობები მოკლებულნი არიან ტრადიციული საბანკო სერვისების განხორციელების

შესაძლებლობას. არ იღებენ დეპოზიტებს და არ გასცემენ სესხებს. მათი საქმიანობის ძირითად სფეროს საოპერაციო ქვეყანაში არსებული ბიზნეს გარემო და მათი კლიენტების პარტნიორი კომპანიების გადახდისუნარიანობის შესწავლა წარმოადგენს.

საბანკო სააგენტოს შემთხვევაში, საქმე გვაქვს სრულფასოვანი საბანკო სერვისების მწარმოებელ სუბიექტთან ერთი კომპონენტის გამოკლებით. როგორც წესი, ეს ინსტიტუტები არ ოპერირებენ საცალო დეპოზიტების ბაზარზე. მათი ძირითადი საქმიანობის სფეროა სახელწმიფოსა და კერძო სექტორის დაკრედიტება, ლოკალური და საერთაშორისო სავალუტო ოპერაციები. მაგალითად, ევროპული ბანკები ფლობენ საბანკო სააგენტოებს ნიუ იორკში. ისინი წარმოადგენენ მათი ძირითადი ორგანიზაციების ინტერესებს აშშ ფინანსურ ბაზარზე.

საერთაშორისო ბანკინგის საკმაოდ გავრცელებულ ფორმას წარმოადგენს უცხოური ფილიალების დაფუძნება. ფილიალი ოპერირებს ისევე, როგორც ადგილობრივი ბანკი. როგორც წესი, ასეთი საბანკო ოპერატორები ექვემდებარებიან როგორც ადგილობრივ, ასევე წარმოშობის ქვეყნის შესაბამის საკანონმდებლო ბაზას. ფილიალსა და სათაო ოფისს გააჩნიათ ერთიანი ბალანსი და ფინანსური ანგარიშგების სხვა კომპონენტები.

საგადასახადო მიზნებიდან გამომდინარე ასევე იწარმოება ცალკე ბალანსი და ფინანსური ანგარიშგების სხვა კომპონენტები, რომელიც საშუალებას გვაძლევს მივიღოთ საანალიზო ინფორმაცია ცალკეული ფილიალის საქმიანობის შეფასებისათვის. საზღვარგარეთ ფილიალების ქსელის არსებობა მნიშვნელოვნად აჩქარებს საბანკო ოპერაციებს, რადგან ოპერაციები ხორციელდება ერთი საბანკო ინსტიტუტის ფარგლებში, რისთვისაც ფაქსის ან ელფოსტის გამოყენებაც საკმარისია.

საკორესპონდენტო ანგარიშის მართვა მნიშვნელოვნად უფრო რთულ საოპერაციო სქემას გულისხმობს. ადგილობრივი საბანკო ინსტიტუტების „დაცვის“ მიზნით, არსებობდა რიგი შეზღუდვები, რომელიც ხელს უშლიდა

მოცემულ ქვეყანაში არარეზიდენტი ბანკის ფილიალის დაფუძნებას. 1980 წლამდე კანადაში არსებობა მსგავსი საკანონმდებლო შეზღუდვა. აშშ-ში უცხოური ბანკების ზედამხედველობა და რეგულირება მიმდინარეობს 1978 წელს მიღებული საერთაშორისო საბანკო აქტის მიხედვით. აქტი საშუალებას იძლევა უცხოურ ბანკს მიეცეს აშშ-ში ფილიალის ან სააგენტოს დაფუძნების უფლება. ფედერალურ დონეზე ოპერირებადი უცხოური ფილიალებისათვის არსებობს ისეთივე სარეზერვო მოთხოვნები, როგორც ამერიკული ბანკებისათვის. უცხოურ ფილიალებს ასევე აქვთ უფლება ისესხონ ფედერალური სარეზერვო სისტემისაგან რეფინანსირების მექანიზმის გამოყენებით. 1980 წლიდან უცხოური ბანკები, რომლებიც საცალო დეპოზიტების ბაზარზე ოპერირებენ, იღებენ ვალდებულებას დააზღვიონ მოცემული დეპოზიტები.

უცხოური ბანკის შვილობილი წარმოადგენს ბანკს, რომელიც რთულად განსხვავდება ადგილობრივი ბანკისაგან. ამ შემთხვევაში, უცხოური ბანკი, სრულად ან ნაწილობრივ ფლობს შვილობილ კომპანიას, გააჩნია დამოუკიდებელი ბალანსი და ფინანსური ანგარიშგება. უცხოური ბანკის შვილობილი კომპანია, სრულად კონტროლდება უცხოური ბანკისაგან. უცხოურ ბანკთან აფილირებულ ბანკს შვილობილი ბანკისაგან გამოარჩევს მართვის ფორმა. აფილირებული ბანკის შემთხვევაში მისი უცხოური თანამფლობელი ერთპიროვნულად ვერ წყვეტს ბანკის მართვის საკითხებს.

რაც შეეხება საბანკო კონსორციუმებს, ისინი წარმოადგენენ გარკვეული საინვესტიციო ან საკრედიტო მიზნებისთვის გაერთიანებულ მსხვილ საბანკო ინტიტუტებს, რომელთა მიზანს წარმოადგენს მსხვილი საინვესტიციო პროექტების განხორციელება ან სახელმწიფოს დაკრედიტება. ისინი არ იღებენ დეპოზიტებს და მათი საქმიანობის სფერო შემოსაზღვრულია ზემოაღნიშნული ოპერაციებით.

### **საერთაშორისო ბანკინგის საფუძვლები**

წარმომადგენლობითი ოფისების, სააგენტოებისა და ფილიალების, ასევე ადგილობრივი ბანკების შექმნის მეშვეობით საბანკო საქმე ჩამოყალიბდა როგორც

მულტინაციონალური ბიზნესი. გლობალიზაციის შეუქცევადმა პროცესმა ხელი შეუწყო მულტინაციონალური ბიზნესის განვითარებას. რაც შეეხება საბანკო ბიზნესს, გარდა გლობალიზაციისა, არსებობს რიგი სპეციფიკური ფაქტორები, რომელთაც ამ ბიზნესის საერთაშორისო დონეზე გაფართოებაში მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანეს.

თანამედროვე საბანკო ბიზნესისთვის არსებითი მნიშვნელობის მატარებელია ბაზრის შესახებ ინფორმაციის სწრაფად და სრულყოფილი სახით მიღება. დღეს ასეთი ინფორმაციის ყიდვა შესაძლებელია ბლუმბერგისგან, როიტერისგან, დოუ ჯონს ნიუსვაიერისგან და ა.შ. თუმცა, მიუხედავად ამისა, ძირითადი საბანკო ინსტიტუტები ამჯობინებენ საკუთარი ოფისების არსებობას მსხვილ საფინანსო ცენტრებში. მოცემული ოფისები და ფილიალები, ცალკე აღებული, არ წარმოადგენენ მომგებიან ბიზნესს. მათი დანიშნულებაა იყვნენ მოვლენათა ეპიცენტრში და მოიპოვონ ინფორმაცია მანამ, სანამ იგი საჯარო გახდება.

საბანკო ბიზნესის გლობალიზაციის საქმეში ასევე მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა მსესხებლის შესახებ ინფორმაციის შეგროვების საჭიროებამ. როცა საკითხი ეხება არარეზიდენტი პირის დაკრედიტებას, გადამწყვეტ მნიშვნელობას იძენს მოცემული კომპანიის გადახდისუნარიანობის შესახებ ინფორმაციის მოპოვება. ასევე მნიშვნელოვანია კრედიტის გაცემის შემდგომ ეტაპზე კლიენტის ფინანსური მდგომარეობის მონიტორინგის საკითხი. მოცემული საკითხების მნიშვნელობაზე მეტყველებს ისტორიული ფაქტები. შემთხვევითი არ არის, რომ როტშილდების საბანკო დინასტიის საქმიანობა მეცხრამეტე საუკუნეში პირდაპირ კავშირშია მაიერ როტშილდის გადაწყვეტილებასთან. მისი ვაჟების ხელმძღვანელობით შეექმნა ევროპული მეგაპოლისების საბანკო ქსელი. სწორედ ეს საბანკო სახლი იქცა გლობალური ბანკინგის პირველსახედ.

საერთაშორისო ვაჭრობის განვითარებასთან ერთად იზრდებოდა საერთაშორისო ბანკინგის განხორციელებაზე მოხოვნა. მიუხედავად იმისა, რომ საკორესპონდენტო ანგარიშების საშუალებით შესაძლებელია კლიენტის საზღვარგარეთული ოპერაციების მომსახურება, ფილიალებისა და შვილობილი

ბანკების მფლობელი საბანკო ინსტიტუტების უპირატესობა აყალიბებს კონკურენციას ფილიალებისა და შვილობილი კომპანიების ქსელის განვითარების თვალსაზრისით. ამიტომ, მსხვილი მულტინაციონალური ბიზნესისათვის ხელსაყრელი პირობების შექმნის მიზნით, საბანკო ბიზნესმა დაიწყო საბანკო ქსელის განვითარება საზღვარგარეთ, რათა მოეპოვებინა უპირატესობა საერთაშორისო ვაჭრობაში ჩართული კომპანიების მომსახურების ბაზარზე.

რეგულაციებმა და შეზღუდვებმა მნიშვნელოვანი სტიმული მისცეს საერთაშორისო ბანკინგის განვითარებას. მაგალითად, ამერიკული ბანკები აფუძნებდნენ ევროპულ ფილიალებს, რათა თავი აერიდებინათ დეპოზიტების დაზღვევისა და საზღვარგარეთ დაკრედიტების განხორციელების აკრძალვისათვის. საგადასახადო ტვირთის შემსუბუქებისა და ადგილობრივი რეგულაციებისგან თავის არიდების მიზნით, იაპონური ბანკები აფუძნებდნენ ფილიალებს ნიუ იორკსა და ლონდონში.

### **მულტინაციონალური ბანკინგის პრობლემები**

მულტინაციონალური ბანკინგის მთავარი რისკები მისი განვითარების საფუძველშივე დევს. სარეზერვო მოთხოვნების, დეპოზიტების დაზღვევისა და სხვა მსგავსი რეგულაციებისგან თავის არიდებით, ერთი მხრივ, იზრდება და იაფდება ბანკის საკრედიტო პოტენციალი, ხოლო მეორე მხრივ, უკიდურესად იზრდება მისი მოწყვლადობა და კრიზისული მდგომარეობის ალბათობა. საზღვარგარეთ გაცემული სესხები ასევე შეიცავს გარკვეულ რისკს, რომლის წინასწარ პროგნოზირებაც რთულია გრძელვადიან პერიოდში.

ასეთ საფრთხეებში პირველ რიგში იგულისხმება კაპიტალის მოძრაობის კონტროლი და ქვეყნის საზღვრებიდან გადინების აკრძალვა, რომლის პრაქტიკული გამოცდილება არცთუ იშვიათად გვხვდებოდა და გვხვდება მსოფლიოს საფინანსო ცხოვრებაში.

ავტორიტეტული საბანკო ინსტიტუტის არსებობა ქვეყანაში ეკონომიკას მატებს პრესტიჟსა და მიმზიდველობას. შესაბამისად, სრულიად ბუნებრივად არსებობს რეგულაციების ლიბერალიზაციის სტიმული, რომელიც სახელმწიფოს

აიძულებს შეარბილოს არსებული რეგულაციები, რათა არ დაკარგოს მიმზიდველობა მნიშვნელოვანი საბანკო ინსტიტუტებისათვის. მაგალითად, საბანკო ბიზნესის საწარმოებლად ლონდონში უფრო ლიბერალური გარემოა, ვიდრე ნიუ იორკში, ხოლო კაიპანის კუნძულებსა და ლიხტენშტეინში უფრო ლიბერალური, ვიდრე ლონდონში. კვიპროსის, გიბრალტარის, მონაკოს, მალტას, მადეირას და სხვა ქვეყნების ჩართვამ აღნიშნულ კონკურენციულ ბრძოლაში გამოიწვია გარკვეული წნეხის შექმნა ტრადიციული საფინანსო ცენტრების მარეგულირებელ კანონმდებლობაზე.

### **ბაზელის კომიტეტი**

დერეგულაციის „ომს“ შეუძლია მნიშვნელოვნად დააზარალოს საფინანსო სისტემის სტაბილურობა. სწორედ ამ მიზნით, 1974 წელს შეიქმნა ბაზელის კომიტეტი. მისი თავდაპირველი სახელწოდება იყო - საბანკო რეგულირებისა და ზედამხედველობის პრაქტიკის კომიტეტი. კომიტეტის სათაო ოფისი განლაგებული ბაზელში, საერთაშორისო გარიგებების ბანკში. კომიტეტი ფუნქციონირებს წევრი ქვეყნების ფორუმის სახით, რომლის საბოლოო მიზანს საბანკო სისტემის რეგულირებისა და ზედამხედველობის მექანიზმების დახვეწა წარმოადგენს. შეხვედრები წევრი ქვეყნების მონაწილეობით იმართება 3-4-ჯერ წლის განმავლობაში. ბაზელის კომიტეტის წევრების რაოდენობა საწყის ეტაპზე დიდი ათეულის ქვეყნებით შემოიფარგლებოდა. დღეისათვის მისი წევრების რაოდენობა 45-მდეა გაზრდილი. შექმნის დღიდან ბაზელის კომიტეტმა შეიმუშავა ბაზელი I, ბაზელი II და ბაზელი III სახელით ცნობილი პუბლიკაციები.

კომიტეტის ფუნქციონირების საწყის ეტაპზე, უმთავრეს გამოწვევას საბანკო სისტემის საზედამხედველო პოლიტიკებს შორის არსებული განსხვავებების საერთო ჩარჩოში მოქცევა წარმოადგენდა. ამ მიზნით 1975 წელს კომიტეტმა გამოსცა კონკორდატის სახელით ცნობილი დოკუმენტი, რომელიც მოიცავდა საზედამხედველო პასუხისმგებლობის ძირითად პრინციპებს.

1983 წელს, მოცემული დოკუმენტის რევიზიის შედეგად გამოიცა „ბანკების უცხოური წარმონაქმნების ზედამხედველობის პრინციპები“. 1990 წელს შევიდა

დამატებები 1983 წლის დოკუმენტში, სახელწოდებით „საფინანსო ბაზრის ზედამხედველებს შორის ინფორმაციის გაცვლის შესახებ“. დოკუმენტის მიზანი იყო, საზედამხედველო უწყებებს შორის ინფორმაციის გაცვლის ხელშემწყობი ჩარჩოს შექმნა. 1992 წელს კონკორდატის პრინციპების ნაწილის რეფორმულირების შედეგად მიღებულ იქნა ზედამხედველობის მინიმალური სტანდარტი საერთაშორისო საბანკო ჯგუფებისა და მათი საზღვარგარეთული წარმონაქმნებისათვის. 1996 წელს გამოიცა ანგარიში „საერთაშორისო ბანკინგის ზედამხედველობა“. დოკუმენტი აღიარებულია 140 სახელმწიფოს მიერ. დიდი ათეულის არაწევრი ქვეყნების მონაწილეობამ კომიტეტის მუშაობაში შემდგომ წლებში შედეგად მოგვცა ჩამოყალიბებულიყო „საბანკო ზედამხედველობის ეფექტიანობის ფუნდამენტური პრინციპები“. თავდაპირველად ეს პრინციპები შედგებოდა 25 პუნქტისაგან, ხოლო 2012 წლის შემდეგ მათი რაოდენობა 29-მდე გაიზარდა.

ბაზელი I .ზოგადი საზედამხედველო პრინციპების ჩამოყალიბების შემდეგ, კომიტეტის უმთავრესი მიზანი გახდა კაპიტალის ადეკვატურობის საზედამხედველო კომპონენტის დახვეწა. 1980-იან წლებში განვითარებული ლათინური ამერიკის საკრედიტო კრიზისის შემდეგ, კომიტეტის უპირველეს საზრუნავს წარმოადგენდა საერთაშორისო საბანკო ინტიტუტების კაპიტალის კოეფიციენტების გაუარესება, რაც ზრდიდა გლობალური საფინანსო სისტემის რისკიანობას.

კომიტეტის წევრების მიერ აღიარებულ იქნა, რომ საბანკო კანონმდებლობის ლიბერალიზაციის „ომმა“ უარყოფითი შედეგები გამოიღო. შესაბამისად, დიდი ათეულის ქვეყნები შეთანხმდნენ მინიმალური კაპიტალის საერთო სტანდარტის დაწესებაზე, რომელიც 1988 წელს ოფიციალური დოკუმენტის სახით გამოსცა კომიტეტმა. სტანდარტი გულისხმობდა, კაპიტალის რისკის შემცველ აქტივებთან თანაფარდობის 8%-იან ზღვარს, რომელიც 1993 წლისათვის დააკმაყოფილა დიდი ათეულის ქვეყნების საბანკო სისტემებმა.

ბაზელი II. 1999 წელს კომიტეტმა გამოსცა კაპიტალის ადეკვატურობის ახალი დოკუმენტი, რომლითაც ჩაანაცვლა 1988 წელს მიღებული სტანდარტი, იგი



წინ უძღოდა 2004 წელს მიღებულ ბაზელი II-ს, რომელიც, თავის მხრივ, გულისხმობდა:

1. მინიმალურ კაპიტალთან დაკავშირებული მოთხოვნებს, რომელმაც განავითარა და გააფართოვა 1988 წელს მიღებული დოკუმენტის სტანდარტები;
2. საბანკო ინსტიტუტის კაპიტალის ადეკვატურობისა და შიგა მონიტორინგის პროცესის ზედამხედველობას; ინფორმაციის დროული გახსნის, როგორც საბაზრო დისციპლინის განმტკიცების მექანიზმის ეფექტურ გამოყენებას.

ბაზელი II-ის ძირითად მიზანს, საბანკო ინსტიტუტებისა და ფინანსური ბაზრის რისკების შეფასებისა და კონტროლის მექანიზმის დახვეწა წარმოადგენდა. ზემოაღნიშნული ჩარჩო დოკუმენტი 2004 წლის ივნისში გამოქვეყნდა. მის მომზადებაზე კომიტეტი მთელი ექვსი წლის მანძილზე მუშაობდა. დოკუმენტის მოსამზადებელ კონსულტაციებში მონაწილეობდნენ საბანკო სექტორის წარმომადგენლები, საზედამხედველო ორგანოები, ცენტრალური ბანკები და გარე დამკვირვებლები. IOSCO-სთან (International Organization of Security Commissions) თანამშრომლობის შედეგად, 2006 წელს გამოიცა ბაზელი II-ის სრულყოფილი ვერსია, რომელშიც განსაკუთრებული ადგილი დაეთმო საბანკო ინსტიტუტის მფლობელობაში არსებული აქტივების შეფასებას. ბაზელი ორის მიხედვით, აღნიშნული აქტივები ექვემდებარებიან პერმანენტულ გადაფასებას ყოველ 10 დღიან ინტერვალში.

ბაზელი III. Lehman Brothers-ის კოლაფსამდე მცირე ხნით ადრე ნათელი გახდა, რომ ბაზელი II-ის სტანდარტები მნიშვნელოვან გადახედვებს საჭიროებდნენ. არაადექვატური ლიკვიდურობისა და მაღალი ლევერიჯის გამო საბანკო სექტორში განვითარდა კრიზისი. ფინანსურ არასტაბილურობას თან ახლდა სუსტი მენეჯმენტისა და რისკების მართვის სისტემით არაადექვატურობის პრობლემებიც. ზემოაღნიშნული საბანკო ინსტიტუტის კოლაფსის საპასუხოდ ბაზელის კომიტეტმა გამოსცა „მდგრადი ლიკვიდურობის რისკის მართვისა და ზედამხედველობის პრინციპების“ სახელით ცნობილი დოკუმენტი. ასევე მნიშვნელოვნად გამკაცრდა ბაზელი II-ის სტანდარტები. 2010 წლის ნოემბერში დიდი ოცეულის ქვეყნების მიერ აღიარებულ იქნა ბაზელი III სახელწოდებით

ცნობილი კაპიტალისა და ლიკვიდურობის ახალი სტანდარტები. გარდა ბაზელი II-ით გათვალისწინებული სამი ფუნდამენტური მიმართულების გამკაცრებისა, ახალ რეგულაციებში იყო რიგი ინოვაციური მექანიზმები:

- სააქციო კაპიტალის დამატებითი დონე - კაპიტალის კონსერვაციის ბუფერი - რომელიც, მისი დარღვევის შემთხვევაში იწვევს დივიდენდებისა და კომპენსაციების გადახდის შეზღუდვას, რათა დაცულ იქნას აქციონერთა უფლებები.
- კაპიტალის ანტიციკლური ბუფერი, რომელიც ზღუდავს ბანკების მონაწილეობას საკრედიტო ბუმის პროცესში, რათა შეამციროს ბუმის შემდგომი კრიზისით გამოწვეული დანაკარგები.
- ლევერიჯის კოეფიციენტი - ზარალის საკომპენსაციო კაპიტალის მინიმალური მოცულობის თანაფარდობა ბანკის მთლიან აქტივებთან და არასაბალანსო კომპონენტების რისკთან.
- ლიკვიდურობის მოთხოვნები - მინიმალური ლიკვიდურობის კოეფიციენტი, ლიკვიდურობის დაფარვის კოეფიციენტი LCR (30 დღიან პერიოდში მოსალოდნელი ფულადი გადიდებებისათვის საკმარისი ფულის არსებობა). გრძელვადიანი კოეფიციენტი NSFR, რომელიც მიმართულია სიმწიფის ვადებს შორის არსებული დისბალანსის აღმოსაფხვრელად ბალანსის ყველა კომპონენტთან მიმართებით.
- სისტემურად მნიშვნელოვანი ბანკებისთვის დამატებითი მოთხოვნების დაწესება. დამატებითი კაპიტალის მოთხოვნა და საერთაშორისო ოპერაციების დამატებითი კონტროლი.

### **დანართი 1 – S.W.I.F.T.**

SWIFT. თანამედროვე სამყაროსთვის, ფულადი ტრანზაქციების განხორციელება ქვეყნის ფარგლებს გარეთ აღარ წარმოადგენს სიახლეს. ამის განხორციელება შესაძლებელია თითქმის ნებისმიერ ბანკიდან, ნებისმიერი მიმართულებით. საერთაშორისო ტრანზაქციების აბსოლუტური უმეტესობა

SWIFT-ის საშუალებით ხორციელდება. SWIFT წარმოადგენს მოკლე ტექსტური შეტყობინებების ქსელს, რომელსაც ბანკები და საფინანსო ინსტიტუტები იყენებენ ინფორმაციის სწრაფად, ზუსტად და უსაფრთხოდ გადასაცემად და მისაღებად. სისტემის ყოველდღიური დატვირთვა შეადგენს 24 მილიონ მოკლე ტექსტურ შეტყობინებას, რომელსაც SWIFT-ის 10 000 წევრი უგზავნის ერთმანეთს.

SWIFT სისტემაში, ყოველ მონაწილე ორგანიზაციას ენიჭება უნიკალური 8 ან 11 ნიშნა კოდი (ბანკის საიდენტიფიკაციო კოდი (BIC), SWIFT ID ან ISO 9362). IBAN და SWIFT კოდებს შორის განსხვავებას მათ შინაარსშივე დევს. SWIFT კოდი გამოიყენება საბანკო ინსტიტუტის საიდენტიფიკაციო საერთაშორისო ტრანზაქციისას, ხოლო IBAN კოდი - კონკრეტული ანგარიშის მფლობელი პირის საიდენტიფიკაციოდ. მეტი სიცხადისათვის განვიხილოთ იტალიური ბანკის Uni Credit Banca-ს SWIFT კოდი, რომლის სათაო ოფისიც მილანში მდებარეობს. მისი SWIFT კოდი ასე გამოიყურება UNICRITMM.

- პირველი ოთხი ნიშანი აღნიშნავს ბანკის დასახელებას;
- შემდეგი ორი ნიშანი - ქვეყნის დასახელებას;
- ბოლო ორი ნიშანი აღნიშნავს სათაო ოფისის მდებარეობას;
- სათაო ოფისის გარდა სხვა ფილიალიდან განხორციელებული ტრანზაქციისათვის მოცემულ კოდს ემატება სამი ნიშანი, რომელიც აღნიშნავს ფილიალის მდებარეობას.

1974 წელს SWIFT დაფუძნდა 7 უმსხვილესი საერთაშორისო ბანკის მონაწილეობით, რომელთა სურვილი იყო შეექმნათ ფინანსური მესიჯების გასაგზავნი უსაფრთხო, გლობალური ქსელი. დაარსებიდან სამი წლის მანძილზე ორგანიზაციის წევრების რაოდენობამ ხუთი ქვეყნის 230 ბანკი მოიცვა. მიუხედავად სხვა ალტერნატიული სისტემების არსებობისა, SWIFT კვლავ რჩება სფეროს დომინანტ ორგანიზაციად.

სვიფტი წარმოადგენს კოოპერატივის ტიპის ორგანიზაციას, რომლის წევრებიც დაყოფილია კლასებად. კოოპერატივში გაწევრიანების მსურველი იხდის ერთჯერად გადასახადს, პლუს წლიურ გადასახადს საწევრო კლასიდან

გამომდინარე. ასევე ფასიანია სვიფტის სისტემით გადაცემული მოკლე ტექსტური შეტყობინებები, რომლის ღირებულებაც დამოკიდებულია შეტყობინების ტიპსა და სიგრძეზე.

## **დანართი 2. ბლოკჩეინი**

წარმოვიდგინოთ ღია დაშვების მქონე, საკუთრების უფლებისა და საკუთრებაში არსებული ობიექტის რაოდენობის და სხვა მახასიათებლების ამსახველი ციფრული ჩანაწერების უზარმაზარი მასივი. თავად ამ ჩანაწერებს არ ჰყავს ერთი კონკრეტული მესაკუთრე - კონკრეტული პირი, კომპანია ან სახელმწიფო სტრუქტურა, არამედ N რაოდენობის კომპიუტერისგან შემდგარი ქსელი მთელ მსოფლიოში, რომელშიც ჩართვა ნებისმიერს შეუძლია.

მასივის ყველა ჩანაწერი მუდმივად ინახება, მისი შეცვლა ან წაშლა შეუძლებელია და ამის გარანტი ქსელში ჩართული თითოეული კომპიუტერია, რომელიც ჩანაწერების საკუთარ ასლს ინახავს. სისტემის გატეხვა რომ მოინდომოთ, ქსელის ყველა კომპიუტერის „გატეხვა“ მოგიწევთ, რაც შეუძლებელია. ახალი ინფორმაცია ჩანაწერებში რამდენიმე წუთში ერთხელ ემატება, მხოლოდ მაშინ, როდესაც ყველა კომპიუტერი გამოაცხადებს “თანხმობას” ამ მონაცემის მიღებაზე. თანხმობას კი კომპიუტერი მხოლოდ მაშინ გასცემს, როდესაც ახალი მონაცემის სისწორის მტკიცებულებას მოიპოვებს. ყველამ იცის, როგორ მუშაობს სისტემა, მაგრამ არავის შეუძლია მისი წესების შეცვლა. პროცესის არცერთი ნაწილი არ საჭიროებს ადამიანის ჩარევას, ყველაფერი სრულიად ავტომატიზებულია.

ამ ჩანაწერებს რომ რომელიმე კომპანია ან სახელმწიფო სტრუქტურა განაგებდეს, მისი სანდოობის ხარისხი ბევრად უფრო დაბალი იქნებოდა, ვიდრე მოცემული სისტემის შემთხვევაშია. მაგალითად, კომპანიის გაკოტრების ან სტრუქტურის გაუქმების შემთხვევაში, მონაცემებზე პასუხისმგებელი ადარავინ დარჩებოდა. მაგრამ გაფანტულ ქსელში სისტემა დეცენტრალიზებულია. ამიტომ, ერთი კონკრეტული სუსტი წერტილი აღარ არსებობს. ხანდახან, შესაძლოა, რამდენიმე კომპიუტერმაც აურიოს, მაგრამ ეს არაფერს ცვლის — სხვა

კომპიუტერები, საკუთარი ასლებით და სისწორის შესამოწმებელი მეთოდებით, განაგრძობენ მონაცემების უსაფრთხოების უზრუნველყოფას.

ეს ბლოკჩეინია. ალბათ, ჩანაწერების შენახვის ყველაზე მნიშვნელოვანი და დეტალური მეთოდი ისტორიაში, მუდმივი მეხსიერების ღია სტრუქტურა, რომელიც ორგანულად იზრდება. ეს ტექნოლოგიური გარღვევა ციფრული ფულის სისტემა ბიტკოინმა მოიტანა, მაგრამ მისი გავლენა ბევრად დიდი იქნება, ვიდრე უბრალოდ ფულის ალტერნატიულ სისტემაში გამოყენებაა.

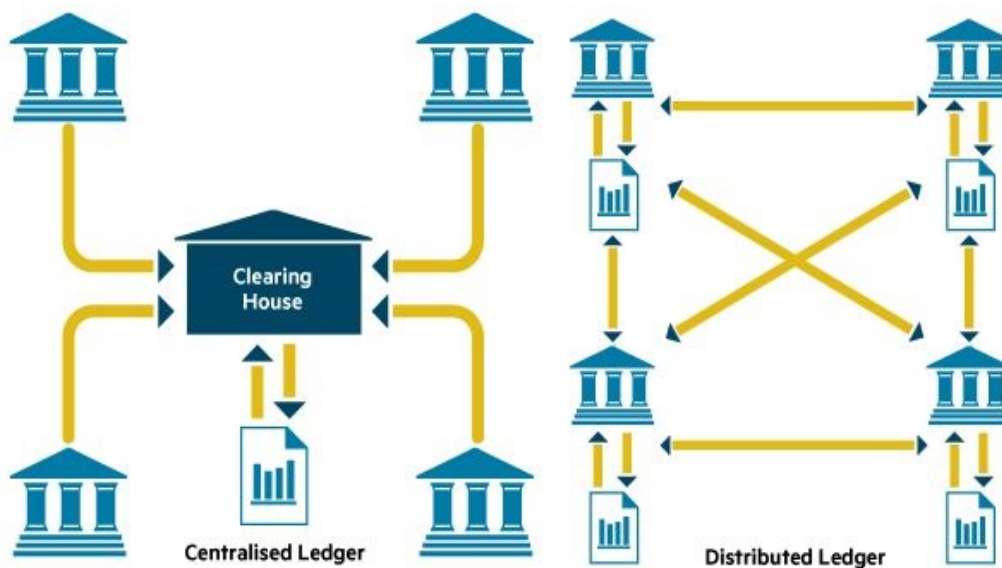
მაგალითად, თუ მე მაღაზიაში ვიყიდი შოკოლადს და გამყიდველს მივცემ 50 თეთრს, ეს იქნება ტრანზაქცია ნაღდი ფულით. ჩემი ფული პირდაპირ, მომენტალურად გადაეცემა გამყიდველს. მაგრამ თუ მე საკრედიტო ბარათით გადავიხდი, ამ დროს პროცესში ჩაერთვება რომელიმე გადახდის გამტარი სისტემა (ხშირად, ერთზე მეტი). სხვაგვარად რომ ვთქვათ, გაჩნდება შუამავალი. იგივე მოხდება, თუ გადავწყვეტ ჩემი ბანკის ანგარიშში შენახული ფულის დახარჯვას, საჭირო იქნება შუამავალი — ბანკი, ფეიფალი ან პლასტიკური ბარათების საპროცესინგო კომპანია. ლოიალურობის სისტემებში დაგროვილი ქულების დასახარჯდაც შუამავალი დამჭირდება — შესაბამისი მაღაზია, აფთიაქი ან ავიახაზები.

1980-იანი წლების დასაწყისიდან მოყოლებული, პროგრამისტები ცდილობდნენ ეპოვნათ ნაღდი ფულით ტრანზაქციის ციფრული ანალოგი, მაგრამ ვერ ახერხებდნენ. მთავარი პრობლემა ე.წ. “ორმაგ ხარჯვაში” იყო. მაგალითად, თუ მე გამოგიგზავნით ელფოსტით ფოტოს ან ვიდეოს (ანუ, ნებისმიერ კომპიუტერულ კოდს), თქვენ შეგეძლება, დააკოპიროთ იგი და გაუგზავნოთ ნებისმიერი რაოდენობის ადამიანს. ანუ, ციფრული მონაცემი ადვილად კოპირებადი და დაუცველია. ანალოგიურად, რომ შეიძლებოდეს ციფრული ტრანზაქციისას მიღებული ფულის კოპირება, იგი მომენტალურად დაკარგავდა ფასს. ვერავინ ახერხებდა ეპოვა პირდაპირი ციფრული ტრანზაქციების დაცული გზა შუამავლის გარეშე, რომელიც ყოველ ტრანზაქციას გადაამოწმებდა და დაამუშავებდა. 2000-იანი წლების შუა პერიოდში პროგრამისტების უმრავლესობას ხელი ჰქონდა

ჩაქნული და ამ იდეას გადაუჭრელ ამოცანად თვლიდნენ. ცოტა მოგვიანებით კი, 2008 წლის მიწურულს, ერთ მივიწყებულ მეილინგ-სიაში ბიტკოინი დაანონსდა.

2009 წლის ბოლოსკენ პროგრამისტები მიხვდნენ, რომ ბიტკოინის გამომგონებელმა სატომი ნაკამოტომ ორმაგი დახარჯვის პრობლემა წარმატებით გადაჭრა. გამოსავალი იყო ბლოკჩეინი — ჩანაწერების ავტომატური სისტემა, რომელსაც არ ჰყავდა კონკრეტული მეთვალყურე და შუამავალს ფუნქციას აკარგვინებდა. იმის მაგივრად, რომ ტრანზაქციები ბანკს ემოწმებინა, მათ დამუშავებას, ღია კოდის საუკეთესო ტრადიციებში, ბიტკოინის ქსელში გაბნეული 8-9 ათასი კომპიუტერი ახდენდა. როგორც კი ამ კომპიუტერებს ექნებოდათ შესაბამისი მათემატიკური და კრიპტოგრაფიული მტკიცებულება, ისინი ამტკიცებდნენ და ასრულებდნენ ტრანზაქციას. გადახდის ინფორმაცია კი — თარიღი, თანხის მოცულობა და საფულის მისამართი — ჩანაწერთა მასივს ემატებოდა. სწორი ტერმინები რომ გამოვიყენოთ, “მონაცემების მორიგი ბლოკი ემატებოდა ინფორმაციის ჯაჭვს”. სახელიც აქედან წამოვიდა: blockchain (ინფორმაციის ბლოკების ჯაჭვი იხ. ნახაზი 11.1).

სურ.1. Blockchain ტექნოლოგიის მექანიზმი და უპირატესობა



ფული აუცილებლად ითხოვს ნდობას — ნდობას ცენტრალური ბანკის, კომერციული ბანკის, სხვა დიდი ინსტიტუციების და თავად ქალაქის მიმართ. ბლოკჩეინმა, რომელიც სრულიად გამჭვირვალე, ავტომატური და მათემატიკურ-კრიპტოგრაფიული მტკიცებულებებითაა დაცული, ასეთი ნდობის აუცილებლობა გააქრო. ამ ტექნოლოგიით, ხალხს გაუჩნდა ციფრული ფულის მარტივად მიმოცვლის საშუალება, ელფოსტის ან მესიჯის გაგზავნის მსგავსად, შუამავლის გარეშე.

მიუხედავად იმისა, რომ ბიტკოინის ყველა ტრანზაქცია ბლოკჩეინში იწერება და საჯაროა, მისი გამგზავნი ან მიმღები პირის ვინაობა შეიძლება ანონიმური იყოს.

ნაღდ ფულს ყოველდღიურად ვიყენებთ სწრაფი, პირდაპირი გადახდისთვის. მაგალითად, ქუჩის მუსიკოსს უცბად ჩავუგდებთ ხოლმე ხურდას ყუთში და ეს ჩვეულებრივი ამბავია. მალე, ასეთივე სიმარტივით შეგვეძლება მადლიერების გამოხატვა ინტერნეტ-კონტენტის შემქმნელის მიმართაც — მისი YouTube-ვიდეოს, სიმღერის ან ბლოგ-პოსტისთვის. მაშინაც კი, როდესაც რესტორანში ბარათით ვიხდი, მიმტანს „ჩაისთვის“ მაინც ნაღდი ფულით ვუტოვებ. ამგვარად ზუსტად ვიცი, რომ ეს თანხა პირდაპირ მიმტანთან მოხვდება და არა მის დამსაქმებელთან.

ასევე, ბაზარში მიყვარს გადახდა ნაღდი ფულით, სადაც ბევრი მცირე მეწარმეა. მათ აწყობთ პირდაპირი გადახდა, რადგან კუთვნილ ფულს გზაში არ ეჭრება შუამავალი ბანკების და საპროცესინგო კომპანიების საკომისიოები. მცირე შემოსავლიანი ბიზნესისთვის გადახდის დამუშავების სიიარფე სასიცოცხლოდ აა მნიშვნელოვანი და ინტერნეტის ნაღდი ფული აქაც გამოდგება. მას აგრეთვე ფულადი გზავნილების სფეროში აქვს დიდი პოტენციალი, სადაც ამჟამად Western Union-ის მსგავსი კომპანიები დომინირებენ. როდესაც სამშობლოდან მოშორებით დასაქმებულები ფულს სახლში აგზავნიან, სხვადასხვა საკომისიოების ჯამი, ხშირად, გასაგზავნი თანხის 20 პროცენტამდეც აღწევს. ბლოკჩეინით ეს ხარჯები გაქრება.

ბლოკჩეინი მიწის და უძრავი ქონების მფლობელობის რეგისტრაციისთვის და ვაჭრობისთვისაც გამოდგება. ჰონდურასში, სადაც ძალიან ხშირად დავობენ სანაპიროს უძრავ ქონებაზე, უკვე იწყებენ მუშაობას მიწის ნაკვეთების რეგისტრაციის ბლოკჩეინში შენახვაზე. პერუელ ეკონომისტს ჰერნარდო დე სოტო პოლარს უამრავი ჯილდო აქვს მიღებული ნამუშევრებისთვის საკუთრების შესახებ. მისი ცენტრალური თეზისი ემყარება მოსაზრებას, რომ მესამე მსოფლიოს ქვეყნების განუვითარებლობის მთავარი მიზეზი, ქონების მფლობელობის ზუსტი რეესტრის არარსებობაა. აუცილებელია იყოს ცხადი, ზუსტი, აღიარებული და დაცული, თუ ვინ რას ფლობს ქვეყანაში — წინააღმდეგ შემთხვევაში, ინვესტიციები და განვითარება შეფერხდება. როდესაც საკუთრების აღრიცხვა მოწესრიგებულია, ხალხი თავისუფლად ვაჭრობს, შედის გარიგებებში და ამარცხებს გაჭირვებას. ბლოკჩეინის მხარდამჭერები თვლიან, რომ ეს ტექნოლოგია ამ სფეროსაც მნიშვნელოვნად დაეხმარება.

თანამედროვე იურიდიულ სისტემას კრიტიკის ერთ-ერთი მიზეზი მისი სიძვირეა. ხარისხიანი იურიდიული მომსახურების მიღება ყველასთვის ხელმისაწვდომი არ არის. „ჭკვიანმა“ კონტრაქტებმა შესაძლოა სრულიად შეცვალონ ეს სფერო და იურიდიული სერვისები ყველასთვის ხელმისაწვდომი გახადონ. ზუსტად ისე, როგორც ინტერნეტმა გახადა ხელმისაწვდომი მუსიკის ან ტექსტების შექმნა-გავრცელება. ამ ყველაფერს უდიდესი გავლენა ექნება თანამედროვე ბიზნესზე. შესაძლოა, ბლოკჩეინმა ბანკირების, ადვოკატების, ადმინისტრატორების და რეგისტრატორების სამუშაო შეასრულოს, თანაც უფრო ხარისხიანად და იაფად.

გარდა საკუთრებისა, ბლოკჩეინით ნამდვილობის დადასტურებაც შეიძლება. დოკუმენტების ავთენტურობის დამოწმებიდან სერტიფიცირებამდე, ბლოკჩეინის გამოყენების უამრავი სფერო იარსებებს. ეს მეთოდი განსაკუთრებით დიზაინერული ნაწარმის ან მაღალი კლასის ელექტროსაქონლის მწარმოებლებს გამოადგებათ, სადაც მთავარი ღირებულება ბრენდით იქმნება. ჩვენ გვეცოდინება, რომ ეს ნამდვილად ლუი ვიტონის ჩანთაა, რადგან იგი წარმოების დროს ბლოკჩეინში ჩაიწერება.



მაღე, შესაძლოა, თქვენი მობილური ტელეფონით მისცეთ ხმა, თან ისე, რომ ეს გზა გაყალბებისგან ათჯერ უფრო დაცული და იაფი იყოს, ვიდრე ამერიკის ან დიდი ბრიტანეთის ამჟამინდელი სისტემებია.

პიროვნების იდენტიფიცირებიდან რეპუტაციამდე ერთი ნაბიჯია. დაფიქრდით, რამხელა მნიშვნელობა აქვს რეიტინგს TripAdvisor-ზე ან eBay-ზე, ან დადებით შეფასებას Amazon-ზე. ინტერნეტ-რეპუტაცია ბიზნეს-მოდელების აუცილებელი ნაწილი გახდა და მისი წყალობით, უამრავი სფერო გაუმჯობესდა. Trip Advisor-ის გამო, ჩვეულებრივი სასტუმრო მეფურად მოგეპყრობათ, რომ ხუთ ვარსკვლავზე ნაკლები შეფასება არ დაუწეროთ. Uber-ის მძღოლიც ბევრად უკეთ გემსახურებთ, ვიდრე ჩვეულებრივი ტაქსის მძღოლი, რადგან მასაც კარგი შეფასების იმედი აქვს.

როგორც კი თქვენი ინტერნეტ-რეპუტაცია ბლოკჩეინში შეინახება (დეცენტრალიზებულად, და არა TripAdvisor-ის ან სხვა კომპანიის ხელში), ყველას მოუნდება კარგი შეფასებების მიღება. კარგი რეპუტაციის შენარჩუნების სურვილი კი ნიშნავს, რომ ადამიანები, ზოგადად, უფრო წესიერად მოიქცევიან. Sony ამ მიდგომის ათვისებას აპირებს, რის შემდეგაც თქვენი პროფესიულ-საგანმანათლებლო რეპუტაციაც ბლოკჩეინში შეინახება — სკოლაში მიღებული ნიშნები, უმაღლესი განათლების ხარისხი, სამუშაო გამოცდილება, უნარები, რეზიუმე, ყოფილი კოლეგების შეფასებები. აშკარაა, რომ იგივე ტექნოლოგია სამედიცინო ჩანაწერების შენახვაშიც იმუშავებს და კრიმინალური მონაცემებისთვისაც გამოდგება — თან, არა მხოლოდ ადამიანებისთვის, არამედ კომპანიებისთვისაც. მაგალითად, თუ წიაღისეულის მომპოვებელ კომპანიას მიეწერება ცუდი რეპუტაცია გარემოს დაბინძურების გამო, მას რომელიმე ტენდერში გამარჯვების ან სამუშაოების ნებართვის მიღების ნაკლები შანსი ექნება.

## **კითხვები:**

- რა ფაქტორებმა განაპირობეს ევროდოლარების ბაზრის ფორმირება?
- საერთაშორისო ბანკინგის განხორციელების რა ძირითადი ფორმები არსებობს და როგორია მათი თავისებურებები ?
- როგორია ბაზელის კომიტეტის სტრუქტურა და ფუნქციონირების მექანიზმი ?
- რა ფაქტორებმა განაპირობეს S.W.I.F.T.-ის დომინანტური როლი?
- რა უპირატესობები გააჩნია Blockchain ტექნოლოგიას ?

## **რეკომენდირებული ლიტერატურა:**

- Dong Heand Robert N McCauley – Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues. BIS Working Papers. No 320. 2010.
- Don Tapscott (CEO, TheTapscott Group) - Blockchain: the ledger that will record everything of value to humankind. World Economic Forum 05 Jul 2017
- Yin-Wong Cheung - The Role of Offshore Financial Centers in the Process of Renminbi Internationalization. ADBI Working Paper 472. 2014.
- Shiming Tan - Offshore Renminbi Markets: Capitalizing on Growth Momentum. Citi Bank. 2014
- BIS publication - The Basel Committee's response to the financial crisis: report to the G20. 2010.

ლიტერატურა და წყაროები:

1. ა. გვარუციძე, მ. ვანიშვილი - კაპიტალის საერთაშორისო მოძრაობის ზოგადი ტენდენციები გლობალიზაციის პირობებში. თბილისი 2010 წ.
2. გ. აბაშიშვილი - საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების გამოწვევები განვითარებადი ქვეყნების მთავრობებთან და ბიზნესთან მიმართებაში. თბილისი 2013 წ.
3. ი. არჩვაძე - მსყიდველობითი უნარის პარიტეტი ქართულ ლარსა და საბჭოთა მანეთს შორის. თბილისი 2010.
4. ი. მესხია -საერთაშორისო ფინანსები. თბილისი 2010 წ.
5. ი. კოვზანაძე, გ კონტრიძე - თანამედროვე საბანკო საქმე: თეორია და პრაქტიკა. თბილისი 2014 წ.
6. მ. ვანიშვილი, მ. ნოზაძე, ლ გოცირიძე - ფინანსების თეორია. თბილისი 2010 წ.
7. მ. ვანიშვილი, დ. ფარულავა - ფინანსების საფუძვლები. თბილისი 2007 წ.
8. მ. ხიდაშელი - თანამედროვე მონეტარული სისტემის კრიტიკული ასპექტები - თბილისი 2016 წ.
9. მ. ხიდაშელი - თავისუფალი მონეტარული სისტემის საკითხის გააზრებისათვის - ბათუმი 2016 წ.
10. ნ. ჩიხლაძე, მ. ხიდაშელი - ბიზნესის ციკლის ბუნების საკითხის გააზრებისათვის – ორენბურგი 2015 r
11. რ. კაკულია, ლ. ბახტაძე - საერთაშორისო სავალუტო, საფინანსო და საკრედიტო ურთიერთობები. თბილისი. 2007წ.
12. Abbott Payson Usher-The Early History of Deposit Banking in Mediterranean Europe (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1943
13. Adam Smith - The Wealth of Nations, William Strahan, Thomas Cadell, 1776
14. Adrián Osvaldo RavierPeter Lewin - The Subprime Crisis; Q.J.A.E, Volume 15 No. 1 (Spring 2012)
15. Alan M. Taylor and Mark P. Taylor – “The Purchasing Power Parity Debate”. Journal of Economic Perspectives—Volume 18. 4/09/1 2004

16. Aldo Caliarì, Mariama Williams - Capacity of International Financial Institutions to Support Trade Liberalisation in Low-income and Vulnerable Countries. Common Wealth Foundation. 2004
17. Ayse Kaya - BRICs and the International Financial Institutions: Voice and Exit. National University of Singapore March 2-3, 2017
18. Bank of International settlements - Recent trends in the foreign exchange and money markets; [www.Bis.org](http://www.Bis.org)
19. Bayoumi, Tamim and Barry Eichengreen. "The stability of the gold standard and the evolution of the international monetary fund system." Modern Perspectives on the Gold Standard. Cambridge: Cambridge University Press, 1996
20. BIS publication - The Basel Committee's response to the financial crisis: report to the G20. 2010.
21. Bordo, Michael D., and Barry Eichengreen, eds. Retrospective on the Bretton Woods system lessons for international monetary reform. Chicago: University of Chicago, 1993.
22. Carl Menger -Investigations into the Method of the Social Sciences with Special Reference to Economics [New York: New York University Press, 1985]
23. Christopher Lingle - Central banks' failed policies 03/10/2016
24. Cipolla's - Money in Sixteenth-Century Florence (Berkeley: University of California Press, 1989), esp. pp. 101
25. David Saied – Panama Has No Central Bank, 04/26/2007  
<https://mises.org/library/panama-has-no-central-bank>
26. Dillard, Dudley. Economic Development of the North Atlantic Community: Historical
27. Don Tapscott (CEO, The Tapscott Group) - Blockchain: the ledger that will record everything of value to humankind. World Economic Forum 05 Jul 2017
28. Dong He and Robert N McCauley - Offshore markets for the domestic currency: monetary and financial stability issues. BIS Working Papers. No 320. 2010.
29. Eichengreen, Barry. Globalizing Capital: A History of the International Monetary System. 2nd ed. Princeton: Princeton UP, 2008
30. F. A. Hayek - Choice in Currency, The Institute of Economic affairs 1976
31. Federal Reserve Bank of New York - Trends in Foreign Exchange Markets and the Challenges Ahead. [www.newyorkfed.org](http://www.newyorkfed.org)

32. G.J. Costouros - "Development of Banking and Related Book-Keeping Techniques in Ancient Greece -" *International Journal of Accounting* 7, no. 2 (1973): 75–81.
33. IMF - *Balance of Payments and International Investment Position Manual; Sixth Edition (BPM6)*
34. Isabella Massa - *Impact of multilateral development finance institutions on economic growth*. Overseas Development Institute 2011.
35. Jerry H. Tempelman - *Austrian Business Cycle Theory and the Global Financial Crisis: Confessions of a Mainstream Economist*; *Q.J.A.E*, Volume 13, No. 1 (Spring 2010)
36. Jesus Huerta de Soto - *A Critical Analysis of Central Banks and Fractional-Reserve Free Banking from the Austrian School Perspective*, *The Review of Austrian Economics* Vol. 8, No. 2
37. John Maynard Keynes - *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Palgrave Macmillan, 2007
38. Kindleberger, Charles P. "Bretton Woods Reappraised." *International Organization* 5.1 (1951): 32-47. JSTOR. Web. 16 Nov. 2009.
39. Kindleberger, Charles P. *A Financial History of Western Europe*. 2nd ed. New York: Oxford UP, 1993.
40. Kindleberger, Charles P. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crisis*. 2nd ed. Hoboken: John Wiley and Sons, 2005. Print
41. Lee Han-Hee - *Role of International Financial Institutions in North Korea's Economic Development*. Samsung Economic Research Institute 2009.
42. Ludwig von Mises - *The Theory of Money and Credit*, Indianapolis, Liberty Classics, 1980
43. Ludwig von Mises's work, *Human Action: A Treatise on Economics*, Scholar's Edition (Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, 1998), pp. 161–63.
44. Marjorie Grice - Hutchinson, *The School of Salamanca: Readings in Spanish Monetary Theory 1544–1605* (Oxford: Clarendon Press, 1952)
45. Maurice D. Levi - *International Finance*, Fifth edition; Chapter 7. Taylor & Francis e-Library, 2010.
46. Maurice D. Levi - *International Finance*; 33-79pp

47. Meher Manzur, Felix Chan – “Exchange rate volatility and purchasing power parity: does euro make any difference?” *International Journal of Banking and Finance*. Volume 7 | Issue 1. 2010
48. Michael Chui - Derivatives markets, products and participants: an overview, *IFC Bulletin* No 35
49. Michael Papaioannou - Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms, *IMF Working Paper*, WP/06/255
50. Michael Rostovtzeff - *The Social and Economic History of the Hellenistic World* (Oxford: Oxford University Press, 1953), vol. 1, p. 405.
51. Michel Camdessus – *International Financial Institutions: Dealing with New Global Challenges*. Sunday, September 25, 2005 Washington, D.C.
52. Murray N. Rothbard - *The Case for a 100 Percent Gold Dollar*, Copyright © 2001 by the Ludwig von Mises Institute
53. Murray Rothbard - *America's Great Depression*, Copyright © 2000 by The Ludwig von Mises Institute
54. Murray N. Rothbard – *The Case Against The Fed*, Copyright © 1994 by Murray N. Rothbard
55. Murray N. Rothbard – *What Has Government Done to Our Money?* 2005 Ludwig von Mises Institute, fifth edition
56. Murray Rothbard – “*The Case Against The Fed*”, Ludwig von Mises Institute, 1994
57. Niepmann, Friederike and Tim Schmidt-Eisenlohr - *International Trade Risk and the Role of Banks*. *Finance Discussion Papers* 1151. 2015.
58. Pablo Ruiz-Napoles- “*The purchasing Power parity and Theory and Ricardo’s Theory of Value*”. <https://doi.org/10.1093/conpec/bzh004>
59. Peter A. Abken, Milind M. Shrikhande - *The Role of Currency Derivatives in Internationally Diversified Portfolios*. Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic review* Third Quarter 1997
60. Pierre Vilar - *A History of Gold and Money, 1450–1920*, Judith White, trans. (London: NLB, 1976)
61. Pierre Vilar, *A History of Gold and Money, 1450–1920*, Judith White, trans. (London: NLB, 1976), p. 207

62. Rangarajan K. Sundaram - Derivatives in Financial Market Development, Stern School of Business, New York University. 2012
63. Raymond de Roover -The Rise and Decline of the Medici Bank, 1397–1494 (Cambridge, Mass.: Harvard University Press, 1963)
64. Richard M. Ebeling – The Austrian Theory of the Trade Cycle and Other Essays, Originally published by the Center for Libertarian Studies (1978).
65. Ryan W. Galloway - Reforming International Financial Institutions: Should the IMF and World Bank Be Substantially Reformed? Samford University April 20, 2009
66. S.C. Todd -The Shape of Athenian Law(Oxford: Clarendon Press, 1993), p. 251
67. Shiming Tan - Offshore Renminbi Markets: Capitalizing on Growth Momentum. Citi Bank. 2014
68. Stephanie Schmitt-Grohe, Martin Uribe - International Macroeconomics; Chapters 1-3.
69. Steve Suranovic - Policy and Theory of International Finance. Chapter 2.
70. The Economist - A central-bank failure of epic proportions 01/06/2016  
<http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2012/06/monetary-policy>
71. The Royal bank of Scotland - Guide to International Trade.
72. U.S. Department of Commerce – Trade Finance Guide.2008
73. UNCTAD secretariat - Trade Financing and Regional Financial Institutions from a South–South Perspective. 15 August 2012
74. World finance - The future of FX trading; [www.worldfinance.com](http://www.worldfinance.com)
75. Yevheniya Hyrina, Apostolos Serletis – “Purchasing power parity over a century”.  
<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/01443581011012289>
76. Yin-Wong Cheung - The Role of Offshore Financial Centers in the Process of Renminbi Internationalization. ADBI Working Paper 472. 2014.