

დერივატივები და ფინანსური ბაზრის სტაბილურობა

ლელა შოლერ-იორდანაშვილი

*სადისერტაციო ნაშრომი წარდგენილია ბიზნესის ადმინისტრირების დოქტორის
აკადემიური ხარისხის მინიჭებისათვის დადგენილი მოთხოვნების შესაბამისად.*

*მეცნიერ-ხელმძღვანელი: ემზარ ჯგერენაია
ეკონომიკის დოქტორი, ასოცირებული პროფესორი*

გრიგოლ რობაქიძის სახელობის უნივერსიტეტი

თბილისი, 2022

სრული პასუხისმგებლობით ვაცხადებ, რომ წინამდებარე დისერტაცია (დერივატივები და ფინანსური ბაზრის სტაბილურობა) ორიგინალურია. ნაშრომში არ არის გამოყენებული სხვა ავტორთა ისეთი მეცნიერული თვალსაზრისი, დებულება, თეორია თუ კვლევის შედეგი, რომელიც მითითებული არ არის დადგენილი წესით, ხოლო კვლევის მეთოდების გამოყენებისას ეთიკის ნორმები სრულად დაცულია.

ლელა შოლერ-იორდანაშვილი

ხელმოწერა:

აბსტრაქტი

ბოლო თხუთმეტი წლის განმავლობაში ფინანსური წარმოებულების მოცულობის ზრდა ფენომენალური იყო. არასაბირჟო დერივატივების კონტრაქტების მთლიანმა მოცულობამ 10-ჯერ გადააჭარბა მსოფლიო მშპ-ის მოცულობას. ისინი წარმოადგენენ ყველაზე დიდ ფინანსურ ტრანზაქციას მსოფლიოში. მიუხედავად იმისა, რომ ეს ინსტრუმენტები გამოიყენება ფინანსურ საქმიანობასთან დაკავშირებული თანდაყოლილი რისკის მოსაგვარებლად, მათი დაუდევრად გამოყენება შეიძლება იყოს ფინანსური არასტაბილურობის მიზეზი. ფინანსურ სისტემაში დერივატივები უზრუნველყოფს ეკონომიკურად სასარგებლო როლს ჰეჯირებისა და რისკების მართვისას, საშუალებას აძლევს კაპიტალის ნაკადების შემოდინებას ქვეყნებში, ამცირებს განუსაზღვრელობას და აუმჯობესებს ბაზრის ეფექტურობასა და ფინანსურ სტაბილურობას. თუმცა ამავდროულად, ვარაუდობენ, რომ დერივატივებს აქვთ ფინანსური სისტემის სუსტი მხარეების გაუარესების ტენდენცია მსოფლიოს მასშტაბით. ეს ზრდის ფინანსური პრობლემების რისკს და შესაბამისად, სისტემური წარუმატებლობის რისკებსაც, რაც ძალიან აქვეითებს მთლიანი ფინანსური სისტემის ქმედითუნარიანობას, ხოლო ექსტრემალურ შემთხვევაში იწვევს მის მთლიან კრახს. სწორედ ამ კონტექსტში კვლევის მიზნად განისაზღვრა შევისწავლოთ, ერთი მხრივ, დერივატივების განვითარების გლობალური ტენდენციებისა და მათი გავლენა ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველყოფაში განვითარებულ და განვითარებად ქვეყნებში ფინანსური სისტემის სპეციფიკის გათვალისწინებით და, მეორე მხრივ, საქართველოში დერივატივების ბაზრის განვითარების ტენდენციები და გამოწვევები. კვლევის მიზნიდან გამომდინარე, გამოყენებულ იქნა როგორც თვისებრივი, ასევე რაოდენობრივი კვლევის მეთოდოლოგია. თვისებრივი კვლევის პროცესში ექსპერტებთან ჩადმავებული ინტერვიუს საშუალებით მიღებულ იქნა ინფორმაცია საქართველოში დერივატივების განვითარების შესაძლებლობებისა და გამოწვევების შესახებ. ხოლო რაოდენობრივი კვლევისათვის გამოყენებულ იქნა BIS - სა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მონაცემთა მეორეული წყაროები. ამ წყაროების საშუალებით შეიქმნა პანელური მონაცემთა ბაზა, რომელიც მოიცავს 5 ქვეყანას: ბრაზილია, სინგაპური, რუსეთი, არგენტინა, აშშ. ამ მონაცემთა ანალიზის მეშვეობით შესწავლილ იქნა დერივატივების პოტენციური გავლენა განვითარებადი და განვითარებული ბაზრის მქონე ქვეყნებისათვის. მონაცემთა ემპირიული ანალიზისათვის გამოყენებულია დროითი მწკრივის რეგრესული განტოლება. კვლევა გვიჩვენებს, რომ დერივატივებს აქვს როგორც

დადებითი, ასევე უარყოფითი გავლენა. თუმცა მათი გავლენა დამოკიდებულია ფინანსური სისტემის გამართულად მუშაობაზე. კერძოდ, კვლევამ გვიჩვენა, რომ აშშ-სა და სინგაპურში დერივატივები დადებით გავლენას ახდენს მაშინ, როდესაც ბრაზილიაში, რუსეთსა და არგენტინაში მათი გავლენა არის უარყოფითი. საქართველოს შემთხვევაში დერივატიული ინსტრუმენტების რეალური მომხმარებლების რაოდენობა ძალიან მცირეა, კერძოდ, სავალუტო რისკების მართვის ინსტრუმენტებს მხოლოდ 10 კომერციული ბანკი სთავაზობს კლიენტებს. კვლევისას გამოიკვეთა, რომ საქართველოში, რომლის ერთადერთ კანონიერ საგადამხდელო საშუალებასაც ქვეყნის ეროვნული ვალუტა - ლარი წარმოადგენს, დერივატიული ინსტრუმენტებით ჰეჯირებაც სწორედ ლარში ხორციელდება, ლარი კი უცხოური ინვესტორებისა და ფინანსური შუამავლებისთვის არამიმზიდველი ვალუტაა, ხოლო ადგილობრივი მომხმარებლებისთვის კი დერივატიული ინსტრუმენტები საკმაოდ ძვირია და არა ხელმისაწვდომი. ამასთან ერთად, მომხმარებლები არ არიან ინფორმირებულნი ჰეჯირების არსის და ჰეჯირების ფასის შესახებ.

Abstract

For the last fifteen years, increase of the volume of financial productivity was phenomenal. Full volume of OTC derivative contracts 10-times exceeded the volume of world GDP. They are the largest financial transactions in the world. Despite of the fact that these instruments are used for solving of accompanying risks connected to financial activities, their negligent use can be the reason of financial instability. In financial system derivatives provide economically useful role for hedging and risks management, allows inflow of capital flows in countries, reduces uncertainty and improves market efficiency and financial stability. Although simultaneously it is supposed that derivatives have the tendency of worsening of weak sides of financial system worldwide. This increases the risk of financial problems and correspondingly, risks of systemic unsuccessfulness, and thus reduces efficiency of the whole financial system, and in extremal cases causes its complete crash. Just in this context the purpose of research was defined as study, from the one hand, of global tendencies of derivatives development and their influence over provision of financial stability in developed and developing countries, by taking into consideration specificity of their financial system and from the other hand, challenges and tendencies of development of derivatives market in Georgia. According to the purpose of research there was used methodology as of qualitative, so of quantitative research. In the process of qualitative research, via deepened interview with experts there was provided information about potencies and challenges of development of derivatives in Georgia. And for quantitative research there were used secondary sources of International Monetary Fund and BIS. With help of these sources the panel data base was created which includes 5 countries: Brazil, Singapore, Russia, Argentina and USA. Via analysis of these data there was studied potential influence of derivatives for countries with developing and developed markets. For empirical analysis of data there is used time-sequence regressive equation. Research shows that derivatives have as positive, so negative influence. Although their influence depends on correct work of financial system. Particularly, the research showed that in the USA and Singapore derivatives have positive influence when in Brazil, Russia and Argentina their influence is negative. In case of Georgia, number of real users of derivative instruments is very few, particularly, currency risks management instruments are offered to customers only by 10 commercial banks. During research it was found out that in Georgia, where the only legal payment mean is national currency of the country – GEL, hedging by derivative instruments is also realized in GEL, and GEL is not attractive currency for foreign investors and financial intermediaries, and for local consumers, derivative

instruments are quite expensive and unavailable. Besides, consumers are not informed about hedging essence and hedging price.

მადლიერება

მსურს, ჩემი მადლიერება გამოვხატო იმ ადამიანების მიმართ, რომლებიც მნიშვნელოვნად დამეხმარნენ სადისერტაციო ნაშრომზე მუშაობის პროცესში. კერძოდ, გრიგოლ რობაქიძის სახელობის უნივერსიტეტის ადმინისტრაციის ხელმძღვანელ პირებსა და თანამშრომლებს, ბიზნესისა და მართვის სკოლის ადმინისტრაციას, კვლევაში მონაწილე ყველა პირს.

მადლობას ვუხდის სადისერტაციო ნაშრომის ხელმძღვანელს, ეკონომიკის აკადემიურ დოქტორს, ასოცირებულ პროფესორს, ბატონ ემზარ ჯგერენაიას, რომელმაც მეტად მნიშვნელოვანი კონსულტაცია გამიწია კვლევის სტრატეგიის შემუშავებასა და კვლევის განხორციელების პროცესში.

მიძღვნა

დისერტაციას ვუძღვნი ჩემს მშობლებს.

სარჩევი

საილუსტრაციო მასალა	IX
შესავალი	12
თავი 1. სამეცნიერო ლიტერატურის მიმოხილვა და კვლევის თეორიული კონტექსტი.....	16
1.1 ფინანსური კრიზისების განსაზღვრის თეორიული საფუძვლები	16
1.2 ფინანსური სტაბილურობის მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები და ფინანსური კრიზისების დინამიკა ისტორიულ ჭრილში და გამომწვევი მიზეზები.	33
1.3 ფინანსური დერევატივები, როგორც ფინანსური კრიზისების გამომწვევი მიზეზი..	60
თემა 2 კვლევის მეთოდოლოგია და კვლევის პროცესის აღწერა	102
2.1 რაოდენობრივი კვლევის ანალიზი და ემპირიული მოდელის სპეციფიკაცია	102
2.2 თვისებრივი კვლევის ანალიზი და მონაცემების შეგროვების პროცესი	109
თავი 3. კვლევის შედეგები	111
3.1 ფინანსური სტაბილურობა და ფინანსური კრიზისი: დერევატივების როლი საერთაშორისო ფინანსურ კრიზისში	112
3.2 დერევატივების ბაზრები განვითარებად ეკონომიკებში	164
3.3 ფინანსურ სტაბილურობაზე დერევატივების გავლენის ემპირიული ანალიზი	177
3.4 დერევატივების ბაზრის განვითარების შესაძლებლობები საქართველოში	182
3.5 გლობალური პანდემიის (კოვიდ 19) გავლენა დერევატივების ბაზრებზე	189
თავი 4. განსჯა და მეცნიერული მიგნებები	204
დასკვნა და რეკომენდაციები	208
ბიბლიოგრაფია.....	215
დანართები.....	227
დანართი 1.....	227

საილუსტრაციო მასალა

სქემები

სქემა 1 ფინანსური სისტემა	17
სქემა 2 საცხოვრებელი სახლების „ბაზლები“	55
სქემა 3 სუბსტანდარტული კრიზისი	59
სქემა 4 კრიზისის პირდაპირი ეფექტი	94
სქემა 5 დერივატივების გავლენის არხები	99

დიაგრამები

დიაგრამა 1 საცხოვრებელი სახლები, ბაზლი და კრედიტებისადმი წვდომა	51
დიაგრამა 2 უზრუნველყოფის, გამოსყიდვის უფლების დაკარგვა და საცხოვრებელი სახლების ფასები	54
დიაგრამა 3 გლობალური დერივატივების ბაზარი	112
დიაგრამა 4 გლობალური სავალუტო დერივატივების ბაზარი (ტრილიონ დოლარში)	116
დიაგრამა 5 საბირჟო დერივატივები (ტრილიონ დოლარში).....	116
დიაგრამა 6 არასაბირჟო დერივატივების ბრუნვა (საპროცენტო განაკვეთის დერივატივების ბრუნვა) ინსტრუმენტების მიხედვით	117
დიაგრამა 7 არასაბირჟო დერივატივების (OTC derivatives turnover) ბრუნვა ინსტრუმენტების მიხედვით (სავალუტო ბაზარი)	118
დიაგრამა 8 OTC დერივატივები (1999-2018) (მილიონ აშშ-ის დოლარში).....	119
დიაგრამა 9 OTC დერივატივები რისკის კატეგორიების მიხედვით.....	122
დიაგრამა 10 OTC დერივატივები რისკის კატეგორიების მიხედვით.....	123
დიაგრამა 11 დერივატივების მოცულობა ორგანიზებულ ბირჟებზე 2012 წ. რეგიონების მიხედვით.....	126
დიაგრამა 12. 54,4 ტრილიონი ღია პოზიციის მოცულობა ფულად ფორმაში 2012	126
დიაგრამა 13. 640 მილიონი კონტრაქტის ღია პოზიცია.....	127
დიაგრამა 14 მთლიანი საკრედიტო რისკისა და ურთიერთკომპენსაციის გავლენა, 2012 წელი	128
დიაგრამა 15 გლობალური ფინანსური ბაზრების ზომა სახეობათა მიხედვით (ტრილიონ დოლარში).....	129
დიაგრამა 16 OTC დერივატივების ცენტრალური კლირინგის გაწონასწორება.....	156

დიაგრამა 17 OTC დერივატივების პირობითი ღირებულება 2017 წლის მე-2 ნახევარში	157
დიაგრამა 18 კლირინგს დაქვემდებარებული სეგმენტი იზრდება 51% -მდე CDS ბაზარზე	160
დიაგრამა 19 მზარდი ძირითადი საქმიანობა, კომპენსირებული ვალუტის კურსის მოძრაობით	166
დიაგრამა 20 დერივატივები ფორმირებად ბაზრებზე	167
დიაგრამა 21 ბაზრის სტრუქტურა	169
დიაგრამა 22 ვალუტით ვაჭრობა, ოფშორი, ადგილმდებარეობის მიხედვით	171
დიაგრამა 23 ოფშორი ადგილმდებარეობის მიხედვით	172
დიაგრამა 24 ოფშორი ინსტრუმენტების მიხედვით	173
დიაგრამა 25 ოფშორი ინსტრუმენტების მიხედვით	173
დიაგრამა 26 Renminbi -ის ოფშორული პროდუქტები და საპროცენტო განაკვეთის დერივატივები	175

ცხრილები

ცხრილი 1 დამოკიდებული და დამოუკიდებელი ცვლადების განმარტება	103
ცხრილი 2 გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი	120
ცხრილი 3 OTC უცხოური ვალუტით დერივატივები	121
ცხრილი 6 გლობალური OTC დერივატივების ბაზრის პირობითი თანხა (აშშ-ის მილიარდ დოლარში)	124
ცხრილი 7 გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი (პირობითი თანხა აშშ მლრდ დოლარში)	130
ცხრილი 8 საკრედიტო დეფოლტის სვოპები	131
ცხრილი 9 გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი (პირობითი თანხა მილიარდ აშშ დოლარში)	133
ცხრილი 10 ჰერფინდალის ინდექსი ყველა OTC საპროცენტო განაკვეთის დერივატივების კონტრაქტებისათვის	135
ცხრილი 11 ჰერფინდალის ინდექსი ყველა OCT უცხოური ვალუტის დერივატივის კონტრაქტებისათვის	137
ცხრილი 12 ჰერფინდალის ინდექსი ყველა OTC აქციასთან დაკავშირებული დერივატივის კონტრაქტისათვის	137

ცხრილი 13 ჰერფინდალის ინდექსი ყველა ტიპის OTC საპროცენტო განაკვეთის დერივატივისათვის	138
ცხრილი 14 გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი	140
ცხრილი 15 გლობალური OTC დერივატივების ბაზრის პირობითი თანხა აშშ-ის მლრდ დოლარში	142
ცხრილი 16 საკრედიტო დეფოლტის სვოპები	143
ცხრილი 17 საკრედიტო დეფოლტის სვოპები	143
ცხრილი 18 გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი (კონტრაქტები აქციებით)	146
ცხრილი 19 კონცენტრაცია გლობალური OTC დერივატივების ბაზარზე	147
ცხრილი 20 კონცენტრაცია გლობალური OTC დერივატივების ბაზარზე	148
ცხრილი 21 კონცენტრაცია გლობალური OTC დერივატივების ბაზარზე	149
ცხრილი 22 გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი	151
ცხრილი 23 საპროცენტო განაკვეთის დერივატივები (მილიარდ დოლარებში).....	153
ცხრილი 24 საკრედიტო დეფოლტის სვოპი პოზიციების ტიპების მიხედვით (მილიარდ დოლარებში).....	155
ცხრილი 25 საპროცენტო განაკვეთიანი ხელშეკრულებების მთლიანი საბაზრო ღირებულება ვარდება თავის ყველაზე დაბალ ნიშნულამდე 2007 წლიდან	158
ცხრილი 26 რეგრესული განტოლების შედეგები აშშ-სათვის	178
ცხრილი 27 რეგრესული განტოლების შედეგები სინგაპურისათვის	179
ცხრილი 28 რეგრესული განტოლების შედეგები, ბრაზილია	180
ცხრილი 29 რეგრესული განტოლების შედეგები, რუსეთი	181
ცხრილი 30 რეგრესული განტოლების შედეგები, არგენტინა	182

შესავალი

კვლევის აქტუალობა - გლობალიზაცია ახალ გამოწვევებს სთავაზობს მსოფლიო ეკონომიკას. ის სულ უფრო მჭიდროდ უკავშირდება მსოფლიოს მასშტაბით მიმდინარე ფინანსური აქტივების უპრეცედენტო ზრდას. ინფორმაციის ხელმისაწვდომობამ და ტექნოლოგიების განვითარებამ მნიშვნელოვნად შეუწყო ხელი კაპიტალის საერთაშორისო მოძრაობას - ეკონომიკაში ფულისა და კაპიტალის ბაზრების როლის გაზრდას. 1980 წლიდან 2020 წლამდე გლობალური ფინანსური აქტივები გაიზარდა 15 ტრილიონი აშშ დოლარიდან 250 ტრილიონამდე. 2008 წელს, მსოფლიო კრიზისის დროს, შეჩერების მიუხედავად, ზრდა გაგრძელდა და 2018 წელს მიაღწია პიკურ მაჩვენებელს - 225 ტრილიონ აშშ დოლარს, მათ შორის, სააქციო ბაზრების კაპიტალიზაციამ მიაღწია 50 ტრილიონ აშშ დოლარს. თუ 1980 წელს მსოფლიო ფინანსური აქტივები მსოფლიოს მთლიანი შიდა პროდუქტის 120%-ს შეადგენდა, 2020 წელს ამ მაჩვენებელმა გადააჭარბა 350 %-ს.

ბოლო ათწლეულში აქციებისა და საპროცენტო განაკვეთების ცვალებადობამ, კაპიტალის ბაზრების გლობალიზაციასთან ერთად, გაზარდა მოთხოვნა ფინანსურ ინსტრუმენტებზე რისკების განაწილების მიზნით. ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებსაც ვიცნობთ დერივატივების სახით, ჯერ კიდევ უძველესი დროიდან ასრულებდნენ სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვან როლს ეკონომიკურ საქმიანობაში, რომელიც მოიცავს საქონლის მიწოდებას, ვაჭრობის ხელშეწყობასა და სხვადასხვა რისკის ჰეჯირებას. დერივატივები გამოიყენებოდა სასაქონლო, ფინანსური აქტივების ფორმებისა და მათი რეგულაციის ცვლილებებთან ერთად. სავაჭრო საქმიანობა და ის პლატფორმები, რომლებსაც ეფუძნებოდა დერივატივები, ასევე შეიცვალა, მაგრამ ახალი რეგულაციით და არა საბაზრო უპირატესობებით და ზოგჯერ ეს იწვევდა ტრანსფორმაციას. გარდა ამისა, ტექნოლოგიას ეკისრება მთავარი როლი დერივატივებით ვაჭრობის თანამედროვე ისტორიაში, კერძოდ, ის არაფინანსურ ბიზნესს ამ ბაზრებისადმი წვდომას უმარტივებს. აღსანიშნავია ისიც, რომ დერივატივების ინსტრუმენტების გამოყენება უფრო მზარდი ხდება განვითარებად ქვეყნებში, რომელთა ეკონომიკა და ფინანსური ბაზრები ძლიერი ვოლატურობით ხასიათდება, ვიდრე განვითარებული ეკონომიკისა. განვითარებადი ქვეყნების წილი შეადგენს გლობალური ეკონომიკის დაახლოებით მესამედს.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი განვითარების საწყის ეტაპზეა, ხოლო დერივატივების ბაზარი საქართველოში არ არის განვითარებული, თუმცა ამ ეტაპზე არსებობს გარკვეული წინაპირობა, რაც ხელს უწყობს ბაზრის მონაწილეთა მოთხოვნის გაჩენას. ეროვნული ბანკის ინიციატივით, ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკთან ერთად შეიქმნა დერივატივების ბაზრის განვითარების ხელშემწყობი სამართლებრივი საფუძველი და ბიზნესგარემო, რომელიც საერთაშორისო სტანდარტებსა და გამოცდილებას შეესაბამება. მიუხედავად იმისა, რომ დერივატივების ბაზრის განვითარების კუთხით გარკვეული ნაბიჯები გადაიდგა, დერივატიული ინსტრუმენტების რეალური მომხმარებლების რაოდენობა ძალიან მცირეა.

გამომდინარე აქედან, მნიშვნელოვანია, შევისწავლოთ დერივატივების გამოყენების მექანიზმი ფინანსური სტაბილურობის მისაღწევად როგორც განვითარებულ, ასევე განვითარებად ეკონომიკაში, მათ შორის საქართველოში. დერივატივების ბაზრის განვითარება დიდხანს რჩებოდა მკვლევართა ინტერესის საგნად, ვინაიდან იგი თამაშობს სასიცოცხლო როლს ფინანსურ სისტემაში და უდიდესი წვლილი შეაქვს მთლიანი ეკონომიკის სხვადასხვა ასპექტში. ამასთან დაკავშირებით, სხვადასხვა ავტორი აღნიშნავს, რომ დერივატივები ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველყოფაში თამაშობს განსხვავებულ როლს. ერთი მხრივ, დერივატივები უზრუნველყოფს ეკონომიკურად სასარგებლო ეფექტს „ჰეჯირებისა და რისკების მართვით“ და საშუალებას აძლევს კაპიტალის ნაკადების შემოდინებას, ამცირებს განუსაზღვრელობას და ზრდის ბაზრის ეფექტურობას, რაც ხელს უწყობს ფინანსური სისტემის სტაბილურობას. მეორე მხრივ, დერივატივების გამოყენება შესაძლებელია ეკონომიკურად მავნე მიზნებისთვის “ცუდად სტრუქტურირებული და არასათანადოდ რეგულირებული დერივატივების ბაზრების” არსებობისას და სწრაფი ფინანსური ლიბერალიზაციის პირობებში. სხვადასხვა მკვლევარი თვლის, რომ დერივატივების „ბოროტად გამოყენება“ შეიძლება ჩაითვალოს ფინანსური ბაზრის მთლიანობისა და ეფექტურობის, ასევე - მთელი ეკონომიკის წინააღმდეგ მიმართულ „მუქარად“, ხოლო დერივატივების არასწორად გამოყენება “დაშლისა და კრიზისის მიზეზად”. აღსანიშნავია დერივატივების როლი კრიზისის შექმნაში სპეკულაციის პირობებში.

კვლევის მიზანი და ამოცანები

- კვლევის მიზანია შევისწავლოთ, ერთი მხრივ, დერევატივების განვითარების გლობალური ტენდენციები და მისი გავლენა ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველყოფაში განვითარებულ და განვითარებად ქვეყნებში ფინანსური სისტემის სპეციფიკის გათვალისწინებით, მეორე მხრივ, საქართველოში დერევატივების ბაზრის განვითარების ტენდენციები და გამოწვევები.

კვლევის მიზნებიდან გამომდინარე, ჩამოყალიბებულია შემდეგი ამოცანები:

- ფინანსური კრიზისების განსაზღვრის თეორიული საფუძვლების მიმოხილვა;
- ფინანსური კრიზისების ანალიზი ისტორიულ რეტროსპექტივაში;
- დერევატივების როლის ანალიზის ფინანსური კრიზისების ფორმირებაში;
- დერევატივების ბაზრების ანალიზი განვითარებად და განვითარებულ ქვეყნებში;
- დერევატივების ბაზრის განვითარების გამოწვევების და შესაძლებლობების ანალიზი საქართველოში;
- ფინანსურ სტაბილურობაზე დერევატივების გავლენის ემპირიული ანალიზი განვითარებად და განვითარებულ ქვეყნებში.

საკვლევი პრობლემისა და შესაბამისად, საკვლევი მიზნიდან გამომდინარე, კვლევის პროცესში განხორციელდა სამეცნიერო ლიტერატურის კრიტიკული ანალიზი, რომლის საფუძველზე ჩამოყალიბდა შემდეგი ჰიპოთეზები:

H1: რაც უფრო სუსტია ფინანსური ბაზრების სისტემა, მით უფრო უარყოფით გავლენას ახდენს დერევატივები ფინანსურ სტაბილურობაზე;

H2: განვითარებულ ფინანსურ ბაზრებში, სადაც სისტემა გამართულია, დადებითია დერევატივების გავლენა ფინანსურ სტაბილურობაზე.

კერძოდ,

1. ცუდად სტრუქტურირებული და არასათანადოდ რეგულირებული დერივატივების ბაზრებზე ადვილია ეკონომიკურად საზიანო მიზნებისთვის დერივატივების გამოყენება. ასე შესაძლებელია გონივრული რეგულაციების თავიდან აცილება, რაც გამოიწვევს მეტად რისკიან პოზიციებს, წარმოდგენილს მაღალი ლევერეჯებით, მანიპულირებადი საბუღალტრო წესებითა და საკრედიტო განაკვეთებით, რომლებიც თავიდან იცილებს დაბეგვრასა და კაპიტალის მოთხოვნებს.
2. დერივატივების არასწორი გამოყენება, როგორცაა არალიკვიდურობის, უაღრესად ლევერეჯებული პოზიციებისა და კრიზისისთვის გამომწვევი არხების შექმნა, ფირმების საბალანსო ანგარიშგების არასწორად წარდგენა, ქმნის ფინანსურ სისუსტეს, რომელიც იწვევს ფინანსური სექტორის მგრძობელობასა და კრიზისებს, ემუქრება რა ფინანსური ბაზრის მთლიანობასა და ეფექტურობას. დერივატივის არასწორად გამოყენების პრობლემა უფრო მწვავეა განვითარებადი ბაზრების მქონე ქვეყნებში, რომლებშიც გონივრული რეგულაციები, საკრედიტო ინფორმაციის ინფრასტრუქტურა და რისკის მართვის პრაქტიკა არ არის სათანადოდ განვითარებული.

თავი 1. სამეცნიერო ლიტერატურის მიმოხილვა და კვლევის თეორიული კონტექსტი

1.1 ფინანსური კრიზისების განსაზღვრის თეორიული საფუძვლები

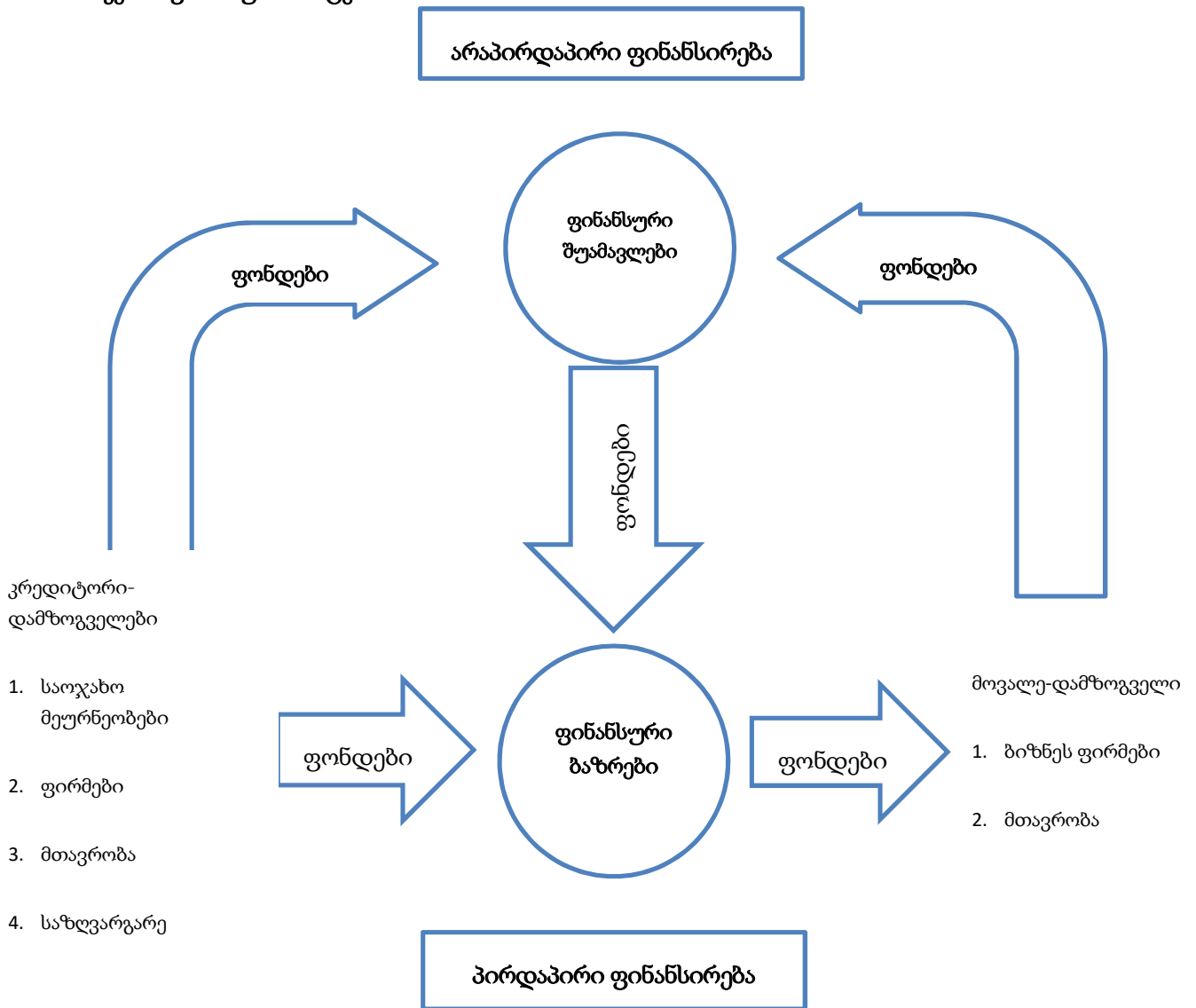
საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ფინანსები არის ბიზნესის დინამიკური განვითარების განმსაზღვრელი. ის წარმოადგენს მექანიზმს, რომელიც უზრუნველყოფს თავისუფალი ფულადი სახსრების ეფექტურ განაწილებას. კერძოდ, იმ ადამიანთა გარკვეული ჯგუფის მიერ დაზოგილი თანხა, რომელთაც არ გააჩნიათ მათი ეფექტურად გამოყენების უნარი, შესაძლებელია გადაეცეს სამეწარმეო უნარით დაჯილდოებულ ადამიანთა მეორე ჯგუფს საკუთარი ინოვაციური იდეების მომგებიანად რეალიზაციის მიზნით, რაც, საბოლოო ჯამში, აისახება ეკონომიკის განვითარებაზე. ამგვარად, ფინანსები წარმოადგენს დეცენტრალიზებული საბაზრო ეკონომიკის განმსაზღვრელ ფაქტორს, ვინაიდან ინოვაციური იდეების დაფინანსება და ეკონომიკის ეფექტური ფუნქციონირება შეუძლებელია მოქნილი ფინანსური სისტემის არარსებობისას. ფინანსების არარსებობა გამოიწვევს ეკონომიკის დეფორმაციას, ხოლო ფინანსების არასწორი მენეჯმენტი წარმოქმნის კრიზისებსა და დესტაბილიზაციას.

ამგვარად, ამ პარაგრაფში განვიხილავთ ფინანსური კრიზისების წარმოქმნის ფუნდამენტურ თეორიებსა და მოდელებს, რომლებშიც აღწერილია ფინანსური სტაბილურობის განმსაზღვრელი ფაქტორები. თეორიული ანალიზის საშუალებით ავაგებთ ფინანსური კრიზისების განვითარების ლოგიკურ ჯაჭვს. მეორე პარაგრაფში გავაანალიზებთ ფინანსური კრიზისების დინამიკას ისტორიულ კონტექსტში, ხოლო მესამე პარაგრაფი დაეთმობა დერივატივების ანალიზსა და მის გავლენას ფინანსურ სტაბილურობაზე.

მრავალი ათწლეულია, აკადემიურ და ბიზნესწრეებში არ წყდება კვლევა და კამათი ფინანსური კრიზისების ისტორიული ფესვების (წარმომავლობის), მათი მიმდინარე მნიშვნელობისა და მომავალი ტრაექტორიის შესახებ.

მიმდინარე ფინანსური კრიზისების ახსნა და გაგება მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებულია ისტორიული კონტექსტის გათვალისწინებით კრიზისების გაგებასა და მათი მოდელების შესწავლაზე.

სქემა 1 ფინანსური სისტემა



ანალიზს ვიწყებთ კნუტ ვიკსელით (173, 103). მან კაპიტალისტური ეკონომიკის დინამიკა ახსნა შემოსავლების ორი განაკვეთის ურთიერთქმედებით, ეგრეთ წოდებული „ბუნებრივი“ (გრძელვადიანი წონასწორული ფასი) საპროცენტო განაკვეთით და ფულის (საბაზრო)

საპროცენტო განაკვეთით (172, 102-103). ფულის საპროცენტო განაკვეთი, Wicksell-ის მიხედვით, განისაზღვრება მონეტარულ სექტორში, ძირითადად, ცენტრალური ბანკის მიერ.

როგორც კი ფულის საპროცენტო განაკვეთი, ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთთან შედარებით, შემცირდება, იწყება კუმულაციური ინვესტიციის პროცესი. „მეწარმეების რიცხვი არანორმალურად იზრდება“. (172, 106-107) გაფართოება იწვევს ინფლაციურ პროცესს. დაფინანსება არ ზღუდავს ექსპანსიურ პროცესებს, რადგან ფულადი სისტემა „ელასტიურია“ (172, 189-190). როგორც კი ფულის საპროცენტო განაკვეთი აღემატება ბუნებრივ საპროცენტო განაკვეთს, წარმოიქმნება დეფლაციური შეკუმშვის პროცესი. Wicksell-ის აზრით, ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთი არ არის სტაბილური. რეალურ სექტორში ბევრმა ფაქტორმა შეიძლება შეცვალოს ბუნებრივი მაჩვენებლები. მაგალითად, ტექნოლოგიის ან საოჯახო მეურნეობების უპირატესობის ცვლილებები, რაც იწვევს დაზოგვის ცვლილებას. ეს ნიშნავს, რომ ცენტრალურმა ბანკმა თავისი საპროცენტო განაკვეთის პოლიტიკით, დისკრეციული გზით, უნდა დაიცვას ბუნებრივი საპროცენტო განაკვეთი.

ვიკსელის მოდელით აიხსნება ფინანსური კრიზისები. იგი ხაზს უსვამს კაპიტალისტური განვითარების თვისებას, რაც გამოიხატება კუმულაციური ექსპანსიისა და შეკუმშვის თანმიმდევრობით მთლიან ეკონომიკაზე გავლენის მოხდენით. კუმულაციური გაფართოების პერიოდი იწყება ეგზოგენურად. გაფართოება იწვევს არასტაბილურობის ზრდას და ადრე თუ გვიან დასრულდება - ადგილს უთმობს კუმულაციური შეკუმშვის ფაზას. მკვეთრი შეკუმშვა გამოიწვევს ფინანსური სისტემის პრობლემებს. Wicksell-ის შეხედულების მიხედვით, ეკონომიკა გადადის კუმულაციური გაფართოებიდან კუმულაციურ შეკუმშვაზე მაშინ, როდესაც კუმულაციური პროცესების დასასრული არ შეიძლება აიხსნას ენდოგენურად რაიმე მკაცრი გაგებით.

ვიკსელის კუმულაციური ინფლაციური და დეფლაციური ფაზების მოდელი მრავალმა ეკონომისტმა აიტაცა მე-20 საუკუნის დასაწყისში. განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი იყო ჰაიეკი, რომელმაც ჩამოაყალიბა ბიზნესციკლის მოდელები, ხოლო კეინზმა შემოგვთავაზა ნაშრომი „ტრაქტატი ფულის შესახებ“. (173, 85–125)

ჰაიეკისთვის უფრო მნიშვნელოვანია ურთიერთქმედება დანაზოგსა და (წმინდა) ინვესტიციას შორის. ნეოკლასიკური კაპიტალის ბაზარზე დანაზოგი ნიშნავს დამატებითი კრედიტის მიწოდებას გარკვეულ პერიოდში, ხოლო წმინდა ინვესტიცია ნიშნავს დამატებით მოთხოვნას კრედიტზე იმავე პერიოდში. საპროცენტო განაკვეთი - რეალურ სექტორში განსაზღვრული საპროცენტო განაკვეთი - ერთი მხრივ, კაპიტალის ზღვრული პროდუქტიულობით და, მეორე მხრივ, საოჯახო მეურნეობების დროის უპირატესობით - ათანაბრებს დანაზოგს და ინვესტიციას ისე, როგორც სეის კანონი მოქმედებს ეკონომიკაში კრედიტით.

ჰაიეკის ერთ-ერთი მთავარი არგუმენტი არის ის, რომ თანამედროვე საკრედიტო სისტემა არ შეესაბამება ნეოკლასიკური კაპიტალის ბაზრის ხედვას. ფული გავლენას ახდენს, როდესაც ფულის მოცულობა არის ელასტიკური და შეიძლება არსებობდეს სუსტი კავშირი დაზოგვასა და რეალური კაპიტალის ფორმირებას შორის "(75, 101-10) საინვესტიციო რესურსები მოედინება ფულადი დანაზოგიდან. ჰაიეკზე ძლიერი შთაბეჭდილება მოახდინა გერმანელმა ეკონომისტმა ალბერტ ჰანმა (70), რომელიც ამტკიცებს, რომ კრედიტი ქმნის დეპოზიტს და არა პირიქით. ცენტრალურ ბანკს არ აქვს ეფექტური ინსტრუმენტი, რომ შეაჩეროს საკრედიტო და დეპოზიტების გაფართოება, როცა ბანკებს სურთ კრედიტის გაცემა. ჰაიეკი, ძირითადად, ეთანხმება ჰანს. თუმცა იქმნება პრობლემა, რადგან ბანკების მიერ გაცემული კრედიტის მოცულობა სულაც არ ასახავს დანაზოგების მოცულობას. თუ საკრედიტო მოთხოვნა იზრდება ინვესტიციებისთვის, ნებისმიერი მიზეზის გამო, საპროცენტო განაკვეთი არ ასრულებს ინვესტიციების „მუხრუჭის“ როლს, როგორც ეს იქნებოდა თუ ნეოკლასიკური კაპიტალის ბაზარი იფუნქციონირებდა ნეოკლასიკური მოდელის ვარაუდის მიხედვით. (71).

ჰაიეკის აზრით, ბევრმა ფაქტორმა შეიძლება გამოიწვიოს ინვესტიციების ზრდა დანაზოგების შესაბამისი ზრდის გარეშე. რადგან საკრედიტო სისტემა "ელასტიკურია", ის უპასუხებს საკრედიტო გაფართოებას ბანკირების გარეშე იმის ცოდნით, რომ კრედიტზე მოთხოვნა არ არის გამოწვეული გრძელვადიანი ფაქტორებით. საბანკო სექტორში კონკურენცია ასტიმულირებს ენდოგენური კრედიტის გაფართოების პროცესს. თუ გაფართოება არ ფინანსდება დანაზოგებით, იგი გამოიწვევს „ხელოვნურ“ ზრდას ინვესტიციებისა, რომლებიც ვერ მოიპოვებს საჭირო გრძელვადიან ანაზღაურებას, რომელიც მოცემულია წონასწორობის ზღვრული

პროდუქტიულობით. ადრე თუ გვიან, საკრედიტო გაფართოება უნდა დასრულდეს. მომდევნო შეკუმშვისას ხელოვნურად გაზრდილი კაპიტალის მარაგი განადგურდება. შედეგად მივიღებთ კრიზისს ფინანსური კრიზისის პოტენციალით (76).

ირვინგ ფიშერი (57. 31-32) არის ფულის რაოდენობრივი თეორიის თანამედროვე ვერსიის ფუძემდებელი, რომელიც შეიმუშავა დევიდ ჰიუმმა და გამოიყენა დევიდ რიკარდომ და თითქმის ყოველმა კლასიკურმა ეკონომისტმა. ფიშერი მიჰყვება კლასიკურ და ნეოკლასიკურ პარადიგმას და ამტკიცებს, რომ გრძელვადიან პერსპექტივაში ფული ნეიტრალურია და ფულის მიწოდების ცვლილებები, საბოლოოდ, მხოლოდ ფასების დონეზე მოქმედებს. მაგრამ აქ მნიშვნელოვანია ის, რომ ფულის მიწოდების ცვლილებამ შეიძლება მოკლე და საშუალო- ვადიან პერსპექტივაში გამოიწვიოს ეკონომიკის დესტაბილიზაცია. მოკლევადიან პერსპექტივაში ფული სხვა არაფერია, თუ არა ნეიტრალური ფაქტორი. ფულის გრძელვადიანი ნეიტრალიტეტის ჰიპოთეზის მიუხედავად, ეს უკანასკნელი შეიძლება გახდეს ფუნდამენტურად შემაშფოთებელი ფაქტორი ეკონომიკისთვის. აქტივების ფასების „ბაზლები“ და ფინანსური კრიზისი არის მონეტარულ სფეროში შექმნილი დესტრუქციული არეულობის შედეგი.

ამას მივყავართ ირვინგ ფიშერის (58, 337-357) ვალის დეფლაციის ცნობილ თეორიამდე. შეერთებული შტატების დიდი დეპრესიის გავლენის ქვეშ მყოფმა დაწერა ნაშრომი, რომელიც დღემდე წარმოადგენს ერთ-ერთ ქვაკუთხედს დეფლაციური პროცესების დესტრუქციული ძალის გასაგებად. ფიშერის აზრით, ძნელია თავიდან აიცილო ბიზნესციკლი, რომელსაც თან ახლავს აღმავლობა და ვარდნა. იგი არ წარმოადგენს ფუნდამენტურ პრობლემას. თუმცა პრობლემა ის არის, რომ გარკვეულ პირობებში „ნორმალური“ ბიზნეს ციკლი შეიძლება გამოვიდეს კონტროლიდან და მოხდეს კუმულაციური განვითარება, რაც იწვევს ეკონომიკის კუმულაციურ ნგრევას.

ფიშერი თითქმის კეინსიანური მანერით ამტკიცებს, რომ ზედმეტად ოპტიმისტური მოლოდინები იწვევს გაფართოების პერიოდებს, მათ შორის აქტივების ფასების „ბაზლებს“. ჯოგური და სპეკულაციური ქცევა მიზეზია აქტივების ფასების ზრდისა, რაც, ჩვეულებრივ, შერწყმულია უზარმაზარ საკრედიტო გაფართოებასთან. ეს ასევე არის მშპ-ს მაღალი ზრდისა და

მაღალი დასაქმების ფაზები. როდესაც აქტივების ფასის ზრდა სრულდება, საბოლოო შედეგად ვიღებთ აქტივების ფასის დეფლაციას, რაც, უბრალოდ, წინა აქტივების ფასების ინფლაციის შედეგია. რამდენადაც უფრო დიდია „ბაბლი“, მით უფრო დიდი იქნება აქტივების ფასის შემდეგი დეფლაცია. გაფართოების პერიოდის დასასრული, ისევე, როგორც დასაწყისი, მრავალ ფაქტორზეა დამოკიდებული და მხოლოდ ისტორიული ანალიზით შეიძლება დაზუსტდეს. აქტივების ფასის დეფლაცია იწვევს სიმდიდრის განადგურებას, ასევე სპეკულანტებსა და სხვა ეკონომიკურ ერთეულებს უქმნის პრობლემებს ვალების დაფარვისას. უიმედო სესხები იწყებს ზრდას. ვალდებულების შესრულების უზრუნველყოფისთვის აქტივების გაყიდვა და პანიკა იწვევს აქტივების ფასების მკვეთრ დაცემას.

იოსებ შუმპეტერმა (149, 123-126) ფინანსური კრიზისები ახსნა ბუმი-დაცემის ციკლის მოდელით. შუმპეტერის, როგორც კეინზის (94, 209-223), აზრით, მეწარმე ეკონომიკური განვითარების მნიშვნელოვანი რგოლია, ხოლო კაპიტალისტური გაფართოება შეუძლებელია კრედიტის გარეშე. კრედიტი იქმნება ad hoc (არაფრისგან) (147) საბანკო სისტემის მიერ და აძლევს მეწარმეს ფინანსურ ძალას, მიიღოს ინოვაციის განსახორციელებლად ფიზიკური საშუალებები. (148, 106-109).

შუმპეტერი აღწერს ერთგვარ ჯოგურ ქცევას ფირმებისა, რომლებიც მიჰყვებიან ინოვაციურ მეწარმეებს. „მიმდევრები“ ბაძავენ მათ, რათა მიიღონ დამატებითი მოგება ახალ ბაზარზე გასვლით. ამას მათ აიძულებს მწვავე კონკურენცია. თუ ისინი არ მიჰყვებიან ინოვაციურ პროცესს კვალდაკვალ, ადრე თუ გვიან, ბაზარი გამოდევნის მათ. მაღალი ინვესტიციებითა და საკრედიტო გაფართოებით გამოწვეული ბუმის ფაზა ვითარდება, ხოლო გარკვეულ მომენტში მთავრდება და გზას უხსნის შეკუმშვის პროცესს. გაფართოების ეს ფაზა, როდესაც ფირმები ინვესტიციებს აბანდებენ ინოვაციურ საქმიანობაში ან იღებენ კრედიტს რეორგანიზაციისთვის - პროდუქტიულობის ასამაღლებლად, წარმოადგენს თვალსაჩინო ფენომენს. კეთილდღეობას თან ახლავს სპეკულაცია. კომპანიები სპეკულაციით კავდებიან შემდგომი გაფართოების მიზნით და ზრდიან შეკვეთებსა და მარაგებს. სპეკულაციამ, თავის მხრივ, შესაძლოა შექმნას „ხარის“ ბაზარი. ოჯახებმა შეიძლება აიღონ სამომხმარებლო სესხები და ა.შ. გაფართოების შედეგად კომპანიების შესაძლებლობების ზრდა (პროდუქტიულობის გაზრდის გარეშე) გრძელდება და მათ აქვთ

მაღალი მოთხოვნის მოლოდინი. შუმპეტერი განასხვავებს პროდუქტიულსა და არაპროდუქტიულ კრედიტს. ის აღნიშნავს, რომ პირველი ზრდის პროდუქტიულობას, ხოლო მეორე - არა.

გარდა ამისა, ინოვაციის დანერგვისას ფასების დონე იმატებს. როგორც კი ინოვაციური პროცესი დასრულდება, ახალი წონასწორობა ფასის დაბალი დონით აღინიშნება. ასე რომ, ექსპანსიას ახასიათებს ინფლაცია, ხოლო რეცესიას კი - დეფლაცია. რა არის მნიშვნელოვანი: კრიზისის ფაზაში, როდესაც მოთხოვნა და გამომუშავება მცირდება, ყველა ფირმა ვერ გადარჩება. ფირმები, რომლებიც არ იყვნენ საკმარისად ინოვაციურნი, გაკოტრდებიან. კერძოდ, არაპროდუქტიული სესხები იწვევს პრობლემებს. ეკონომიკური კრიზისები და, გარკვეულწილად, ფინანსური კრიზისები არის კაპიტალისტური განვითარებისთვის ჩვეული პროცესის ნაწილი, აგრეთვე შესაძლებლობა, გაზარდოს პროდუქტიულობა და ინოვაციები. შუმპეტერი (147, 222-226) საუბრობს შემოქმედებითი განადგურების პროცესზე, რომელიც ძალიან ახლოსაა კარლ მარქსის (1867) ჭარბი ღირებულების შექმნის იდეასთან, რაც გამოიხატება იმ დამატებითი მოგების შანსების სტიმულირებით, რომლებიც შეუძლიათ მიიღონ ინოვაციურ ფირმებს. შუმპეტერის თეორიულ მოდელში ეკონომიკა ისევ წონასწორობის თანავარსკვლავედში შედის, თუმცა პროდუქტიულობის უფრო მაღალი დონითა და ახალი პროდუქტებით. ახალი გაფართოება შეიძლება დაიწყოს, როდესაც სამეწარმეო განწყობა კვლავ მაღალია და ფინანსები კი - ხელმისაწვდომი.

თუმცა შუმპეტერი (149,158-160) ასევე ამტკიცებდა, რომ კრიზისები შეიძლება გახდეს არაკონტროლირებადი. ასეთ შემთხვევაში არა მხოლოდ ნაკლებად ინოვაციური ფირმები განიდევენებიან ბაზრიდან, არამედ კარგი ფირმებიც. ამგვარი განვითარება არის უფუნქციო და საზიანოა ეკონომიკის განვითარებისთვის. ის ახასიათებს რეცესიას, როგორც ნორმალურ პროცესს, გაფართოებას და დეპრესიას, როგორც დისფუნქციურ განვითარებას. დეპრესიისთვის დამახასიათებელია ახალი წონასწორობის დაქვეითება, როდესაც კუმულაციური პროცესები (მაგალითად, ფიშერის ვალის დეფლაცია) აშორებს ეკონომიკას წონასწორობის წერტილიდან. გადაიქცევა თუ არა რეცესია დეპრესიად, შუმპეტერის აზრით, დამოკიდებულია გარე პირობებზე და არ არის პროგნოზირებადი. თუმცა ზოგიერთი ფაქტორი ზრდის ალბათობას. ესენია,

მაგალითად: ზოგადი ინტელექტუალური განვითარება და განწყობა ბიზნესსაზოგადოებასა და ფართო საზოგადოებაში, კრედიტის გაფართოება (კერძოდ, არაპროდუქტიული კრედიტი) კეთილდღეობის ფაზაში, არასწორი ადაპტაციისა და მატყუარა ბიზნესპრაქტიკის გავრცელება.

1904 წელს ეკონომიკის ინსტიტუციური მიდგომის დამფუძნებელმა თორსტინ ვებლენმა შეიმუშავა ფინანსური კრიზისების თეორიული ხედვა, რომელიც გულისხმობს მოგების განაკვეთში ცვლილებების გავლენას კრედიტის გაცემაზე.

ვებლენის აზრით, ბიზნესში გადაწყვეტილების მიღებისას განმსაზღვრელია მოგება, ხოლო მისი დონე, თავის მხრივ, გავლენას ახდენს ქვეყნის ეკონომიკაზე. მან გამოყო კრედიტების ორი ტიპი: 1. საქონლის ყიდვა-გაყიდვასთან დაკავშირებული გადავადებული გადახდები (დღევანდელი განსაზღვრების თანახმად, სავაჭრო კრედიტი); 2. სესხები და ვალები - ბანკომატები, აქციები, ფასიანი ქაღალდები, დეპოზიტები და ა.შ. მისი აზრით, ბიზნესის გასაფართოებლად კრედიტი არის მნიშვნელოვანი და მისი გამოყენება, რა თქმა უნდა, აუცილებელია ეკონომიკაში.

„როდესაც გადახდისუნარიანი მენეჯერი ხედავს არსებით განსხვავებას გაცემული კრედიტის ღირებულებასა და მოგების სწრაფ ზრდას შორის, რომელიც მიიღება ამ კრედიტის გამოყენებით, იგი შეეცდება, მოიძიოს ეს კრედიტი. მაგრამ კონკურენტული ბიზნესის პირობებში, რამდენადაც ხელსაყრელი არ უნდა იყოს, ზოგადად, ის აუცილებელი ხდება ყველა კონკურენტისათვის . . . კრედიტის გამოყენება ხდება ზოგადი პრაქტიკა“ (159, 177-78).

მაქსიმალური მოგებისთვის კრედიტი არის სასურველი. ის შეთავაზებულია ფირმის აქტივების ღირებულების საფუძველზე, გამოიყენება როგორც გირაო და დამოკიდებულია მოსალოდნელ მოგებაზე, რომელიც განისაზღვრება ამ აქტივების საშუალებით დისკონტირებული საბაზრო საპროცენტო განაკვეთით. ეს აქტივები არის საწარმოები და საწარმოო პროცესები, რომელთა კაპიტალიზაცია შეიძლება იყოს აპროქსიმირებული კრედიტორების მიერ საფონდო ბირჟაზე ფირმის აქციების საბაზრო ღირებულების საფუძველზე.

ეკონომიკური ზრდის პერიოდში კრედიტის შეთავაზებაზე გავლენას ახდენს ორი შესაძლო ფაქტორი: მოგების ზრდა და მომავალი მოგების მოლოდინი. ფაქტობრივი და მომავალი მომგებიანობის ზრდა დამოკიდებულია პროდუქტის გასაყიდ ფასსა და პროდუქტის წარმოებაზე გაწეული ხარჯების „დიფერენცირებულ უპირატესობაზე“ (132, 200-201).

ჩვეულებრივ სიტუაციაში წარმოების აუცილებელი ხარჯები მეტია პროდუქციის მომავალ - გასაყიდ - ფასზე. ამის გამო დიფერენცირებული უპირატესობა, რომელზეც დაფუძნებულია ბიზნესის აყვავება, ქვეითდება; მოგების დონე მცირდება; გაფართოებული კაპიტალიზაცია, დაფუძნებული სავარაუდო გაზრდილ შემოსავალზე, უფრო დიდი ჩანს, ვიდრე - რეალიზებული ან პერსპექტივაში არსებული წარმოების ხარჯები. შესაბამისად, დამატებითი გირაოს ღირებულება ეცემა იმ დონემდე, რომ უკვე შეუძლებელია კრედიტის გაცემის მხარდაჭერა მასზე დაყრდნობით, შეუსრულებელი კონტრაქტების გამო. ეს იწვევს ლიკვიდაციას (160, 200-201).

ვებლენი გვთავაზობს კრიზისების იდენტიფიკაციას: ლიკვიდაციის პერიოდი, კრედიტების, კრედიტების გაუქმების პერიოდი, დისკონტირების მაღალი განაკვეთი, ფასების დაცემა, იძულებითი გაყიდვები და ღირებულების შემცირება. გამომდინარე ეკონომიკის სხვადასხვა სფეროს ურთიერთდამოკიდებულებიდან, ლიკვიდაცია სწრაფად ვრცელდება. ამგვარად, ვებლენისათვის ფინანსური კრიზისი არის გაცემული კრედიტების ლიკვიდაციის პროცესი, რომელიც წარმოიქმნა აყვავების პერიოდში, ვინაიდან უფრო ნაკლები მომგებიანობის მოლოდინს მოჰყვება აქტივების დაბალი კაპიტალიზაცია და კრედიტების შეზღუდვა.

ფინანსური კრიზისების მიტჩელისეული ანალიზი, რომელიც ეხება ბიზნესციკლების მოძრაობას, ეფუძნება ეკონომიკური ცვლადების ცვლილებების სტატისტიკის შესწავლას.

ეკონომიკური თეორიის მიმართ მიტჩელის დამოკიდებულებაში იგრძნობა ვებლენის გავლენა, რომელიც ფოკუსირდება ეკონომიკის ცვლილების დინამიკურ და ევოლუციურ პროცესებსა და მოგების მნიშვნელობის როლზე. ბიზნესციკლების მიტჩელისეული თეორია ეხება კუმულაციური ცვლილებების პროცესს, რომლის შედეგად მოგებისადმი მისწრაფება ციკლის ერთ ფაზას გარდაქმნის მომდევნო ფაზად. მიტჩელის ანალიზის მიხედვით, ბიზნესციკლის განუყოფელი, მნიშვნელოვანი ფაზაა ფინანსური კრიზისები და ფინანსური კრიზისების გაგებისათვის აუცილებელია ანალიზი კუმულაციური ცვლადებისა, რომლებიც ქმნიან კრიზისის განვითარების პირობებს.

მიტჩელი განხილვას იწყებს დეპრესიის შედეგებზე მსჯელობით. ის ეხება ბიზნესხარჯების, მარაგის, საპროცენტო განაკვეთისა და აკუმულირებული ვალების შემცირებას და ასევე - ბანკებისა და სხვა კრედიტორების მხრიდან ბიზნესისათვის სესხის გაცემასთან დაკავშირებულ

სურვილს, რაც ქმნის პირობებს მომგებიანი გაფართოებისათვის. ეს წარმოადგენს დეპრესიის ტიპურ შედეგებს, რომლებიც ფიქსირდება მიტჩელის პერიოდში.

როდესაც ზრდისთვის საჭირო პირობები შექმნილია, თავისთავად იწყება გაფართოება, ამისთვის შესაფერისი მოვლენების ან ვაჭრობის ნელი ზრდის შედეგად. ხარჯების დროითი ინტერვალი, განსაკუთრებით კი, ერთეული შრომის ღირებულება გასაყიდი ფასების მიღმა, ხელს უწყობს მოგების ზრდას. ეს კი, რა თქმა უნდა, ნდობას ამაღლებს და ორივეს წვლილი შეაქვს ინვესტიციების ზრდაში. ზრდადი საინვესტიციო ხარჯები, თავის მხრივ, გავლენას ახდენს პროცესზე, რომლის საშუალებით მოგება, ფასები და ვაჭრობის მოცულობა მეტად ფართოვდება და ქმნის კუმულაციურ ზრდად სპირალს.

უნდა ითქვას, რომ თვით ზრდა ააქტიურებს საწინააღმდეგო ძალებს, რასაც მოჰყვება ბიზნესის ფორმირების ღირებულებისა და ასევე - გრძელვადიან ობლიგაციებზე საპროცენტო განაკვეთის ზრდა. შედეგად, ბიზნესი მყარად ეფუძნება მოკლევადიან დაფინანსებას და გეგმები ახალი ბიზნესის ფორმირებისათვის მცირდება (124, 43-44). მართალია, ახალი ბიზნესის სტრუქტურირებისთვის შეკვეთები იკლებს, მაგრამ ფაქტობრივი საინვესტიციო ხარჯები ინარჩუნებს აქტუალურობას. მიტჩელი აღნიშნავს, რომ „საწარმოები მომავალი მიწოდებისათვის ერთდროულად იღებენ შეკვეთებს, რომლებიც მცირდება... ამჟამად მათ უნდა იმუშაონ მეტი ძალისხმევით, რომ შეასრულონ ძველი ხელშეკრულებები. ამგვარად, რთული მდგომარეობა მომავალ პერიოდში შემსუბუქდება და, როგორც წესი, ის მანამ არ შეიქმნება, სანამ არ წარმოიქმნება კრიზისი“.

ფინანსებზე მოთხოვნა არაელასტიურია, ვინაიდან მრავალი მევალე ფიქრობს, რომ შეუძლია დისკონტის მაღალი განაკვეთით გადახდა რამდენიმე თვის განმავლობაში და კვლავ მოგების მიღება ბრუნვიდან. გარდა ამისა, ხშირად ფული, მიღებული მოკლევადიანი სესხებით, არის ნაწილი იმ მთლიანი სახსრებისა, რომლებიც უკვე დაბანდებულია კონკრეტულ საინვესტიციო პროექტში.

იმ მოკლევადიანი სესხების მიწოდება, რომლებიც პირდაპირ ან ირიბად, ძირითადად, ბანკებიდან მოდის, შეზღუდულია ოქროს სტანდარტის მოუქნელობით. ამგვარად,

არაელასტიური მოთხოვნა და შეზღუდული მიწოდება იწვევს მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის ზრდას.

კრედიტების გაცემის გაგრძელების დროს თუ აღმოჩნდება, რომ შეუძლებელია გასაყიდი ფასის გაზრდა იმდენად, რათა დაიფაროს ერთეულ შრომაზე გაწეული ხარჯები, ბიზნესის გარკვეული ჯგუფების მოგება იწყებს შემცირებას. მოგების შემცირება, საპროცენტო განაკვეთის ზრდასთან ერთად, ძირს უთხრის ბიზნესის გაფართოებას და უზიდავს ფინანსური კრიზისების წარმოქმნას.

ვებლენის მსგავსად, მიტჩელი თვლის, რომ ბიზნესის გაფართოებაში კრედიტების გამოყენება დაფუძნებულია მომავალი მოგების კაპიტალიზებული ღირებულების ოპტიმისტურ მოლოდინზე. საპროცენტო განაკვეთის ზრდა, განპირობებული კაპიტალიზებული ღირებულების შემცირებით, ექვევებ აყენებს კრედიტის გაცემის გაგრძელებას. მოგების შემცირება ზოგიერთი ბიზნესისათვის აუარესებს მომავალი მოგების მიღების ზოგად პერსპექტივას და იწვევს კრედიტორებში შიშის გრძნობას გადაუხდელობის გამო. ეს იწვევს ლიკვიდაციას, ხოლო ლიკვიდაციის პროცესში აყვავება გარდაიქმნება კრიზისად (123, 157-158).

ვებლენის მსგავსად, მიტჩელი მიიჩნევს, რომ კრედიტების ლიკვიდაცია ფინანსურ კრიზისზე მიუთითებს: როდესაც გადაუხდელ კრედიტს მოითხოვენ, ზოგადი ციკლი აყვავების ფაზიდან კრიზისის ფაზაში გადაინაცვლებს. თუმცა, ვებლენისგან განსხვავებით, მიტჩელი გამოყოფს ლიკვიდაციის პროცესის ორ შესაძლო შედეგს: ერთი არის ფინანსური კრიზისი, რომელსაც მოჰყვება დადმავლობის პერიოდი ბიზნესციკლში. თუმცა სასტიკი ზემოქმედების გარეშე ვერ დაიწყება გაკოტრების ეპიდემია, ვერ დაიხურება ბანკები და ჩვეულებრივი ბიზნესპროცესები მოულოდნელად ვერ შეჩერდება.

მეორე შედეგი წარმოადგენს რთულ კრიზისს, რომელიც გადაიქცევა ფინანსურ პანიკად. ამის ალბათობა მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებულია ბანკების შესაძლებლობაზე, დააკმაყოფილონ მათდამი წაყენებული მოთხოვნები.

მიტჩელი დასკვნის სახით დასძენს, რომ კრიზისის დასრულება, მოჰყვება მას პანიკა თუ არა, არის ლიკვიდაციის ინტენსიური მოთხოვნის შეწყვეტა. ასე იმიტომ ხდება, რომ ბიზნესსაზოგადოების წევრებმა წარმატებით გაუძლეს მთელ პროცესს და ეს გახლავთ ტესტირება მათი უნარისა,

შეასრულონ თავიანთი ფინანსური ვალდებულებები. ლიკვიდაციის მწვავე ეტაპი ანუ კრიზისი - დასრულდა და დეპრესია ანუ ლიკვიდაციის ნელი ეტაპი - იწყება (125, 123-124).

მინსკის „ფინანსური არასტაბილურობის ჰიპოთეზა“ წარმოადგენს „ზოგადი თეორიის“ ინტერპრეტირებას. მინსკის თეორიული საფუძვლები აგებულია კეინზის ნაშრომების რეინტერპრეტირებაზე. მინსკის აზრით, კეინზის ნეოკლასიკური სინთეზის სტანდარტული რეინტერპრეტაცია ამახინჯებს კეინზის თეორიას, რომელიც განპირობებულია სამი ძირითადი თემის იგნორირებით: განუსაზღვრელობა, ბიზნესციკლები და ფინანსები. ამ სამი კონცეფციის კავშირი წარმოადგენს მინსკის თეორიის საფუძვლებს. ხოლო ამ ელემენტების დამაკავშირებელია მისი ინვესტიციების თეორია. მინსკი თავის ნაშრომში აღნიშნავს, რომ კეინზის აზრით, ფინანსური ცვლადები ძირითადად განსაზღვრავს ინვესტიციებს, ხოლო ინვესტიციების დონე და ცვლილება განსაზღვრავს მთელი ეკონომიკის მდგომარეობას. გარდა ამისა, ფინანსურ ცვლადებზე გავლენას ახდენს მოსაზრება მომავლის შესახებ, რომელიც სწრაფად იცვლება. ამგვარად, საინვესტიციო გადაწყვეტილება საკმაოდ განუსაზღვრელია.

მინსკის „ფინანსური არასტაბილურობის ჰიპოთეზა“ დაფუძნებულია ორ თეზისზე: 1. კაპიტალიზმი ენდოგენურად მიდრეკილია ზრდისაკენ. 2. ეს ზრდა ენდოგენურად გადაიქცევა ფინანსურ არამდგრადობად და ფინანსურ კრიზისებად. მინსკის ამოსავალ წერტილს წარმოადგენს აღმავალი არასტაბილურობის განაცხადი: სტაბილურობა და წონასწორობა არის დესტაბილიზაციის გამომწვევი და არასტაბილურობის საფუძვლები არის აღმავალი. მისი თეორია ეხება ენდოგენურ, სისტემურ ცვლილებებს, რომლებიც გვხვდება ბიზნესციკლის ნებისმიერ ეტაპზე, იქნება ეს კეინზის არასრული დასაქმების წონასწორობისას, სრული დასაქმების წონასწორობისას თუ მდგრადი ზრდისას. სტაბილური დონის მიღწევისთანავე იწყება დესტაბილიზაციის პროცესი. მისი აზრით, მდგრადი ზრდა გარდუვალად იწვევს არასტაბილურობას, რომელიც, თავის მხრივ, იწვევს სპეკულაციურ ბუმს. სწორედ რომ საინვესტიციო ბუმი წარმოადგენს ფინანსური კრიზისების გამომწვევ პირობებს. ამ პროცესს ის უწოდებს სისტემური არამდგრადობის თეორიას. (79, 3-55)

მინსკის თანახმად, სამი ძირითადი ელემენტია ფინანსური არამდგრადობის განმსაზღვრელი: შეფარდებითი წონა, რასაც ის უწოდებს ჰეჯირებას, სპეკულაციური და პონზის ფინანსები.

თუმცა მინსკის ფინანსური არასტაბილურობის ჰიპოთეზაში არასისტემური ქცევა არ განიხილება, როგორც მუდმივი ცვლილებების მქონე. ის ხაზს უსვამს ენდოგენურ ფაქტორებს. სისტემატიური ცვლილებები იწვევს ბიზნესციკლის სტადიებს. ცალკეული ეტაპი, იქნება ეს ბუმი, კრიზისი, ვალის დეფლაცია, სტაგნაცია ან ეკონომიკური აქტივობის ზრდა, არის დროებითი მოვლენა. სტაბილურობის გარკვეული დონის მიღწევისას იწყება დესტაბილიზაციის პროცესი. კერძოდ, საქმე ეხება სისტემურ ცვლილებას ბიზნესციკლის ეკონომიკური აქტივობის ფაზაში. მისი აზრით, ეკონომიკური აქტივობის ზრდა გარდუვალად იწვევს არასტაბილურობას, რაც განპირობებულია იმ პროცესებით, რომლებიც გარდაქმნის მათ სპეკულაციური ინვესტიციების ბუმიად .

მინსკი ინვესტიციების ბუმის პერიოდს მიიჩნევს ფინანსური კრიზისის პირობად. მისი თეორიული სტრუქტურა განიხილება ენდოგენური პროცესებით. იგი თავის თეორიას უწოდებს „სისტემური არამდგრადობის თეორიას“. ფინანსური არამდგრადობა წარმოადგენს ფინანსური სისტემის ატრიბუტს. არამდგრად ფინანსურ სისტემაში ხანრძლივი ნორმალური რყევები შეიძლება იყოს მოშლილი ჩვეულებრივი მოვლენით. სისტემური არამდგრადობა გულისხმობს, რომ არამდგრადი ფინანსური სტრუქტურის განვითარება გამოწვეულია ეკონომიკის ნორმალური ფუნქციონირებით (85, 75-76).

მინსკის თანახმად, არსებობს აგრეთვე მნიშვნელოვანი სტიმული მოკლევადიანი სასესხო კაპიტალის გამოყენებისათვის. თუ ამოგების მრუდი არის დადებითი (ანუ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი არის გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთზე დაბალი), შეიძლება უფრო მომგებიანი იყოს მოკლევადიანი სესხის აღება. ეკონომიკის აყვავების პერიოდში, ნდობის ზრდასთან ერთად, ბიზნესს არ ექმნება რაიმე სახის პრობლემა ხელახალ დაფინანსებასთან (რეფინანსირებასთან) დაკავშირებით. მინსკის თანახმად, მოკლევადიანი დაფინანსება ბევრისათვის ხდება „ცხოვრების წესი“. ზრდის პერიოდში ბიზნესის ფინანსურ სტრუქტურაში მოკლევადიანი ვალის ტვირთი იმატებს, ხოლო ნაღდი ფულის წილი პორტფელში მცირდება. ამრიგად, სხვადასხვა ფინანსურ სტრუქტურაში ფიქსირდება რაოდენობრივი თანაფარდობის ცვლილება და ეკონომიკური ზრდის პერიოდში იმატებს სპეკულაციური და პონზის ფინანსები.

სპეკულაციური და პონზის ფინანსების თავისებურება ის არის, რომ ბიზნესერთეულებს მუდმივად უხდებათ თავიანთი ვალების დაფინანსება ვალდებულებების დაკმაყოფილების

მიზნით. ამგვარად, სპეკულაციური და პონზის ფინანსები უქმნიან საფუძველს არაელასტიურ მოთხოვნას ფინანსებზე, საპროცენტო განაკვეთთან დაკავშირებით. (121, 14-15)

ფინანსებზე არაელასტიური მოთხოვნის მეორე წყაროს წარმოადგენს ინვესტიციების დაფინანსების თავისებურება. მინსკი აღნიშნავს, რომ არსებობს ინვესტირების დაფინანსების ორი მეთოდი. აუცილებელი ფონდების ზრდა შესაძლებელია პროექტის დასაწყისში ან პროექტის პროცესში (თანმიმდევრული დაფინანსება). თანმიმდევრული დაფინანსება უფრო ჩვეულებრივი პროცედურაა. დაფინანსების ეს მეთოდი იწვევს არაელასტიურ მოთხოვნას ფონდებზე. არაელასტიურობა ფონდების მიწოდებაში იწვევს საპროცენტო განაკვეთის მკვეთრ ზრდას.

თუ ცენტრალური ბანკი გაატარებს მკაცრ მონეტარულ პოლიტიკას, ეს პროცესი უფრო გართულდება, მიუხედავად იმისა, რომ საპროცენტო განაკვეთი გაიზრდება მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის გარეშე, რომელსაც განახორციელებს ფედერალური სარეზერვო სისტემა. ვინაიდან გამსესხებლები და მსესხებლები ეძებენ ახალ გზებს ინვესტიციების დასაფინანსებლად, მსესხებლები აუცილებლად შეეცდებიან, მონახონ ფინანსების ისეთი წყაროები, რომელთა ფასეულობის ლიკვიდურობა იქნება მაღალი. ამგვარად, ვალებთან დაკავშირებული სახელშეკრულებო პირობები გაიზრდება. მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის მკვეთრი ზრდა ასევე გამოიწვევს გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთის ზრდას (79, 3-55).

ზრდადი საპროცენტო განაკვეთის მნიშვნელობა შემდეგია: არამდგრადი ფინანსური სტრუქტურის ბუმის შედეგად, ფინანსური საპროცენტო განაკვეთის ზრდით გამოწვეული უკუკავშირი იწვევს ფინანსურ კრახს, რაც, თავის მხრივ, წარმოადგენს საშიშროებას კუმულაციური ვალების დეფლაციის ინიცირებისთვის. ახლა ის ასახავს ისეთ პროცესს, რომლითაც საპროცენტო განაკვეთის ზრდა ხდება ფინანსური კრიზისის დაწყების მიზეზი.

საპროცენტო განაკვეთების ზრდას კი მოჰყვება შემდეგი სამი შედეგი: 1. ნაღდი ფულის გადახდის ვალდებულებამ შეიძლება გადააჭარბოს ნაღდი ფულის მიღებას. 2. აქტივების საბაზრო ღირებულება შეიძლება დაეცეს ვალდებულებებთან შედარებით 3. გამსესხებლებმა შეიძლება შეზღუდონ სესხების გაცემა (პირველი ორი თანმიმდევრობის შედეგად). და გამსესხებლების დამოკიდებულებაც შედარებით სწრაფად შეიცვლება 121, 16-20).

მინსკი გამოყოფს ორ სცენარს, რომლის შედეგად ნაღდი ფულის გადახდის ვალდებულებები იზრდება ნაღდი ფულის შემოსვლასთან შედარებით - აქტივების საბაზრო ღირებულება მცირდება ვალდებულებებთან შედარებით და მისაღები ვალდებულებების სტრუქტურა ხელახლად ფასდება. პირველი სცენარის მიხედვით, საპროცენტო განაკვეთის ზრდა იწვევს ინვესტიციების შემცირებას. ინვესტიციების შემცირებას მოჰყვება კვაზი რენტის (მინსკი უწოდებს მათ მოგებას) შემცირება. მოგების შემცირება კი იწვევს პრობლემის გამწვავებას. ეს უკავშირდება ვალდებულების სტრუქტურას, რომელიც მუდმივ დაფინანსებას ხდის საეჭვოს, აიძულებს აქტივების გაყიდვას ფულადი სახსრების გადიდების მიზნით. შედეგად მკვეთრად მცირდება აქტივების ფასები.

მინსკი აღნიშნავს, რომ ფინანსური არამდგრადობა ეხება არასაფინანსო ბიზნეს- კორპორაციებს. ამ სირთულეებს ასევე აქვს გავლენა ბანკებსა და სხვა ინსტიტუტებზე, სესხის გაცემის თვალსაზრისით. ბანკების ფინანსური პოზიციები უარესდება, როდესაც სპეკულაციურსა და პონზის ერთეულებს არ შეუძლიათ ვალდებულებების დაფინანსება. მინსკის მეორე სცენარის მიხედვით, საპროცენტო განაკვეთის ზრდა არამდგრად ფინანსურ სისტემაში თავდაპირველად იწვევს ფინანსურ კრიზისს, რაც, თავის მხრივ, იწვევს ინვესტიციების შემცირებას. ასეთი ცვლილებები ვალის დაფინანსების პირობებს ართულებს, რაც იწვევს საწარმო მარაგების გაყიდვასა და ინვესტიციების შემცირებას. შედეგად ეკონომიკა მიემართება რეცესიისკენ (85, 75-76).

მინსკი ხაზს უსვამს, რომ მეორე შემთხვევა იშვიათია. თუმცა, რაც არ უნდა იყოს, არსებობს თანმიმდევრული კავშირი ფინანსურ კრიზისებსა და ინვესტიციების დაცემას შორის და ნათელია, რომ ორივე შესაძლებელია, ფინანსური კრიზისი კი არის აუცილებელი ელემენტი.

ბიზნესციკლების გამოცდილება, 1966 წლის ფინანსური კრაზიდან მოყოლებული, გამოვლინდა ფინანსური არასტაბილურობით, რომელმაც გვიჩვენა რეცესიები და რომელიც გამოწვეულია ან სწრაფად გამოიწვევს მნიშვნელოვანი ფინანსური ბაზრების დაცემას - ხოლო კრაზის გარეშე ყოველგვარი რეცესია გამორიცხულია (121, 14-15).

საკრედიტო შეზღუდვებთან დაკავშირებით, საინტერესოა პრაქტიკოსი ეკონომისტების- ვოჯნილოვერისა და სინაის - შეხედულებები. ვოჯნილოვერი ხაზს უსვამს ფინანსური

კრიზისების ოთხ ძირითად ფაქტორს: პირველი, დანახარჯებისადმი მიდრეკილება (ანუ მოთხოვნა ნომინალურ მთლიან ეროვნულ პროდუქტზე) და, მაშასადამე, კრედიტებისადმი მოთხოვნა, არაელასტიურია საპროცენტო განაკვეთების საერთო დონის მიმართ. ის ასევე ფოკუსირებულია ბიზნესციკლების ზედა გარდატეხის წერტილზე, რაც ნიშნავს, რომ მოთხოვნა კრედიტზე არაელასტიურია ზედა გარდატეხის წერტილთან ახლოს.

თუმცა ეს მოსაზრება ეხება არა მხოლოდ კრედიტებზე მოთხოვნის არაელასტიურობას, არამედ კრედიტსა და რეალურ ხარჯებს შორის კავშირს. დანახარჯებისადმი მიდრეკილება იწვევს კრედიტისადმი მოთხოვნას, რათა დაფინანსდეს რეალური ხარჯები. გარდა ამისა, რაც მნიშვნელოვანია ერთობლივი მოთხოვნისათვის, არის კრედიტზე წვდომა და არა ფულზე, თავის მხრივ, (136, 1-51) მოვლენების თანმიმდევრობა, რომელსაც ვოჯნილოვერი აღწერს თავის ნაშრომში, ფოკუსირებულია კრედიტზე მოთხოვნის ცვლილებაზე.

ვოჯნილოვერის მეორე მოსაზრების მიხედვით, კრედიტის ზრდა განისაზღვრება მისი მიწოდებით (175, 277-78). ბიზნესციკლების გაფართოების პიკი იწვევს კრედიტზე დაუსრულებელ მოთხოვნას. შესაძლო საპროცენტო განაკვეთზე სახსრების ხელმისაწვდომობა კი განსაზღვრავს, რა მოცულობის კრედიტი გაიცემა რეალურად.

მესამე მოსაზრების თანახმად, ფინანსურ მდგომარეობას შეიძლება ჰქონდეს დომინანტური და ძლიერი გავლენა ბიზნესციკლების განვითარების მიმართულებაზე რეალური და სასურველი ფინანსური მარაგების ცვლილებების სიხშირის გამო (174, 324-325).

ამ სამი მოსაზრების გაერთიანება ნიშნავს მეოთხეს: შეფერხებები კრედიტის მიწოდებისას იწვევს ფინანსურ პრობლემებს (საკრედიტო კრიზისი), რომლებიც პასუხისმგებელია დაღმავალ ბიზნესციკლზე. ვოჯნილოვერის მოსაზრების მიხედვით, მხოლოდ საკრედიტო კრიზისი არ წარმოქმნის რეცესიას. იმისათვის, რათა ადგილი ჰქონდეს რეცესიას, საკრედიტო კრიზისი არის აუცილებელი.

ვოჯნილოვერი გამოთქვამს მოსაზრებას, რომ არსებობს კრედიტის შეზღუდვებთან დაკავშირებული სხვადასხვა მიზეზი. განსაკუთრებით გამოყოფს ორს: პირველი, რეგულაცია - საპროცენტო განაკვეთის „ჭერი,“ რომელიც გავლენას ახდენს კრედიტორების სტიმულზე და

მეორე, მსხვილი ორგანიზაციების სერიოზული დეფოლტის პრობლემა, რომელსაც შეუძლია გავლენის მოხდენა ფინანსურ ბაზრებზე (175, 277-78).

ამგვარად, ფინანსური კრიზისების თეორიული ანალიზიდან შეიძლება შემდეგი დასკვნების გამოტანა: პირველი, ეკონომიკური ბუმის ფაზები, საკრედიტო გაფართოებასა და ეკონომიკური აგენტების უფრო მაღალ სავალო ტვირთთან ერთად, არის შემდგომი სისტემური ფინანსური კრიზისის მთავარი ახსნა. მეორე, ის მოკლევადიანი სპეკულაციები აქტივების ბაზრებზე, რომლებიც ხშირად დაკავშირებულია საკრედიტო ექსპანსიასთან და თაღლითობასთან, აჩქარებენ და აღრმავებენ კრიზისს. მესამე, უძრავი ქონების ბაზრები ძალიან მნიშვნელოვანია ეკონომიკური განვითარებისთვის და ასევე ეკონომიკური დესტაბილიზაციისთვის, რადგან კრედიტების დიდი მოცულობა მოდის უძრავი ქონების საქმიანობაზე. ამავდროულად, უძრავი ქონების ბაზარს აქვს ფუნდამენტური სოციალური ფუნქცია საზოგადოებაში.

გარდა ამისა, ფინანსური კრიზისების ერთ-ერთ მაპროვოცირებელ ფაქტორად შეიძლება ჩაითვალოს ფინანსური ინოვაციები და ფინანსური ლიბერალიზაცია. გრძელვადიან პერიოდში ფინანსური ლიბერალიზაცია ხელს უწყობს ფინანსური სისტემის გაუმჯობესებას, რაც უზრუნველყოფს კაპიტალის ეფექტიან განაწილებას, თუმცა ფინანსურ ლიბერალიზაციას ახასიათებს გარკვეული ნაკლოვანებებიც: მოკლევადიან პერიოდს შეიძლება მოჰყვეს სესხების დიდი მოცულობით გაცემა და გამოიწვიოს ეგრეთ წოდებული საკრედიტო ბუმი. ფინანსურ სისტემაში ინოვაციების დანერგვამ, კერძოდ, იპოთეკების სექიურიტიზაციის პროცესმა ხელი შეუწყო კრედიტების ხელმისაწვდომობას. სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო ბანკები და ბაზრის სხვა მონაწილეები იყენებდნენ კრედიტის დეფოლტის სვოპებს (credit default swaps (CDS)), რაც ასრულებდა დაზღვევის როლს. კრედიტების დეფოლტის სვოპების ბაზარი (CDS) გაფართოვდა სწრაფად 2000 წლის შემდეგ. სწორედ კვლევების მიხედვით ინოვაციური დერივატიული ინსტრუმენტები დასახელდა კრიზისის ერთ-ერთ ფაქტორად. რომლებსაც დეტალურად განვიხილავთ მომდევნო პარაგრაფებში.

1.2 ფინანსური სტაბილურობის მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები და ფინანსური კრიზისების დინამიკა ისტორიულ ჭრილში და გამომწვევი მიზეზები.

ამ პარაგრაფში განვიხილავთ ფინანსურ კრიზისებს ისტორიულ კონტექსტში და ფინანსური კრიზისების გამომწვევ მიზეზებს. ამ პარაგრაფის ანალიზს დავიწყებთ შემდეგი კითხვის დასმით.

რატომ არის ფინანსები აუცილებელი და რატომ აქვს ფინანსებს მიდრეკილება კრიზისებისადმი?

ამ კითხვაზე პასუხის გაცემა აუცილებლად უნდა დავიწყოთ ფინანსური სისტემის მთავარი მახასიათებლის განხილვით და ფინანსური სისტემის კრიზისების (არასტაბილურობის) ისტორიული რეტროპერსპექტივის ანალიზით.

ფინანსური სისტემა არის დაპირებათა პირამიდა, რომელიც ეფუძნება ნდობასა და რწმენას. დაპირებების შეუსრულებლობა ხშირად შეიძლება მათი გამცემი პირების უშუალო ინტერესებიდან გამომდინარეობდეს. კომპლექსური სტრუქტურის მიმართ ადამიანების რწმენის ფორმირება დამოკიდებულია იმაზე, თუ რამდენად ძლიერი და საიმედოა კანონის ფარგლებში მოქმედი ინსტიტუტები. ფინანსური სისტემის სწორ მენეჯმენტს მოაქვს მნიშვნელოვანი სარგებელი, ხოლო არასწორ მენეჯმენტს შეიძლება მოჰყვეს კატასტროფული შედეგი. ანუ მინსკის „ფინანსური არასტაბილურობის ჰიპოტეზიდან გამომდინარე: 1. კაპიტალიზმი ენდოგენურად მიდრეკილია ზრდისაკენ და ამავე დროს 2. ზრდა ენდოგენურად გარდაიქმნება არადმგრადობასა და ფინანსურ კრიზისად (61).

ფინანსური აქტივების უზარმაზარი და სწრაფად მზარდი ტენდენცია გამომდინარეობს მომავალი დაპირებიდან. მაგალითად, ობლიგაციები გვპირდება ფიქსირებულ გადასახადს რეგულარულ ინტერვალებით; პროცენტი გვპირდება წილს კორპორაციის მომავალი მოგებებიდან, პენსიები გვპირდება შემოსავლის შემოდინებას პენსიაზე გასვლის დროს, სიცოცხლის დაზღვევის პოლისები გვპირდება თანხის დაბრუნებას რაიმე ფიქსირებული თარიღის გასვლის ან გარდაცვალების შემთხვევაში, ხოლო უბედური შემთხვევების ან ჯანმრთელობის დაზღვევის პოლისი გვპირდება თანხის გადახდას, თუ წარმოიქმნება გარკვეული გარემოება (112, 55-87). დაპირება ემყარება რწმენას, ნდობას, რომლის ძირითადი მიზანია გრძელვადიანი ინვესტიციების განხორციელება, განსაზღვრული დივიდენდების სანაცვლოდ. თუმცა დაპირება საკმარისი არ

არის. აუცილებელია, ნდობა იყოს დაფუძნებული მყარსა და სანდო სისტემაზე, რომელიც მიმართული იქნება საკუთრების უფლებების დაცვისაკენ.

მაგალითად, 2005 წელს მოქალაქეებს სურდათ 39 ტრილიონი აშშ დოლარის ღირებულებების დაპირებების მიღება, ამერიკელებს - 52 ტრილიონი აშშ ღირებულების დაპირებებისა, ხოლო მთელ კაცობრიობას - 140 ტრილიონი აშშ დოლარისა (112, 55-87).

ამგვარად, დაპირებების შესრულება გულისხმობს ფინანსური სისტემის ეფექტურ ფუნქციონირებას და არის უკიდურესად მნიშვნელოვანი ეკონომიკის აღმავლობისათვის. ფინანსური სისტემა მართავს ინდივიდებისა და ბიზნესებისთვის ფონდების განაწილების მნიშვნელოვან პროცესს და სთავაზობს რენტაბელურ საინვესტიციო შესაძლებლობებს. დაპირებების შეუსრულებლობის რისკების გაჩენა ანუ კაპიტალის არასწორი მიმართულებით გადინება გამოიწვევს ეკონომიკის არაეფექტურ ფუნქციონირებასა და ეკონომიკის დაცემას. დაპირებათა არშესრულების რისკები განპირობებულია შესრულების სურვილის არქონით ანდა - შეუძლებლობით. ამავე დროს ძალიან მნიშვნელოვანია განუსაზღვრელობის არსებობა, რაც გამოწვეულია მხარეებს შორის ტრანზაქციის განხორციელებისას ინფორმაციის ასიმეტრიული განაწილებით. ფინანსურ სისტემაში მხარეებს შორის ინფორმაციის არათანაბარი განაწილება წარმოქმნის ორი ტიპის პრობლემას, მაგალითად: არახელსაყრელი არჩევანი და მორალური რისკი.

ახლა კი განვიხილოთ ფინანსური კრიზიები ისტორიულ ჭრილში, რომელიც ამ პარაგრაფის დასაწყისში დასმულ კითხვას სცემს პასუხს.

ფინანსური კრიზისი არ არის ახალი ფენომენი. სანამ საბაზრო მექანიზმები დომინირებს ეკონომიკაში, შესაძლებელია ფინანსურ კრიზისებს ჰქონდეს ადგილი. მაგალითად, 1637 წელს ნიდერლანდებში ცნობილი გახდა „ტიტების მანია“, რომელიც წარმოადგენდა სპეკულაციურ „ბაბლს“, გამოწვეულს ახლად შემოტანილი ტიტების ბოლქვების ფასების უკიდურესი ზრდით. როდესაც ბოლქვების ფასები მოულოდნელად დაეცა, მრავალი სპეკულანტი ჩავარდა პანიკაში ზედმეტად დიდი ვალების გამო და გაკოტრდა. მე-18 საუკუნის ბოლოდან, როდესაც ინგლისში თანამედროვე კაპიტალიზმი ვითარდებოდა, ფინანსური კრიზისები წარმოადგენდა

კაპიტალიზმის განვითარების თანამგზავრს, თუმცა - სხვადასხვა ისტორიულ პერიოდში განსხვავებული ინტენსივობით.

მეოცე საუკუნემდე საბანკო პანიკა არ იყო იშვიათი. კინდლბერგერი (99, 264-265) თავის წიგნში, რომელიც მოგვითხრობს დასავლეთ ევროპის ფინანსურ ისტორიაზე, აღნიშნავს, რომ ფინანსური კრიზისები ბოლო 400 წლის განმავლობაში დაახლოებით 10 წლის ინტერვალით ხდებოდა. პანიკა, ზოგადად, განიხილებოდა როგორც ცუდი რამ, რადგან ის ხშირად ასოცირდებოდა ეკონომიკური აქტივობის მნიშვნელოვან დაცემასთან. დროთა განმავლობაში ცენტრალური ბანკების ერთ-ერთი მთავარი ფუნქცია იყო პანიკის აღმოფხვრა და ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველყოფა. Overend & Gurney კრიზისი.

თავის ცნობილ წიგნში „Lombard Street“, ბაგეჰოტმა (20, 74-75) ჩამოაყალიბა ცნობილი პრინციპები იმის შესახებ, თუ ცენტრალურმა ბანკმა ბანკებზე როგორ უნდა გასცეს სესხი კრიზისის დროს.

ბორდო (29, 190-248) ადასტურებს, რომ 1870-1933 წლებში ძალიან ცოტა საბანკო პანიკა აღინიშნა დიდ ბრიტანეთში, გერმანიასა და საფრანგეთში. კინდლბერგერი (99, 67-89) აღნიშნავს, რომ ბევრი ბრიტანელი ეკონომისტი დიდ ბრიტანეთში კრიზისების არარსებობას უკავშირებს ინგლისის ბანკის მიერ მიღებულ საბანკო გამოცდილებას და უნარს, ოსტატურად მართონ რეფინანსირების განაკვეთები. საფრანგეთმა ასევე არ განიცადა ფინანსური კრიზისი 1882-1924 წლებში, მიუხედავად იმისა, რომ რეფინანსირების განაკვეთი მრავალი ათწლეულის განმავლობაში იყო უცვლელი. კინდლბერგერი (99, 100-115) ვარაუდობს, რომ საფრანგეთში სტაბილური მდგომარეობა ინგლისში არსებული სტაბილური მდგომარეობით იყო განპირობებული.

შეერთებულ შტატებში განსხვავებული მდგომარეობა შეიქმნა. აშშ-ს პირველ ფინანსთა მინისტრზე, ალექსანდრე ჰამილტონზე, გავლენა მოახდინა ბრიტანულმა გამოცდილებამ და მან რევოლუციის შემდეგ მხარი დაუჭირა ფედერალური საბანკო სისტემის განვითარებას და ქვეყნის მასშტაბით ბანკის ფილიალების დაარსებას. თუმცა იყო უნდობლობა ძალაუფლების ამ ინსტიტუციებში კონცენტრაციის მიმართ. ბანკის შესახებ მოხსენებაში ჯონ კვინსი ადამსი აღნიშნავს: "ძალა სიკეთისთვის არის ძალა ბოროტებისთვის, თუნდაც ყოვლისშემძლეობის ხელში" (162, 39-45).

მთელი მეცხრამეტე საუკუნის განმავლობაში აშშ-ს საბანკო სისტემა ფრაგმენტირებული იყო და, ყველა სხვა ინდუსტრიული ქვეყნისგან განსხვავებით, აშშ-მ ვერ შეძლო ეროვნული ბანკების ფილიალების ქსელის განვითარება. სამოქალაქო ომამდე სახელმწიფოები თავისუფლად არეგულირებდნენ საკუთარ საბანკო სისტემას და არ არსებობდა ეროვნული სისტემა. ბევრმა შტატმა შემოიღო „თავისუფალი საბანკო“ სისტემა, რომელიც საბანკო სისტემაში თავისუფალი შესვლის საშუალებას იძლეოდა. სწორედ ამ პერიოდში, 1837 და 1857 წლებში, სერიოზული საბანკო პანიკა დაიწყო, ხოლო ორივეს მოჰყვა დეპრესიები და მნიშვნელოვანი ეკონომიკური დაცემა.

1861 წელს სამოქალაქო ომის დაწყებამ და მისი დაფინანსების აუცილებლობამ მნიშვნელოვნად შეცვალა ფედერალური მთავრობის როლი ფინანსურ სისტემაში. 1863 და 1864 წლების ეროვნული ბანკის აქტებით შეიქმნა ეროვნული საბანკო სისტემა.

ეროვნული საბანკო სისტემის შექმნამ ხელი არ შეუშალა პანიკებისა და მასთან დაკავშირებული ეკონომიკური რღვევისა და დეპრესიების პრობლემას. პანიკა დაფიქსირდა 1873, 1884, 1893 და 1907 წლებში. გორტონი (67, 751-781) თავის ნაშრომში განიხილავს საბანკო კრიზისებს, რომლებიც არაერთხელ დადასტურდა აშშ-ში ეროვნულ საბანკო ეპოქაში 1863-1914 წლებში.

საბანკო პანიკის დროს ხალხი შეწუხებულია იმ ბანკების არასტაბილურობის გამო, რომლებშიც ისინი დეპონირებენ თანხებს. შედეგად ისინი იღებენ ფულს და ინახავენ მას ვალუტის სახით. გორტონი (67, 751-781) თავის ნაშრომში ასახავს პროცენტულ ცვლილებას ვალუტის დეპოზიტებთან შეფარდებით. ეს არის საბანკო პანიკის სიმძიმის საზომი. რაც უფრო მაღალია ვალუტა/ანაზრის თანაფარდობის ცვლილება, მით უფრო სერიოზულია კრიზისი. განსაკუთრებით მძიმე იყო 1873, 1893, 1896 და 1907 წლების პანიკა. 1873, 1890, 1893, 1907 და 1914 წლების პანიკის შემდეგ წარმოქმნილი ჩავარდნები განსაკუთრებით მძიმე იყო.

1907 წლის კრიზისის შემდეგ ევროპელმა ბანკირებმა განიხილეს ევროპული იმედგაცრუება აშშ-ს საბანკო სისტემის არაეფექტურობით და განაცხადეს, რომ აშშ იყო „დიდი ფინანსური უბედურება“ (154, 254-255). 1907 წლის საბანკო პანიკით გამოწვეულ რეცესიის სიმძიმეს მოჰყვა დებატები იმის

შესახებ, უნდა შეიქმნას თუ არა ცენტრალური ბანკი აშშ -ში. ეროვნულმა სავალუტო კომისიამ გამოიკვლია ეს საკითხი და, შედეგად, 1914 წელს შეიქმნა ფედერალური სარეზერვო სისტემა.

ფედერალური სარეზერვო სისტემის სათავეს ორგანიზაცია განსხვავდებოდა ისეთი ტრადიციული ცენტრალური ბანკისგან, როგორცაა ინგლისის ბანკი. მას ჰქონდა რეგიონული სტრუქტურა და გადაწყვეტილების მიღების უფლებამოსილება დეცენტრალიზებული იყო. შექმნის შემდგომ წლებში მას ვერ ჩამოუყალიბდა საბანკო პანიკის პრევენციის უნარი. 1933 წელს დაიწყო კიდევ ერთი დიდი საბანკო პანიკა, რომელმაც გამოიწვია ბანკების დახურვა დიდი ხნის განმავლობაში პრეზიდენტ რუზველტის თანამდებობის დაკავების შემდეგ. საბანკო სისტემის წინაშე არსებულმა პრობლემებმა გამოიწვია 1933 წლის გლას-სტიგლის აქტი, რომელიც ითვალისწინებდა დეპოზიტების დაზღვევას და ითხოვდა კომერციული და საინვესტიციო საბანკო ოპერაციების გამოჯვანას. 1935 წლის საბანკო აქტმა გააფართოვა ფედერალური სარეზერვო სისტემის უფლებამოსილება და შეცვალა მისი ფუნქციონირება. ამ რეფორმებმა თითქმის სამოცდაათი წლის განმავლობაში აღმოფხვრა საბანკო პანიკის შემთხვევები.

აქამდე განვიხილეთ საბანკო კრიზისები ისტორიულ ჭრილში. ხშირად საბანკო კრიზისი და საფონდო ბირჟის კრაზი გადაჯაჭვულია. მაგალითად, უილსონი (173, 85-125) ასახელებს ოთხ ძირითად საბანკო პანიკას, რომელსაც თან ახლავს საფონდო ბირჟის კრაზი აშშ -ში ეროვნული საბანკო ეპოქის დროს. ეს არის: 1873 წლის სექტემბრის, 1884 წლის ივნისის, 1893 წლის ივლისისა და 1907 წლის ოქტომბრის კრიზისები.

რა კავშირშია საბანკო პანიკასა და საფონდო ბირჟის კრაზებს შორის? როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ბანკებმა ვერ შეძლეს საკუთარი კაპიტალის შენარჩუნება, ამიტომაც შეიძლება გვეფიქრა, თითქოს საფონდო ბირჟის ოპერაციები ბანკების პოლიტიკაზე დამოკიდებული არ იქნებოდა. როგორც ეკონომისტები აღნიშნავენ, სინამდვილეში ეს ასე არ იყო. იმის გასაგებად, თუ რატომ არის ასე, საჭიროა ავხსნათ ბანკებსა და საფონდო ბირჟებს შორის კავშირი ამ პერიოდში.

ბანკებს უნდა ჰქონდეთ ლიკვიდური რეზერვები იმ შემთხვევებისთვის, თუ კლიენტებს სურთ თავიანთი ანგარიშებიდან ნაღდი ფულის გატანა. ყოველ ბანკს აქვს გარკვეული რეზერვი ვალუტის სახით. გარდა ამისა, რეზერვის დიდი ნაწილი ინახება ბანკთაშორისი ნაშთების სახით.

პრაქტიკამ გვიჩვენა, რომ ბანკების უმეტესობას დეპოზიტები ჰქონდა ნიუ-იორკის ბანკებში. მიზეზი, რომელთა გამოც ბანკებს ჰქონდათ ბანკთაშორისი დეპოზიტები და არა ნაღდი ფული, იყო ის, რომ ისინი იღებდნენ პროცენტს. ნიუ იორკის ბანკებს შეეძლოთ მიმზიდველი საპროცენტო განაკვეთების გადახდა, რადგან მათ ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე ამ სახსრების დიდი ნაწილი დაკრედიტებით დაურიგეს. სესხები გამოიყენება აქციების შესაძენად მარჯობით (ანუ აქციების შეძენა ნასესხები ფულით). მათ მოიხსენიებდნენ, როგორც „ქოლ“ სესხებს, რადგან ისინი გადასახდელი იყო მოთხოვნით. მსესხებლებს შეეძლოთ ან მიეღოთ ეს თანხები, რათა დაეფარათ სესხები სხვა სესხების აღებით, ან საჭიროების შემთხვევაში, გაეყიდათ ფასიანი ქაღალდები, რომელთა შესაძენადაც გამოიყენეს თავდაპირველი სესხი. ეს სესხები ნიუ იორკის ბანკების აქტივების დიდ ნაწილს შეადგენდა. მაგალითად, **Sprague** (153, 83-86) იუწყება, რომ 1873 წლის 12 სექტემბერს ნიუ-იორკის ბანკების სესხების 31 პროცენტი იყო „ქოლ“ სესხები.

მეცხრამეტე საუკუნეში, ასევე მეოცე საუკუნის დასაწყისში, საერთაშორისო მასშტაბით მრავალი კრიზისი აღინიშნა. მაგალითად, 1873 წლის კრიზისმა დიდი გავლენა იქონია ავსტრიასა და გერმანიაზე, ისევე, როგორც აშშ-სა და რიგ განვითარებად ქვეყნებზე, როგორცაა არგენტინა. 1873 წლის კრიზისმა დაასრულა სესხების ტალღა, რომელსაც 1850-იან და 1860-იან წლებში ლათინურ ამერიკაში რკინიგზის დასაფინანსებლად იღებდნენ, ბორდო და ეიჩენგრინი (30). ამ საერთაშორისო განზომილებებმა გამოიწვია ქვეყნებს შორის ფულადი სახსრების მოძრაობა, რამაც, თავის მხრივ, შეიძლება გამოიწვიოს სავალუტო კრიზისი. როდესაც საბანკო კრიზისსა და სავალუტო კრიზისს ერთდროულად აქვს ადგილი, ამბობენ, რომ ტყუპი კრიზისია.

მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ ჩამოყალიბდა ბრეტონ ვუდსის ფიქსირებული გაცვლითი კურსის სისტემა. ამოქმედდა ძლიერი საბანკო რეგულაციები და კონტროლი, რომლებმაც ეფექტურად აღმოფხვრეს საბანკო კრიზისი. სავალუტო კრიზისი კვლავ გრძელდებოდა. კაპიტალის კონტროლის ფართოდ გამოყენების გამო მისი ხასიათი შეიცვალა. ეს იყო მაკროეკონომიკური და ფინანსური პოლიტიკის შედეგი, რომელიც არ შეესაბამებოდა გაბატონებულ გაცვლით კურსს. ბრეტონ ვუდსის სისტემის დაშლის შემდეგ, 1970-იანი წლების დასაწყისში, საბანკო კრიზისი და ორმაგი კრიზისი გაჩნდა კვლავ, როდესაც კაპიტალის კონტროლი შერბილდა და კაპიტალის ბაზრები გლობალური გახდა.

ბორდომ (32, 53-82) წამოჭრა საკითხი, თუ როგორ დაიწყო ბოლოდროინდელი კრიზისები, როგორებიცაა: ევროპის სავალუტო სისტემის კრიზისი 1992-1993 წლებში, მექსიკის კრიზისი 1994-1995 წლებში, აზიის კრიზისი 1997-1998 წლებში, ბრაზილიის კრიზისი 1998 წელს, რუსეთის კრიზისი 1998 წელს და არგენტინის 2001 წლის კრიზისი. წინა კრიზისებთან შედარებით, ისინი განსაზღვრავენ ოთხ პერიოდს:

1. ოქროს სტანდარტის ერა- 1880–1913 წწ; 2. ომებს შორის წლები - 1919–1939 წლები; 3. ბრეტონ ვუდსის პერიოდი - 1945–1971 წწ; 4. უახლესი პერიოდი - 1973–1997 წწ;

პერიოდებს შორის არის მრავალი მსგავსება, მაგრამ ასევე მნიშვნელოვანი განსხვავებები. პირველი საკითხია, როგორ განვსაზღვროთ კრიზისი. ბორდომ (31) კრიზისი დაუკავშირა საბანკო კრიზისს, როგორც ფინანსურ დისტრესს, რომელიც საკმარისად მძიმეა, რათა გამოიწვიოს საბანკო სისტემის კაპიტალის უმეტესი ნაწილის ეროზია. ხოლო სავალუტო კრიზისი განსაზღვრა, როგორც პარიტეტის იძულებითი ცვლილება ან ხელოვნურად შენარჩუნებული გაცვლითი კურსის გაუქმება. მეორე საკითხია, როგორ გავზომოთ კრიზისის ხანგრძლივობა. ამისათვის მათ გამოთვალეს მშპ-ის ზრდის ტემპი უკანასკნელი ხუთი წლის განმავლობაში. კრიზისის ხანგრძლივობა არის დრო, სანამ მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდა თავის ტენდენციას დაუბრუნდება. და ბოლოს, კრიზისის პერიოდში მიღებული დანაკარგის შეჯამებით იზომება კრიზისის სიღრმე.

ბრეტონ ვუდსის პერიოდი რადიკალურად განსხვავდება სხვა პერიოდებისგან. დიდი დეპრესიის შემდეგ ქვეყნების უმეტესობის პოლიტიკის გამტარებლებმა გადაწყვიტეს, განმეორებით არ დაეშვათ მსგავსი მოვლენა. მათ დააწესეს მკაცრი რეგულაციები და ბანკების სახელმწიფო კონტროლი, რათა თავიდან აიცილებინათ დიდი რისკი. შედეგად, საბანკო კრიზისები თითქმის მთლიანად აღმოიფხვრა. 1962 წელს ბრაზილიაში იყო ერთი ტყუპი კრიზისი და, ამის გარდა, სხვა საბანკო კრიზისი მთელი პერიოდის განმავლობაში არ ყოფილა. ხშირად იყო სავალუტო კრიზისები, მაგრამ, როგორც ვნახეთ, ეს იყო ძირითადად სიტუაციები, როდესაც მაკროეკონომიკური პოლიტიკა არ შეესაბამებოდა ბრეტონ ვუდსის სისტემაში დადგენილი გაცვლითი კურსის ფიქსირებულ დონეს.

ბოლოდროინდელი კრიზისების შედარების შემდეგ განვიხილოთ უახლესი კრიზისების ბუნება. ამ მხრივ, საინტერესოა სკანდინავიის კრიზისი. ნორვეგიამ, ფინეთმა და შვედეთმა განიცადეს კლასიკური ბუმი-დაცემის ციკლი, რომელმაც გამოიწვია ორმაგი კრიზისი. (77, 13-19), (55, 25-87). ნორვეგიაში დაკრედიტება გაიზარდა 40 პროცენტით 1985 და 1986 წლებში. მნიშვნელოვნად გაიზარდა როგორც აქტივების ფასები, ასევე ინვესტიციები და მოხმარება. ნავთობის ფასების დაცემამ ხელი შეუწყო „ბაბლის“ წარმოქმნას, რამაც გამოიწვია ყველაზე მძიმე საბანკო კრიზისი და რეცესია ომის შემდეგ. 1987 წელს გაზრდილმა ბიუჯეტმა ფინეთში გამოიწვია მასიური საკრედიტო გაფართოება. 1987 - 1988 წლებში საცხოვრებელი ბინების ფასები გაიზარდა სულ 68 პროცენტით. 1989 წელს ცენტრალურმა ბანკმა გაზარდა საპროცენტო განაკვეთი და დააწესა სარეზერვო მოთხოვნები კრედიტის ზომიერი გაფართოებისთვის. 1990 - 1991 წლებში მძიმე ეკონომიკური მდგომარეობა შექმნა საბჭოთა კავშირთან ვაჭრობის შემცირებამ. აქტივების ფასები დაეცა, მთავრობა იძულებული გახდა, ბანკებს დახმარებოდა და მშპ-ი შვიდი პროცენტით შემცირდა. შვედეთში კრედიტის სტაბილურმა გაფართოებამ 1980 -იანი წლების ბოლოს გამოიწვია უძრავი ქონების ბუმი. 1990 წლის შემოდგომაზე საპროცენტო განაკვეთები გაიზარდა. 1991 წელს რიგ ბანკებს სერიოზული სირთულეები ჰქონდათ აქტივების გაბერილი ღირებულებით დაკრედიტების გამო. შესაბამისად, აუცილებელი გახდა მთავრობის ჩარევა, თუმცა ამას მძიმე რეცესია მოჰყვა.

1980 -იანი წლებში იაპონიის უძრავი ქონება და საფონდო ბაზრები დაზარალდა „ბაბლის“ გამო. ფინანსურმა ლიბერალიზაციამ 1980-იანი წლებში და ათწლეულის ბოლოს აშშ დოლარის მხარდაჭერის სურვილმა გამოიწვია კრედიტების გაფართოება. 1980-იანი წლებში უმეტესი აქტივის ფასი სტაბილურად გაიზარდა და საბოლოოდ მიაღწია ძალიან მაღალ ნიშნულს. მაგალითად, Nikkei 225 ინდექსი იყო დაახლოებით 10,000 1985 წელს. 1989 წლის 19 დეკემბერს კი მიაღწია პიკს - 38,916-ს. იაპონიის ბანკის ახალმა მმართველმა გაამკაცრა მონეტარული პოლიტიკა და ამან გამოიწვია 1990 წლის დასაწყისში საპროცენტო განაკვეთების მკვეთრი ზრდა (60, 19-93), 163, 35-67). შედეგად, „ბაბლი“ გასკდა. Nikkei 225 მკვეთრად დაეცა წლის პირველ ნახევარში და 1990 წლის 1 ოქტომბრისთვის ის 2022-მდე დაეცა. უძრავი ქონების ფასები ანალოგიური ხასიათის იყო. მომდევნო რამდენიმე წელს აღინიშნა ფინანსური სისტემის დეფოლტი. სამი დიდი

ბანკი და ერთი უმსხვილესი ფასიანი ქაღალდებით მოვაჭრე ფირმა გაკოტრდნენ. რეალურ ეკონომიკაზე უარყოფითად იმოქმედა „ბაბლის“ შედეგებმა (120, 32-35).

1950-იანი წლების დასაწყისიდან 1997 წლის კრიზისამდე ჰონკონგი, სინგაპური, სამხრეთ კორეა და ტაივანი, ინდონეზია, მალაიზია, ფილიპინები და ტაილანდი გამოირჩეოდნენ, როგორც წარმატებული ეკონომიკური განვითარების მოდელები. მათი ეკონომიკა მრავალი წლის განმავლობაში სწრაფად იზრდებოდა. მუდმივი ზეწოლის შემდეგ, 1997 წლის 2 ივლისს, ტაილანდის ცენტრალურმა ბანკმა შეწყვიტა ეროვნული ვალუტის დაცვა და ის დაეცა 14 პროცენტით ოფშორულ და 19 პროცენტით ოფშორულ ბაზარზე (120, 556-756). ამით დაიწყო აზიის ფინანსური კრიზისი.

შემდეგი ვალუტები, რომლებიც ზეწოლის ქვეშ მოექცნენ, იყო ფილიპინების პესო და მალაიზიური რინგი. ფილიპინების ცენტრალური ბანკი ცდილობდა პესოს დაცვას საპროცენტო განაკვეთების გაზრდით, მაგრამ მან მაინც დაკარგა 1,5 მილიარდი დოლარის საერთაშორისო რეზერვები. 11 ივლისს მან პესოს ცურვის ნება დართო და მაშინვე დაეცა 11.5 პროცენტით. მალაიზიის ცენტრალური ბანკი 11 ივლისამდე ასევე იცავდა რინგიტს, სანამ ის ცურვის საშუალებას მისცემდა. ინდონეზიის ცენტრალური ბანკი იცავდა რუპიას 14 აგვისტომდე. „დრაკონებიც“ დაზარალდნენ. აგვისტოს დასაწყისში სინგაპურმა გადაწყვიტა, არ დაეცვა თავისი ვალუტა და სექტემბრის ბოლოს ის დაეცა 8 პროცენტით. ტაივანმა ასევე გადაწყვიტა, დაეცვა ვალუტის გაუფასურება და დიდად არ დაზარალებულა. ჰონგ კონგის გაცვლითი კურსი, რომელიც დოლართან იყო მიბმული, გახდა თავდასხმის ობიექტი. მართალია, მან შეძლო სიმყარის შენარჩუნება, თუმცა, ნოემბერში მისი ღირებულება 25 პროცენტით მაინც შემცირდა. 1997 წლის დეკემბრის ბოლომდე დოლარი 52, 78, 107 და 151 პროცენტით გაიზარდა მალაიზიის, ფილიპინების, ტაილანდური, სამხრეთ კორეის და ინდონეზიის ვალუტებთან მიმართებით. ეს ნიშნავდა კრიზისის დასასრულს.

მიუხედავად იმისა, რომ სავალუტო ბაზრებზე ტურბულენტობა დასრულდა 1997 წლის ბოლოს, კრიზისის რეალური შედეგები კვლავ იგრძნობოდა მთელ რეგიონში. ბევრი ფინანსური ინსტიტუტი და სამრეწველო თუ კომერციული ფირმა გაკოტრდა, რის შედეგად

მწარმოებლურობა მკვეთრად დაეცა. მთლიანობაში, კრიზისი ძალიან მტკივნეული აღმოჩნდა აღნიშნული ეკონომიკებისთვის.

1994 წელს ჯონ მერივეტერმა, რომელიც ადრე მუშაობდა Salomon Brothers-ში და იყო წარმატებული ობლიგაციებით მოვაჭრე, დააარსა LTCM. მერივეტერის გარდა, სხვა პარტნიორები იყვნენ: ორი ნობელის პრემიის ლაურეატი ეკონომისტი მაირონ სქოულზი და რობერტ მერტონი, ასევე ფედერალური სარეზერვო საბჭოს ყოფილი ვიცე-თავმჯდომარე დევიდ მალინსი. ფონდმა თავდაპირველად 1,3 მილიარდი დოლარის მოზიდვა შეძლო უპრობლემოდ .(იხ. http://www.erisk.com/Learning/CaseStudies/ref_case_ltcn.asp და Lowenstein 2000).

ფონდის მთავარი სტრატეგია იყო კონვერგენციული ვაჭრობის განხორციელება. ეს მოიცავდა ფასიან ქაღალდებს, რომელთა შემოსავლები იყო კორელაციური, თუმცა ფასი ოდნავ განსხვავდებოდა. ამის შემდეგ ფონდი ხსნიდა მოკლე პოზიციებს (ანუ სესხულობდა) მასზე, რასაც ჰქონდა მაღალი ფასი და იყენებდა ამ პროცედურას გრძელი პოზიციის დასაკავებლად დაბალი ფასის შემთხვევაში. ვინაიდან ფასების სხვაობა მცირე იყო, სტრატეგია მოიცავდა დიდი ოდენობის სესხის აღებას. მაგალითად, 1998 წლის დასაწყისში ფირმას ჰქონდა დაახლოებით 5 მილიარდი დოლარის კაპიტალი და 125 მილიარდ დოლარზე მეტი სესხი ჰქონდა აღებული.

პირველი ორი წლის განმავლობაში ფონდი იყო უაღრესად წარმატებული და მიიღო დაახლოებით 40 პროცენტით მეტი შემოსავალი თავისი ინვესტორებისთვის. თუმცა, 1997 წელი არ იყო წარმატებული და ჰქონდა 27- პროცენტის შემოსავალი, რაც თითქმის იგივე იყო, რაც იმავე წლის აქციების შემოსავალი. ამ დროისთვის LTCM-ს დაახლოებით 7 მილიარდ დოლარს მართავდა. მერივეტერმა გადაწყვიტა, დაებრუნებინა 2,7 მილიარდამდე დოლარი ინვესტორებისთვის, რადგან მათ არ შეეძლოთ მაღალი შემოსავლის მიღება ამდენი ფულის მართვით.

1998 წლის 17 აგვისტოს რუსეთმა რუბლის დევალვაცია დააფიქსირა და გამოაცხადა მორატორიუმი დაახლოებით 281 მილიარდი რუბლის (13,5 მილიარდი აშშ დოლარი) სახელმწიფო ვალზე. დეფოლტის მცირე მასშტაბის მიუხედავად, ამან გამოიწვია მწვავე გლობალური კრიზისი ბევრ ფინანსურ ბაზარზე. LTCM-მ დაიწყო ფულის კარგვა მის მიერ განხორციელებული მრავალი კონვერგენციული გარიგების შედეგად, ვინაიდან ფასებმა დაიწყო

მოულოდნელი ცვლილება. 1998 წლის 22 სექტემბრისთვის LTCM-ის კაპიტალის ღირებულება 600 მილიონ დოლარამდე დაეცა. Goldman Sachs, AIG და Warren Buffet შესთავაზეს 250 მილიონი დოლარის გადახდა პარტნიორების გამოსყიდვისა და ბიზნესში 4 მილიარდი დოლარის ინექციის მიზნით, რათა იძულებული არ ყოფილიყო, გაეყიდა პოზიციები. საბოლოოდ, ნიუ-იორკის ფედერალურმა სარეზერვო ბანკმა გადარჩენას გაუწია კოორდინაცია, რომლის დროსაც ბანკებმა, რომლებმაც მნიშვნელოვანი თანხები მისცეს LTCM-ს, გადაიხადეს 3,5 მილიონი აშშ დოლარი ფონდის აქციების 90 პროცენტისთვის და აიღეს პორტფელის მართვა თავისთავზე. ფედ-მა ეს გააკეთა იმ მიზნით, რათა თავიდან აეცილებინა გლობალური აქტივების ბაზრების „დნობა“ და შემდგომი სისტემური კრიზისი.

1970-იან და 1980-იან წლებში არგენტინის ეკონომიკა არაეფექტურად მუშაობდა. მას ჰქონდა არაერთი ინფლაციური ეპიზოდი და კრიზისი. 1991 წელს მან დააარსა სავალუტო საბჭო, რომელიც აკავშირებდა არგენტინულ პესოს დოლართან ერთი-ერთზე გაცვლის კურსით. ამან გამოიწვია დაბალი ინფლაციისა და ეკონომიკური ზრდის პერიოდი. მიუხედავად ხელსაყრელი მოვლენებისა, ამ პერიოდში აღინიშნა მთელი რიგი სისუსტეები, მათ შორის - სახელმწიფო სექტორის ვალების ზრდა, ექსპორტული პროდუქტის დაბალი წილი და მისი მაღალი კონცენტრაცია შეზღუდული რაოდენობის სექტორებში (IMF 2003).

1998 წლის მეორე ნახევარში არაერთმა მოვლენამ, მათ შორის ბრაზილიის კრიზისმა და შედეგად დევალვაციამ, აგრეთვე - რუსეთის კრიზისმა - გამოიწვია არგენტინის ეკონომიკის მკვეთრი ვარდნა.

მიუხედავად 2001 წლის სექტემბერში საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან 5 მილიარდი დოლარის დაუყოვნებელი ინექციის შესახებ დადებული შეთანხმებისა და შემდგომში კიდევ 3 მილიარდი დოლარის ინექციის პერსპექტივისა, სიტუაციის გაუარესება გაგრძელდა. იყო სახელმწიფო ვალის რესტრუქტურისა და არაერთი მცდელობა, მაგრამ ამან ვერ აღადგინა ნდობა.

ამგვარად, კრიზისების ანალიზი გვიჩვენებს, თუ რამდენად გამანადგურებელია ქვეყნების ეკონომიკებისათვის ფინანსური სისტემის არასტაბილურობა, რომელიც იწვევს ეკონომიკურ

ხარჯებს. არსებობს უამრავი ლიტერატურა კრიზისების ხარჯებისა და მათი გადაჭრის შესახებ (32, 53-82), (82, 825-855), (138), (34, 977-999), (83). დებატების დიდი ნაწილი ეხებოდა იმას, თუ რამდენად ზუსტად უნდა გავზომოთ ხარჯები. ადრეული ლიტერატურის დიდი ნაწილი ფოკუსირებული იყო ფისკალურ ხარჯებზე. ეს არის ის თანხა, რომელიც მთავრობას უჯდება ბანკების რეკაპიტალიზაციისა და დაზღვეული მეანაბრების ზარალის ასანაზრაურებლად. თუმცა ეს, ძირითადად, გადარიცხვებია და არა ნამდვილი ხარჯები.

შემდგომ მრავალ კვლევაში აქცენტი კეთდება გამოშვების შემცირებაზე, რომელსაც ადარებენ ტრენდის ზრდის ტემპთან. კრიზისის ხარჯების ორ მნიშვნელოვან ასპექტს გამოყოფენ. პირველი არის მაღალი საშუალო ხარჯი და მეორე არის ხარჯების ოდენობის დიდი ცვალებადობა. ბოიდი (35, 999-1005) აფასებს ზარალის საშუალო დისკონტირებულ მიმდინარე ღირებულებას რამდენიმე განსხვავებული მეთოდით.

ახლა კი განვიხილოთ ფინანსების კრიზისების ისტორიაში უკანასკნელი 2007-2008 წლის კრიზისი და მისი კავშირი დერივატივების ისეთ ახალ ფორმასთან, როგორცაა კრედიტების დეფოლტის სვოპი.

ფინანსური კრიზისები, რომლებმაც სერიოზული ზიანი მიაყენა ქვეყნებს მსოფლიო მასშტაბით, 2007 წლის აგვისტოში დაიწყო აქტივების ფასების გაბერვით და დაკავშირებული იყო ახალი ტიპის ფინანსურ ინოვაციებთან, რომლებმაც შენიღბა რისკები, ასევე - კომპანიებთან, რომლებიც არ ასრულებდნენ რისკების მართვის პროცედურის ვალდებულებებს. კრიზისის დასაწყისი უკავშირდებოდა აგრეთვე მარეგულირებელ და საზედამხედველო სისტემას, რომლებიც არ ზღუდავდნენ გადაჭარბებული ფულადი სახსრების მიღებას (87). ჯონ მარტენსენმა 2008-2009 წლის ეკონომიკური და ფინანსური კრიზისების ოთხი მიზეზი დაასახელა და უწოდა ფინანსური კრიზისების ოთხი პარადოქსი, კერძოდ, დანაზოგის პარადოქსი, ლევერიჯის პარადოქსი, დივერსიფიკაციის პარადოქსი და ფინანსური ინოვაციების პარადოქსი (93).

მიშკინი ფინანსური კრიზისების დინამიკას ყოფს სამ ეტაპად: პირველი ეტაპი- ფინანსური კრიზისის წარმოქმნის მიზეზების გამოვლენა, კერძოდ, ფინანსური ლიბერალიზაციის არასწორი

მართვა, ფინანსური ინოვაციები და აქტივების ფასების გაზრდა და გასკდომა. მეორე ეტაპი დაკავშირებულია საბანკო პანიკასთან, ხოლო მესამე ეტაპი - ვალების გაზრდასთან (61).

ფინანსური კრიზისების ერთ-ერთ მაპროვოცირებელ ფაქტორად შეიძლება ჩაითვალოს ფინანსური ინოვაციები და ფინანსური ლიბერალიზაცია. ფინანსური ბაზრების ისტორია წარმოადგენს ინოვაციებისა და აღმოჩენების ისტორიას, რომელსაც შედეგად მოჰყვება გაცვლასთან დაკავშირებული რისკებისა და შემოსავლების მართვის გაუმჯობესებული მეთოდები (88). გრძელვადიან პერიოდში ფინანსური ლიბერალიზაცია ხელს უწყობს ფინანსური სისტემის გაუმჯობესებას, რაც უზრუნველყოფს კაპიტალის ეფექტიან განაწილებას, თუმცა ფინანსურ ლიბერალიზაციას ახასიათებს გარკვეული ნაკლოვანებებიც: მოკლევადიან პერიოდს შეიძლება მოჰყვეს სესხების დიდი მოცულობით გაცემა და გამოიწვიოს ეგრეთ წოდებული საკრედიტო ბუმი.

2000 წლიდან უძრავი ქონების ფასების გაზრდა განაპირობა სუბსტანდარტულ მსესხებლებზე სესხების გაცემის ზრდამ. უძრავი ქონების ფასების მუდმივი მატების გამო, ახალ ფინანსურ ინოვაციებთან ერთად, სუბსტანდარტული მსესხებლები, რომლებიც მანამდე (ადრე) არ იყვნენ დაშვებულნი იპოთეკური კრედიტების ბაზრებზე, გახდნენ მიმზიდველი მომხმარებლები იპოთეკური სესხების გამსესხებლებისათვის (გამცემი კრედიტის).

მაგრამ ინოვაცია მხოლოდ იპოთეკების ფორმით არ გახდიდა კრედიტს ხელმისაწვდომს მრავალრიცხოვანი ქვესტანდარტული მსესხებლებისათვის, რომ არა სხვა ისეთი ინოვაციური მეთოდი, როგორცაა ე.წ. იპოთეკების სეკიურიტიზაციის პროცესი. ჯერ კიდევ 70-იან წლებში განავითარეს ეს ფინანსური ინსტრუმენტი და დაუმატეს თავიანთი გარანტიები იმ ფასიან ქაღალდებს, რომლებიც უზრუნველყოფილი იყო პულ იპოთეკით „MBS“ (Mortgage-backed securit), რათა გარანტირებული ყოფილიყო მათი ლიკვიდურობა. ამასთან ერთად, კერძო სექტორმა განავითარა (MBS), უზრუნველყოფილი „არაკონფორმული“ სესხებით, რომლებსაც ჰქონდა კრედიტის გამყარების სხვა საშუალებები. ამ მხრივ, უოლ სტრიტის ინვესტორები სახლის მყიდველებს უზრუნველყოფდნენ კრედიტით. ბანკებმა, სალაროებმა და იპოთეკის ბროკერებმა შექმნეს ეს სესხები, მაგრამ ვერ შეინარჩუნეს. მათ გაყიდეს ეს სესხები ფასდაკლებით მესამე მხარეებზე, რომლებმაც შემდეგ გააერთიანეს ეს სესხები და გამოუშვეს MBS-ი. ამგვარად, ამ პროცესმა მისცა სტიმული იპოთეკურ მსესხებლებს, გაეცათ კრედიტი ქვესტანდარტული

მსესხებლებისათვის და მაქსიმალურად გაეზარდათ მოცულობა ჰონორარისა, რომელსაც ისინი იღებდნენ, ვინაიდან მათ აღარ ჰქონდათ დიდი ფინანსური მოგება სესხებიდან.

უკანასკნელი ათწლეულების განმავლობაში, განსაკუთრებით 2000 წლიდან, კერძო სექტორის კომერციულმა და საინვესტიციო ბანკებმა შეიმუშავეს ქვესტანდარტული იპოთეკების სეკურიტიზაციის ახალი მეთოდები: სავალო ვალდებულებით უზრუნველყოფილი ობლიგაციების პაკეტებად გარდაქმნა, შემდეგ ფულადი ნაკადების დაყოფა ტრანშებად, რომლებიც ეხმიანებოდა სხვადასხვა კლასის, რისკისადმი სხვადასხვა მიდრეკილებით მახასიათებელ ინვესტორებს.

ეს ტრანშები ქმნიდა უფლებებს ფულადი სახსრების მოძრაობისა, რაც იმას ნიშნავს, რომ პრივილეგირებული ტრანში სრულად იყო გადახდილი არაპრივილეგირებული ტრანშის გადახდამდე. ფასიანი ქაღალდების ტრანშებად დაყოფით, კრედიტების გამყარების სხვა ფორმების გამოყენებასთან ერთად, სავალო ვალდებულებებით უზრუნველყოფილი ობლიგაციების გამცემებს შეეძლოთ დაერწმუნებინათ სარეიტინგო სააგენტოები, მიეცათ AAA რეიტინგი მათი პრივილეგირებული ტრანშებისათვის. ამგვარად, სავალო ვალდებულებებით უზრუნველყოფილი ობლიგაციების გაცვლა შესაძლებელი იყო ოქროზე ან, მინიმუმ, ნავარაუდები იყო, დაბალი ხარისხის MBS გაერთიანებით და მათი კონვერტირებით ახალ, AAA-რეიტინგულ ფასიან ქაღალდებად.

კრედიტების გამყარების ერთ-ერთი ასეთ ფორმა იყო დაზღვევა, რომელიც იცავდა სავალო ვალდებულებით უზრუნველყოფილ მფლობელებს, თუ ძირითადი სასესხო ვალდებულებები არ შესრულდებოდა. ზოგიერთ შემთხვევაში, ეგრეთ წოდებული „ერთხაზიანი“ (ერთი სახის ფინანსური მომსახურებით დაკავებული კომპანიები) ობლიგაციების დამზღვევები, ყიდდნენ დაცვის ამ ფორმით, (ისინი ადრე სპეციალიზდებოდნენ მუნიციპალური ობლიგაციების დაზღვევაზე), მაგრამ უფრო ახლო წარსულში სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო ბანკები და ბაზრის სხვა მონაწილეები მოიქცნენ მსგავსად, კრედიტის მიხედვით დეფოლტების გაყიდვით (credit default swaps (CDS)), რაც ასრულებდა დაზღვევის როლს, იმ განსხვავებით, რომ ისინი არ ითხოვდნენ გამყიდველისაგან, ჩაედო დიდი რაოდენობის კაპიტალი to back up their claims. კრედიტის მიხედვით, კრედიტების დეფოლტის სვოპების ბაზარი (CDS) გაფართოვდა სწრაფად

2000 წლის შემდეგ, ვინაიდან ის გახდა ტრეიდერების უფრო ხელსაყრელი მეთოდი ფსონების დადებისათვის ფასიანი ქაღალდების შედეგებზე, ვიდრე წმინდა დაზღვევის საწყის განზრახვაზე. ამ ახლმა პროცესებმა საშუალება მისცა, Wall Street-ს სუბსტანდარტული იპოთეკისათვის გაეკეთებინათ იგივე, რაც უკვე კეთდებოდა კონფორმული იპოთეკისათვის (conforming mortgages): მიემართათ ინსტიტუციონალური ინვესტორების ფონდებისთვის, რათა მრავალი ოჯახისთვის მხარი დაეჭირათ იპოთეკური კრედიტების შესაქმნელად. ეს ინოვაციები სწრაფად იკიდებდა ფეხს, ვინაიდან სახლებზე ფასები იზრდებოდა და კრედიტი იყო იაფი. სახლებზე ფასების ზრდის გამო ფინანსური ინსტიტუტები უფრო მეტ თანხას სესხულობდნენ იპოთეკასთან დაკავშირებული ფასიანი ქაღალდების (mortgage related security) შესაძენად. ისინი ძირითადად გადაერთნენ მოკლევადიან უზრუნველყოფილ სესხებზე, როგორებიცაა აქტივებით უზრუნველყოფილი თამასუქები (asset-backed commercial paper (ABCP)) და ფასიანი ქაღალდები, შემდგომ განსაზღვრულ ფასად შესყიდვით. სწორედ ამიტომ 2006 წლისათვის ბანკები საშუალოდ იყენებდნენ ერთდღიან სესხებს (overnight loans), რათა ყოველ ღამე ბრუნვაში ჰქონოდათ თავინათი ბალანსის მეოთხედი (37, 3-29) და ინტენსიურად იყენებდნენ არაგამჭირვალე ბალანსგარეშე ინსტრუმენტებს, როგორებიცაა სტრუქტურული ინვესტიციების საშუალებები (structured investment vehicles (SIVs)). ასე შეეძლოთ კაპიტალის მოთხოვნებით მანევრირება, რათა გაეზარდათ რისკიანი აქტივების რაოდენობა და ემოქმედათ მარეგულირებლის რადარის ქვეშ.

ეს უმნიშვნელო სიტუაცია მიწყნარდა და შეიცვალა მიმართულება, მანამ, სანამ 2007 წელს პანიკური მდგომარეობა არ წარმოიქმნა - აქტივების ფასებთან დაკავშირებული უცარი განუსაზღვრელობა გახდა იმის მიზეზი, რომ კრედიტორებმა უცრად უარი განაცხადეს ვალების დაგროვებაზე და ბანკებმა, რომლებსაც ვალები ჭარბად ჰქონდათ დაგროვილი, აღმოაჩინეს რა, რომ აქტივების ფასები ეცემოდა ძალზე მცირე კაპიტალით. ვალდებულებების ხელახალი გადახდის აუცილებლობამ აიძულა ბანკები, განეხორციელებინათ „დელევერიჯი“ - შეემცირებინათ სავალო დაფინანსების წილი ან მიეყიდათ თავინათი აქტივები კაპიტალის გაზრდის მიზნით. ვინაიდან მრავალი ბანკი უნდა მოქცეულიყო ასე ერთსა და იმავე პერიოდში, შემცირდა იმ აქტივების ფასები, რომლებმაც გამოიწვია მოთხოვნა და მეტი უზრუნველყოფა კრედიტორებისაგან. ამან შექმნა მანკიერი წრე. ამგვარად, ინდივიდუალური ინსტიტუტების მიერ ჭარბი სასესხო კაპიტალის გამოყენებას ჰქონდა სისტემური ეფექტი, რაც გულისხმობდა, რომ

ერთ მოქმედებას ჰქონდა შედეგი მთლიანი სისტემისათვის. მაშინ, როდესაც უძრავ ქონებაზე 2007 წელს დაწყებული ფასების დაცემა და აქტივებზე ფასების შემდგომი დაცემა იყო პანიკის კატალიზატორი, არანაკლებ მნიშვნელოვანი იყო გარანტირებული ფინანსური არასტაბილურობა, მოკლევადიანი ლევერიჯის ნდობის წარმოუდგენელი სისტემა, რომელიც შეიქმნა წინა წლებში.

აქტივების „ბაბლი“ - „asset bubble“- არის ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში ფასების ზრდის ფენომენი, რომელიც შემდეგ კრახით მთავრდება. აშშ-სა და მსოფლიოში საყოფაცხოვრებო სახლებზე ფასები ერთნაირად გაიზარდა 2002 წლიდან 2007 წლამდე და შემდეგ დაიწყო მათი მკვეთრი ვარდნა.

მრავალი ქვეყანის ისტორიაში და მრავალი აქტივების ბაზრებზე უკვე ცნობილია აქტივების „ბაბლი“ (asset bubble), თუმცა ეკონომისტები და პოლიტიკოსები ამ ბუმს სკეპტიკურად უყურებდნენ, რადგანაც აქტივების „ბაბლების“ განსაზღვრა და აღწერა არ არის ზუსტი. რა იქნება, თუ აქტივების ფასი სწრაფად იზრდება, ეკონომიკის ძირითადი საფუძვლებიდან გამომდინარე? ასეთ ზრდას არ შეიძლება ვუწოდოთ ბუმი. უფრო ზუსტად, „ბაბლი“ წარმოადგენს სხვაობას აქტივის მოსალოდნელ ფასსა და ეკონომიკის საფუძვლებით განსაზღვრულ ფასს შორის. ბაზრის ეფექტიანობის თეორიის მიხედვით „ბაბლების“ წარმოქმნის ალბათობა მინიმალურია ან საერთოდ არ არსებობს. მიუხედავად ამისა, ისტორიული ფაქტები განმეორებით გვიდასტურებს, რომ საბაზრო ფასები, გადახრილი წონასწორობიდან და ამ ფასების ხელოვნურად გაბერვა, ხშირად მეტისმეტია. ეკონომისტმა ჩარლზ კინდლერბერგერმა (98, 19-78) შეძლო იმის არგუმენტირება, რომ „ბაბლების“ არსებობა, ევოლუცია და მნიშვნელოვნად დიდი ფასები ასოცირებულია ფინანსურ კრახთან.

აქტივების „ბაბლებით“ ვერ აიხსნება 2007-2009 წლის ფინანსური კრიზისი. თუმცა ისინი წარმოადგენენ კომპოზიციური დინამიკის მნიშვნელოვან კომპონენტს, რომელმაც წარმოქმნა პრობლემები ეკონომიკაში და გაახანგრძლივა ეკონომიკური რეცესია.

ამგვარად, შეგვიძლია გამოვყოთ სამი ძირითადი მიზეზი, რომელმაც განაპირობა ფინანსური კოლაფსი და შედგომი რეცესია:

- ფასების „ბაზლები“ - განსაზღვრულ საქონელზე ან აქტივზე ფასების ხელოვნური და მკვეთრი ზრდა და დაცემა, რომელმაც ჯერ უკიდურესად გაზარდა და შემდეგ მკვეთრად შეამცირა საცხოვრებელი სახლების ღირებულება.
- „ქვესტანდარტული“ იპოთეკური კრედიტის ბუმი, რომელმაც გააღრმავა „ბაზლების“ ზომა და გავლენა და
- დაამახინჯა ფინანსური სექტორის სტიმული, რომელმაც გამოიწვია ქვესტანდარტული ბუმი.

აშშ-ში ქონებრივ კრიზისს წინ უძღოდა ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში უძრავ ქონებაზე ფასების სტაბილური მატება. (14).

საცხოვრებელ სახლებზე ფასების ზრდა მსგავსი იყო იმ პროცესებისა, რომლებიც ისტორიაში ფიქსირდებოდა: მოთხოვნის რეალურმა ზრდამ ფასების თანდათანობითი ზრდის სტიმულაცია გამოიწვია, რაც გადაიქცა სპეკულაციური ფასების პიკად. 1990 წლის დასასრულს აშშ-ში მრავალ ადამიანს, რომელსაც ჰქონდა ურთიერთფონდები, აქციები და სხვა ინვესტიციები, საფონდო ბაზრებზე ქონება მნიშვნელოვნად ეზრდებოდა, ვინაიდან აქციების ღირებულება გაორმაგდა 1996 დან 2000 წლამდე. ეს იყო dot-com-ს „ბაზლები“ - ცალკეული სპეკულაციური ფასებით შეტევა, როდესაც ახალმა ინტერნეტკომპანიებმა უზიბგეს ინვესტორებს, ზედმეტად შეეფასებინათ ფასიანი ქაღალდების ღირებულება.

ტყუპი „ბაზლები“, როგორებიცაა dot-com-ის აქციებისა და საცხოვრებელი სახლების ფასები, როგორც ადრეული ბუშტები, ეფექტიანი ბაზრის ჰიპოთეზისათვის საშიშ გამოწვევას წარმოადგენდა. ამ ჰიპოთეზის თანახმად, აქტივების ფასები ზუსტად მოიცავს ყველა ხელმისაწვდომ ინფორმაციას აქტივების ფასების შესახებ 70-იანი წლებიდან. ფინანსურმა ეკონომისტებმა აღიარეს ეს თეორია.

ეფექტიანი ფინანსური ბაზრების თეორია ვარაუდობს, რომ ინვესტორები, როგორც ერთი მთლიანი, მოქმედებენ რაციონალურად. მაშინ, როდესაც ინვესტორებმა, ინფორმაციის იგნორირებით, შეიძლება ზედმეტად შეაფასონ მოცემული სახლის ან აქციების რეალური ღირებულება, თეორიის თანახმად კი, სხვები ნაკლებად აფასებენ მას, იქმნება ერთობლივი ფასი,

როგორც რაციონალური. თუმცა ინვესტორების ერთობლივ მოქმედებას არარაციონალურად მიიჩნევს მრავალი ანალიტიკოსი, მათ შორის - ფედერალური სარეზერვო სისტემის ყოფილი ხელმძღვანელი ალან გრინსპენი. მან გამოიყენა ტერმინი „არარაციონალური სიჭარბე“ (Irrational exuberance), რათა აღეწერა ინვესტორების კოლექტიური მცდელობით გამოწვეული გაზრდილი აქციების ფასები dot-com-ს „ბაბლების“ დასაწყისში (11).

საკრედიტო ბუმსა და ფასების ბუმტს შორის კორელაცია მრავალჯერ იყო შემჩნეული ისტორიულ რეტროსპექტივაში (108). ვინაიდან სესხების გაზრდას ტენდენცია აქვს, უბიძგოს გაზრდილ მოთხოვნას აქტივებზე, რაც, თავის მხრივ, ზრდის ფასებს. მოკლევადიანი ბუმტების გაბერვით საკრედიტო ბუმს აქვს მიდრეკილება, გამოიწვიოს ფინანსური ნგრევა. 2008 წლის ფინანსური კრიზისის კვლევისას გამოვლინდა, რომ ქვეყნებს, რომლებიც დიდი რაოდენობით გასცემდნენ კრედიტებს, მიდრეკილება ჰქონდათ მწვავე ეკონომიკური კოლაფსისადმი (15).

ლოგიკურად იბადება კითხვა, რამ უბიძგა კრედიტების გაცემის ზრდას 2000 წლის დასაწყისიდან?

შეიძლება გამოვყოთ რამდენიმე ფაქტორი: მნიშვნელოვანი როლი ითამაშა ფედერალური რეზერვის მიერ დაწესებულმა სარეზერვო საპროცენტო განაკვეთმა. ფედერალური რეზერვი ცდილობდა, გავლენა მოეხდინა კრედიტების წვდომაზე მონეტარული პოლიტიკის ძირითადი ბერკეტების საშუალებით: ეკონომიკაში ფულის მიმოქცევის ინექციით შეემცირებინა საპროცენტო განაკვეთი. ფულის მიწოდებაში არსებული ცვლილებები, თავის მხრივ, გავლენას ახდენს საპროცენტო განაკვეთზე, რომლითაც ბანკები სესხულობენ ერთმანეთისაგან და ცნობილია ფედერალური სარეზერვო განაკვეთის სახელით¹.

2001 წლის მცირე რეცესიამ, გამოწვეულმა ნაწილობრივ dot-com-ის „ბაბლების“ გასკდომით, აიძულა ფედერალური რეზერვი, მუდმივად შეემცირებინა მიზნობრივი ფედერალური ფონდის განაკვეთი 6%-დან 1.75 %-მდე დასაქმების სტიმულირების მცდელობით (81, 223-225). ფედერალურმა რეზერვმა დაბალი საპროცენტო განაკვეთი შეინარჩუნა მომდევნო ორი წლის

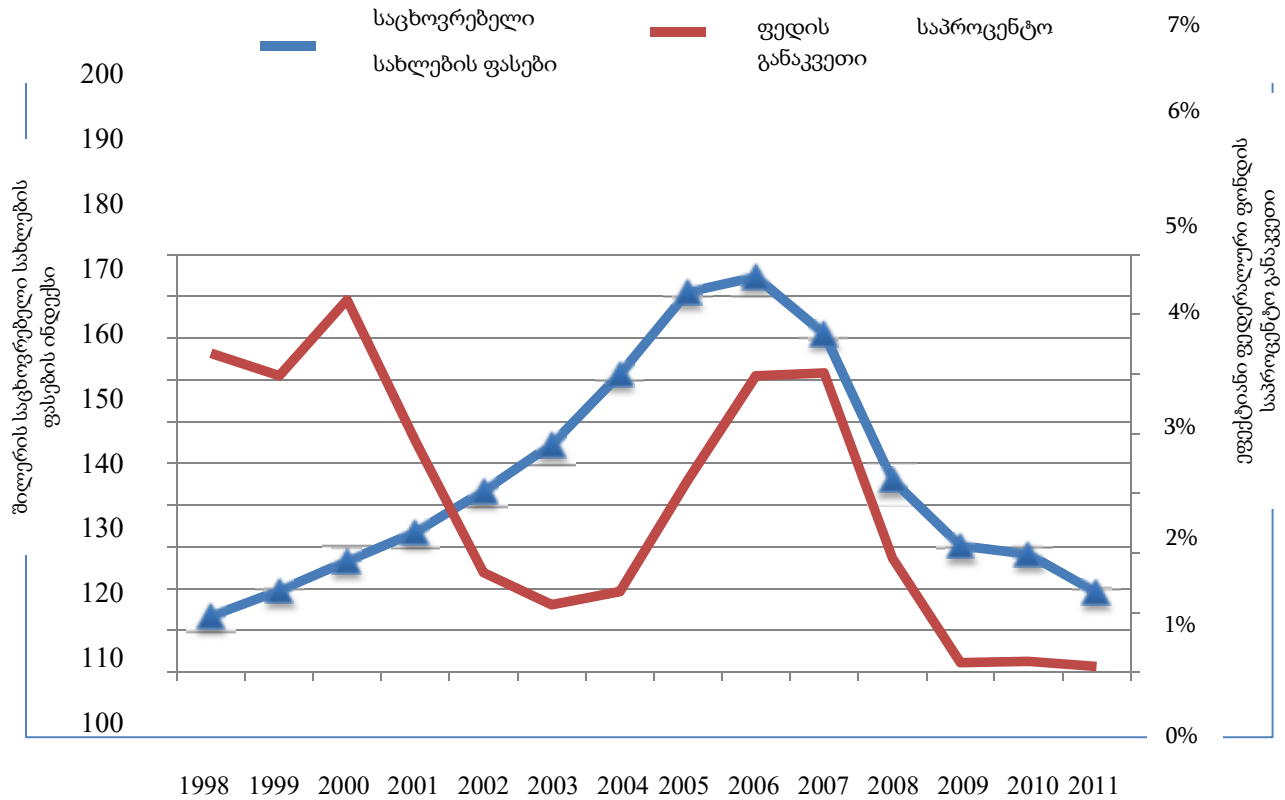
¹ About the Fed,” Federal Reserve Bank of San Francisco, last modified 2011, <http://www.frbsf.org/publications/federalreserve/monetary/tools.html>.

განმავლობაში, შემდგომ, 2003 წლის ზაფხულში, 1 %-მდე შეამცირა საპროცენტო განაკვეთი. ეს იყო ყველაზე დაბალი განაკვეთი 50 წლის განმავლობაში და ის აღარ გაზრდილა წლის ბოლომდე (64, 230-234). ფედერალური რეზერვის პოლიტიკის ცვლილება, მიმართული ისტორიულად დაბალი საპროცენტო განაკვეთისკენ, დაემთხვა 2003 წელს საცხოვრებელ სახლებზე ფასების დაჩქარებას, როგორც მოცემულია დიაგრამა 1-ლზე.

მრავალი ეკონომისტი აკრიტიკებდა ფედერალური რეზერვის გადაწყვეტილებას, შეენარჩუნებინა დაბალი საპროცენტო განაკვეთი სამი წლის განმავლობაში 2001 წლის რეცესიის შემდეგ. მათ შორის იყო ჯონ ტეილორი, სტენფორდის უნივერსიტეტის გავლენიანი ეკონომისტი, რომელმაც უწოდა ფედერალური რეზერვის დაბალი პოსტ-2002 წლის განაკვეთს 1970 წლის შემდეგ სტანდარტული მონეტარული პოლიტიკიდან ხანგრძლივი გადახრა (92). ის ამტკიცებდა, რომ საცხოვრებელი სახლების „ბაზლები“ არ გაიზრდებოდა, ფედერალურ რეზერვს რომ გაეზარდა საპროცენტო განაკვეთი 2002 წელს ტეილორის წესის მიერ შემოთავაზებულ დონემდე. ტეილორის ფორმულა, რომელსაც, ჩვეულებრივ, მიჰყვებოდა 1980-1990-იან წლებში, აერთიანებდა ინფლაციასა და უმუშევრობის დონეს შეთავაზებული ფედერალური რეზერვის განაკვეთთან. ტეილორი აღნიშნავდა, რომ ევროპულმა ქვეყნებმა, რომლებმაც ტეილორის წესს გადაუხვიეს, ბევრად დაბალი საპროცენტო განაკვეთის შენარჩუნებით ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში განიცადეს საცხოვრებელი სახლების ბუმი.

გამოყოფენ ორ ძირითად არხს, რომლის საშუალებით დაბალ საპროცენტო განაკვეთს, შესაძლოა, გაემვირებინა საცხოვრებელი სახლების ფასები. პირველი, ფედერალური ფონდების განაკვეთის შემცირება პირდაპირ გარდაიქმნა დაბალ იპოთეკურ განაკვეთად. ბანკებს უკვე შეეძლოთ იპოთეკური სესხების გაცემა დაბალი საპროცენტო განაკვეთით. იაფმა იპოთეკურმა სესხებმა გაამყარა გავრცელებული რწმენა, რომ საცხოვრებელი სახლების ღირებულება გააგრძელებდა მატებას, ამან გაზარდა მოთხოვნა სახლებზე და გამოიწვია ფასების ზრდა.

დიაგრამა 1-ლი. საცხოვრებელი სახლები, ბაზლი და კრედიტებისადმი წვდომა²



მეორე არხი, რომლის საშუალებით ფედერალური სარეზერვო სისტემის დაბალმა საპროცენტო განაკვეთმა დაუფიქრებლად შეიტანა წვლილი საცხოვრებელი სახლების „ბაზლებზე“, იყო ინვესტორების წახალისება, მოეძიებინათ მომგებიანი, იპოთეკაზე დაფუძნებული ალტერნატიული ინვესტიციები. პროცენტი, გადახდილი სტანდარული ინვესტიციებისთვის, როგორცაა სამთავრობო ობლიგაციები და რომელსაც მოჰყვა

² Graph assembled from data in Shiller, “Data” and “Historic Changes,” Federal Reserve.

ფედერალური ფონდების საპროცენტო განაკვეთის შემცირება, 2000 წლიდან 2003 წლამდე სთავაზობდა მაღალ შემოსავალს ინვესტირებისათვის. ამგვარად, ინვესტორები ეძებდნენ ახალ და უფრო მომგებიან გზებს ინვესტირებისათვის. ამასობაში სახლის მყიდველები ეძებდნენ უფრო ხელმისაწვდომ იპოთეკას. საინვესტიციო ბანკებმა დაინახეს უნიკალური შესაძლებლობები ორივეს ინტერესების დასაკმაყოფილებლად - ერთადერთი ფინანსური პროდუქტით: იპოთეკით, რომელიც იყო უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდით. (Mortgage-backed security MBS).

2000 წლის დასაწყისში MBS-ი ინვესტორებს სთავაზობდა შემოსავლის უფრო მიმზიდველ განაკვეთს, ვიდრე სხვა ტიპის ფასიანი ქაღალდია, ნაწილობრივ, ფედერალური რეზერვის დაბალი განაკვეთის გამო ასტიმულირებდა ინვესტორების მოთხოვნას MBS-ზე. დაინახეს რა მოგების შესაძლებლობები კერძო ბანკებმა, დაიწყეს MBS-ს დიდი რაოდენობით გაყიდვა, ხელი შეუწყვეს საყოფაცხოვრებო იპოთეკური კრედიტების წილის ზრდას, რაც დაკავშირებული იყო MBS-სთან და გაიზარდა 50%-დან 60%-მდე 1995 - 2000 წლებში და შემდეგ 80%-მდე - 2008 წლისათვის.

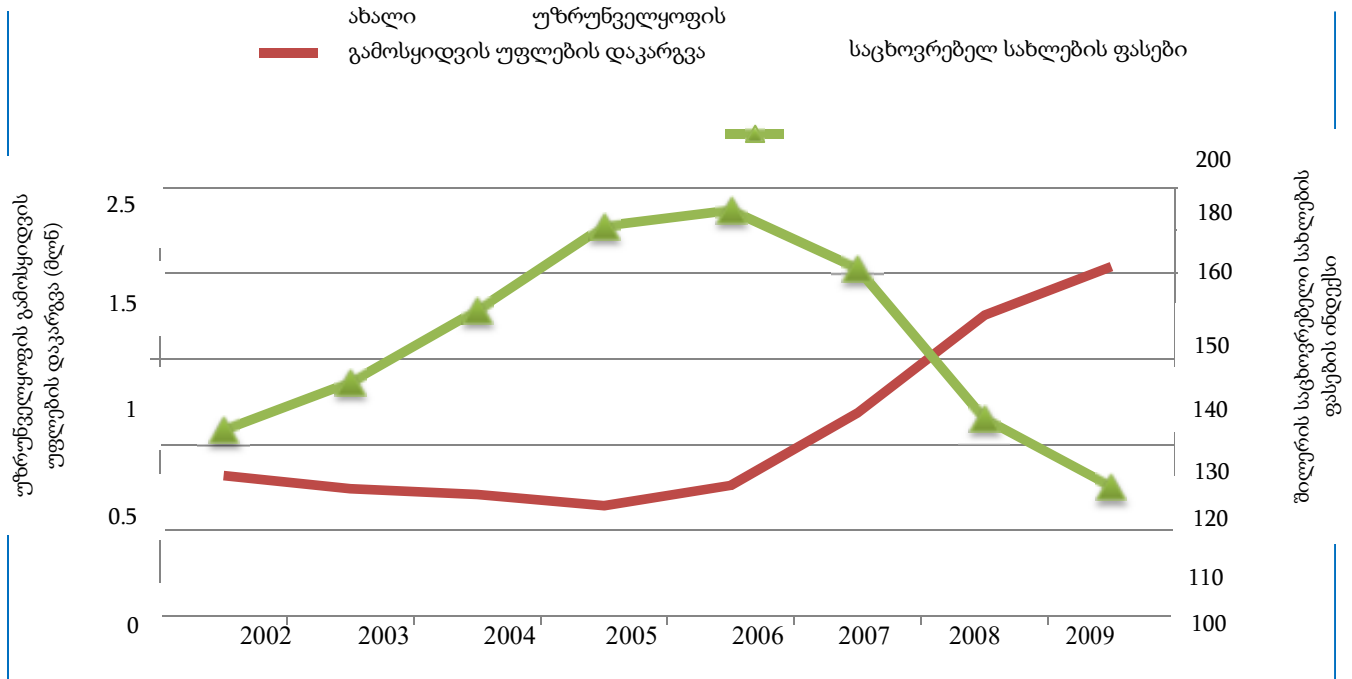
2007 წლისათვის ცოტა ვინმეს თუ შეეძლო წარმოედგინა საცხოვრებელ სახლებზე ფასების უპრეცედენტო ზრდა. 2006 წელს ფასების სტაბილიზების შემდეგ, 2007 წელს, დაიწყო ფასების მკვეთრი შემცირება. ამავე წლის მეორე კვარტლიდან 2009 წლის პირველ კვარტალამდე ფასები დაეცა და ეცემოდა უფრო სწრაფად, ვიდრე იზრდებოდა - 5%-ით ყოველ სამ თვეში (25, 12-13).

უკანასკნელი ორ წლის განმავლობაში საცხოვრებელი სახლების საბაზრო ღირებულება აშშ-ში შემცირდა 6 ტრილიონი დოლარით, რამაც შეადგინა აშშ-ის მშპ-ის 40%-ზე მეტი. კოლაფსის დანაკარგმა თითოეული ოჯახისათვის შეადგინა დაახლოებით 53000 დოლარი. საცხოვრებელ სახლებზე ფასების დაცემა გრძელდებოდა თანდათანობით 2009 წლის შემდეგ და 2012 წლამდე მუდმივად ეცემოდა. ამ დროს ფასი მიუახლოვდა წინა „ბაბლების“ მაჩვენებელს.

რამ შეუწყო ხელი „ბაბლების“ გასკდომას? როგორც სხვა ყველა „ბაბლის“ შემთხვევაში, ფასების ზრდა შეჩერდა საცხოვრებელი სახლების მიწოდებით. მათი ზრდა დაფუძნებული იყო სპეკულაციური მოთხოვნის ზრდაზე და, ფაქტობრივად, გადააჭარბა მოთხოვნას. 2000 წელს დეველოპერებმა და უძრავი ქონების კომპანიებმა უპასუხეს სახლის მყიდველების ენთუზიაზმს

ახალი სახლების მშენებლობით. დაახლოებით 2 070 000 ახალი საცხოვრებელი ერთეული აშენდა მხოლოდ 2005 წელს - 50%-ით უფრო მეტი, ვიდრე წინა „ბაბლების“ წლებში (21, 74-75). თავისუფალი ახალი სახლების წილი მიუახლოვდა ყველაზე მაღალ ნიშნულს და ფასმა, რომლის მუდმივი ზრდის სჯეროდათ, შეწყვიტა ზრდა.

დიაგრამა 2. უზრუნველყოფის გამოსყიდვის უფლების დაკარგვა და საცხოვრებელი სახლების ფასები

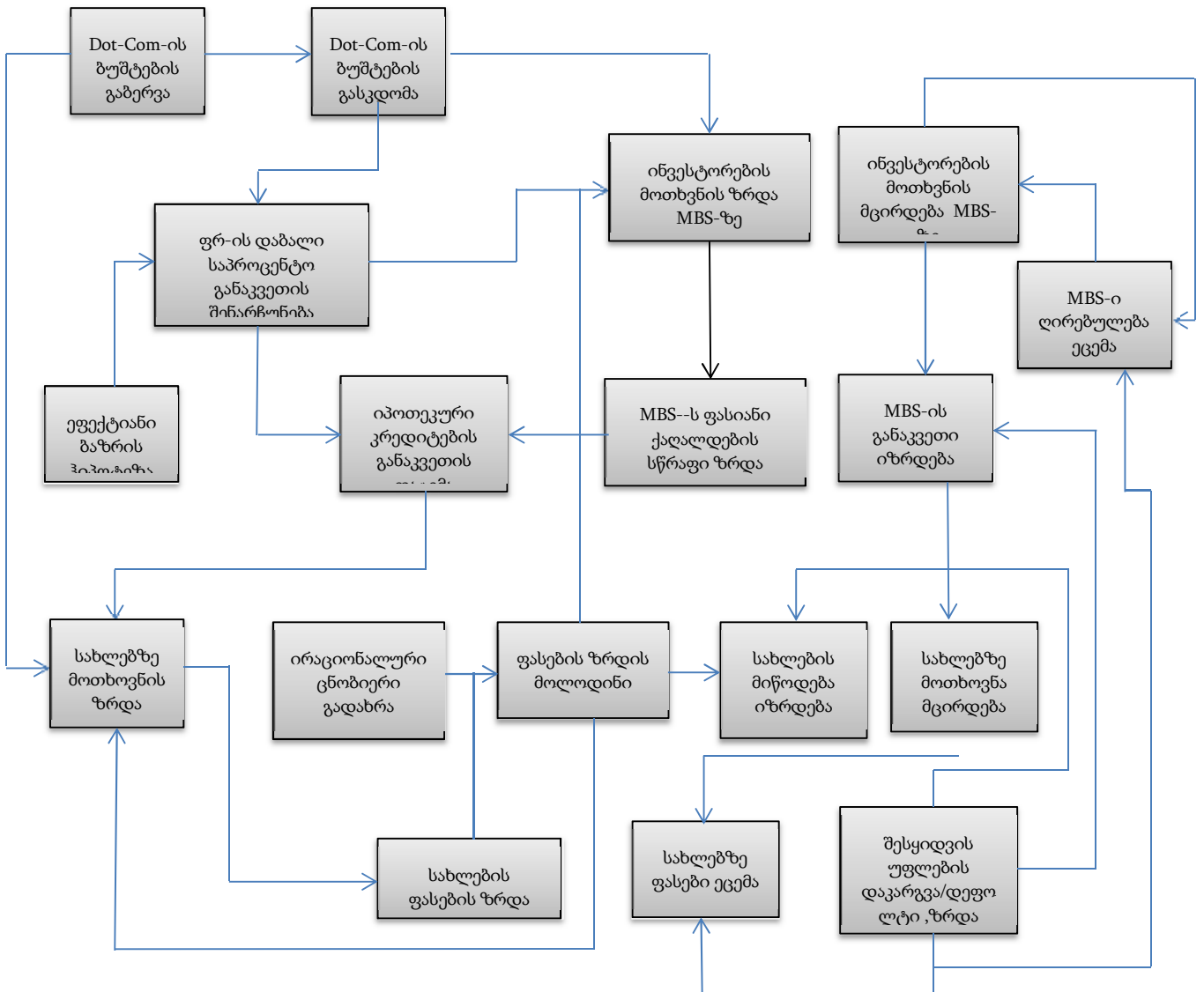


„ბაბლების“ დეფლაცია ისეთივე სწრაფი იყო, როგორც ინფლაცია, სტიმულირებული მსგავსი ტიპის თვითრეალიზებადი ციკლით, რომელმაც თავდაპირველად უბიძგა მათ წარმოქმნას. საცხოვრებელი სახლების „ბაბლების“ შემთხვევაში, დაღმავალი სპირალი დაიწყო საკუთრებაზე (შესყიდვის) უფლების დაკარგვით, რამაც დაიწყო ზრდა საფასო გარდატეხის პერიოდში - 2006 წელს. ბაბლების ზრდისა და დაცემის პერიოდში საცხოვრებელ სახლებზე ფასებსა და საკუთრებაზე უფლების დაკარგვას ჰქონდათ ურთიერთსაწინააღმდეგო დამოკიდებულება:

უფლების დაკარგვა ნელდებოდა, როდესაც ფასები იზრდებოდა, მაშინ, როდესაც ფასების დაცემის შემთხვევაში - იმატებდა (იხ. დიაგრამა 2).

საცხოვრებელ სახლებზე ფასების საშუალო დონეზე დაცემით განპირობებულმა საკუთრებაზე უფლების დაკარგვამ, თავის მხრივ, გამოიწვია ფასების სწრაფად დაცემა.

სქემა 2. საცხოვრებელი სახლების „ბაზლები“



ამგვარად, ფინანსური კრიზისების მინსკისეული ხედვის მიხედვით, გავანალიზოთ ქვესტანდარტული კრიზისი, რომელიც შეიქმნა 2007-2008 წლებში.

ქვესტანდარტული კრიზისის ლოგიკური თანმიმდევრობა და მიზეზები მოცემულია სქემა 2-ის სახით. სურათზე სქემატურად ნაჩვენებია ფინანსური არასტაბილურობის წყაროები. ამ პერსპექტივიდან გამომდინარე, პირველი მნიშვნელოვანი ასპექტი არის მონეტარული პოლიტიკა. დომინანტური მიდგომის თანახმად, ახალი მაკროეკონომიკური კონსესუსით, ცენტრალური ბანკის ძირითადი ამოცანა საპროცენტო განაკვეთის მანევრირებით ინფლაციის დონის შენარჩუნება და ვალუტის კურსის კონტროლია. ამ პერიოდში, ინფლაციასთან ერთად, იყო კონკურენცია შედარებით იაფ ჩინურ იმპორტთან, მაშინ, როდესაც დოლარს ჰქონდა მყარი პოზიციები კაპიტალის მაღალი შემოდინებით. ფედერალურმა რეზერვმა, შესაბამისად, იგრძნო, რომ მას უფლება აქვს, არა მარტო შეინარჩუნოს ექსპანსიონური პოზიცია, არამედ იქამდე შეინარჩუნოს აქტივების ფასი, სანამ ამას მოითხოვს რეალური ეკონომიკის ჯანსაღი ფუნქციონირება. წარსულში განვითარებული მოვლენების შემდეგ (LTCM-1998 წლის კრიზისი, 1987 წლის საფონდო ბირჟის კრიზი და ა.შ) ფედერალურმა რეზერვმა შეამსუბუქა ინტერნეტკომპანიების 2000 წლის კრახის ნეგატიური შედეგი საპროცენტო განაკვეთის უპრეცედენტო შემცირებით, რამაც საზოგადოება დაარწმუნა, რომ ცენტრალურ ბანკს შეუძლია ფინანსური ბაზრებისა და ფინანსური აქტივების მხარდაჭერა. შესაბამისად, გაიზარდა ფინანსური ორგანიზაციების სურვილი, ჰქონოდათ არალიკვიდური აქტივები და გაეცათ სესხები. როგორც სქემა 3-ზე ჩანს, ფედერალური რეზერვის ექსპანსიონისტურმა პოლიტიკამ და ნდობის ზრდამ (Conf) განაპირობა კრედიტების მოცულობის (Crd) და არასაფინანსო სექტორის სავალო ვალდებულებების ზრდა (Ind).

მეორე მნიშვნელოვან ასპექტს წარმოადგენს ფინანსური დერეგულაცია. უკანასკნელი ათწლეულების განმავლობაში ორთოდოქსულმა თეორიამ გაზარდა რწმენა საბაზრო მექანიზმების, განსაკუთრებით, ფინანსური ბაზრების ეფექტიანობის, მიმართ. ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი შედეგი იყო 1999 წლის გლას-სტიგალის აქტის (Glass-Steagall Act) გაუქმება ანუ იმ ფინანსური კომპარტმენტალიზაციის მოშორება, რომელიც მემკვიდრეობით ერგო 1930 წლიდან. ლეიჯონჰუფვუდის (2009) მიხედვით, ყოველ ფინანსურ დაწესებულებას უფლება მიეცა,

დაკავებულიყო ნებისმიერი სახის ტრანზაქციით. მრეწველობის სექტორში ყველა მარეგულირებელი შეთანხმება დაიკარგა და სააგენტოებს შორის დარჩა მრავალი ხარვეზისა და დამთხვევის მქონე გაურკვეველი საკითხი. ამ ნეგატიური შედეგების გამოყენებაც ინდუსტრიამ სწრაფად შეისწავლა. ფინანსურმა ინოვაციამ მოიპოვა უპირატესობა რეგულაციის არარსებობით. კრუგმანის მიხედვით, მისი ძირითადი ფორმები იყო სესხის სეკიურიტიზაცია და ჩრდილოვანი საბანკო სისტემის განვითარება. ქვემოთ განმარტებული მიზეზების გამო, ორივე შემთხვევამ გამოიწვია გამსესხებლის რწმენის, კრედიტზე წვდომისა და კრედიტის მოცულობისა და დავალიანების ზრდა.

როგორი იყო სეკიურიტიზაციის გავლენა? გლას-სტიგალის აქტის გაუქმების გამო ფინანსური ინსტიტუტები იძულებულნი გახდნენ, ყოფილიყვნენ უბრალო გამსესხებელნი ან დამზღვევნი. ამან საშუალება მისცა ბანკის მიერ გაცემული სესხები მიეციდათ სხვა ფინანსური შუამავლებისათვის (ხშირად მშობელი ბანკების ფიალიალები ან ჰოლდინგური კომპანიები). დამზღვევები, თავის მხრივ, აკომპლექტებდნენ სესხებს და ყიდდნენ ტრანშებით ინვესტორებზე სავალო ვალდებულების სტრუქტურული უზრუნველყოფის ფორმით. ინვესტორებისათვის სესხების გაცემის (შესაბამისი რისკებით) შესაძლებლობამ გაზარდა ბანკების კრედიტუნარიანობა და თავდაჯერებულობა, განეხორციელებინათ მეტი და სარისკო ოპერაცია.

მასობრივი მოთხოვნისა და უფრო ორიგინალური ფინანსური ინსტრუმენტების საშუალებით (ფასიანი ქაღალდები აუქციონის განაკვეთით, აქტივებით უზრუნველყოფილი თამასუქები) არასაბანკო ფინანსურმა შუამავლებმა დაიწყეს მოკლევადიანი ვალდებულებების გამოშვება გრძელვადიანი აქტივების დასაფინანსებლად. ახალი საფინანსო სისტემის კომპლექსურობის, ინოვაციურობისა და გამჭირვალობის ნაკლებობის გამო ინვესტორები სათანადოდ ვერ აფასებდნენ რისკებს. ამან საფუძველი ჩაუყარა არაგამჭვირვალე საბანკო სისტემის განვითარებას, ვინაიდან საბანკო დეპოზიტები ექვემდებარება შეზღუდვებს (ზედამხედველობის, რეზერვებისა და კაპიტალის მოთხოვნები, დაზღვევის საკომისიო), თუმცა ახალი ფინანსური ინსტრუმენტები საერთოდ არ ექვემდებარებოდა შეზღუდვებს. მაშასადამე, ჩრდილოვან საბანკო სისტემას შეეძლო იგივე როლი ეთამაშა, რაც ბანკებს, მაგრამ შეზღუდვების გარეშე. ამგვარად, ამ სისტემის საშუალებით, ადვილად ხელმისაწვდომი გახდა სესხის გაცემა და გაიზარდა რწმენა. მისი

ფონდების ინვესტირება იყო შესაძლებელი სარისკო აქტივებში, რომლებიც მაღალ სარგებელს სთავაზობდა.

ამ ფაქტორების, ერთი მხრივ, ფედერალური რეზერვის პოლიტიკამ და, მეორე მხრივ, ფინანსურმა დერეგულაციამ და ინოვაციურმა პროცესებმა გავლენა მოახდინა კრედიტის ხელმისაწვდომობაზე და, ზოგადად, შეასუსტა საკრედიტო სტანდარტები. საერთო შედეგმა, რომელიც ნაჩვენებია სქემატურად (სქემა 3), გაზარდა კრედიტების მოცულობა (Crd) და არასაფინანსო სექტორის დავალიანება (Ind). ეს გვიბიძგებს ანალიზისაკენ, გავიგოთ, რა მოხდა ეკონომიკის რეალურ სექტორში.

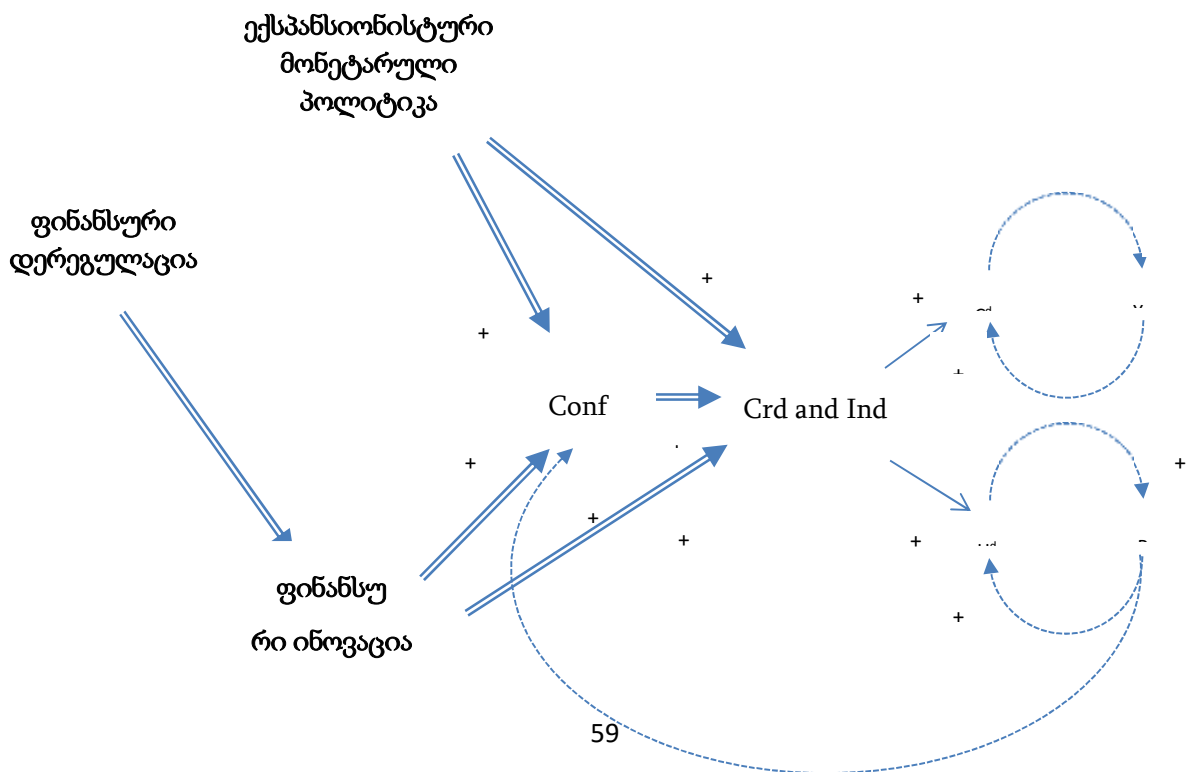
კრედიტის ხელმისაწვდომობის ზრდით ძირითადი სარგებელი მიიღეს საოჯახო მეურნეობებმა. პირველი შედეგი იყო ხანგრძლივი მოხმარების საქონელზე მოთხოვნის (C^d) და, შესაბამისად, შემოსავლის (Y) ზრდა. ამან გამოიწვია ცნობილი „მოხმარება-შემოსავალი-მოხმარების“ ზრდადი სპირალის ეფექტი. უკანასკნელი ათწლეულების განმავლობაში ევროპასა და აშშ-ს შორის მოხმარების მზარდი დინამიკა შენარჩუნდა. საოჯახო მეურნეობების დავალიანებით ასევე ფინანსდებოდა საცხოვრებელ სახლებზე მოთხოვნა. ამან განაპირობა მეორე, აღმავალი, სპირალის წარმოქმნა: საცხოვრებელ სახლებზე მოთხოვნამ H^d გაზარდა ფასები P^h . კაპიტალის მიღების მოლოდინით საცხოვრებელ სახლებზე ფასების ზრდამ P^h თავის მხრივ, გამოიწვია მოთხოვნა საცხოვრებელ სახლებზე H^d . როგორც ცნობილია, სწორედ ამან წარმოშვა სუბსტანდარტული პრობლემა.

საცხოვრებელ სახლებზე ბუმის დროს მყიდველებს ეძლეოდათ სესხები დაბალი პროცენტით ან ყოველგვარი გადასახდელის გარეშე, ასევე - ყოველთვის გადასახდელებით, რომლებსაც ისინი ვერ გადაიხდიდნენ. ამასთან, მნიშვნელობა არ ჰქონდა, შეეძლო თუ არა მსესხებელს ფაქტობრივად გადაეხადა იპოთეკური გადასახადი. საცხოვრებელ სახლებზე ფასების ზრდის ტენდენციის გამო აღელვებულ მსესხებელს ყოველთვის შეეძლო ან ხელახლა დაეფინანსებინა, ან გაეყიდა სახლი იპოთეკური სესხის დასაფარავად. ეს ფენომენი ნაჩვენებია ისრით რეალური სექტორიდან ფინანსურ სექტორზე გადასვლით - სქემა 3-ში: საცხოვრებელ სახლებთან დაკავშირებული კაპიტალის ზრდის მოლოდინმა გაზარდა კრედიტორის რწმენა; შემდგომი

კრედიტის გაცემის გაფართოებამ, თავის მხრივ, წარმოქმნა მოთხოვნა საცხოვრებელ სახლებზე, რამაც განამტკიცა და გააძლიერა კაპიტალის ზრდის მოლოდინი.

საცხოვრებელ სახლებზე ბუმთან ერთად, სახლებზე ფასების ზრდამ მიაღწია იმ ზღვარს, რომ მრავალი ამერიკელისათვის შეუძლებელი გახდა მათი შეძენა. 2005 წლისათვის გაყიდვებმა შემცირება დაიწყო. მომდევნო თვეებში დაიწყო საცხოვრებელ სახლებზე ფასების ვარდნა, დასაწყისში ნელი, ხოლო შემდეგ კი სწრაფი ტემპებით. როგორც კი ისინი დაეცა იპოთეკის ღირებულებაზე დაბლა, მრავალი მსესხებელი გადახდისუუნარო გახდა. ამან გამოიწვია მთელი რიგი ჩავარდნები, რამაც შეარყია იპოთეკით უზრუნველყოფილი აქტივების მიმართ რწმენა. სარეიტინგო სააგენტოების მიერ ამ აქტივების რეიტინგის შემცირებამ უფრო მეტად გაამწვავა მდგომარეობა. სარისკო აქტივების ფასები მკვეთრად დაეცა, რამაც გამოიწვია საბანკო სისტემის მიმართ რწმენა. უკანასკნელი კი უუნარო იყო, მოკლევადიანი ვალდებულებები შეესრულებინა. შედეგად კი კრედიტების შემცირებამ და „დელევერიჯინგმა“ ეკონომიკა მიიყვანა 1930-იანი წლების შემდეგ ყველაზე ძლიერ რეცესიამდე.

სქემა 3 სუბსტანდარტული კრიზისი



1.3 ფინანსური დერევატივები, როგორც ფინანსური კრიზისების გამომწვევი მიზეზი

ფინანსური კრიზისების თეორიებისა და ფინანსური კრიზისების ანალიზის საფუძველზე გამოვლინდა, რომ დერევატივები წარმოადგენს ერთ-ერთ ფაქტორს სხვა ფაქტორებთან ერთად, რომელსაც გარკვეული წვლილი შეაქვს ფინანსური სისტემის დესტაბილიზაციაში. სწორედ ამ პარაგრაფში შევეცდებით გავაანალიზოთ დერევატივების ბუნება და მისი კავშირი ფინანსურ კრიზისებთან ემპირიული ლიტერატურის განხილვით.

დერევატივები არის ფინანსური ინსტრუმენტები, რომელთა ღირებულება იქმნება საბაზისო აქტივებისგან. დერევატივებით ვაჭრობა ხორციელდება ორი ტიპის ბაზარზე: ორგანიზებულ ბირჟებზე და ასევე ბირჟის გარეშა (OTC) ბაზარზე. დერევატივების ბირჟების მნიშვნელოვანი თვისებაა საანგარიშსწორებო პალატის შუამავლობა, რომელიც უზრუნველყოფს მეორე მხრის სახით ხელშეკრულებაში მონაწილე მხარეების მიერ ვალდებულებების შეუსრულებლობის რისკის შემცირებას. (OTC) ბაზარზე გაყიდული დერევატივები არის ადაპტირებული მონაწილე მხარეების სპეციფიკასთან (100, 717-37). დერევატივის ხელშეკრულებების პირობითი ფასები დაკავშირებულია ძირითადი აქტივის ძირითად ღირებულებასთან.

დერევატივების პირველად გამოყენების შესახებ ცნობილია ჩვენს წელთა აღრიცხვამდე 2000 წლიდან, როდესაც ვაჭრები იმ ტერიტორიაზე, რომელსაც ახლა ბაჰრეინის სამეფო ეწოდება, დაკავებულნი იყვნენ ინდოეთისთვის განკუთვნილი საქონლის სატვირთო ტრანზაქციებით. რამდენიმე ასწლეულის შემდეგ ჰამურაბის კოდექსის 48-ე კანონმა დაადგინა სახელშეკრულებო ურთიერთობა ფუთ ოფციონის ფორმით.

ელემენტარული, ბირჟაზე დაფუძნებული, დერევატივებით ვაჭრობის შესახებ ჩანაწერები გვხვდება ჯერ კიდევ 1500-იან წლებში, მაგრამ მხოლოდ ახლახან დაფიქსირდა ასეთი ფონდების შექმნის სწრაფი ზრდა მსოფლიოს მასშტაბით. განვითარებულ ეკონომიკაში ძირითადი დერევატივების ფონდების არსებობა (მაგ. CME Group, Deutsche Borse AG, NYSE Euronext), ნიშნავს გლობალური ბაზრის განვითარებას, რაც მიუთითებს განვითარებადი ეკონომიკის

ფართო შესაძლებლობებსა და მოთხოვნებზე. ბრუნვის მონაცემების მიხედვით, დერივატივების დაახლოებით ორი მესამედით ვაჭრობენ მოწინავე ქვეყნების ბირჟებზე, თითქმის იმავე ოდენობის დერივატივებით ვაჭრობენ განვითარებადი ეკონომიკის OTC-სა და საფონდო ბაზრებზე (17, 4-5).

ძველმა საბერძნეთმა და რომმაც ითამაშეს როლი დერივატივების ისტორიაში. არისტოტელეს ხელნაწერების მიხედვით, ჩვენს წელთა აღივანებამდე დაახლოებით 580 წელს ფილოსოფოსმა და მათემატიკოსმა, სახელად თალესმა, იყიდა ოფციონები ზეთისხილის პრესებზე და მიიღო უზარმაზარი მოგება უჩვეულოდ დიდი მოსავლისგან, როდესაც აქირავებდა პრესებს გარკვეული საზღაურის სანაცვლოდ. რომის იმპერიაში მრავალი წლის განმავლობაში კანონები არ აღიარებდნენ სახელშეკრულებო უფლებებისა და ვალდებულებების გადაცემას, რაც გულისხმობდა დერივატივების გამოყენებას. თუმცა, ფინანსურმა რეალობამ გამოიწვია ცვლილებები და ამის შედეგად დაიწყო მომავალ დერივატივებზე ხელშეკრულებების გამოყენება. რომის კანონი სახელშეკრულებო მხარეებს განზრახვების შესრულებასაც კი აიძულებდა, თუნდაც ისინი სპეკულაციური ყოფილიყო (157).

დერივატივები საქონლით ვაჭრობას ხელს უწყობდა შუა საუკუნეებშიც. ამ პერიოდში უმეტესად ვაჭრობდნენ იტალიაში, სადაც მოვაჭრეთა კომერციული საქმიანობა ვრცელდებოდა ხმელთაშუა ზღვის ქვეყნებში და უფრო შორსაც კი. საქონლის ფორვარდული ხელშეკრულებების ფორმა, ცნობილი, როგორც კომანდები, განვითარდა თამასუქებთან ერთად. კომერციული ვაჭრობის გაფართოებასთან ერთად გაიზარდა საბირჟო ბიზნესიც. გაჩნდნენ პროფესიონალი ფულის გამცვლელები, ამ თამასუქებით ვაჭრობის პარალელურად.

ვინაიდან ეს საქმიანობა გავრცელდა, გაფართოვდა ცენტრალიზებული სასაქონლო ბაზრები. ადრეული ვერსია იყო პერიოდული ბაზარი, რომელსაც მეთვალყურეობდნენ საეკლესიო დაწესებულებები. ბაზრები გახდნენ სპეციალიზებულნი სხვადასხვა სავაჭრო ჯგუფის სავაჭრო საჭიროებების დაკმაყოფილებაში. თავის მხრივ კი, დერივატივები, თანამედროვე ტერმინით რომ ვთქვათ, რჩებოდა ბირჟის გარეთა ბაზარზე, თუმცა ეს ბაზრები მჭიდროდ იყო დაკავშირებული ინდივიდუალურ ბაზრებთან. პერიოდულმა საშუამავლო ბაზრებმა დაკარგეს თავიანთი

მნიშვნელობა ვაჭრობაში დროთა განმავლობაში, რასაც მოჰყვა მუდმივი სავაჭრო ადგილები, მდებარე პორტებთან მიმავალ გზებზე (156).

მასობრივმა გადასახლებამ, დაწყებულმა შუა საუკუნეებიდან, ხელი შეუწყო დერივატივების გავრცელებას ევროპის სხვა ნაწილებში და ისე შორსაც კი, როგორც იაპონია. 1600 წლისთვის ფორვარდებისა და ოფციონების ხელშეკრულებები საქონელზე, ტვირთსა და ფასიან ქაღალდებზე იყიდებოდა ამსტერდამში. რამდენიმე ათწლეულის შემდეგ ამას მოჰყვა ფორვარდების ხელშეკრულებები ტიტის მარცვლებზე. სტანდარტული ფიუჩერსების ხელშეკრულებები ბრინჯისთვის შეიძლება ვიპოვოთ ოსაკაში- იაპონია, დათარიღებული 1650 წლით, თუმცა არ არის ცნობილი, იდებოდა თუ არა ხელშეკრულებები ბაზარზე ყოველდღიურად ან ჰქონდათ თუ არა საკრედიტო გარანტიები.

მე-17 საუკუნის დასაწყისში გვხვდება პირველი ჩანაწერები დაფარვის გარეშე საქონლისა და ფასიანი ქაღალდების გაყიდვების შესახებ - ოფციონების ბოროტად გამოყენების შედეგად. სპეკულაციური შეტევა განხორციელდა Dutch East India Co მიმართ, რომელიც შექმნილი იყო ნიდერლანდებში, როგორც სააქციო საზოგადოება, 1602 წელს. ამ სპეკულაციური შეტევის მონაწილეები ძალიან წარმატებულნი აღმოჩნდნენ, მაგრამ მომდევნო მსგავსი მცდელობა ნაკლებად წარმატებული იყო და გამოიწვია გაკოტრებების მთელი რიგი. ამ ეპიზოდის ერთ-ერთი შედეგი იყო 1610 წელს დაფარვის გარეშე საქონლისა და ფასიანი ქაღალდების გაყიდვების აკრძალვა, რაც არ იქნა ეფექტურად ამოქმედებული (65).

მიუხედავად იმისა, რომ დერივატივებით ვაჭრობა რეგულირებულ ბირჟაზე შეიძლება ვნახოთ ჯერ კიდევ მე-12 საუკუნიდან, დერივატივებით ვაჭრობის პირველი ფორმალური ბირჟა იყო ლონდონის სამეფო ბირჟა, დაფუძნებული 1565 წელს. ინგლისის, როგორც საზღვაო ძალის, ზრდა წარმოადგენს ერთ ფაქტორს, რომელმაც ხელი შეუწყო დერივატივებით ვაჭრობას ქვეყანაში. გარდა ამისა, ინგლისის კანონმა აღიარა თამასუქების გადაცემისა და ბრუნვის შესაძლებლობა. ანგარიშსწორება ასევე გამარტივებული იყო სხვაობის ხელშეკრულებებით, რომლებითაც ხელშეკრულების დასრულებისას წამგებ მხარეს შეეძლო აენაზღაურებინა გამარჯვებული მხრისთვის სხვაობა მიწოდების ფასსა და ადგილზე არსებულ ფასს შორის.

მე-18 საუკუნის ინგლისში დერევატივებით ვაჭრობამ წარმოშვა ტერმინი “ზაბლი”. როდესაც დაფუძნდა სამხრეთის ზღვის სააქციო კომპანია 1711 წელს, მისი ექსკლუზიური ვაჭრობა ესპანეთის სამხრეთ ამერიკის კოლონიებთან, სავარაუდოდ, მას მოუტანდა უზარმაზარ მოგებას. ამან გამოიწვია იმ დამატებითი კომპანიების ჩამოყალიბება, რომლებსაც უწოდებდნენ “ზაბლებს”. 1720 წელს ინგლისის პარლამენტმა გამოსცა აქტი „ზაბლის” შესახებ, რომლითაც კრძალავდა ყველა სააქციო საზოგადოებას, რომელსაც არ ჰქონდა სამეფო ნებართვა. კანონმა გამოიწვია აურზაურის ტალღა ფინანსურ ბაზრებში, რასაც მოჰყვა კრახი (157). გამოკვლევის შედეგად დგინდება რომ კრიზისი შეიძლება დაკავშირებული იყოს იმ პირებთან, რომლებსაც საქმე ჰქონდათ ოფციონებთან - ძირითადად “ქოლ” ოფციონებთან, რომლებიც ცნობილია “უარის” სახით. სამართლებრივი შედეგი იყო ის, რომ დებატების შემდეგ პარლამენტმა გასცა სერ ჯონ ბარნარდის აქტი, რომელიც კრძალავდა ოფციონებს აქციებში, ისევე, როგორც მოკლევადიან გაყიდვებს (170, 1-51).

დერევატივების ბაზარზე არსებობს ხელშეკრულებათა ოთხი ძირითადი ტიპი: ფორვარდები, ფიუჩერსები, ოფციონები და სვოპები. მათი საერთო კონცეფცია მსგავსია, ვინაიდან მათი ფასი გამომდინარეობს ძირითადი აქტივიდან. განსხვავება არის ხელშეკრულებების, ასევე ბაზრების, სადაც ვაჭრობენ სხვადასხვა ტიპის დერევატივებით, ფუნქციებსა და თვისებებში. დერევატივების ყველაზე დიდი ბაზარი, თანხების მხრივ, არის სვოპების ბაზარი, ხოლო მეორე ადგილზეა ფორვარდების ბაზარი.

უკანასკნელ ათწლეულში აქციებისა და საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებამ, კაპიტალის ბაზრების გლობალიზაციასთან ერთად, გაზარდა მოთხოვნა ფინანსურ ინსტრუმენტებზე რისკების განაწილების მიზნით. ამ პერსპექტივიდან გამომდინარე, საპროცენტო განაკვეთიანი დერევატივებით ყველაზე ხშირად ვაჭრობენ OTC დერევატივებს შორის, რომლებზეც მოდის საერთო გადასახდელი თანხების 77 პროცენტი 2018 წლის მდგომარეობით. ისინი პირველად პოპულარული გახდა 1970-იანი წლების ბოლოს და 1980-იანი წლების დასაწყისში, როდესაც კორპორაციებს უწევდათ ბრძოლა მაღალ საპროცენტო რყევებთან. უცხოური ვალუტის დერევატივები არის მეორე - ყველაზე დიდი - კატეგორია. გლობალიზაციის სწრაფმა ტემპმა ვალუტის კურსის რისკი გადააქცია ბევრი ბიზნესისა და ინვესტორის პრობლემად.

დერივატივის კიდევ ერთი, ახალი ტიპი, რომელიც გამოიყენება რისკების შემსუბუქებისთვის, არის საკრედიტო დეფოლტის სვოპი (CDS). ეს გახლავთ ხელშეკრულება, რომელიც საშუალებას აძლევს მყიდველს, შეძლოს სავალო ფასიანი ქაღალდების საკრედიტო რისკის ჰეჯირება საკრედიტო მოვლენაზე, რომელიც ხდება გამცემთან. ასეთებია, მაგალითად, გაკოტრება ან გადახდის ვალდებულების შეუსრულებლობა. ბოლო 10 წლის განმავლობაში CDS ბაზარზე შეიქმნა გიგანტური ადგილი, სადაც ნაწილობრივ ირეკლება უძრავი ქონების მყარი გაყიდვები და იპოთეკით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების გავრცელება 2008 წლამდე. მიუხედავად იმისა, რომ იგი აღიარებულია სასარგებლო ჰეჯირების ინსტრუმენტად, კრედიტის დეფოლტის სვოპები გააკრიტიკეს არასწორად გამოყენების გამო, რაც 2008 წლის ფინანსური კრიზისის ერთ-ერთ მთავარ ფაქტორს წარმოადგენდა.

აშშ-ს ფინანსური კრიზისის კვლევითმა კომისიამ (FCIC) განახორციელა OTC დერივატივების, კერძოდ, CDS დერივატივების იდენტიფიკაცია, როგორც ერთ-ერთის იმ რვა მთავარი ფაქტორიდან, რომელმაც თავისი წვლილი შეიტანა ფინანსური კრიზისის დაწყებაში და შემდგომ -მის გაღრმავებაში. CIC -ის მიერ იდენტიფიცირებული ერთი მთავარი ფაქტორი იყო ლევერეჯი - ნასესხი სახსრების გამოყენება ინვესტიციების განსახორციელებლად - რომელმაც დაასუსტა ფინანსური სისტემა. ბევრი შეცდომით მიაკუთვნებს ზედმეტი ლევერეჯით გამოწვეულ პრობლემებს “D-„D - word,” დერივატივებს.

რეგულაციური ზედამხედველობის არარსებობამ ითამაშა მნიშვნელოვანი როლი ცალმხრივი დაცვის პოზიციის ჩამოყალიბებაში. იგი დადგენილი იყო AIG-ის მიერ CDS ბაზარზე და კონცენტრირდებოდა იპოთეკით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების დეფოლტისგან დაზღვევაზე. საანგარიშსწორებო რეჟიმის დროს AIG-ის დანაკარგების აკუმულირებას არ დაუშვებდნენ, და ის, რაც გარდაიქმნა ფინანსურ კრიზისად, შეიძლებოდა გაცილებით ნაკლები ზარალის მომტანი ყოფილიყო. მოკლედ რომ ვთქვათ, ისტორია შეიძლება გაცილებით განსხვავებული ყოფილიყო. ხშირად იბადება კითხვა, რატომ უნდა გამოვიყენოთ დერივატივები?

ინვესტორები, ჩვეულებისამებრ, დერივატივებს იყენებენ სამი მიზნისთვის: რისკის მართვა, ფასის აღმოჩენა და ტრანზაქციის ხარჯების შემცირება. ტრადიციულ საბანკო მოდელში

აქტივებისა და ვალდებულებების გადახდის ვადების შეუსაბამობა აყენებს ბანკებს საპროცენტო განაკვეთის რისკის წინაშე. დერივატივები ამცირებს ამ რისკს და ეს ხშირად უწყობს ხელს კაპიტალის სტაბილურობას, მომგებიანობასა და ბანკის მიერ ვალდებულებების შეუსრულებლობის ალბათობის შემცირებას. გარდა ამისა, ბანკები დერივატივების ბაზრებს აიძულებენ, დააკმაყოფილონ ფინანსური და არაფინანსური მომხმარებელი, ფირმების რისკის მართვასთან დაკავშირებული საჭიროებები. ამ პროცესში ისინი იღებენ საზღაურს და სხვა შემოსავალს ვაჭრობიდან, ასევე ამცირებენ დაფინანსების ხარჯებს.

დერივატივებს შეუძლიათ, არაფინანსურ ფირმებს დაეხმარონ იმ რისკის მართვაში, რომელიც დაკავშირებულია ნაღდი ფულის ნაკადის ცვალებადობასთან, რაც გამომდინარეობს საპროცენტო განაკვეთების, ვალუტის კურსისა და საქონლისა და სააქციო კაპიტალის ფასების ნეგატიური ცვლილებებიდან. ჰეჯირების სტრატეგიამ, რომელიც მოიცავს დერივატივებს, შეიძლება შეამსუბუქოს არასაკმარისი ლიკვიდურობითა და რისკით გამოწვეული არასრული ინვესტიციები.

ინფორმაცია, რომელიც შეიძლება მივიღოთ დერივატივებით ვაჭრობიდან, მაგალითად, როგორცაა ფასის აღმოჩენა, წარმოადგენს მნიშვნელოვან სარგებელს. "სრულყოფილ" ბაზრებზე (როდესაც აგენტებს შეუძლიათ დაზღვევის ხელშეკრულებების ყიდვა მსოფლიოში არსებული ნებისმიერ მოვლენებისგან ფიუჩერსების დასაცავად) ვაჭრობამ დერივატივების ბირჟაზე არ უნდა გამოავლინოს რაიმე ახალი ინფორმაცია ბაზრის მონაწილეებისთვის. თუმცა ინფორმაციის ნაკლებობა ნიშნავს, რომ ინფორმირებულ მოვაჭრეებს შეუძლიათ უპირატესობა მიანიჭონ ფიუჩერსების ან ოფციონების ფლობას ძირითადი აქტივების ნაცვლად. ამან კი შეიძლება გამოავლინოს ახალი ინფორმაცია ფასის შესახებ. განვითარებულ ქვეყნებში ჩატარებული გამოკვლევების უმეტესობა აჩვენებს, რომ ფიუჩერსების ბაზარი წინ უძღვება ადგილობრივ ბაზარს, და მაშასადამე, წარმოადგენს მთავარ წერტილს ფასის აღმოსაჩენად.

დერივატივების სხვა დადებითი თვისებებია ტრანზაქციის შემცირებული ხარჯები. სპოტ-ბაზრებს დერივატივებით ხშირად გააჩნიათ მეტი ლიკვიდურობა და უფრო დაბალი სავაჭრო საზღვრები, ვიდრე დერივატივების გარეშე ბაზრებს. თუ მაგალითად, ინვესტორებს სურთ დააბანდონ

კაპიტალი S&P-ში, მაგრამ სურთ თავიდან აიცილონ ყველა ძირითადი აქტივის შესყიდვის ხარჯები, მათ შეუძლიათ ივაჭრონ ინდექს ოფციონებით და ფიუჩერსებით და იმავე შედეგს მიაღწიონ ნაკლები ხარჯებით.

დერივატივების პერსპექტივები დაკავშირებულია შეერთებულ შტატებსა და სხვა მთავარ ბაზრებზე რეგულაციების ცვლილებებთან. დოდ-ფრანკის უოლ სთრითის რეფორმას და მომხმარებელთა დაცვის აქტს (ერთად ცნობილი, როგორც "დოდ-ფრანკი") ხელი მოაწერეს 2010 წლის ივლისს. იგი ფოკუსირებდა გამჭვირვალობის ნაკლებობაზე, ისევე, როგორც დერივატივების ზოგ ბაზარზე კაპიტალისა და უზრუნველყოფის მოთხოვნების არარსებობაზე, ძირითადად, ეს ეხებოდა OTC -სთან დაკავშირებულ ბაზრებს. დოდ-ფრანკის, რომელსაც ასევე უწოდებენ უოლ სთრითის გამჭვირვალობისა და ანგარიშგების აქტს, VII პარაგრაფის სასაქონლო ფიუჩერსების სავაჭრო კომისიას (CFTC) და ფასიანი ქაღალდებისა და საფონდო ბირჟის კომისიას (SEC), სვოპის დერივატივების რეგულირების უფლებამოსილებას ანიჭებდა. SEC-ს მიენიჭა განსაკუთრებული უფლებები "ფასიან ქაღალდებზე დაფუძნებულ" დერივატივებთან დაკავშირებით. დოდ-ფრანკის სხვა პარაგრაფები ეხებოდა ფირმებს შორის ურთიერთკავშირებისა და დერივატივების ბაზარზე რისკის კონცენტრაციის უფრო ვრცელ საკითხებს.

მიუხედავად იმისა, რომ ამ რეგულაციებით მიღებული ზომები არც ისე წარმატებული აღმოჩნდა, გამომდინარე წარსულიდან, შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ დერივატივებს კვლავაც მნიშვნელოვანი როლი მიეკუთვნება ეკონომიკურსა და ფინანსურ საქმიანობაში. მათი წვლილი ეკონომიკის განვითარებაში დამოკიდებული იქნება ბაზრების უფრო გამჭვირვალედ და ლიკვიდურად გადაქცევაზე, რაც საშუალებას მისცემს მომხმარებლებს, წარმოქმნან კონკურენტული შემოსავლები რისკის ეფექტური ჰეჯირებით.

როგორც ზემოთ უკვე აღვნიშნეთ, დერივატივებით ვაჭრობენ ორი ტიპის ბაზარზე: ორგანიზებულ ბირჟებზე და ბირჟებს გარეთ (OTC). საფონდო ბირჟებზე ვაჭრობენ სტანდარტული ფინანსური დერივატივებით (მაგ. ფიუჩერსები და ოფციონების ხელშეკრულებები). ხოლო OTC ბაზარზე დერივატივებით ვაჭრობენ პირადი მოლაპარაკებების საფუძველზე და ადაპტირებულია მონაწილე მხარეების სპეციფიკასთან. OTC დერივატივები

ორმხრივად ფორმდება და უმეტესწილად დერივატივების დილერებთან (როგორცაა გლობალური კომერციული და საინვესტიციო ბანკები), რომლებიც ან იზიდავენ მეორე მხარეებს, ან თვითონ მონაწილეობენ მეორე მხარის სახით. დოდ-ფრანკი, გამონაკლისის სახით, აღნიშნავს, რომ OTC დერივატივები უნდა ანაზღაურდეს დერივატივების საანგარიშსწორებო ორგანიზაციის (DCO) მიერ, და რომ ტრანზაქციებით ვაჭრობა უნდა იმართებოდეს სვოპების გამაფორმებელ დაწესებულებებში (SEFs) ან საამისოდ განკუთვნილ სახელშეკრულებო ბაზრებზე (DCMs). ევროპელი მარეგულირებელი პირები და ზოგი აზიელი მსგავს მიდგომას ირჩევენ.

დერივატივების ოთხი ძირითადი ტიპია: ფორვარდები, ფიუჩერსები, ოფციონები და სვოპები. ზოგადი კონცეფციები მსგავსია, ვინაიდან მათი ფასი გამომდინარეობს ძირითადი აქტივის ღირებულებიდან. განსხვავება არის ხელშეკრულებების ზოგ ფუნქციასა და თვისებაში, ასევე ბაზრებში, სადაც ვაჭრობენ დერივატივებით.

ფორვარდების და ფიუჩერსების ხელშეკრულებები წარმოადგენს შეთანხმებას ორ მხარეს შორის, დადონ ფინანსური ტრანზაქცია გარკვეულ ფასად და რაოდენობით, ხოლო მომავალში - ანგარიშსწორებით. ფორვარდები კი რეგულირდება მოლაპარაკებების გზით. რადგანაც ასეთ ხელშეკრულებებზე თანხმდებიან ორმხრივად, მონაწილეებს შეეხებათ მეორე მხარის რისკები.

ფიუჩერსის ხელშეკრულებას აქვს რამდენიმე თვისება, რომლის მიზანია რისკთან გამკლავება. ფიუჩერსებით ვაჭრობენ ორგანიზებულ ბირჟებზე და ისინი წარმოადგენს სტანდარტულ ხელშეკრულებას, ფინანსურ დოკუმენტს, რომელიც განსაზღვრავს გარკვეული ოდენობით მიწოდებას ან მიღებას განსაზღვრულ ფასად და გარკვეულ დღეს. ვაჭრობა ორგანიზებულ ბირჟებზე აუმჯობესებს გამჭვირვალობას, ვინაიდან ფასები და ვაჭრობასთან დაკავშირებული სხვა ინფორმაცია ნაჩვენებია საჯაროდ. ასე ცენტრალური საანგარიშსწორებო პალატა ამცირებს მეორე მხარის საკრედიტო რისკს. ნაწილობრივ, ეს რისკი მცირდება იმის გამო, რომ იგი ითხოვს საკომისიოს (უზრუნველყოფის ან მარჟის ფორმით) მხარეებისგან და იღებს უზრუნველყოფას ხელშეკრულებების ღირებულების შეცვლის შემთხვევაში.

ოფციონი წარმოადგენს ხელშეკრულებას, რომელიც მესაკუთრეებს ანიჭებს უფლებას, თუმცა არა ვალდებულებს მათ, იყიდონ ("ქოლ ოფცია") ან გაყიდონ ("ფუთ ოფცია") ფინანსური დოკუმენტი

დაზუსტებულ ფასად დროის განსაზღვრულ პერიოდში. მისი ფუნქციაა, ოფციონის პრემიალური გადახდევინოს მყიდველსა და მესაკუთრეს გამყიდველისთვის, დამწერისთვის - შესყიდვის ან გაყიდვის უფლებისთვის. მყიდველის პოტენციური დანაკარგი შეზღუდულია პრემიალურის ფასით და ამით მცირდება დანაკარგები. ამის საპირისპიროდ, ოფციონის გამყიდველი იღებს პრემიალურს რისკის ზემოქმედების სანაცვლოდ. ოფციონებით ვაჭრობენ ორგანიზებულ ბირჟებსა და OTC დერივატივების ბაზრებზე, მიუხედავად იმისა, რომ სტანდარტიზებული ოფციონებით ვაჭრობენ მხოლოდ ორგანიზებულ ბირჟებზე.

სვოპი არის ფინანსური კონტრაქტი ერთი მხარის მფლობელობაში არსებული გადახდების სხვა მხარის მფლობელობაში არსებულ გადახდებზე გაცვლის შესახებ. უფრო ხშირად ვაჭრობენ საპროცენტო განაკვეთის სვოპებით, რომელთა მნიშვნელობაც გაიზარდა. ასე იმიტომ ხდება, რომ ფინანსური ინსტიტუტები ეძებენ საპროცენტო განაკვეთთან დაკავშირებული რისკების მართვის შესაძლებლობას. ასეთი ტრანზაქციები გულისხმობს ერთი ნაკრები ფიქსირებულგანაკვეთიანი სარგებლის გადასახდელების სხვადასხვაგანაკვეთიანი სარგებლის გადასახდელების ნაკრებზე გაცვლას. ფორვარდების მსგავსად, სვოპებით ვაჭრობენ OTC ბაზარზე და ისინი ექვემდებარება დეფოლტს - მეორე მხარის რისკს. თუმცა ყველა სვოპი, რომელიც არ ექვემდებარება დანომრილ გამონაკლისებს, ამჟამად, დოდ-ფრანკის შესაბამისად, განსაზღვრული უნდა იყოს DCO-s (derivatives clearing organization) მიერ და გაფორმებული SEF-ზე (swap execution facilities). ამ რეფორმების მიზანია, შემცირდეს მეორე მხარის რისკი, დაკავშირებული ორმხრივად გაყიდულ OTC დერივატივებთან. პოლიტიკის გამტარებლების და ბევრი ექსპერტის მიერ იგი იდენტიფიცირებულია ფაქტორთან, რომელმაც გაართულა ფინანსური კრიზისი 2008 წელს.

ამგვარად, დერივატივების ბაზრის განვითარება დიდხანს რჩებოდა მკვლევართა ინტერესის საგნად, ასევე პოლიტიკის გამტარებლებსა და საფინანსო სააგენტოებს შორის. იგი თამაშობს სასიცოცხლო როლს ფინანსურ სისტემაში და უდიდესი წვლილი შეაქვს მთლიანი ეკონომიკის სხვადასხვა ასპექტში. ლიენი და ჟანგი აჯამებენ დერივატივების ბაზრის როლსა და ფუნქციებს განვითარებად ეკონომიკაში, თეორიულსა და ემპირიულ კვლევებში (106, 39–69). პირველი, დერივატივების ბაზარი სთავაზობს ეფექტურ მექანიზმს, რომელიც აიოლებს ფასების რისკების გაზიარებას ბაზარზე არსებულ საქონლზე და ამით ეხმარება მწარმოებლებს, თავი გაართვან

ფასების ცვალებადობას. ასევე იგი თამაშობს ძირითად როლს სწორ ჰეჯირებასა და რისკის მართვაში განვითარებადი ქვეყნების ბაზარზე კაპიტალის შემოდინების ხელშეწყობით. უნდა აღინიშნოს, რომ იგი უარყოფითად მოქმედებს ფინანსურ სისტემებზე უფრო არაპროგნოზირებადი კრიზისის დინამიკის გამოწვევით და წარმოადგენს ჯაჭვური რეაქციის ამოქმედების მექანიზმს. მეორე, მიღებულია, რომ დერივატივების ბაზრის ფუნქცია არის რისკის შემცირებისა და გადანაწილების მეთოდი, ფასის აღმოჩენისა და მისი სტაბილიზაციის საშუალება. სხვადასხვა დერივატივის ბაზარი, როგორც ჩანს, შეესაბამება სხვადასხვა აგენტის მიერ (მაგ. ჰეჯერების ან უბრალოდ მაცურებლები) უპირატესობამინიჭებულ რისკებს. დერივატივების ბაზრები, სავარაუდოდ, ზრდიან ინფორმაციის ნაკადს ბაზარზე. ინფორმაცია მომავალი ფასების შესახებ, სავარაუდოდ, ასახავს მომავალ მოთხოვნასაც და ამით მოქმედებს წარმოებისა და დაზოგვის გადაწყვეტილებებზე და თანდათანობით ამცირებს სპოტ-ფასის ცვალებადობას. ატილგანი გვთავაზობს განახლებულ კვლევას განვითარებად ქვეყნებში არსებული დერივატივების ლიტერატურისა, ყოფს რა ემპირიულ გამოკვლევებს ჯგუფებად, დერივატივების ბაზრის ფუნქციის შესაბამისად. ჰეჯირებასა და რისკების მართვაზე დერივატივების ბაზრის ფუნქციის, ასევე - სპოტ-ბაზარზე ფასების აღმოჩენის გარდა, ის ავლენს ისეთ საკითხებს, რომლებიც ეხება ბაზრის სტრუქტურასა და ეფექტურობას, ისევე, როგორც რისკისა და ფასის გაზომვას (19, 88–102).

ის გადამწყვეტი როლი, რომელსაც თამაშობენ დერივატივების ბაზრები ფინანსურ სისტემაში, აუცილებლად საჭიროებს თეორიული და ემპირიული კვლევების ჩატარებას. ამის მიზეზი იყო დამხმარე მტკიცებულებების ნაკლოვანებები. როგორც ვიცით, თეორიული კვლევები მიუთითებს, რომ დერივატივების ბაზრის განვითარება მოქმედებს ფინანსურ სტაბილურობაზე. ზოგი თანამედროვე კვლევა გვიჩვენებს კავშირს რისკსა და ეკონომიკის ზრდას შორის, რაც ირიბად ასახავს დერივატივების ბაზრის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს როლს (151, 410–29). ასემოდლუ და ზილიბოტი გვთავაზობენ მოდელს, რომელშიც აგენტის არადივერსიფიცირებული რისკები ზემოქმედებას ახდენს მთლიანად ცვალებადობასა და ფინანსურ სტაბილურობაზე ფინანსების რელოკაციის გზით: აგენტები ძირითადად ახორციელებენ ინვესტიციებს უფრო მაღალი ამონაგების მქონე პროექტებში, რომლებსაც აქვთ უკეთესი შესაძლებლობები დივერსიფიკაციასთან დაკავშირებით (9, 709–51). ზოგადად, მოწინავე ფინანსური

ინსტრუმენტების არსებობა ხელს უწყობს რესურსების უკეთ განაწილებას, იქნება ეს ადამიანური თუ ფინანსური რესურსები და ამით შემოაქვს საკუთარი წვლილი ეკონომიკის განვითარებაში (102, 846–68).

ჰაისი და სამერი აღნიშნავენ, რომ დერივატივები ფინანსური ბაზრების სტაბილურობასა და ეკონომიკის ზრდაზე გავლენას ახდენს სამი არხის საშუალებით: მოცულობა, ეფექტურობა და რისკი. პირველი, მოცულობის არხი: დერივატივების ბაზრის განვითარება მოქმედებს ფინანსურ ბაზარსა და ეკონომიკის ზრდაზე კაპიტალის აკუმულაციის ხელშეწყობითა და ზრდით (71, 410–29). იგი განაპირობებს რესურსების გამოყოფას საინვესტიციო საქმიანობისთვის, რომლისთვისაც მოსალოდნელია ამონაგების უფრო მაღალი პროცენტულობა ანაზრების მობილურობის მეშვეობით. ასევე იგი ავლენს დიდი რაოდენობის რისკიან პროექტებში ინვესტიციების ჩადების ალბათობას. მეორე, ეფექტურობის არხი წარმოადგენს რამდენიმე ფუნქციის ერთობლიობას, როგორებიცაა: ფულადი სახსრების ბაზრის ეფექტური შენაცვლება, რესურსების გადაადგილება დროსა და სივრცეში, ასევე - ინფორმაციის პროვაიდერი რისკის მართვა და ფასის სტრატეგია. მამასადამე, ასეთი აგენტებისთვის, იქნებიან ისინი ფირმები, ფინანსური ინსტიტუტები თუ მთავრობა, უფრო ხელსაყრელი იქნება დაფინანსების წყაროების მეტი კომბინაციის ქონა ნაკლებ ფასებში. მესამე, რისკის არხი, ეხება დერივატივების ბაზრის განვითარების უარყოფით ზემოქმედებას ფინანსური ბაზრის სტაბილურობასა და ეკონომიკის ზრდაზე. მას შეუძლია გაზარდოს ძირითადი აქტივებით სპეკულაცია. ამით გახადოს ფინანსური ბაზრები უფრო ცვალებადი და ეკონომიკა კი მეტად გაურკვეველი. მიუხედავად ამისა, დერივატივების გამოყენება, ჰეჯირების ინსტრუმენტების სახით, შეიძლება სარგებლიანი იყოს ფირმებისა და აგენტებისთვის (12, 273–96); (23, 185–206); (72, 109–15); (84, 281–97); (161, 170-79);

სენდენიზი-იუნჩუ აღნიშნავს, რომ კარგად ფუნქციონირებადი დერივატივების ბაზარი ფირმებს შესაძლებლობას აძლევს, ეფექტურად გაანაწილონ რისკები და განახორციელონ უფრო მაღალრისკიანი პროექტები. ასე კი უზრუნველყონ ფინანსური სტაბილურობა (151, 410-29). ამავდროულად, აგენტებს, მაგ. ინვესტორებს, მომხმარებლებსა და მწარმოებლებს, შეუძლიათ ენდონ დერივატივების ბაზარს, როგორც საინფორმაციო არხს. სწორედ იგი ასახავს წონასწორობის ფასს. მათ შეეძლებათ სწორად გადაწყვეტონ, როგორ გაანაწილონ რესურსები

ეფექტურობის გასაძლიერებლად და შედეგად მიიღონ ეკონომიკური ზრდა და ფინანსური სისტემის სტაბილურობა.

მიზეზშედეგობრივი კავშირი ფიუჩერსების ბაზარსა და ფინანსური სისტემის სტაბილურობას შორის განვითარებულსა და განვითარებად ქვეყნებში ხაზგასმულია სენდენიზ-იუნჩუს კვლევაში (151, 410-29), რომელიც დაფუძნებულია რამდენიმე პერიოდის მონაცემზე. 32 გამოკვლეული ქვეყნიდან 29-ში ორ ცვლადს აქვს ხანგრძლივი ურთიერთკავშირი და რომ საშუალო შემოსავლიან ქვეყნებს აქვთ გრეინჯერის მიზეზ-შედეგობრიობის ეფექტი ფიუჩერსების ბაზრიდან ეკონომიკურ ზრდამდე, ხოლო მაღალშემოსავლიან ქვეყნებში ეფექტი საპირისპიროა. ავტორები განასხვავებენ ამ უკუმიმართულებების მიზეზებს ფიუჩერსების ბაზრის განვითარებასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. ერთი მხრივ, მიმართულება იწყება ფიუჩერსების ბაზრის განვითარებიდან ეკონომიკურ ზრდამდე - ქვეყნების უმეტესობაში შედარებით დაბალი რეალური მშპ-ით ერთ სულ მოსახლეზე. მეორე მხრივ, ერთ სულ მოსახლეზე შედარებით მაღალი რეალური მშპ-ს მქონე ქვეყნებში ეკონომიკური ზრდა იწვევს ფიუჩერსების ბაზრის განვითარებას. იყენებს რა პანელური ვექტორის ავტორესიულ მეთოდს და გრეინჯერის მიზეზობრიობის მიდგომას, ვო გვიჩვენებს ორმიმართულებიანი გრეინჯერის მიზეზობრივი კავშირის არსებობას დერივატივების ბაზარსა და ფინანსურ სტაბილურობას შორის, მიუხედავად იმისა, რომ ეს კავშირი განსხვავდება მაღალ და საშუალო შემოსავლიან ქვეყნებს შორის (167).

ემპირიული კვლევები უფრო მეტად ასახავს კავშირს ეკონომიკურ ზრდასა, ფინანსური სისტემის სტაბილურობასა და ფინანსური ბაზრის განვითარებას შორის, ვიდრე - დერივატივების ბაზრებზე. კვლევებში, რომლებიც ეხება ეკონომიკურ ზრდას ფინანსური შუამავლების განვითარებით, როგორცაა საბანკო სექტორის განვითარება (24, 261-300); (100, 717-37); (104, 31-77), (105, 865-934); (117, 386-94); (133, 155-73); (39, 487-501), საფონდო ბირჟის განვითარება (165, 668-85); (16, 215-33); (84, 281-97) და ობლიგაციების ბაზრის განვითარება (40, 19-29), (161, 529-41), (133, 155-73); ჩატარდა ანალიზი ოთხი ეკონომიკური კომპონენტის ურთიერთკავშირზე, საბანკო სექტორის, აქციებისა და ეკონომიკური ზრდის ჩათვლით, და ასევე მაკრო ცვლადებზე, როგორებიცაა: პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები (პუი), ვაჭრობის გახსნილობა, ინფლაციის დონე და მთავრობის მიერ გაწეული ხარჯები. ამ შერჩეული ცვლადებიდან, როგორც გაირკვა, ეკონომიკის მნიშვნელოვნად ზრდას ხელს უწყობენ ფინანსური სექტორი, ბანკები და

დერივატივების ბაზარი, ხოლო მაკრო-ცვლადები, კერძოდ, პუი და ვაჭრობის გახსნილობა, როგორც ჩანს, აქეზებს ეკონომიკურ საქმიანობას საფონდო ბირჟისა და საბანკო არხის საშუალებით. თეორიულ და ემპირიულ გამოკვლევებში განხილული იყო ამ მაკროეკონომიკური ცვლადების როლი ეკონომიკურ ზრდასა და ფინანსურ განვითარებას ან კაპიტალის ბაზარს (რაც აშკარად მოიცავს დერივატივების ბაზარსაც) შორის არსებულ კავშირში.

შესაძლებელია მაკროეკონომიკური დეტერმინანტების გამოყენება განცალკევებულად (76, 254–61) ან ერთდროულად (119, 19–29), (68, 1849–60), (139, 777–93) კიმში აღნიშნავს თუ რა ზეგავლენა აქვს ვაჭრობის გახსნილობას ფინანსური ბაზრის განვითარებაზე (97, 254–61), ხოლო მენიაჰ და კოსკა განიხილავენ ურთიერთკავშირს ფინანსურ განვითარებას, ვაჭრობის გახსნილობასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის (94, 37–38). გარდა ამისა, პრადჰამ გამოავლინა, რომ ხანგრძლივი ფინანსური სექტორისა და ინფლაციის დონის კონტროლის ქვეშ მყოფი მაკროეკონომიკური პოლიტიკის კომბინაცია გამოიწვევდა მეტი ტემპებით ზრდას. ამ დასკვნის საფუძველს მას აძლევს აზიური ქვეყნების ოთხ ათეულ წელზე მეტი ხნის მაგალითი. თუმრონგვიტი და რუიზი ასევე იყენებენ სხვადასხვა მაკროეკონომიკურ ფაქტორს, როგორც საკონტროლო ცვლადებს, ეკონომიკურ ზრდაზე ფინანსური განვითარების ეფექტის გამოკვლევისას (161, 529–41). ბოვდლერმა და მალიკმა აღმოაჩინეს ვაჭრობის სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი ეფექტი ინფლაციის ცვალებადობისა (33, 57–69).

დერივატივებზე დიდი გავლენა მოახდინა ფინანსურმა ბაზრებმა: გაზარდა ბაზრების ეფექტურობა უთანხმოების შემცირებით, გაზარდა ვაჭრობისა და ჰეჯირების შესაძლებლობები და შექმნა ფასების მხრივ ეფექტური ბაზარი. გამოკვლევები გვიჩვენებს, რომ დერივატივების მქონე ბაზრები უფრო სწრაფად რეაგირებენ ახალ ინფორმაციაზე. ინფორმაცია უფრო სწრაფად ირეკლება ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ფასებში დერივატივების არსებობის დროს-დერივატივების ბაზარსა და ძირითად ბაზარს შორის კავშირის გამო (87, 43–61), (43, 647–64).

საპროცენტო განაკვეთებისა და ვალუტის კურსების ზრდამ უკანასკნელ ათწლეულში გამოიწვია ფინანსური რენოვაცია და დერივატივების პროდუქტების განვითარება. თუმცა, ამავდროულად, აქ არის სხვა თვალსაზრისიც, რომლის თანახმად, დერივატივები წარმოადგენს ძირითად ბაზრებზე ცვალებადობის ზრდის ძირითად მიზეზს. დერივატივების შესახებ თავის ანგარიშში G-10 ცენტრალური ბანკის BIS ევროკომიტეტი აცხადებს, რომ „დერივატივები შეიძლება იყოს

ვალუტის კურსისა და საპროცენტო განაკვეთების ცვალებადობის ზრდის შედეგი, ვიდრე - მიზეზი³," (BIS, გვ., 1,1994).

არსებობს მტკიცებულება იმისა, რომ დერივატივების დანერგვამ ბევრ ბაზარზე შეამცირა ძირითადი ფასის ცვალებადობა. ეს მართლაც ასეა, განსაკუთრებით - აშშ-ს საფონდო ოფციონის შემთხვევაში (60, 72-76), გამოკვლევათა მთელი რიგი ადასტურებს, რომ ფიუჩერსები ობლიგაციებზე ან ამცირებს ძირითად ცვალებადობას, ან არა აქვს ხილული ეფექტები. შემცირებული ცვალებადობა აღმოჩენილი იყო იტალიის მთავრობის ობლიგაციებში და ასევე შემცირებული ცვალებადობა ან უმნიშვნელო ეფექტი გამოვლენილი იქნა აშშ-ს მთავრობის ობლიგაციებთან დაკავშირებულ ემპირიულ გამოკვლევებში (62), (49, 421-439). რაციონალურია ის, რომ დერივატივები ტრანზაქციის ხარჯების შემცირებით ზრდის ლიკვიდურობას.

არსებობს ასევე მტკიცებულება იმისა, რომ დერივატივების არსებობამ და მათთან ასოცირებულმა ტრანზაქციის დაბალმა ხარჯებმა შეცვალა აშშ-ს შემოსავლიანობის მრუდის მცირეხნიანი დინამიკა. ფედერალური სარეზერვო ბანკის (BIS, 1994) მიერ ჩატარებული გამოკვლევის მიხედვით, 1994 წლის დასაწყისში აშშ-ს შემოსავლიანობის მრუდის ფორმა შეცვლილი იყო პორტფოლიოს რეორგანიზებისა და დერივატივებით უზრუნველყოფილი ჰეჯირებების გამო. გამოკვლევით ასევე დადგინდა, რომ ამ ფინანსურმა ინოვაციამ რეალურ ეკონომიკაში შეცვალა ფულადი პოლიტიკის გავრცელების მექანიზმი - მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებად.

დერივატივების გამოყენებამ უნდა აამაღლოს ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ფასების დონე. ტრანზაქციის უფრო დაბალმა ხარჯებმა და მომატებულმა ჰეჯირებამ უნდა გააუმჯობესოს ლიკვიდურობა და ასე შეამციროს ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ფლობისთვის ინვესტორების მიერ მოთხოვნილი ამონაგები. ვინაიდან ეფექტის ემპირიულად დამტკიცება რთულია, ზოგიერთი კვლევით დასტურდება, რომ დერივატივების დანერგვამ გაზარდა ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ფასები. ამის მაგალითია აშშ-ს საფონდო ოფციონები (41, 487-498).

³ BIS. 1994. "Report of the Committee on Inter-bank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries

არსებობს ვარაუდი, რომ დერივატივები ძირითად ბაზრებს უფრო მდგრადს ხდის შოკების მიმართ მომატებული ლიკვიდურობისა და რისკების უკეთ განაწილების მეშვეობით. ამავდროულად, არსებობს იმის პრობლემა, რომ, შესაძლოა, სტრესის დროს დერივატივებმა გააძლიეროს ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ფასების ცვალებადობა. დერივატივების ფასების მოდულების დინამიკური ჰეჯირებისას ამონაგების ეფექტმა შეიძლება გამოიწვიოს მოულოდნელი ქმედებები ბაზარზე. სწორედ მსგავსმა ფაქტორებმა გამოიწვია 1987 წლის აშშ-ს საფონდო ბირჟის კრაში (პრეზიდენტის მიზნობრივი ძალების მოხსენება ბაზრის მექანიზმების შესახებ, 1988, BIS, 1994). ასეთი ტიპის პრობლემების ერთ-ერთი მიზეზი შეიძლება იყოს ის ფაქტი, რომ ინოვაცია დერივატივებში დაემთხვა ინფრასტრუქტურის განვითარების პერიოდს. ამავდროულად, სავსებით დასაბუთებულია, რომ რისკის მართვის მომატებულმა შესაძლებლობებმა, უზრუნველყოფილმა დერივატივებით, შეაჩერა ბაზარზე განვითარებული უარყოფითი მოვლენა, როგორცაა, მაგალითად, ევროპის ვალუტის კურსის მექანიზმის დაშლა. ნებისმიერ შემთხვევაში, არ არსებობს მტკიცებულება იმისა, რომ დერივატივები აძლიერებს ბაზრის რისკებს სტრესების დროს.

მთლიანი ემპირიული კვლევის შედეგები გვიჩვენებს, რომ დერივატივებთან დაკავშირებული საქმიანობის განვითარებამ და გავრცელებამ გამოიწვია ბაზრის უკეთ ფუნქციონირება ეფექტურობის, კაპიტალის მომატების, ჰეჯირებისა და ტრანზაქციების დაბალი ხარჯების პირობებში. ვინაიდან ფულადი პოლიტიკა წარმართავს ფინანსური ბაზრების მუშაობას, დერივატივების არსებობა შეიძლება მნიშვნელოვნად მოქმედებდეს ფულად პოლიტიკაზე.

ფულადი პოლიტიკის შემცირებული ეფექტის დამადასტურებელი არგუმენტია რისკის გადაცემის ძირითადი პროცესი, რომელსაც ხელს უწყობს დერივატივებთან დაკავშირებული საქმიანობა. რისკის ასეთი გადაცემა წარმოადგენს იმ უმნიშვნელოვანეს ძალას, რომელიც ამოდრავებს დერივატივების ბაზარს. ზოგი ეკონომიკური აგენტი უფრო მგრძობიარეა რისკის მიმართ, ვიდრე სხვა. რისკისადმი უფრო მგრძობიარე აგენტებს სურთ გარკვეული საფასურის გადახდა რისკისგან დაზღვევისთვის, ხოლო ნაკლებად მგრძობიარე აგენტებს სურთ ამ რისკის დროებით თავისთავზე აღება მოცემულ ფასად. ასე რომ, რისკების ბაზარს სისტემატურად გადააქვს რისკები ერთი მხრიდან მეორეზე. საერთო არადივერსიფიცირებადი რისკი კი უცვლელი რჩება. თუმცა შესაძლებელია რისკის გადანაწილება შედარებით ნაკლები რისკის

მქონე მხარეებიდან რისკის მიმღები მხარეების სასარგებლოდ. ფულადი პოლიტიკა აისახება საპროცენტო განაკვეთებსა და ვალუტის კურსთან დაკავშირებულ რისკებში. დერივატივების მეშვეობით კი ეს რისკები სისტემატურად გადადის ეკონომიკური აგენტებისგან, რომელთა საქმიანობა უფრო მგრძობიარეა ამ რისკების მიმართ, ანუ რომლებიც, სავარაუდოდ, შეამცირებდნენ ხარჯებსა და ინვესტიციებს, იმ აგენტებთან, რომლებსაც უკეთ შეეძლებათ ამ რისკებთან გამკლავება და, მაშასადამე, ნაკლებად მოსალოდნელია მათგან საკუთარი რეალური ეკონომიკური საქმიანობის შეცვლა.

რისკების ასეთი სისტემატური გადანაწილების შედეგია რეალური საქმიანობა, რომელიც ნაკლებად მგრძობიარეა რისკებისადმი, ფულადი პოლიტიკით წარმოებული რისკების ჩათვლით. დერივატივების ბაზარი იზრდება იმიტომ, რომ მას შეუძლია შეამციროს რყევა და შეამციროს რისკები დივერსიფიკაციის მეშვეობით. ფულადი პოლიტიკის ეფექტურობა დამოკიდებულია ასეთი რისკების მიმართ მგრძობიარობაზე. შეიძლება ითქვას, რომ დერივატივების საქმიანობა ადასტურებს შემცირებული პოლიტიკის შესაძლებლობის ჰიპოთეზას. რა თქმა უნდა, ეს არ ნიშნავს, რომ დერივატივები ზღუდავს ფულადი პოლიტიკის მექანიზმს, არამედ იმას, რომ უეჭველად აქცევს მას ნაკლებად ეფექტურად. ფინანსური ინოვაციები და დერივატივები იწვევს უკეთ ფუნქციონირებად ფინანსურ სისტემასა და მყარ ეკონომიკას.

ზოგადად, შეიძლება ითქვას, რომ ფინანსურმა ინოვაციებმა და დერივატივებმა არსებითად შეცვალა და გააუმჯობესა ფინანსური სისტემის ფუნქციონირება (139, 79-89). ფულადი პოლიტიკა მუშაობს ფინანსური სისტემის მეშვეობით. ამ ინოვაციებმა ასევე შეცვალა პოლიტიკის გავრცელების პროცესები. პოლიტიკის გამტარებლები, ჩვეულებისამებრ, ეწინააღმდეგებიან ცვლილებებს ფინანსურსა და ეკონომიკურ გარემოში. ცვლილების ხასიათი ხაზს უსვამს იმ ახალი თეორიული და ემპირიული კვლევის მნიშვნელობას, რომელიც უზრუნველყოფს გავრცელების პროცესის ბუნებაში გარკვევას, ასევე ვარაუდობს ფინანსურ მაჩვენებელთა სხვადასხვა დონის შემდგომ კვლევასაც, ფინანსური პირობებისა და პოლიტიკის შესრულების ვარიაციით. დერივატივების განვითარებამ უზრუნველყო ფულადი პოლიტიკის შემქმნელები ახალი ფინანსური მაჩვენებლებით და ახალი ინსტრუმენტებით, რომლებიც პოტენციურად გამოიყენება პოლიტიკის განხორციელებისას.

სპოტ - ფასები წარმოადგენს დერივატივების ფასების საფუძველს, ვინაიდან, განსაზღვრისამებრ, დერივატივის ფასი დამოკიდებულია ძირითადი აქტივის ფასზე. სპოტ-ბაზრის ფასები ზემოქმედებს რეალურ ეკონომიკურ გადაწყვეტილებებზე, როგორებიცაა: ინვესტიცია და მოხმარება. ვროლიკის მიხედვით, დერივატივებს აქვთ უკუგების ეფექტი სპოტ ფასებზე (168, 2-55). დერივატივები ფასდება მეორადი დერივატივების ბაზარზე მოთხოვნისა და მოწოდების მიხედვით, ფასწარმოქმნის ფორმულასთან ერთად. დისბალანსი დერივატივების ბაზარზე ყიდვისა და გაყიდვის წესებს შორის გამოიწვევს წონასწორობის დარღვევას დერივატივის თეორიულ ფასსა და საბაზრო ფასს შორის. არბიტრაჟის განმახორციელებლებს შეუძლიათ სარგებლის მიღება ასეთი სიტუაციისგან, თუ დერივატივებისა და ძირითად ბაზრებზე საპირისპირო პოზიციებს დაიკავენ. ფაქტობრივად, დერივატივი და სპოტ ბაზარი დაკავშირებულია „ელასტიური ლენტით“. ბლეკ-მოულზის ფორმულით წარმოდგენილი თეორიული კავშირი განსაზღვრავს წონასწორობას ფასებს შორის, მაგრამ დროებით იწვევს დისბალანსს ერთ ბაზარზე, რომელიც სწრაფად ახდენს გავლენას სხვა ბაზარზე არსებული ფასების დონეზე და, ამგვარად, თითოეულ ბაზარს უბრუნებს წონასწორობას (28, 637-654).

მეტი ლიკვიდურობა ფინანსურ ბაზრებზე აჩქარებს შოკის გავრცელებას ფინანსურ ფასებში, ანუ დერივატივების ფასები იცვლება უფრო ადრე და უფრო სწრაფად პოლიტიკური შოკით გამოწვეული მოლოდინების გამო. ეს, თავის მხრივ, აისახება სპოტ ფასის გადაადგილებაზე. დერივატივები უზრუნველყოფს კაპიტალის უფრო მაღალ ლევერეჯს, ვიდრე - ძირითადი ბაზრები, განსაკუთრებით, სპეკულაციისა და მოკლევადიანი ჰეჯირების მიზნებისთვის. ამ მიზეზით, დერივატივებში არსებული ტრანზაქციები ბევრად უფრო იაფია, შესაბამის ძირითად ბაზრებთან შედარებით. ფლოკერტმა და ლანდუმმა თავიანთი კვლევისას აღმოაჩინეს, რომ ბიდის მოთხოვნა დერივატივების ბაზარზე უფრო მეტია, ვიდრე სპოტ ბაზრებზე, რაც ვარაუდობს გაცილებით მეტ ლიკვიდურობას დერივატივებისთვის (58).

მიუხედავად იმისა, რომ არ არსებობს არგუმენტები, რომლებიც დაადასტურებს დერივატივების სისტემურ რისკებსა და ბაზრის პრობლემებს, მაინც იმართება დებატები ამ საკითხებზე. წარმოდგენილი იყო მტკიცებულება იმისა, რომ დერივატივებთან დაკავშირებულმა საქმიანობამ გააუმჯობესა ფინანსური სისტემის ფუნქციონირება. ამავდროულად, ვარაუდობენ, რომ მათ აქვთ ფინანსური სისტემის სუსტი მხარეების გაუარესების ტენდენცია მთელი მსოფლიოს მასშტაბით.

ეს ზრდის ფინანსური პრობლემების რისკს და, შესაბამისად, სისტემური წარუმატებლობის რისკებსაც, რაც ძალიან აქვეითებს მთლიანი ფინანსური სისტემის მუშაობას; ხოლო ექსტრემალურ შემთხვევაში იწვევს მის მთლიან კრახს. ნებისმიერი სისტემა წარმოადგენს ურთიერთდაკავშირებული ნაწილების კრებულს, რაც ქმნის ერთ მთელს. ამ თვალსაზრისით, ნებისმიერი ფინანსური ბაზარი არის კომპონენტთა სისტემა, რომელიც მოიცავს ვაჭრობასა და მარეგულირებელ საქმიანობას, ასევე - მონაწილეებს ამ ბაზარზე. ურთიერთქმედება სხვადასხვა ფინანსურ ბაზარს შორის წარმოადგენს საერთაშორისო ფინანსური ბაზრის ნაწილს, ხოლო ის კი, თავის მხრივ, წარმოადგენს მსოფლიო ეკონომიკის ნაწილს. დანაკარგები, რომლებსაც აბრალებენ დერივატივებს, ეხება ბანკების გლობალურ ქმედებებს, როგორებიცაა: მთავრობების ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკა და ცენტრალური ბანკის მიერ ბოლო ინსტანციის კრედიტორის სახით ჩარევა, რამაც მნიშვნელოვნად შეამცირა სისტემური რისკის საფრთხეები. თუმცა უნდა ითქვას, რომ 1980 წლიდან დერივატივების ბაზრის სწრაფმა ზრდამ გაზარდა სისტემური გაუმართაობის საფრთხე. ტრანს-სასაზღვრო დერივატივებით ტრანზაქციების მაღალი წილის გამო სისტემური რისკი იძენს საერთაშორისო ხასიათს.

სისტემური რისკების მთავარი მიზეზია დილერების სურვილი, შეძლონ ბაზრის ზემოქმედების ჰეჯირება. სწორედ ეს განსაზღვრავს უფრო მეტ დილერთა შორის დამოკიდულებას. მაშასადამე, ნებისმიერი ერთი დილერის წარუმატებლობამ შეიძლება გამოიწვიოს სისტემური გაუმართაობა. საოცარი სიხშირით შემოდის მოხსენებები დერივატივებთან დაკავშირებული კატასტროფების, უზარმაზარი ფინანსური დანაკარგებისა და წარუმატებელი ფინანსური ინსტიტუტების შესახებ. ამის გამო ბევრი ფიქრობს, რომ დერივატივები არის გლობალური სისტემური რისკის პოტენციური წყარო და რომ დერივატივების ინსტრუმენტები ძალიან ძლიერია. ტრანზაქციის დაბალი ფასი და ლევერეჯის პოტენციურად მაღალი დონის გამო ვაჭრები განიცდიან მასიურ დანაკარგებს, საკმაოდ დიდს! ამის გამო კითხვის ქვეშ დგება მსხვილი ფინანსური ინსტიტუტების სიცოცხლისუნარიანობა. დერივატივების კომპლექსურობა ართულებს შიდა რისკის მართვას, ხოლო მათი არაგამჭვირვალობა საბაზრო დისციპლინას აყენებს გამოწვევების წინაშე. ფინანსური ინსტიტუტები, რომლებიც ყველაზე აქტიურად არიან ჩართულნი დერივატივებთან დაკავშირებულ საქმეებში, გახლავთ ის მსხვილი ინსტიტუტები, რომლებზეც მნიშვნელოვან ზემოქმედებას ახდენს ეს საქმეები. სწორედ მათ ეხებათ გლობალური ბაზრები და გადახდის

სისტემები. მაშასადამე, ისინი მოქმედებენ, როგორც სისტემური რისკების პოტენციური გავრცელების მექანიზმები.

ძირითადად, დერივატივებთან დაკავშირებული პრობლემები გამოჩნდა იმიტომ, რომ ფინანსურმა ინოვაციამ ზოგ შემთხვევაში გაუსწრო რეკვიზიტულ გაუმჯობესებებს სისტემურ რეგულაციურ ინსტრუქციებში. დერივატივების უწყვეტი ზრდა გამოიწვევს სარგებელს, მაგრამ ასევე გაზრდის პასუხისმგებლობას მარეგულირებლებისა და ცენტრალური ბანკებისთვის. პრომისელის მოხსენებაში, მომზადებული BIS-ის მიერ, აღნიშნულია, რომ დერივატივების ბაზარზე რამდენიმე ძირითადმა განვითარებამ გამოიწვია მეტი სისტემური რისკი⁴: პირველი, მომატებულმა კონკურენციამ ფინანსურ შუამავლებს შორის გააფართოვა სისტემური კრახის პოტენციური წყაროები და ასევე - ნებისმიერი სისტემური კრახის ზემოქმედებაც უფრო მეტ ინსტიტუტებსა და ბაზრებზე. მაგალითად, კომერციულ ბანკებზე მეტ გავლენას ახდენენ ჰეჯირების სახსრები იმ ფართო მოცულობის კრედიტების გამო, რომლებსაც ისინი აძლევენ ამ სპეკულაციურ ინსტიტუტებს. მეორე, ზოგი დერივატივების ბაზარი უფრო კონცენტრირებული გახდა შედარებით მცირერიცხოვანი მარკეტ-მეიკერების მეშვეობით. ერთმანეთზე მეტი ზემოქმედება ბაზრის ამ ძირითად მონაწილეებს შორის ზრდის შოკის შედეგების ეფექტებს, თუ ერთ-ერთი მონაწილე მაინც ვერ შეასრულებს თავის ვალდებულებებს. მესამე, შიდა და საერთაშორისო კავშირები ფინანსურ ბაზრებს შორის უფრო ინტენსიური გახდა დერივატივებით ვაჭრობის გამო. მიუხედავად იმისა, რომ ისინი შექმნილია ფასის ცვალებადობის შემცირებისთვის, დერივატივებს ფაქტობრივად შეუძლია ცვალებადობის ვარაუდი. მაგალითად, ოფციონების პოზიციები, ჩვეულებრივ, არ განიცდის ჰეჯირებას თანაბარი ან საპირისპირო პოზიციით; ისინი უფრო განიცდიან ჰეჯირებას ძირითად ნაღდ ბაზარზე ტრანზაქციების სერიების მეშვეობით, რომლებსაც ეფუძნება დერივატივები. დინამიური ჰეჯირების ეს სტრატეგია არა მხოლოდ ქმნის უფრო მჭიდრო კავშირს დერივატივებსა და ძირითადი აქტივების ფასებს შორის, მას ასევე შეუძლია გაზარდოს საწყისი ფასის ცვლილებების ამპლიტუდაც. პორტფოლიოს დაზღვევის სტრატეგიები 1987 წლის საფონდო ბირჟის კრახის დროს და ვალუტის ოფციონებით ვაჭრობა 1992 წლის ევროპის კრიზისის დროს არის იმის მაგალითი, თუ ფასების

⁴ BIS. 1992. "Report of the Committee on Inter-bank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries.

დინამიკურმა ჰეჯირებამ როგორ გაზარდა ფასის არასტაბილურობა. და ბოლოს, ფინანსურმა და ტექნოლოგიურმა ინოვაციებმა გაზარდა საბაზრო შოკების სიჩქარე. ფასების ცვალებადობა შეიძლება გავრცელდეს ცვალებადობის წყაროს შესახებ ინფორმაციის მოწოდებაზე გაცილებით უფრო ადრე. დინამიკური ჰეჯირებისა და სხვა სტრატეგიების მეშვეობით, ფასების საწყისი ცვლილება შეიძლება სწრაფად გადაიზარდოს უფრო ფართომასშტაბიან ცვლილებად. შოკების უფრო სწრაფმა გავრცელებამ შეიძლება მნიშვნელოვნად შეამციროს ის დრო, რომლის განმავლობაშიც ინდივიდუალური ინსტიტუტები და ცენტრალური ბანკები შეძლებდნენ რეაგირებას სისტემურ შოკებზე.

ვინაიდან დერივატივებმა მიიქცია ყურადღება, როგორც სისტემური რისკის პოტენციურმა წყარომ, უნდა აღინიშნოს, რომ დერივატივები ასევე სასარგებლოა სისტემური რისკის შემცირებისთვის. მულინის თანახმად, დერივატივების ბაზრის მონაწილეებს, იმ მონაწილეების ჩათვლით, რომლებიც ყველაზე მგრძობიარენი არიან რისკის მიმართ, სთავაზობენ ჰეჯირებისა და რისკის მართვის მზარდ შესაძლებლობებს (127, 5-15). ამგვარად, დერივატივების ბაზრის განვითარებამ გააუმჯობესა ფინანსური სისტემის შესაძლებლობა, შთანთქოს შოკები, შეამციროს გადამდები და სისტემური გაუმართაობის შანსები. უფრო მეტიც, დერივატივების მოქნილობა და მომხმარებელთა შესაძლებლობა შეიძლება გამოყენებული იყოს ფინანსური სისტემის სუსტი კომპონენტების უკუქმედებისთვის. პეროლდი წარმოგვიდგენს ამის ილუსტრაციას, გამოავლენს რა დერივატივების ზემოქმედებას გადახდებზე და კლირინგის სისტემებზე (131). როდესაც დერივატივები წარმოადგენს ძირითადი ინსტრუმენტებით ვაჭრობის სხვადასხვა მეთოდს, მისი შედეგი ხშირად არის შემცირებული ნდობა ანგარიშსწორების სისტემების მიმართ.

ბევრი დერივატივის თვისებაა ანაზღაურების დაფარული ფორმები. ასეთი ინსტრუმენტებით გადახდილი თანხა ხშირად გაცილებით ნაკლებია იმ თანხაზე, რომლის გადახდაც საჭირო იქნებოდა ექვივალენტური ტრანზაქციისთვის ძირითად აქტივზე. რა თქმა უნდა, დერივატივებით ფარული ანგარიშსწორება გარკვეულწილად კომპენსირებულია ძირითადი ფასიანი ქაღალდებით განხორციელებული ტრანზაქციებით, რომლებიც გამოიყენება დერივატივების ჰეჯირებისთვის. პეროლდი აღნიშნავს, რომ ძირითად აქტივებში, ექვივალენტურ ტრანზაქციებთან შედარებით, დერივატივებს შეუძლია შეამციროს მსხვილი სახსრების ჩარიცხვები და ამგვარად შეამციროს სისტემური გაუმართაობის რისკი. სხვა მეთოდი,

რომლითაც დერივატივებმა შეიძლება შეამციროს რისკი, არის ანგარიშსწორების ადგილის შეცვლა. ფიუჩერსების საშუალებით უცხოური ობლიგაციების ან ბირჟების ზემოქმედებას ეფექტურად გადააქვს ანგარიშსწორება უცხოური ფასიანი ქაღალდების საანგარიშსწორებო სისტემებიდან ფიუჩერსების გადამხდელ ორგანიზაციამდე [131].

დერივატივები ასევე შეიძლება გამოიყენონ, მაგალითად, სამართლებრივი რისკის შემცირებისთვის. სვოპ ტრანზაქციებს შეუძლიათ ფაქტობრივად დააზუსტონ, თუ რომელი იურისდიქცია მოქმედებს ხელშეკრულებებთან/უთანხმოებებთან, ასევე - დავების მართლმსაჯულების იურისდიქციასთან.

ეს შეიძლება დაზუსტდეს მხარეების საცხოვრებელი ადგილის ან ძირითადი ფასიანი ქაღალდების მიუხედავად. ეს იძლევა ტრანზაქციების შესრულებისას მშობლიური ქვეყნის კანონებთან ასოცირებული რისკების თავიდან აიცილების შესაძლებლობას.

რისკების ჰეჯირებისას, მოგების მიღებასთან ერთად, რომელსაც უზრუნველყოფენ დერივატივები, არსებობს სხვა მხარეც. უნდა ითქვას, რომ ზოგჯერ მარეგულირებლები აწყდებიან ბევრ სირთულეს, ვიდრე შეისწავლიან და გაიაზრებენ არაგამჭვირვალე, ბალანს-გარეშე ვაჭრობას ფინანსურ ინსტიტუტებში. დერივატივებით გამოწვეულმა დანაკარგებმა მოიცვა გლობალური ბანკები Metalgeschelsaft, Barrings და Sumitomo. დერივატივების გლობალური თვისებებიდან გამომდინარე პრობლემა შემდეგ უფრო მეტად გაღრმავდა. დერივატივებით ვაჭრობას შეგვიძლია თამამად ვუწოდოთ ნულოვანი თანხით თამაში. ყოველი აგენტისთვის მოგება ასოცირდება სხვა აგენტის დანაკარგთან. დერივატივების ყველაზე მნიშვნელოვანი უპირატესობა ეკონომიკური კეთილდღეობის პირობებში არის ის, რომ მათ შეუძლიათ ზუსტად განსაზღვრონ რისკი. თუმცა ამან შეიძლება გამოიწვიოს უარყოფითი ეფექტებიც კაპიტალის ბაზარზე. 1990-იან წლებში შეიმუშავეს ფინანსური დერივატივებისთვის დამახასიათებელი რისკებისა და ფინანსური სტაბილურობის ხელშემწყობი მეთოდები.

დერივატივების ზრდამ იქონია გავლენა ფულადი პოლიტიკის მაჩვენებელთა ისეთ ტრადიციულ რაოდენობაზე, როგორცაა ფულადი და საკრედიტო ჯამი (BIS, 1994). პირველი, დერივატივებმა შეცვალა მოთხოვნა ფულზე და, სიფრთხილის ზომებიდან გამომდინარე, შემცირდა მოთხოვნები სპეკულაციასა და მცირე თანხებზე. დერივატივების ხელმისაწვდომობამ შეამცირა ტრანზაქციის

ხარჯები და საშუალება მისცა ეკონომიკურ აგენტებს, ემუშავათ უფრო დაბალი სატრანზაქციო ბალანსებით. დერივატივებთან დაკავშირებულმა საქმიანობამ ასევე უზრუნველყო რისკის მართვის დაბალფასიანი ალტერნატივები, შეამცირა რა მოთხოვნა სპეკულაციურ თანხებზე სიფრთხილის ზომებიდან გამომდინარე. ეს ეფექტი შეიძლება გაიზარდოს ფინანსური ტრანზაქციების მოცულობისა და ეკონომიკური საქმიანობის გაზრდით, ვინაიდან მოიმატებს დერივატივებთან დაკავშირებული საქმიანობაც.

უფრო ფართო ფულადი აგრეგატების სარგებლობაზე უარყოფითი ზემოქმედება მოახდინა დერივატივების მიერ შემოთავაზებულმა კონკურენტულმა ალტერნატივებმა. სავაჭრო აქტივების ღირებულების რისკის იაფი ჰეჯირება (მაგალითად, მთავრობის ჰეჯირებული ობლიგაციები) გარდაქმნის ბაზრის ინსტრუმენტებს დაბალრისკიან ინსტრუმენტებად, რომლებიც კონკურენციას უწევენ ფართო აგრეგატების სარგებლიან კომპონენტებს. საკრედიტო აგრეგატებზეც ახდენს გავლენას დერივატივების ზრდა.

რისკის მართვის გაუმჯობესებული შესაძლებლობები საშუალებას აძლევს ბანკებს, შესთავაზონ მსესხებლებს უფრო მოქნილი, უკეთ შესრულებული საკრედიტო ალტერნატივები გაუმჯობესებული პირობებით. თუმცა სავაჭრო გარემოს გაძლიერებით დერივატივებმა თავიანთი წვლილი შეიტანა კრედიტის დაცვასა და ბანკებისა და სხვა ფინანსური ინსტიტუტებიდან გამოდინებაში. დერივატივების ზემოქმედება არის ფინანსური ინოვაციის დიდი ძალის ერთი კომპონენტი.

"მართალია, დერივატივები ხელს უშლის ემპირიულად მნიშვნელოვანი ფულადი მარაგის განსაზღვრას, თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ პრობლემა არ არის ახალი, მხოლოდ მომატებული კომპლექსურობის ელემენტია ფინანსურ სისტემაში (45)."

სრულყოფილი ბაზრის სამყაროდან კიდევ ერთი გადახრა არის მუდმივი რყევა შიდა და საერთაშორისო ბაზრებს შორის. ნებისმიერი გააზრებული ჩარევა ცენტრალური ბანკის მხრიდან შეიძლება სასარგებლო იყოს მხოლოდ მაშინ, თუ შიდა და საერთაშორისო ბაზრები არ არის სრულყოფილად ინტეგრირებული. თუ ფული თავისუფლად მოედინება შიდა და საერთაშორისო ბაზრებს შორის, მაშინ ცენტრალურ ბანკს არ შეეძლება ჩარევა სავალუტო კურსის ბაზარზე შიდა

ფულად ბაზარზე ზემოქმედების მოხდენის გარეშე. ბაზრების უკეთ ინტეგრაციით დერივატივები ამცირებს ცენტრალური ბანკის შესაძლებლობას, ჩაერიოს ვალუტის კურსში.

ფირმებსა და ფიზიკურ პირებს სიფრთხილისთვის აქვთ ფულადი ნაშთები მოულოდნელ შოკებთან გამკვლავებისთვის. დერივატივებთან წვდომამ უნდა შეამციროს ამ სიფრთხილის ზომის სახით შემონახული ნაშთების ბრუნვის სიჩქარის დონე, ვინაიდან დერივატივები მოქმედებენ, როგორც სხვადასხვა საბაზრო რისკების მართვის ინსტრუმენტები. ბრუნვის სიჩქარის შემცირება ნიშნავს ცენტრალური ბანკის მიერ ფულადი მოწოდებების გაზრდილ კონტროლს.

ოფციონები უზრუნველყოფს ინფორმაციის ახალ წყაროებს ბაზრის პერსპექტივების შესახებ. სავარაუდო ცვლილება შეგვიძლია განვსაზღვროთ გამომდინარე ოფციონების ფასებიდან, რომლებიც მიუთითებს მოსალოდნელ ცვლილებაზე ბაზარზე ხელშეკრულებების ამოწურვის თარიღამდე (150, 91-132). სხვაობა ქოლ და ფუთ ფასებს შორის შეიძლება გამოყენებული იყოს ფასების მოსალოდნელი ცვლილების განაწილების მიზნით. ეს ინფორმაცია მნიშვნელოვანია საპროცენტო განაკვეთებისა და ვალუტის კურსების ცვლილებისთვის. BIS -ის მოხსენების მიხედვით, ინგლისის ბანკი, ფედერალური სარეზერვო ბანკი, იაპონიის ბანკი, საფრანგეთის ბანკი და იტალიის ბანკი აანალიზებენ ოფციონების ფასების საპროცენტო განაკვეთებსა და ვალუტის კურსებს. ფიუჩერებისა და ოფციონების ბაზრები გვამძლევენ მოსალოდნელი ფასების განსაზღვრის ალტერნატიულ მეთოდებს. ნაღდი ფულის ბაზრები, როგორცაა მრუდიდან ნავარაუდები ფორვარდის საპროცენტო განაკვეთები, შეიძლება ასევე იყონ გამოყენებული, მაგრამ დერივატივების ბაზარზე არსებულმა მეტმა ლიკვიდურობამ შეიძლება გამოიწვიოს ბევრად უფრო მეტი ინფორმაციის გამოვლენა.

როგორც ფასიანი ქაღალდის ფორმას, დერივატივებს შეუძლიათ შემოგვთავაზონ ახალი არხი ღია საბაზრო ოპერაციებისთვის. მერთონი აღნიშნავს, რომ ღია საბაზრო ოპერაციების პროცესი, წამოწყებული ცენტრალური ბანკების მიერ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების სტაბილურობის ან მათზე ზეგავლენის მოხდენის მიზნით, შეიძლება შენაცვლებული იყოს ოფციონების (ან ტრადიციული ინსტრუმენტების, რომლებიც დაერთვის ოფციონებს) გაყიდვის პოლიტიკით (118, 323-324). მაგალითად, ცენტრალურ ბანკს შეუძლია გაყიდოს ფუთ და ქოლ ოფციონებით მოკლევადიანი ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტები. თუ საპროცენტო განაკვეთები

გაიზრდება, ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტების შემცირებულ ფასებს შეეძლება ფუთ ოფციონების გამოყენება. ეს ნიშნავს, რომ ცენტრალურ ბანკებს მოუწევდათ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა ნაღდი ანგარიშსწორების ბაზარზე ლიკვიდურობის გაზრდისთვის და ამით შეამცირებდნენ საპროცენტო განაკვეთებს. თუ საპროცენტო განაკვეთები დაეცემოდა, ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტების ფასების მომატება გამოიწვევდა ქოლ ოფციონების გამოყენებას, რაც აიძულებდა ცენტრალურ ბანკებს, გაეყიდათ ფასიანი ქაღალდები. ეს შეამცირებდა ლიკვიდურობას და ამგვარად გამოიწვევდა საპროცენტო განაკვეთებზე ზეწოლას. მერტონი გრძნობდა, რომ ასეთი ოფციონით განპირობებული სტაბილიზაციური პოლიტიკა გამოიწვევდა ტრადიციული ღია საბაზრო ოპერაციების შედეგებთან იდენტურ შედეგებს. მერტონი აღნიშნავს რამდენიმე უპირატესობას: ასეთი პოლიტიკური ზომები, მოკლედ რომ ვთქვათ, იქნებოდა ავტომატიზებული და წინასწარ პროგრამირებული და, ამგვარად, გააძლიერებდა ნდობას.

- ვინაიდან ამ პოლიტიკურ ზომებზე ავტომატურად მოახდენდა გავლენას ბაზრის ცვალებადობა, მათი მიღება შეიძლებოდა ყოველთვის, მაგალითად, შაბათ-კვირას და შიდა არასავაჭრო საათებში.

- კერძო სექტორი იხდის ოფციონისათვის გაცემისას, რაც ნიშნავს, რომ მათ გადაიხადეს თანხა სტაბილიზაციის პროგრამაში,

- სხვა უპირატესობაა ის, რომ დერივატივების ბაზარი უფრო დიდია და ბევრად უფრო ლიკვიდურია, ვიდრე ძირითადი ბაზრები.

- ამით მერტონი აღნიშნავს, რომ სტაბილიზაციისთვის ასეთ ოფციონზე დაფუძნებული მიდგომა ჯობია ღია საბაზრო ოპერაციების ტრადიციულ მიდგომას. ასეთი პროგრამები შეიძლება იოლად იყოს მოდიფიცირებული ნებისმიერ დროს ოფციონების ხელახალი ყიდვით და სხვა ოფციონების გაყიდვით, რაც ცვლის სტაბილიზაციის პარამეტრებს.

ვინაიდან კერძო სექტორმა დერივატივების ზოგიერთი ინსტრუმენტი ტრადიციულ ინსტრუმენტებზე მაღლა ჩათვალა, ცენტრალურ ბანკებსაც შეუძლიათ, მიხვდნენ დერივატივების სარგებლობის უპირატესობებს. ამგვარად, ცენტრალურ ბანკებს შეეძლებათ გამოიყენონ ფულადი ბაზრის დერივატივები, როგორებიცაა: ფორვარდის განაკვეთების ხელშეკრულებები (FRAs), ფიუჩერსები და ოფციონები ფულად ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთებსა ან რისკებზე ზემოქმედების მოხდენის მიზნით.

ფინანსური ინჟინერიისა და ფინანსური ტექნოლოგიის გავრცელებამ გლობალური ფინანსური ბაზრები უფრო კომპლექსური გახადა, ვიდრე ისინი ოდესმე იყვნენ. ამას აქვს დიდი მნიშვნელობა ფულადი პოლიტიკისთვის, ვინაიდან იგი მუშაობს ბაზრების მეშვეობით. რადგან ფინანსური ბაზრების მოცულობა კვლავაც იზრდება, მნიშვნელოვანია, გვესმოდეს მისი ურთიერთქმედება რეალურ ეკონომიკასთან. ახალი ფინანსური ინსტრუმენტების, კერძოდ, დერივატივების, შექმნა საჭიროებს განსაკუთრებულ ყურადღებას. ეფექტურად ფუნქციონირებისთვის ცენტრალურ ბანკებს ესაჭიროებათ ტექნიკური და ოპერაციული გამოცდილება. ეს უდავოდ აყენებს ცენტრალურ ბანკებს გამოწვევების წინაშე, მაგრამ ასევე ქმნის შესაძლებლობებსაც. ფინანსურმა ინოვაციებმა არა მხოლოდ მოიტანა სარგებელი ფინანსური და ეკონომიკური ეფექტურობისთვის, არამედ უზრუნველყო ახალი საინფორმაციო წყაროები სხვადასხვა პოლიტიკური ქმედების შეფასებისთვის.

დერივატივების ბაზრები წარმოადგენენ ინფორმაციის ახალ წყაროებს, რომლებიც გამოსადეგია ცენტრალური ბანკებისთვის ბაზრის მდგომარეობის შეფასების დროს. ფიუჩერსების, სვოპებისა და ფორვარდების ბაზრები შეიძლება გამოყენებული იყოს იმისთვის, რათა შეფასდეს ბაზარზე დიდი რაოდენობის აქტივების მოსალოდნელი ფასები. ინფორმაციის წყაროები მომავალი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების შეფასებისთვის მოიცავს ფიუჩერებს დეპოზიტებზე, ფიუჩერსებს მოკლევადიან სამთავრობო ვალებზე, ფიუჩერსებს ბანკთშორის სასესხო განაკვეთებზე (ფედერალური ფონდის განაკვეთის ფიუჩერსები). სხვადასხვა საპროცენტოგანაკვეთიანი სვოპი გვაწვდის სასარგებლო ინფორმაციას. საქონლის ფასთან დაკავშირებული მოლოდინი ვლინდება საქონლის ფიუჩერსებიდან (მაგალითად, ნავთობთან დაკავშირებული ფიუჩერსები). ბაზართან დაკავშირებული მოლოდინის ალტერნატიული შეფასება დიდი ხნის განმავლობაში იყო შესაძლებელი ბაზარზე არსებული ძირითადი ინსტრუმენტების საშუალებით. კვლევებმა აჩვენა, რომ ხშირად დერივატივების ბაზრებიდან გამომდინარე, ბაზრებთან დაკავშირებული მოლოდინი ტრადიციულ შეფასებებზე მეტია. მიზეზი არის ის, რომ სხვა ბაზრებთან შედარებით, დერივატივების ბაზარი უფრო სწრაფად რეაგირებს ახალ ინფორმაციაზე და ეს ააქტიურებს ნაღდი საქონლის ბაზარს.

დერივატივებმა ასევე გააფართოვა იმ ინდიკატორების რაოდენობა, რომლებიც უზრუნველყოფს ახალ საინფორმაციო წყაროებს. ამის შესანიშნავი მაგალითია დერივატივების ბაზრის ინფორმაციით სარგებლობა, როდესაც უნდათ ბაზრის მონაწილეთა აქტივების მომავალ ფასებთან დაკავშირებული სხვადასხვა მოლოდინის შეფასება.

ოფციონების ფასთწარმოქმნის თეორიის მიხედვით, ავანსებმა შესაძლებელი გახადა ოფციონების ფასისთვის დამახასიათებელი სავარაუდო ცვალებადობის გამოვლენა. სავარაუდო ცვალებადობა განლავთ ძირითადი აქტივის მომავალი ფასის განაწილებიდან სტანდარტული გადახრის შეფასება. ოფციონის ფასის მიხედვით დადგენილი სავარაუდო ცვალებადობა უზრუნველყოფს საპროცენტო განაკვეთებისა და სავალუტო კურსის მომავალი ცვალებადობის საბაზრო შეფასებას. თავის მხრივ სავარაუდო ცვლილებების ზრდა გულისხმობს, რომ ბაზრის მონაწილეებიც მეტ ცვალებადობას ელოდებიან ძირითადი აქტივების ფასებთან დაკავშირებით.

ფასიანი ქაღალდების გამოყენებაში არსებული ინოვაციები შემდგომ უზრუნველყოფს ინფორმაციის არგუმენტირებას. მაგალითად, ინფლაციის ინდექსმა დააკავშირა ობლიგაციები და დერივატივები, ვინაიდან ოფციონები, რომლებიც დაფუძნებულია ამ ობლიგაციებზე, იძლევა სასარგებლო ინფორმაციას ბაზრის მოლოდინების შესახებ მომავალ რეალურ საპროცენტო განაკვეთებთან ან მომავალ ინფლაციებთან დაკავშირებით. ასეთი შეფასებები სასარგებლოა ცენტრალური ბანკის წარმატებისთვის, რადგან ასე შეძლებს ფასების სტაბილურობის და შესაბამისად ნდობის შეინარჩუნებას. სავარაუდო ცვლილებები, გამოვლენილი ოფციონის ფასებიდან, უზრუნველყოფს საპროცენტო განაკვეთებისა და სავალუტო კურსის მომავალი ცვალებადობის საბაზრო შეფასებას. პროგნოზი აქტივების მომავალი ფასებისა და ვალუტის კურსის ნებისმიერი ცვლილების შესახებ, შეიძლება აისახოს დერივატივების ინსტრუმენტებზე, როგორებიცაა ფიუჩერსები და ფორვარდები.

ფულადი პოლიტიკისა და დერივატივების ზემოთ მოცემული ანალიზით შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ დერივატივებმა შეამცირა ფულადი პოლიტიკის ეფექტურობა და სანდობა ფინანსურ ბაზრებზე ზემოქმედებით, კერძოდ, ტრანზაქციის ხარჯების შემცირებით და ბაზრების სრულყოფით. მაშასადამე, მოლოდინი თამაშობს ძირითად როლს რეალურ ეკონომიკაზე ზემოქმედებაში. ის ფაქტი, რომ დერივატივები ემსახურება ბაზრების სრულყოფას და გვაწვდის მკაფიო ინფორმაციას ფასებზე, არ გააკვირვებს საზოგადოებას ბანკების რეალური პოლიტიკის

ეფექტების შემცირებით. ზოგიერთი ცენტრალური ბანკი თავისი პოლიტიკის რეალური ეფექტის ასეთ შემცირებას უყურებს, როგორც ზეგავლენის შესუსტებას და ძალაუფლების დაკარგვას (BIS, 1994).

დერივატივები ასევე ხელს უწყობს შემოსავლის მიღებას სპეციალიზაციიდან. ჩვენ შეგვიძლია გავიხსენოთ ადამ სმითის თეორია შრომის დანაწილებისა და სპეციალიზაციის შესახებ. სმითის თანახმად, მწარმოებლობის ზრდა შეიძლება თვალსაჩინო გახდეს, თუ ყოველი მუშაკი კონცენტრირებული იქნება იმ საქმეზე, რომელიც ყველაზე უკეთ გამოსდის. ამის მსგავსად, სამრეწველო ფირმას შეუძლია ყურადღების კონცენტრირება წარმოებაზე და არასასურველი რისკების იმ ინვესტიციებისთვის გადაცემა, რომლებიც სპეციალიზაციიდან რისკებში. შემდგომ ბაზარი უფრო სრულყოფილი გახდება და, შესაბამისად, დაჩქარდება ფულადი პოლიტიკის გავრცელების მექანიზმიც. დერივატივების ბაზრის განვითარება წარმოადგენს მსოფლიო ეკონომიკის თანამედროვე გლობალიზაციისა და ლიბერალიზაციის პროცესის შედეგს. დახურული ეკონომიკა შეიძლება იყოს პროგნოზირებადი, მაგრამ, ამავდროულად, ღარიბი. მეორე მხრივ, გახსნილი ეკონომიკა უფრო მდიდარია, ვინაიდან აქ ვაჭრობიდან მიღებული შემოსავლები რეალიზდება, თუმცა უფრო მეტი რისკიც აქვს. დერივატივების ბაზარი იძლევა ამ რისკების ინდივიდუალური ფირმების მიერ ჰეჯირების საშუალებას.

დერივატივების შესახებ ზემოთ მოცემული ლიტერატურის ანალიზის საფუძველზე მნიშვნელოვანია, გავნიხილოთ დერივატივების გამოყენების მექანიზმი ფინანსურ კრიზისებში და უფრო ფართოდ, დერივატიული ინსტრუმენტების გამოყენების მექანიზმი ეკონომიკაში. ამასთან დაკავშირებით დოდდი აღნიშნავს, რომ დერივატივები ეკონომიკაში თამაშობს “ორგზის როლს”, რომელთაგან ერთი უზრუნველყოფს ეკონომიკურად სასარგებლო როლს „ჰეჯირებისა და რისკების მართვაში” და საშუალებას აძლევს კაპიტალის ნაკადების შემოდინებას განვითარებად ქვეყნებში, რომლებიც არ არიან საკმარისი მოცულობის, რათა განვითარდნენ. ასევე თამაშობს როლს “ფასის აღმოჩენისა და სტანდარტული საბაზრო ფასების დადგენაში”, ამით მცირდება განუსაზღვრელობა და უზღობესდება ბაზრის ეფექტურობა და სტაბილურობა (47).

მეორე მხრივ, დერევატივების გამოყენება შესაძლებელია ეკონომიკურად მავნე მიზნებისთვის “ცუდად სტრუქტურირებული და არასათანადოდ რეგულირებული დერევატივების ბაზრების” არსებობისას და სწრაფი ფინანსური ლიბერალიზაციის პირობებში (48, 3-4).

დოდდის მიხედვით, დერევატივების ეკონომიკურად მავნე მიზნებისთვის გამოყენება კლასიფიცირდება, როგორც “დერევატივების ბოროტად გამოყენება”. ეს შეიძლება ჩავთვალოთ, მუქარად ფინანსური ბაზრის მთლიანობისა და ეფექტურობისთვის, და ამგვარად, მთელი ეკონომიკისთვის” და “დერევატივების არასწორად გამოყენება” კი შეიძლება ჩავთვალოთ “დაშლისა და კრიზისის ცვალებადობად”. დოდდი თვლის, რომ დერევატივებს შეუძლიათ ითამაშონ როლი კრიზისის შექმნაში, თუ არსებობს სპეკულაციის პირობები. იგი აღნიშნავს, დერევატივების ბაზარზე ვალუტის ღირებულების შესაძლო შემცირებისას, მომგებიანი პოზიციის მიღების შემდეგ, შეტევა ფიქსირებულ ან ცვალებად გაცვლით კურსზე მიუთითებს თვით კრიზისის შექმნისკენ. იგი მექანიზმს შემდგენაირად აჯამებს:

ჰეჯ-ფონდების ან, უფრო ზუსტად რომ ითქვას, სპეკულანტების, უმეტესობა იკავებს ადგილობრივი ვალუტის საწინააღმდეგო პოზიციებს ფორვარდულ ბაზარზე, როგორც მოკლე პოზიციებს, ყიდიან ვალუტას, რაც ნიშნავს კაპიტალის მასობრივ გამოდინებას განვითარებად ქვეყნებში ადგილობრივი ბანკების სინთეტიკური ფორვარდების ან სვოპების გამო, უცხოური ვალუტის კურსის რისკის კომპენსირებისათვის. დერევატივების არასწორად გამოყენების ნეგატიური შედეგების პირობებში, რაც მოსდევს დაგეგმილ ან დაუგეგმავ ქმედებებს, დოდდი გამოყოფს “ლევერეჯს, არალიკვიდურობას, კრიზისის დამაჩქარებელ ფაქტორებს და ინფექციების არხებს”. მან ასევე დაამატა სპეკულაციური ფაქტორი, როგორც კრიზისის შემქმნელი, თუმცა მას განიხილავს, როგორც ირიბი ზემოქმედების ფაქტორს.

ამგვარად, ფიქსირებული ან მართვადი სავალუტო რეჟიმები შეიძლება ნაკლებად სტაბილური აღმოჩნდნენ დერევატივების გამო და გარდაუვალია დევალვაცია, რომელიც შეიძლება გამოიწვიოს სპეკულაციურმა შეტევამ. შედეგად წარმოიშობა „სისტემური რისკი“ ფინანსურ ბაზრებზე და იზრდება ქვეყნებს შორის კრიზისის გავრცელების ტენდენცია. კრიზისის მწვავე

ეტაპის შემდეგ პოლიტიკა, რომელიც მიზნად ისახავს ეკონომიკურ გამოჯანსაღებას, შეიძლება აღმოჩნდეს არაეფექტიანი მათ გამო (48, 3-15).

თუმცა, დოდი ასევე აღნიშნავს იმ ფაქტს, რომ ჰეჯ-ფონდები, როგორც ფინანსური ფენომენის ტიპები, იგნორირებულნი იყვნენ ფინანსური კრიზისის ყველა ეკონომიკურ ანალიზში. ჰარმსი, ძირითადად, მიაკუთვნებს დერივატივებს ჰეჯ-ფონდებს. ჰარმსი განმარტავს, თუ როგორ იწყება ხელოვნურად შენარჩუნებული ვალუტის კურსის გამანადგურებელი პროცესი მთავრობის გაცვლითი კურსის პოლიტიკის ბუნდოვანი მომავლის პირობებში, რადგანაც მსხვილი მოვაჭრეები ცდილობენ, ამოიციონ დევალვაცია ვალუტის გაყიდვით უცხოური ვალუტის სანაცვლოდ. ხოლო ვალუტის მნიშვნელოვანი რაოდენობით გაყიდვა აიძულებს ცენტრალურ ბანკს, შეასრულოს თავისი უპირველესი ვალდებულება და დაიცვას ეროვნული ვალუტა ფულადი პოლიტიკის გაჭიანურებით. ამით იზრდება საპროცენტო განაკვეთი მზარდი უმუშევრობისა და პოლიტიკური ალტერნატივების შემცირების ხარჯზე. მაშასადამე, სადაც პირველი თაობის მოდელების დროს, არასტაბილური ეკონომიკური საფუძვლების პირობებში, ვალუტა, რომელიც მიიჩნევა არამყარად, უბრალოდ, განიცდის ვალუტით მოვაჭრეთა შეტევებს, მეორე თაობის მოდელებში ვალუტით მოვაჭრეები ნამდვილად მანიპულირებენ ქვეყნების პირობებით თავიანთი სპეკულაციური შეტევებისას, რათა მიიღონ სარგებელი, როდესაც ამის შანსი არსებობს. ამგვარად, ივარაუდება, რომ მსხვილ მოვაჭრეებს, როგორებიც არიან ჰეჯ-ფონდები, შეუძლიათ “შექმნან” სავალუტო კრიზისი გაურკვევლობის პირობებში. აღიარებულია, რომ ის, რასაც აღნიშნავს ჰარმსი, ანუ - რომ ჰეჯ ფონდების საქმიანობა ძალიან მნიშვნელოვანია პოლიტიკოსებისთვის მათ მიერ “ზედმეტად ბევრი დავალიანების აღებისა” და “ბაზრის ლიდერების სახით მოქმედების” შესაძლებლობის გამო. იგი განიხილავს ჰეჯ-ფონდების ზემოქმედებას, ფინანსურ კრიზისზე, ბაზრის ცვალებადობაზე, ბაზრის მანიპულაციასა და სისტემურ რისკზე. ის აღნიშნავს, რომ ნეოკლასიკურ თვალსაზრისს, რომლითაც ჩამოყალიბდა მსოფლიო პოლიტიკური ეკონომიკა, ჰქონდა ტენდენცია ჰეჯ-ფონდების გამოყენებისკენ, როგორც ყველაზე “მცირე რაიმე მნიშვნელობის მქონისკენ” სახელმწიფო პოლიტიკის პირობებში. თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ მათი რაოდენობა მნიშვნელოვანია და მათ შეუძლიათ განახორციელონ თავიანთი კაპიტალის ლევერეჯი “ოცჯერ სესხის აღების” საშუალებით კომერციული და საინვესტიციო ბანკებიდან. გარდა ამისა, იგი აღნიშნავს, რომ ამ ჰეჯ-ფონდების ლევერეჯი

სარგებლიანი დერივატივებით არის აქტივის ყიდვის შესაძლებლობა, მისი სრული ფასის დაუყოვნებლივ გადახდის გარეშე (73).

მაკკლინტოკი შემდეგნაირად აღნიშნავს ჰეჯ-ფონდების მნიშვნელობას: “ჰეჯის ფონდები შეადგენს საერთო საინვესტიციო აქტივების მხოლოდ მცირე ნაწილს, რომლებიც არსებობს გლობალურ ფინანსურ ბაზრებზე, მაგრამ იწვევდა სტაბილურობის დარღვევას ბაზრებზე უკანასკნელი წლების განმავლობაში, უფრო ევროპის ვალუტის კრიზისის დროს - 1992 წლის სექტემბერში და საფონდო ბირჟის დაქვეითება 1994 წლის დასაწყისში (115, 13-33).

ნეოკლასიკური თვალსაზრისით, მაღალი რისკის შემცველი მახასიათებლების გამო ჰეჯ-ფონდები უფრო უკეთ გამოიყენება, როგორც „ინვესტორები, რომლებიც ბაზრის ტენდენციის საპირისპიროდ მოქმედებენ”, რაც ბაზრებს უფრო ლიკვიდურსა და ეფექტურს ხდის. ეს გულისხმობს, რომ ხანდახან ეს შეიძლება იყოს მართალი, მაგრამ მხოლოდ ძირითადად; თუმცა, ჰეჯ-ფონდების შესაძლებლობა, იმოქმედონ, როგორც ბაზრის ლიდერებმა, აძლევს მათ სხვა, ტენდენციას აყოლილი, ინვესტორებით მანიპულირების და არბიტრაჟის სტიმულს”. მინიმუმ, მხოლოდ სადავოა ის ფაქტი, რომ მაკრო ჰეჯ ფონდებმა, რომლებიც განსაზღვრულია, როგორც “საერთაშორისო პორტფელის ინვესტორები“ და იღებენ კარგ პოზიციებს ეროვნულ ბაზრებზე ქვეყნის ფინანსური სტატისტიკის ანალიზის საფუძველზე”, ხელი შეუწყვეს ვალუტის რამდენიმე კრიზისს 1990-იან წლებში და 2008 წლის ფინანსურ კრიზისს. მათ აქვთ შესაძლებლობა და პოტენციალი ბაზრებით მანიპულაციისა საკუთარი ეკონომიკური სარგებლისთვის (107, 191-196).

მნიშვნელოვანია დერივატების როლის გაგება აზიის ფინანსური კრიზისების განხილვით, კერძოდ, კორეის ფინანსური ბაზრის ანალიზისას, კორეის ბაზრის გამოყენებისთვის გამოყვეს ორი მიზეზი, რომელიც არის მიღებული, როგორც მნიშვნელოვანი მაგალითი აზიის ფინანსური კრიზისისა და ყველა ტრანზაქციების შესახებ დეტალური მონაცემების ხელმისაწვდომობის გამო, რომელსაც ახორციელებდა სხვადასხვა ტიპის სპეკულანტი, უცხოელი ინვესტორების ჩათვლით. ემპირიული ანალიზი გვიჩვენებს პოზიტიურ დამოკიდებულებას ვალუტის ფიუჩერსებსა და სპოტ კურსების ვოლატილურობას შორის (170, 3-40).

ასევე მნიშვნელოვანია რუსეთის 1997 წლის ფინანსურ კრიზისში დერივატივების როლის ანალიზი. მოკლევადიანი სამთავრობო ობლიგაციების ბაზრები გახსნილი იყო უცხოელებისთვის, რომლებიც იკავებდნენ პოზიციებს დერივატივების ბაზრებზე რუსეთის ცენტრალურ ბანკთან ფორვარდული ხელშეკრულებების ხელმოწერით. გარდა ამისა, რუსეთის ბანკებმა, რომლებსაც ასევე არ სურდათ სპეკულაციიდან მიღებული შემოსავლის დაკარგვა, დაიწყეს სესხების აღება საზღვარგარეთიდან და ამით შექმნეს რისკი თავიანთ ბალანსებში ღია პოზიციებთან და დროის შეუსაბამობასთან დაკავშირებით (44, 48-52).

ტესებონოს სვოპები დერივატივების იმ ინსტრუმენტების სახეა, რომლებიც გამოიყენებოდა მექსიკური ბანკების მიერ საზღვარგარეთიდან დოლარების სესხად აღებისთვის და მიუთითებდა იმ ფაქტზე, რომ მექსიკის შემთხვევა არ იყო ვალუტასთან დაკავშირებული ძირითადი კრიზისი. ნამდვილად, იგი შეადგენდა 1990-იანი წლების სავალუტო კრიზისის ახალი ტიპებიდან ერთ-ერთს, რადგანაც ტესებონოს სვოპები არ წარმოადგენდა არც მთავრობის არასწორ პოლიტიკას, არც სუსტ მაკროეკონომიკურ საფუძველს, არამედ მიუთითებდა სპეკულაციურ შეტევებზე ხელოვნურად შენარჩუნებულ სავალუტო კურსებსა და კრიზისის აქსელატორებზე, რომლებმაც გავლენა იქონიეს კაპიტალის სწრაფ გადინებაზე. ნებისმიერ შემთხვევაში, იგი ასახავს დერივატივების მნიშვნელოვან როლს ფინანსურ კრიზისში (142).

ფინანსური ბაზრის კრიზისის გამოწვევაში დერივატივების როლის განხილვასა და შესწავლისას მათიესონი (113) ეთანხმება აზრს, რომ დერივატივების ბაზრებმა ითამაშეს ნეგატიური როლი მექსიკის კრიზისში, აზიის კრიზისსა და რუსეთის დეფოლტსა და დევალვაციაში. თუმცა ამ საკითხს მათიესონი შემდეგნაირად განმარტავს: “გაუარესებული ფუნდამენტური ფაქტორები წარმოადგენდა საბაზრო კრიზისის ძირითად მიზეზებს, მაგრამ დერივატივები აღრმავებს ამ კრიზისის ზემოქმედებას ფორმირებადი ბაზრის ეკონომიკაზე”, რაც მიუთითებდა ფინანსური კრიზისის პირველი თაობის მოდელზე. მეორე მხრივ, დოდის ნაშრომში აღნიშნულია, რომ დერივატივებმა ითამაშეს ძირითადი როლი აღმოსავლეთ აზიის 1997 წლის ფინანსურ კრიზისში, რაც შეიძლება უფრო მეტს ნიშნავდეს, ვიდრე “კრიზისის ზემოქმედების გაძლიერება”.

ცნობილია, რომ დერივატიული ინსტრუმენტებით, რომლებიც განიხილება მაკროეკონომიკურ დონეზე, ეკონომიკა, პირველ რიგში, უფრო მიდრეკილი იყო კრიზისისადმი და შემდეგ, ადგილობრივი ვალუტით სპეკულაციისკენ, რაც მიღებულია, როგორც ერთმხრივი ფსონი”. ხელოვნურად შენარჩუნებული ვალუტის კურსის რეჟიმების დროს კრიზისი შეიქმნა კაპიტალის მასობრივი გადინებებით და სავალუტო სისტემის კოლაფსით, ხოლო კრიზისის დაწყების შემდეგ დაშლის პროცესი აჩქარდა და გაღრმავდა სპეციფიკური ტიპის დერივატივების გამოყენებით (50). დერივატივების ინსტრუმენტების როლი საერთაშორისო ფინანსურ კრიზისში შეიძლება განვმარტოთ და ხელახლა განვსაზღვროთ შემდეგნაირად: საერთაშორისო ფინანსურ კრიზისში დერივატიული ინსტრუმენტების 1 – უშუალო კრიზისის ეფექტები და 2 – ირიბი კრიზისის ეფექტები.

თუ ვალუტის გაცვლითი კურსი ფიქსირებულია, იქნება ეს მკაცრი ფიქსაცია ან რბილი ფიქსაცია ცუდად სტრუქტურირებული და არასწორად რეგულირებული დერივატივების ბაზრების გამო, სრული და სწრაფი ფინანსური ლიბერალიზაციისას დერივატივებმა შეიძლება პირდაპირი გავლენა იქონიონ სხვადასხვა ქვეყნის ეკონომიკაზე. ფიქსირებული გაცვლითი კურსის სისტემაში შექმნას დესტაბილიზაცია და უბიძგოს სისტემას დაშლისკენ. ასეთ პირობებში დერივატივების გამოყენება თავისუფლად შეუძლიათ სპეკულანტებს ან ჰეჯ-ფონდის ოპერატორებს, როგორც სპეკულაციური ან ჰეჯირების ინსტრუმენტისა მთავრობის პოლიტიკის წარმატების საწინააღმდეგოდ (51). დოდი სამართლიანად სვამს კითხვას “... როგორ და რატომ არის შესაძლებელი, გამოიყენონ ისინი (დერივატივები), თუ ბაზარი არ იქნება ცვალებადი ჰეჯირებისთვის?” იმ ფაქტის გამო, რომ ფიქსირებული გაცვლითი კურსის სისტემაში საცვლელ კურსთან დაკავშირებული რისკი არის “ფიქსირებული გაცვლითი კურსის სისტემის წარუმატებლობა, რომელიც იწვევს ხელოვნურად შენარჩუნებული გაცვლითი კურსის დევალვაციას ან რეჟიმის სრულ დაშლას”, სპეკულანტები, რომლებიც იყენებენ ფორვარდებს, სვოპებს ან აქვთ შესაძლებლობა, დაიკავონ მომგებიანი პოზიცია ვალუტის ღირებულების შესაძლო დაცემისას, შეიძლება ჩავთვალოთ, როგორც “პრაქტიკულად ერთმხრივი ფსონი”, ანუ დევალვაციის თვითრეალიზებადი მოლოდინები.

მაშასადამე, შეგვიძლია ვთქვათ, რომ 1990-იან წლებში დერივატივები ძირითადად გამოიყენებოდა უფრო სპეკულაციის მიზნით, ვიდრე ჰეჯირებისათვის 1990-იანი წლების კრიზისულ ეკონომიკაში, რაც მიუთითებს თვითრეალიზებად კრიზისზე, რადგანაც 1990-იან წლებში არსებობდა ფიქსირებული ან ხელოვნურად შენარჩუნებული ვალუტის გაცვლითი კურსების სისტემები სრული ფინანსური ლიბერალიზაციის პირობებში, განსაკუთრებით-კაპიტალის მოძრაობისთვის უფრო მეტი თავისუფლების მიცემით, იმ განვითარებად ქვეყნებში, რომლებმაც განიცადეს ფინანსური კრიზისი. უფრო მეტიც, განვითარებადი ქვეყნები, რომლებიც ცდილობდნენ თავიანთი კაპიტალის შევსებას კაპიტალის შედარებით ნაკლებ ფასად იმპორტირებით, გრძელვადიან პოზიციებს იკავებდნენ იმ საკუთარ ფასიან ქალაქებთან მიმართებით, რომლებიც არ იქნენ ჰეჯირებული, რადგან არ მონაწილეობდნენ რისკის შემცირებაში და ითამაშეს მნიშვნელოვანი როლი დამატებითი რისკის შექმნაში სპეკულაციის მიზნით OTC-ის დერივატივების გამოყენებით (48, 4-5). ამგვარად, მათი ხარჯები, რომლებიც, გამოთვლების შესაბამისად, შედარებით ნაკლები უნდა ყოფილიყო, აღმოჩნდა უფრო მეტი.

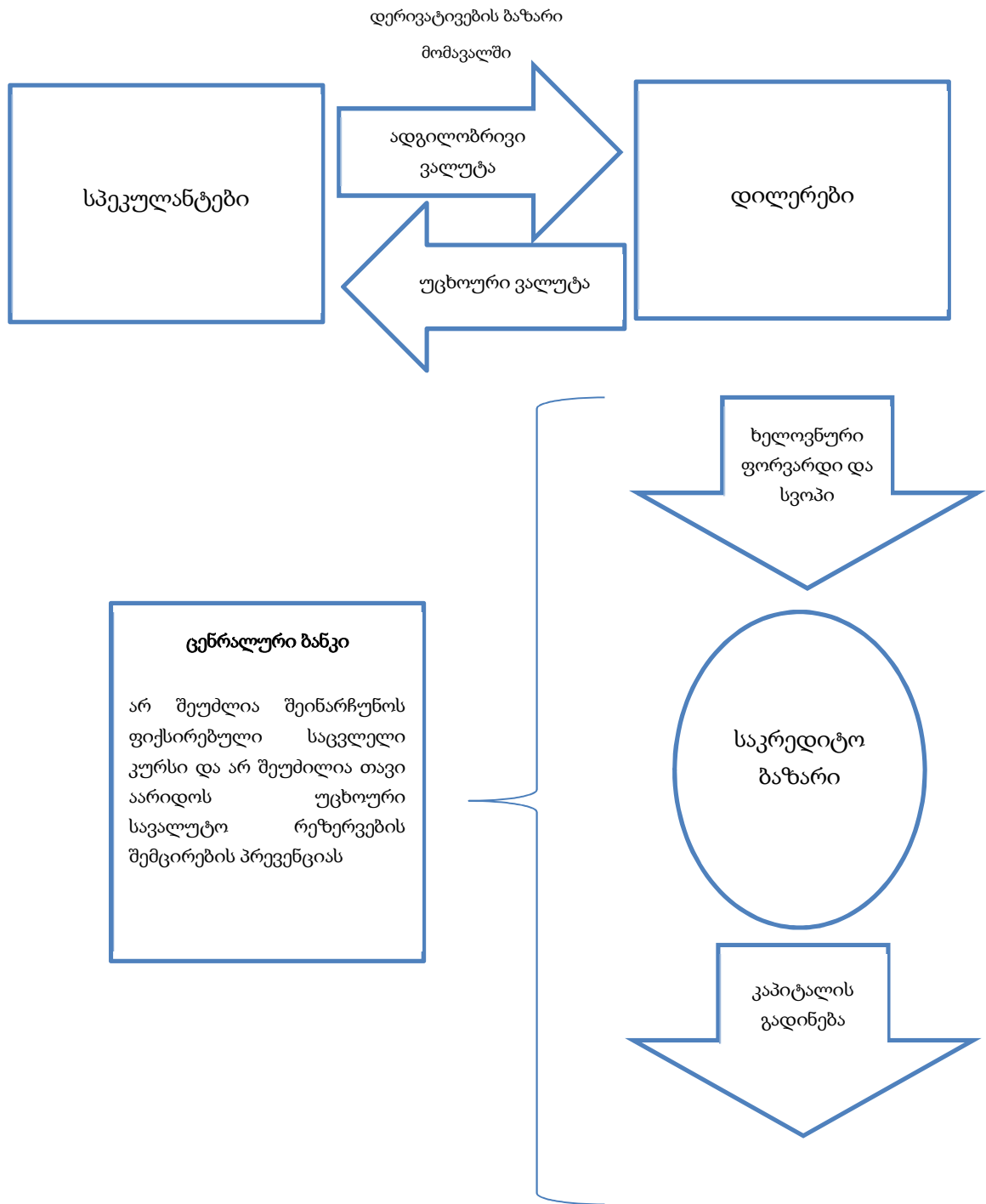
დერივატივების პირდაპირი კრიზისის ეფექტი იწყება შეტევით ადგილობრივ ვალუტაზე სპეკულანტების ან ჰეჯირების მხრიდან, რომლებიც იკავებდნენ პოზიციას დერივატივების ბაზარზე OTC დერივატივების მეშვეობით, როგორებიცაა ფორვარდები და სვოპები ან საბირჟო დერივატივები, როგორებიცაა ფიუჩერსები და ოფციონები, უცებ ან თანდათანობით “მომავალი დეველპაციის მოლოდინში”. აღსანიშნავია, რომ სპეკულანტების მიზნები, რომლებმაც დადეს ფსონი ვალუტაზე და უცხოელი ინვესტორები, რომლებმაც განახორციელეს საკუთარი ინვესტიციების ჰეჯირება, არ განსხვავდებოდნენ ასეთი ტიპის მოკლევადიანი პოზიციების საერთაშორისო საბანკო სისტემით ადგილობრივ ვალუტაზე ზემოქმედების მიხედვით. ყოველი ეს გრძელვადიანი თუ მოკლევადიანი პოზიცია, ადგილობრივ ვალუტასთან დაკავშირებით, წარმოადგენდა წინასწარ გათვლილ დისკონტს, ე.ი. უკვე ახლა აშკარა იყო, რომ მომავალში ადგილობრივი ვალუტა გაუფასურდებოდა. ამრიგად, ფასების განსაზღვრის პროცესი მიუთითებს მომავალ დეველპაციაზე და ასახავს “მთავრობის სავარაუდო წარუმატებლობას ან ნაკლებად დამაჯერებელს ხდის იმას, რომ მთავრობას ექნება უნარი, შეინარჩუნოს ფიქსირებული ვალუტის გაცვლის კურსი... ეგრეთ წოდებული “პოლიტიკური ფასი,” იმის ჩვენებით, რომ ვალუტის სამომავლო ღირებულება იქნება არსებულ, ხელოვნურად შენარჩუნებულ, კურსზე

ნაკლები (64, 21-22). რითიგი განმარტავს: “მომავალი ფასების ნეგატიური ცვალებადობა იწვევს ნეგატიურ საფუძველს და ამით ზრდის ზეწოლას სპოტ ბაზარზე” (137, 3-40).

“ერთმხრივი ფსონის” პროცესის დროს მოცემული ფორვარდის დისკონტი მისცემს სიგნალს ბაზრის სხვა მონაწილეებს, რომ გაიყიდება სუსტი ადგილობრივი ვალუტა მყარ ვალუტაზე გაცვლისას, როგორცაა აშშ-ის დოლარი ან ევრო, მანამ, სანამ იგი არ განიცდის დევალვაციას, რადგან მთავრობის მიერ ხელოვნური ფიქსაციის სისტემა დადგენილი იქნება ფორვარდის ან სვოპის ფასით. ნამდვილად, განვითარებადი ქვეყნების დერივატივების ბაზრებზე ფორვარდის კურსები ფორვარდის დისკონტზე მიუთითებს უფრო მაღალ საპროცენტო განაკვეთებზე, განვითარებად ქვეყნებთან შედარებით, რადგანაც ადგილობრივი ვალუტის ფასი, სავარაუდოდ, შემცირდება იმავე განაკვეთით, რაც საპროცენტო განაკვეთის დიფერენციალია. თუ საკრედიტო ბაზრები, რომლებშიც დილერები ძირითადად იკავებენ ხელოვნურად მოკლე პოზიციებს, როგორც უცხოური ვალუტის ბაზრის მონაწილეები, არ არიან სრულყოფილად ეფექტურნი, დილერები მოითხოვენ საბაზრო რისკთან დაკავშირებულ პრემიას, რომელიც ემატება საპროცენტო განაკვეთის დიფერენციალს. ეს მიუთითებს უფრო მაღალ დისკონტზე ფორვარდის ან სვოპის კურსებთან დაკავშირებით (49).

ეს ყველაფერი პრობლემებს შეუქმნის ცენტრალურ ბანკს ფიქსირებული ვალუტის გაცვლითი კურსის შენარჩუნებისას, რადგანაც ცენტრალური ბანკის უშუალო ჩარევა გათვალისწინებულია უცხოური ვალუტის რეალურ ბაზარზე; აღსანიშნავია, რომ ეს არ მოხდა არსებული დერივატივების ბაზრებზე, რადგან “პოტენციურად არ არსებობს მცდელობის დასასრული”. როგორც აღნიშნულია, დერივატივების ბაზრები უზრუნველყოფენ მაღალ ლევერეჯს სპეკულანტებისთვის და “მოთამაშეებისთვის”, რომლებმაც შეიძლება შეუტონ ფიქსირებულ გაცვლით კურსს, დადებენ რა ფსონს მთავრობის მაკროეკონომიკური პოლიტიკის წარუმატებლობაზე, ღირებულებების შემცირებით და შემოსავლების გაზრდით. ვალუტის კურსის დაცვისთვის, მეორე ინსტრუმენტის სახით, ცენტრალურ ბანკს შეუძლია გაზარდოს ადგილობრივი საპროცენტო განაკვეთები. თუმცა, როგორც აქამდე აღვნიშნეთ, ეს გაზრდის საპროცენტო განაკვეთის დიფერენციალს, გამოიწვევს ფორვარდის დისკონტის ზრდას და ამით შექმნის პრობლემს უფრო მეტი კაპიტალის გადინებისთვის. ეს ყველაფერი მიუთითებს

სქემა 4 კრიზისის პირდაპირი ეფექტი



თვითრეალიზებადი კრიზისი

ცენტრალური ბანკის რეგულარული ინსტრუმენტების არაეფექტურობაზე. ამის ნაცვლად, სავარაუდოა, რომ სავალუტო შეტევებისას ცენტრალურმა ბანკებმა განახორციელონ კაპიტალის კონტროლი, როგორცაა უცხოელი სპეკულანტებისთვის ადგილობრივი ვალუტის გადაცემის შეზღუდვა ფორვარდული კონტრაქტების განხორციელების პრევენციისთვის საპროცენტო განაკვეთების ზრდის პოლიტიკის ფონზე. დერივატივებზე უშუალო კრიზისის ეფექტის მექანიზმი ნაჩვენებია სქემა 4-ში.

ეს პროცესი იწვევს კაპიტალის მასობრივ გადინებას (დრო t_0). მოკლე დროში. დერივატივების გამოყენებით ხორციელდება სპეკულაციური შეტევა ხელოვნურად შენარჩუნებული ვალუტის კურსზე. ამ შეტევის შედეგად, მომავალი განაკვეთები იწყებს დეველვაციის ნიშნების გამოვლენას, ხოლო შემდეგ ყველას ეწყება ადგილობრივი ვალუტის დეფიციტი. ბოლოს ვალუტის გაცვლითი კურსის სისტემა იშლება, რადგანაც ქმნის თვითრეალიზებად მოლოდინს და, ამგვარად, თვითრეალიზებად კრიზისს.

Dodd-ი შემდეგნაირად ხსნის ამ პროცესს: “ბაზრის შევსებისთვის, მაგალითად, დერივატივების დილერებს მოუწევთ, იყვნენ ჩართულნი სინთეტიკური მოკლე პოზიციების შექმნის პროცესში, რათა დროებით შეაჩერონ თავიანთი გრძელი პოზიციების რისკები (49). ამის შედეგი არის კაპიტალის გადინება და, რადგანაც მოკლე საპროცენტო განაკვეთი იზრდება დერივატიულ ბაზრებზე, კაპიტალის გადინებებიც იზრდება”. ამგვარად, “ერთმხრივ ფსონს” შეიძლება ვუწოდოთ თვითრეალიზებადი მოლოდინი, რომელიც ქმნის კრიზისს.

ასეთი პროცესები ცენტრალურ ბანკს რეალური საქონლის გამოჩენას აიძულებს. ეს შეიძლება მოხდეს მაშინ, როდესაც ვალუტის გაცვლითი კურსი ფიქსირებულია, ამ კურსის შენარჩუნების მიზნით, ან მაშინ, როცა ვალუტის გაცვლითი კურსი მცურავია, რათა სპეკულაციურმა შეტევამ ან ფინანსურმა დაშლამ არ გამოიწვიოს ეკონომიკის დესტაბილიზაცია.

საერთაშორისო ფინანსურ კრიზისში დერივატივების ინსტრუმენტების ირიბი კრიზისის ეფექტები შეიძლება განვიხილოთ ორ ნაწილად: პირველია “კრიზისისთვის წინაპირობების მომზადება” და მეორეა “კრიზისის აჩქარება”. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, დერივატივების ინსტრუმენტების არსებობამ განვითარებად ქვეყნებში, რომლებმაც გაიარეს სრული და სწრაფი

ფინანსური ლიბერალიზაცია ეფექტური და აუცილებელი დადგენილებების შესრულების გარეშე, შექმნა კრიზისის წინაპირობა, რაზეც მიუთითებდა ფინანსური ბაზრების წარუმატებლობა. გარდა ამისა, დერივატივების ზოგიერთ სახეობას, როგორცაა მთლიანი ამოგების სვოპები (Total Return Swaps) და „კუთ“ სავალო ვალდებულება, აქვს კრიზისის დამაჩქარებლების როლი, რაც მიუთითებს კაპიტალის სწრაფ გადინებაზე. ამას ირონიულად უწოდებენ “მიკროტალღურ ფულს“, როდესაც ადარებენ “ცხელი ფულის“ ტერმინს.

დერივატივების ნეგატიური ეფექტი შეიძლება განვსაზღვროთ კრიზისისთვის წინაპირობების მომზადებისას. დელიბერალიზაციული ძალისხმევის ასეთი სახე შეიძლება ჩაითვალოს კრედიტის ან დეფოლტის რისკად, მანიპულაციად და მორალური რისკად, გონივრული რეგულაციების უგულველყოფად და ინფორმაციის არასწორ ასახვად, რაც ქმნის მიდრეკილებას კრიზისული ეკონომიკისადმი, საშიშროებას უქმნის ფინანსური ბაზრის მთლიანობასა და ეფექტურობას, ამასთან, ხაზს უსვამს ბაზრის წარუმატებლობას.

კრედიტის ან დეფოლტის რისკი ნიშნავს “რისკს“, რომ დერივატიული კონტრაქტის მეორე მხარე ვერ შეასრულებს თავის სახელშეკრულებო ვალდებულებებს” (56). ამ მხრივ, დერივატივებმა შეიძლება გამოიწვიოს საკრედიტო რისკები პოტენციურად მცდარი ქმედებების გამო. ამის მიზეზი შეიძლება იყოს ადგილმდებარეობისა და დროის მიხედვით მხარეების დაშორება, რაც მათ მისცემს საშუალებას, დარჩნენ შეუმჩნეველნი გარკვეული პერიოდის განმავლობაში. გარდა ამისა, დერივატივების ტრანზაქციები შეიძლება გამოიწვიოს შემოსავლების მცდარმა დაპირებებმაც. ეს კი გამოიწვევს ფინანსურ დანაკარგებს “ფირმისთვის სპეციფიკური რისკის” ფარგლებში და ასევე, რადგანაც კონტრაქტის საბაზრო ფასი მერყევი ხდება, იგი ქმნის კიდევ ერთ პოტენციურ საკრედიტო რისკს კონტრაქტის მთელი პერიოდის განმავლობაში (115, 13-33).

მანიპულაცია შეიძლება იყოს “ინფორმაციაზე დაფუძნებული მანიპულაცია”, რომელიც გამოიწვევს “ინსაიდერულ სავაჭრო ოპერაციებს” ან “ბაზრის შესახებ ყალბ მოხსენებებს”, როგორც მოხდა ენრონის შემთხვევაში. ის ასევე შეიძლება იყოს “ქმედებაზე დაფუძნებული მანიპულაცია”, რომელიც იწვევს “რამდენიმე ქმედების განზრახ შესრულებას, რომელიც ცვლის აქტივის რეალურ ან აღქმულ ღირებულებას”. აღნიშნულია, რომ ინსაიდერული სავაჭრო ქმედებებით ენრონის

აღმასრულებლებმა გაყიდეს თავიანთი კუთვნილი ენრონის ფასიანი ქაღალდების პორტფელი, როგორც ადრეული ქმედებები, “თავიანთი მუშაკების საფონდო ოპერაციების განაღდებისთვის”. გარდა ამისა, უოლ სტრიტის ზოგიერთი კორუმპირებული ფირმა, რომელსაც შეეხება ჰქონდა ენრონთან, თავის კლიენტებს ურჩევდა “შესყიდვებს”. აღნიშნულია, რომ მიუხედავად იმისა, რომ მენეჯერებს ეკრძალებათ იმ კორპორაციის აქციების უშუალოდ გაყიდვა, რომელსაც ისინი მართავენ, მათ შეუძლიათ ამის გაკეთება დერივატივების გამოყენებით, რათა მიიღონ დიდი და არაკანონიერი პირადი სარგებელი. ეს მიუთითებს მორალური რისკის არსებობაზე დერივატივების ბაზრებზე.

ვარაუდობენ, რომ დერივატივები შეიძლება გამოყენებული იყოს ბაზრის ისეთი გონივრული რეგულაციების უგულვებელსაყოფად, როგორებიცაა: “რეზერვის მოთხოვნები, ლიმიტები ინდივიდუალური პირებისთვის, ფირმებისა ან სექტორებისთვის სესხების გაცემაში, ლიკვიდურობის მოთხოვნები შიდა ან უცხოური სავალუტო ვალდებულებების მიმართ, წმინდა უცხოური ვალუტის გამოყენების ლიმიტები, კაპიტალის მოთხოვნები და ა.შ.” მისი მიზანია ფინანსური სტაბილურობის შენარჩუნება რისკიანი ან არაეფექტური პროექტებისგან კაპიტალის შემოდინების პრევენციით. ამ მხრივ, დერივატივები განიმარტება, როგორც ფონდების ეფექტური განაწილების დამაბრკოლებლები ინვესტიციაში რეალური რისკის შენიღბვის გამო.

დერივატივები ასევე შეიძლება გამოყენებული იყოს საგადასახადო ვალდებულებებისა და კაპიტალის მოთხოვნების თავიდან აცილების მიზნით, მოხსენებული შემოსავლების მართვით შემოსავლის ერთი პერიოდიდან სხვა პერიოდში გადატანის საშუალებით ანუ საბუღალტრო აღრიცხვის ხერხების გამოყენებით ახლანდელი მოგება ვაჩვენოთ მომავალში. “ინფორმაციის არასწორად გადმოცემა” იმას გულისხმობს, რომ დერივატივები “ამცირებს გამჭვირვალობას, რადგანაც არ შედის ფირმების საბალანსო ანგარიშში, “როგორც საფუძველი ფირმების რისკის პროფილის გაზომვისთვის”. მაშასადამე, აღსანიშნავია, რომ იმ ქვეყნების საგადასახადო ანგარიშთა ბალანსი არ აჩვენებს ქვეყნის რეალურ რისკს, რადგანაც ეს არასაბალანსო ანგარიშია, დერივატივები არასწორად გადმოსცემს საბალანსო ანგარიშების მნიშვნელობას, როგორც საფუძველს ფირმების, ცენტრალური ბანკებისა და ეროვნული ანგარიშების რისკ-პროფილების გაზომვისთვის და ამით “ამცირებს გამჭვირვალობას”. სხვა სიტყვებით რომ ითქვას, შეიქმნა

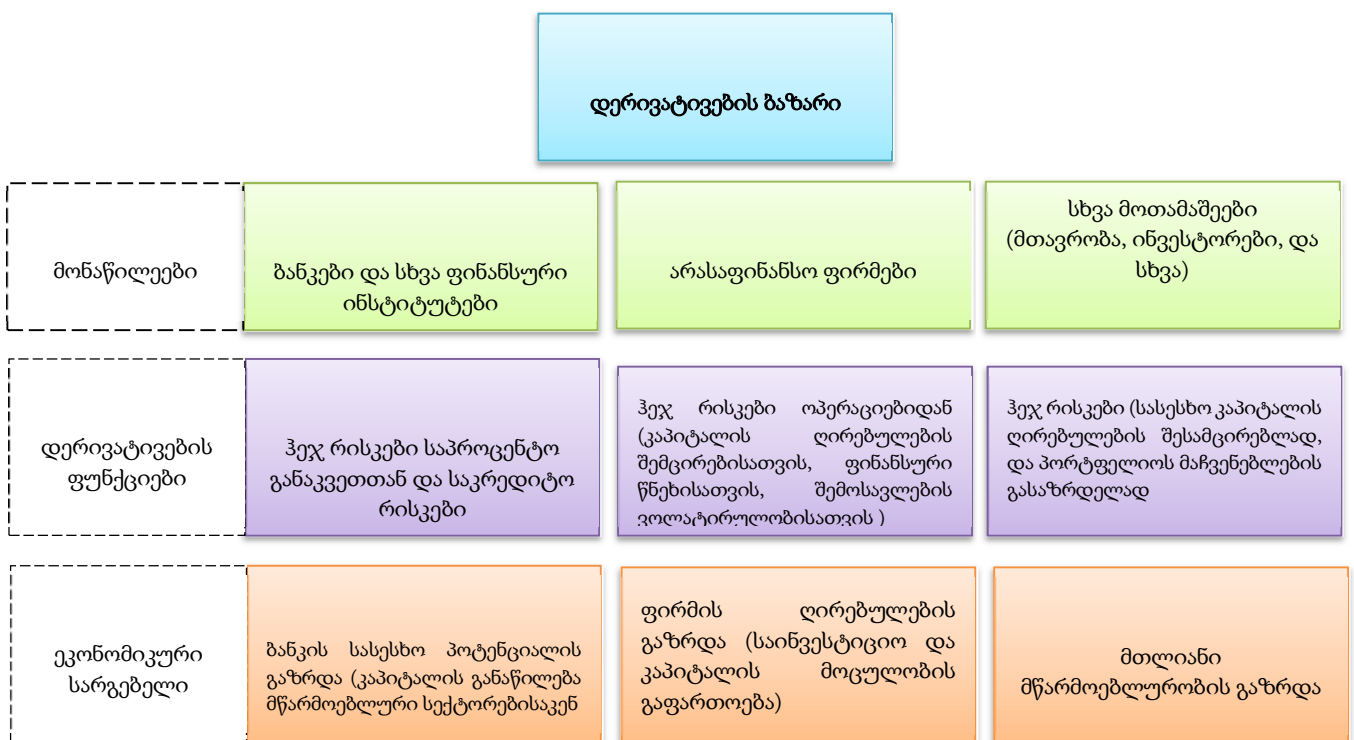
სხვაობა სრული რისკების ზემოქმედებასა და ბალანსში აღნიშნულ ზემოქმედებას შორის. მაშასადამე, როდესაც განვიხილავთ ფირმების საბალანსო ანგარიშგებას, ჩვენ ვერ ვხედავთ რაიმე პრობლემებს რისკთან დაკავშირებით, ამით ბალანსირებული უცხოური ვალუტის ვალდებულებებსა და აქტივებს. მაგრამ დერივატივებთან დაკავშირებული რეალობა სხვაგვარია.

სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, დერივატივების ინსტრუმენტები შეიძლება გამოყენებული იყოს კაპიტალის მოთხოვნების, მოკლევადიანი შემოსავლის გამო საგადასახადო ვალდებულებებისა და უცხოური ვალუტის გამოყენებაზე შეზღუდვების, ასევე კაპიტალთან დაკავშირებული რისკის თავიდან აცილების მიზნით. უფრო მეტიც, საპენსიო ფონდებსა და სადაზღვევო კომპანიებს, რომლებსაც ეზღუდებათ აქტივების ქონა უცხოურ ვალუტაში, შეუძლიათ გამოიყენონ დერივატივები, რათა თავი აარიდონ ასეთ შეზღუდვებს და ჰქონდეთ უფრო რისკიანი, მაგრამ მაღალი შემოსავლის მქონე პორტფოლიოები. მაგალითად, დერივატივებს შორის სტრუქტურირებული სესხიანი ვალდებულებები შეიძლება გამოყენებული იყოს ფინანსური დაწესებულებების ბალანსზე უცხოური ვალუტის გამოყენებაზე შეზღუდვების თავიდან ასაცილებლად და საბუღალტრო წესების მანიპულირებისთვის, რათა აჩვენონ მაღალშემოსავლიანი ვალდებულებები ისე, თითქოს ისინი იყოს ყველაზე მაღალი კურსის მქონე საკრედიტო ინსტრუმენტები, კაპიტალის მოთხოვნების მოტყუების მიზნით. ვადამდე გადახდის მოთხოვნის უფლებით აღებულმა დავალიანებებმა შეიძლება მოკლევადიანი სესხები იოლად გარდაქმნას გრძელვადიან სესხებად. მოკლევადიანი, დოლარში დენომინირებული, სესხები შეიძლება მივუთითოთ, როგორც პორტფოლიოს ინვესტიციები TRS-ს საშუალებით. ყველა ეს მცდარი ინფორმაცია უქმნის პრობლემებს ფირმებს თავიანთი ანალოგების კრედიტუნარიანობის ზუსტი შეფასებისას და ასევე - მარეგულირებელ ორგანოებს იმის მოძიებაში, თუ რა რისკის წინ დგანან მათი ფინანსური ბაზრები, გამომდინარე ძირითადი სისტემური რისკიდან, “რომელსაც ფინანსური სისტემის სუსტი ადგილები შოკამდე მიჰყავს”.

კრიზისის დაჩქარება

რისკის მართვის თეორიები ხაზს უსვამს ჰეჯირების სარგებელს ფინანსური სირთულეების მოსალოდნელი ხარჯების შემცირებისთვის⁵ ⁶. ლიტერატურა საბანკო საქმის შესახებ გვთავაზობს რამდენიმე განმარტებას იმაზე, თუ როგორ აძლევს დერივატივების ინსტრუმენტები ბანკებს საშუალებას, მართონ რისკი და ფინანსური სირთულეები დამატებითი შემოსავლის გამომუშავებით, რითაც მათ შეუძლიათ უზრუნველყონ მეტი კრედიტი კერძო სექტორისთვის (იხ. სქემა 5).

სქემა 5 დერივატივების გავლენის არხები



დერივატივები აძლევს მეტ შესაძლებლობას ბანკებს გაზარდონ გარე ფინანსირება (110, 1769-1808).

⁵ Diamond, Douglas W. “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” Review of Economic Studies, 51, 1984, pp. 394-414.

⁶ Smith, Clifford W., and René M. Stulz. “The Determinants of Firm’s Hedging Policies,” Journal of Financial Quantitative Analysis, 20, 1985, pp. 391-405.

ეს ინსტრუმენტები ამცირებს მოთხოვნებისა და ვალდებულებების ვადების შეუსაბამობას და ამით ამყარებს ნაღდი ფულის შიდა მოძრაობასა და კაპიტალის პოზიციას, აუმჯობესებს კრედიტუნარიანობას. დერივატივების გამოყენება ბანკებს ასევე უადვილებს ფინანსების მიღებას იმ სესხებიდან, რომლებიც არ არის დაზღვეული. ხშირად ბანკებს შეიძლება რთულად მიაჩნდეთ სესხების აღება, როდესაც დაუზღვეველი დეპოზიტორები და კრედიტორები არ არიან დარწმუნებულნი დაწესებულების მდგომარეობაში. ეს პრობლემა ეხება აგენტობის ხარჯებს (პრინციპალის-აგენტის პრობლემა). ვინაიდან ჰეჯირებას შეუძლია ამ ხარჯების შემცირება ბანკებისათვის, რომლებიც იყენებენ დერივატივებს, მათ უნდა შეეძლოთ დაუზღვეველი სახსრების გაზრდა უფრო იოლად, ვიდრე იმ ბანკებს, რომლებიც დერივატივებს არ იყენებენ. ამ დამატებითი წყაროებით, ბანკებს, რომლებიც დაკავებულნი არიან ჰეჯირებით, შეუძლიათ გამოიყენონ სახსრები, რომლებიც მოიპოვეს უფრო მეტი მასშტაბის საქმეებში ინვესტირებით ან გასესხებით, ვიდრე არაჰეჯირებადი ბანკებია.

ვინაიდან მრავალი ემპირიული კვლევა ფოკუსირებულია დერივატივებზე, როგორც ფირმის რისკის მართვის ინსტრუმენტზე, შედარებით მცირე კაპიტალის მქონე პირები ითვალისწინებენ მათ ზემოქმედებას ბანკების მიერ სესხების მიცემაზე.

გამოკვლევები, რომლებიც აქცენტირებულია საპროცენტო განაკვეთის დერივატივებზე, წარმოგვიდგენს მტკიცებულებას ბანკის მიერ სესხების გაცემის პოზიტიურ ზემოქმედებაზე (36, 353-379), (122, 1-31). მათი შედეგები ვარაუდობენ, რომ საპროცენტო განაკვეთის დერივატივები (მათი ტიპის მიუხედავად, როგორებიცაა: სვოპები, ოფციონები, ფორვადები და ფიუჩერები) საშუალებას აძლევს ბანკებს, გაზარდონ გასესხება უფრო მეტი განაკვეთით, ვიდრე მანამდე. პურნანანდამი (134, 1769-1808) შემდგომ იმას ანალიზებს, შენარჩუნდება თუ არა ეს ურთიერთობა განსხვავებულ ეკონომიკურ პირობებში. იგი თვლის, რომ ცვლილებები მაკროეკონომიკურ გარემოში არ ახდენს გავლენას გასესხების მოცულობებზე დერივატივების მომხმარებელ ბანკებში (მაგ. როდესაც ფედერალური რეზერვი ამძაფრებს ფულად პოლიტიკას). როდესაც ასეთი მოვლენები ჩნდება, ზემოქმედება უმეტესწილად გამომდინარეობს ადგილზე ჰეჯირებიდან, რომლისთვისაც საჭიროა მხოლოდ მცირეოდენი საოპერაციო რეგულირებები ბანკის მხრიდან. პურნანანდამის შედეგი

ადასტურებს ჰეჯირების თეორიებს იმის შესახებ, რომ დერივატივების სარგებლის წერტილი წარმოადგენს სარეზერვო მარაგს რისკების წინააღმდეგ.

დასკვნა, რომ საკრედიტო დერივატივები და კრედიტის რისკის გადაცემის სხვა პროდუქტები ამატებს ბანკის მიერ სესხის გაცემის მოცულობას, არ არის ისე გავრცელებული, როგორც საპროცენტო განაკვეთის დერივატივების შემთხვევაში.

როდესაც გოდერისი (66) და ალტუნბასა, გამბაკორტაბი და მარკუს-იბანეცი (13, 996-1009) ხაზს უსვამენ პოზიტიურ ზემოქმედებას, ჰირტლი ხედავს მხოლოდ შეზღუდულ მტკიცებულებას იმისა, რომ საკრედიტო დერივატივები ასოცირებულია ბანკების მიერ სესხის გაცემის გაფართოებასთან. კერძოდ, ჰირტლი (80, 125-150) ხედავს სარგებელს მხოლოდ კრედიტის გაფართოებაში მსხვილი კორპორაციული მსესხებლებისთვის. კებენოიანი და სტრეჰენი (38, 19-43) ფიქრობენ, რომ კრედიტის რისკის მართვა საშუალებას აძლევს ბანკებს, გასცენ სესხად უფრო მეტი თავიანთი აქტივი, მაგრამ ეს ბანკები ასევე უფრო რისკიან სესხებს ფლობენ. დერივატივებისა და ბანკის ურთიერთკავშირი ხელს უწყობს გასესხებას.

ზემოთ აღნიშნული ლიტერატურის ანალიზის საფუძველზე, რომელიც ეხებოდა დერივატივების გავლენას ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე, ჩამოყალიბებულია ჰიპოთეზები, რომლებიც მოცემულია მეორე თავში. ამავე თავში ახსნილია ჰიპოთეზების ტესტირების ემპირიული მოდელი და მისი სპეციფიკაცია. ხოლო მესამე თავში ახსნილია ჰიპოთეზების ტესტირების შედეგები.

თემა 2 კვლევის მეთოდოლოგია და კვლევის პროცესის აღწერა

2.1 რაოდენობრივი კვლევის ანალიზი და ემპირიული მოდელის სპეციფიკაცია

ნულოვანი ჰიპოთეზის შემოწმებისთვის გამოიყენება მონაცემთა ბაზა, რომელიც მოიცავს 5 ქვეყანას: ბრაზილია, სინგაპური, რუსეთი, არგენტინა, აშშ – 1997-2010 წლების პერიოდისთვის. ამ მონაცემთა პანელის ანალიზის მეშვეობით გამოვიკვლევთ დერივატივების პოტენციურ როლს განვითარებადი და განვითარებული ბაზრის მქონე ქვეყნების 1998 და 2008 წლების გლობალურ ფინანსურ კრიზისში. მეთოდოლოგიის სახით, მონაცემთა ბაზა შემდეგნაირად განიხილება: მონაცემთა ანალიზისათვის გამოყენებული დროითი მწკრივის რეგრესია, რომელიც შეიძლება მითითებული იყოს შემდეგი ფორმით:

$$Y_{it} = a + X_{it}B + \mu_{it}$$

სადაც i ნიშნავს საოჯახო მეურნეობას, ფიზიკურ პირებს, ფირმებს, ქვეყნებს და ა.შ., ხოლო t ნიშნავს დროს, რომლის განმავლობაშიც ხდება ცვლადებზე დაკვირვება. ამგვარად, როდესაც მინაწერი i ეხება ჯვარედინ განზომილებას, t მინაწერი ეხება დროითი მწკრივის განზომილებას. ზემოთ ხსენებულ განტოლებაში, X_{it} არის its დაკვირვება K ამხსნელ ცვლადებზე, ხოლო B არის $K \times 1$, რაც მიუთითებს სვეტის ვექტორზე, რომლის სვეტის ნომერიცაა 1, ხოლო ხაზის ნომერი არის K , და μ_{it} წარმოადგენს შეცდომის წევრს ან შეცდომის კომპონენტურ მოდელს, რომელიც არ ექვემდებარება დაკვირვებას და წარმოადგენს ინდივიდუალურ სპეციფიკურ ეფექტს და არის დროის ინვარიანტული და არ რეგრესირებს.

ვინაიდან კვლევაში ამონაკრებია განვითარებადი და განვითარებული ქვეყნები და შერჩეულია დერივატივების შესახებ მონაცემების ხელმისაწვდომობის საფუძველზე, ჩვენ ისინი შედარებით ხანგრძლივ განზომილებაში მოვაქციეთ, რათა განგვესაზღვრა ზემოთ მოცემული წლების მიხედვით და გაგვეზარდა მონაცემთა ბაზა, მინიმუმ, დროის განზომილების მხრივ.

ცვლადები

ცხრილ 1-ლში მითითებულია გამოკვლევაში გამოყენებული დამოკიდებული და დამოუკიდებელი ცვლადების სიმბოლოები, განსაზღვრებები, ერთეულები და სკალები.

ცხრილი 1 დამოკიდებული და დამოუკიდებელი ცვლადების განმარტება

მოსალოდნელი გავლენა	სიმბოლო	აღწერა	ერთეული, სკალა
+	CI	კრიზისის ინდექსი	ინდექსი
+	CPS	მოთხოვნა კერძო სექტორისადმი (დაუბრუნებელი სესხები)	ეროვნულ ვალუტაში მილიონებში
	CA	მიმდინარე საგადასახდელო ბალანსი	აშშ-ის დოლარებში
	CR	კრედიტი კერძო სექტორისადმი	ეროვნულ ვალუტაში მილიონებში
	TD	დერივატივების მთლიანი პირობითი თანხა	აშშ-ის დოლარებში
	GDP	მთლიანი შიდა პროდუქტი	ეროვნულ ვალუტაში მილიონებში
	FR	უცხოური რეზერვები, მინუს ოქრო	აშშ-ის დოლარებში
+	CPSGDP	დაუბრუნებელი სესხების თანაფარდობა მშპ-სთან	კოეფიციენტი
-	CAGDP	მიმდინარე საგადასახდელო ბალანსის თანაფარდობა მშპ-სთან	კოეფიციენტი
+	CRGDP	კერძო სექტორისადმი ადგილობრივი კრედიტების თანაფარდობა მშპ-სთან	კოეფიციენტი
+	TDFR	დერივატივების მთლიანი პირობითი თანხის თანაფარდობა უცხოური ვალუტის რეზერვებთან	კოეფიციენტი

	DSR	ვალის კოეფიციენტი	მომსახურების კოეფიციენტი

ქვემოთ შეჯამებულია დამოკიდებული და დამოუკიდებელი ცვლადები, ფინანსურ კრიზისთან მათი შესაძლებელი კავშირის ჩათვლით, მათი ჰიპოთეზა მათივე კოეფიციენტების მოსალოდნელ ნიშნებთან ერთად.

დამოკიდებული ცვლადი

CI (კრიზისის ინდექსი): რომელსაც შეიძლება ეწოდოს “ფინანსური ზეწოლის ინდექსი” ან “კრიზისის ზეწოლის ინდექსი,” ან “სავალუტო ბირჟის ზეწოლის ინდექსი”, რაც მიუთითებს, რომ თუ იგი გაიზრდება, გაიზრდება კრიზისის ალბათობაც, კერძოდ, გაიზრდება კრიზისის ზეწოლა. გამოყენებულ ლიტერატურაში არსებული ნაშრომების მიხედვით, იგი გამოითვლება შემდეგნაირად:

$$CI = \% \Delta S - \alpha 1 \% \Delta R$$

% Δ S: ვალუტის კურსის კვარტალური პროცენტულობის ცვლილება, განსაზღვრული შიდა ვალუტით, აშშ დოლარის ერთ ერთეულზე.

% Δ R: სავალუტო რეზერვის ზრდის ტემპი

$$\alpha 1 = \sigma s / \sigma r$$

σ s: გაცვლითი კურსის პროცენტული ცვლილების ფიქსირებული სტანდარტული გადახრა;

σ r: სავალუტო რეზერვის პროცენტული ცვლილების ფიქსირებული სტანდარტული გადახრა;

ნაშრომში კრიზისის ინდექსი გამოთვლილია, როგორც ორმხრივ ნომინალურ გაცვლით კურსში პროცენტის ცვლილების შეწონილი საშუალო მნიშვნელობა და პროცენტის ცვლილება სავალუტო რეზერვებში, ისეთი წონით, რომ ინდექსის ორ კომპონენტს აქვს ამონაკრების ერთნაირი ცვლადობა. მამასადამე, ცვლილებებს ვალუტის გაცვლით კურსში აქვთ პოზიტიური ნიშნები, ხოლო ცვლილებებს სავალუტო რეზერვში აქვთ უარყოფითი ნიშნები, ვალუტის გაცვლითი კურსის

გაუფასურება და სავალუტო რეზერვის შემცირება ზრდის კრიზისის ზეწოლას. ამ მხრივ, შეიძლება ითქვას, რომ კრიზისის ინდექსის მომატება ნიშნავს სავალუტო კურსის პროცენტულობის ვარდნასა და სავალუტო რეზერვების შემცირებულ პროცენტულობას შორის შეწონილი სხვაობის მომატებას. აქ შეწონვა შესაძლებელია რეზერვებში ცვლილების გამრავლებით α_1 კოეფიციენტზე. ამგვარად, განსაზღვრა კრიზისისა, რომელიც გამოიყენება, როგორც აქ გამოთვლილი კრიზისის ინდექსის საფუძველი, შეიძლება ჩავთვალოთ, როგორც „ეპიზოდი“, როდესაც შეტევა ვალუტაზე იწვევს ვალუტის მკვეთრ შემცირებას, საერთაშორისო რეზერვების ძლიერ შემცირებას ან ამ ორივე ეფექტს.

ეს განსაზღვრება ეხება როგორც წარმატებულ შოკს, რომელიც იწვევდა ვალუტის მკვეთრ ვარდნას და ასევე - წარუმატებელ შეტევებს, რომლებიც იწვევდა არა მხოლოდ ვალუტის ვარდნას, არამედ სავალუტო რეზერვების მკვეთრ შემცირებასაც ასეთი ვარდნის პრევენციის მიზნით. თუმცა იგი შემოიფარგლება მხოლოდ წარმატებული შეტევებით, გარდა იმ ნაშრომების კრიტიკისა, რომლებიც მოგვიწოდებენ, რომ წარუმატებელი შეტევებიც არის გასათვალისწინებელი კრიზისისთვის. როგორც ერთ-ერთი ამ ავტორთაგანი, ვლადარი (2000) აღნიშნავს “...ინვესტორის თვალსაზრისით, წარუმატებელი სპეკულაციური შეტევებიც შეიძლება სასარგებლო იყოს, ვინაიდან წარუმატებელი შეტევებიც მიუთითებენ სუსტ მხარეზე (166). მაშასადამე, წარმატებულ შეტევებთან ერთად, წარუმატებელი შეტევების გათვალისწინებისთვის ინდექსში ჩართეს სავალუტო რეზერვების გადინებაც. მკვეთრი ვარდნის პრევენციისთვის მთავრობები იყენებენ ისეთ პოლიტიკას, როგორცაა უცხოური ვალუტის გაყიდვები სავალუტო ბირჟაზე უშუალო ჩარევით, სავალუტო რეზერვის დანაკარგის ფასად და ასევე - საპროცენტო განაკვეთის გაზრდით. განვითარებადი ბაზრების კრიზისის ემპირიული გამოკვლევებისას (42), (103, 257-274) საპროცენტო სარგებლები არ იყო გამოყენებული კრიზისის ინდექსში, ვინაიდან განვითარებადი ქვეყნების ბაზრის საპროცენტო განაკვეთის მონაცემები არ არის ყოველთვის ხელმისაწვდომი და საიმედო შედარებას დაქვემდებარებული (10, 57-85). უფრო მეტიც, როგორც ამბობს Corsetti, შეიძლება არსებობდეს სხვა მნიშვნელოვანი ფაქტიც კრიზისის ინდექსში საპროცენტო განაკვეთების გამორიცხვისთვის, რომელსაც ისინი ასე აყალიბებენ: “...სპეკულაციური ზეწოლის არსებობისას საპროცენტო

განაკვეთების ზრდა უაღრესად კორელირდება არასტერილიზებულ სავალუტო ბირჟაში ჩარევით, რაც იწვევს რეზერვების შემცირებას”.

დამოუკიდებელი ამხსნელი ცვლადები

CPSGDP (შეუსრულებადი სესხების კოეფიციენტი მშპ-ს მიმართ): ეს არის ცვლადები ბანკის შეუსრულებადი სესხებისთვის, რომლებიც გამოთვლილია დეპოზიტური ფულადი ბანკების მიერ კერძო სექტორისთვის წამოყენებული საჩივრების საფუძველზე. აღნიშნულია, რომ თუ ლიკვიდურობა მომატებულია უცხოური კაპიტალის შემოდინებით, ამ ჭარბ ლიკვიდურობას ბანკები ავრცელებენ კერძო სექტორებში საბანკო კრედიტების სახით. ამ მხრივ, ისეთ პირობებში, სადაც სესხები იზრდება, ბანკები მოქმედებენ რელაქსაციური მეთოდით. აქედან გამომდინარე, ბანკების მოთხოვნები სესხებზე განაცხადების განხილვისას შედარებით მარტივდება, რაც იწვევს “ბანკის ცუდ სესხებს” და შედეგად, შეუსრულებელ სესხებს (10, 57-85). ამ ცვლადის მაღალი კოეფიციენტი მშპ-ის მიმართ მიიჩნევა ფინანსური კრიზისის ერთ-ერთ შესაძლებელ განმსაზღვრელ მიზეზად, კორსეტის მიხედვით (1999). ასე რომ, ამ ცვლადის მოსალოდნელი ნიშანი პოზიტიურია, რაც მიუთითებს დადებით კავშირზე კრიზისის ზეწოლის ინდექსთან.

CAGDP (მიმდინარე ანგარიშისა და მშპ-ს თანაფარდობის კოეფიციენტი): ვინაიდან CAD-მა, რომელიც არის მიმდინარე ანგარიში უარყოფითი ნიშნით, შესაძლებელია გაზარდოს ვალუტის გაუფასურებაზე ზეწოლა, იგი წარმოადგენს ზოგად დეტერმინანტს, რომელიც გამოიყენება ემპირიულ კვლევებში. სხვა შემთხვევაა მიმდინარე ანგარიშის სიჭარბე, რომელიც მიუთითებს, რომ მიმდინარე ანგარიშს აქვს პოზიტიური ნიშანი. მიმდინარე ანგარიშის კოეფიციენტი მშპ – ს მიმართ აქ გამოყენებულია, როგორც ფინანსური კრიზისის ერთ-ერთი შესაძლებელი მიზეზი. მოსალოდნელია, რომ ამ ცვლადს (CAGDP) აქვს ნეგატიური კავშირი კრიზისის ზეწოლის ინდექსთან.

CRGDP (კერძო სექტორზე საშინაო კრედიტების მშპ-თან თანაფარდობის კოეფიციენტი): მოცემული ცვლადი შეფასებულია, როგორც “სესხების ბუმის” ცვლადი, რომელიც მიუთითებს,

რომ მიმდინარე საბანკო სისტემას არ აქვს მყარი სტრუქტურა, რომელიც ასევე შეფასებულია, როგორც ფინანსური სისუსტის განმსაზღვრელი, იწვევს რა ნეგატიურ მოლოდინს და ინვესტორის ნდობის შემცირებას ბანკებისა და მთლიანად სისტემის მიმართ, რაც სრულდება თვითრეალიზებადი კრიზისით, სახელდობრ, სუსტი საბანკო სისტემა ზრდის სპეკულაციური შეტევის ალბათობას (103, 257-274). მოცემული ინდიკატორი, რომელიც ასევე შეიძლება გამოყენებული იყოს ლიტერატურაში, როგორც ფინანსური განვითარების პოზიტიური მაჩვენებელი, მიუთითებს პოტენციურ ურთიერთკავშირზე სუსტ საბანკო სისტემასა და სავალუტო კრიზისს შორის. ამ ცვლადის მოსალოდნელი ნიშანი პოზიტიურია, მიუთითებს რა თავის პოზიტიურ კავშირზე კრიზისის ზეწოლის ინდექსთან.

TDFR (უცხოურ სავალუტო რეზერვებსა და ბირჟაზე სავაჭრო დერივატივების პირობით თანხებს შორის თანაფარდობის კოეფიციენტი): ეს კოეფიციენტი მნიშვნელოვანია, რადგან განვითარებადი ბაზრების ფინანსური კრიზისის ერთ-ერთი შესაძლო დეტერმინანტია. ეს ხდება სრულად ლიბერალიზებული, ცუდად სტრუქტურირებული და არასათანადოდ რეგულირებული დერივატივების ბაზრების გამო. დერივატივები შეიძლება ძალიან გახსნილი იყოს ეკონომიკურად საზიანო მიზნებისთვის. ეს მიზნები შეიძლება იყოს შემდეგი: მანიპულაცია, მაღალი სარისკო პოზიციები, წარმოდგენილი მაღალი ლევერეჯებით, არასწორი ინფორმაციით, გამჭვირვალობის შემცირებით, გონივრული რეგულაციების თავიდან აცილებით და ასე შემდეგ, რაც არის სუსტი წერტილი კრიზისისთვის. უფრო მეტიც, დერივატივების არასწორი გამოყენება, როგორცაა არალიკვიდურობის შექმნა, აღრმავებს კრიზისს, ამახინჯებს რა ფირმების საბალანსო ანგარიშგებას, იწვევს ფინანსურ სისუსტეს და ზოგადად, ფინანსური სექტორის მგრძობელობას, რითაც ემუქრება ფინანსური ბაზრის მთლიანობასა და ეფექტურობას. ეს ყველაფერი იწვევს უარყოფით მოლოდინს, ინვესტორების ნდობის დაკარგვას მთლიანი სისტემის მიმართ და ზრდის ზეწოლას სუსტ ვალუტაზე (63, 206-231), (64, 21-22), (137, 3-40).

კრიზისის ეფექტის ტესტირება

მოდელი

როდესაც დერევატივების როლი აღიქმება კრიზისისკენ მიდრეკილების უშუალო ეფექტად, დერევატივებმა შეიძლება გამოიწვიოს ფინანსური ბაზრის წარუმატებლობა და ეკონომიკის დესტაბილიზაცია, რაც აისახება განვითარებადი ბაზრების სავალუტო სისტემაზე - ფიქსირებულ თუ მცურავ გაცვლით კურსზე. მონაცემთა მიხედვით, გამოკვლეულია 1997-2010-წლების განვითარებადი ქვეყნების ფინანსურ კრიზისში დერევატივების ინსტრუმენტების პოტენციური როლი. ამგვარად, 1990-იანი წლების განვითარებად ბაზრებში დერევატივების არსებობა მიჩნეულია, როგორც ფინანსური სექტორისა და მთლიანად ეკონომიკის დესტაბილიზაციის ფაქტორი, რაც ქმნის მიდრეკილებას კრიზისისკენ, კერძოდ, გავლენას ახდენს კრიზისის დინამიკაზე, იქნება ეს სავალუტო სისტემის ფიქსირებულ თუ მცურავ გაცვლით კურსზე.

ლიტერატურის ანალიზის საფუძველზე ჩამოყალიბდა შემდეგი ჰიპოთეზები:

ნულოვანი ჰიპოტეზა შემდეგნაირად არის ფორმულირებული:

H1: რაც უფრო სუსტია ფინანსური ბაზრების სისტემა, მით უფრო უარყოფით გავლენას ახდენს დერევატივები ფინანსურ სტაბილურობაზე. მოდელში ნულოვანი ჰიპოტეზაა $H_0: B_5=0$, რომელიც მოცემულია მოდელის სპეციფიკაციაში. ჩვენ განვმარტავთ ნულის მტკიცებულებას, როგორც შეუსაბამოს დერევატივების როლთან.

H2: განვითარებულ ფინანსურ ბაზრებში, სადაც სისტემა გამართულია, დადებითა დერევატივების გავლენა ფინანსურ სტაბილურობაზე.

ვარაუდები:

1. ცუდად სტრუქტურირებული და არასათანადოდ რეგულირებული დერევატივების ბაზრის არსებობისას ადვილად შეიძლება დერევატივების გამოყენება ეკონომიკურად საზიანო მიზნებისთვის, როგორცაა გონივრული რეგულაციების თავიდან აცილება. ეს იწვევს უაღრესად რისკიან პოზიციებს, წარმოდგენილს მაღალი ლევერეჯებით, მანიპულირებადი საბუღალტრო წესებით და საკრედიტო განაკვეთებით, რომლებიც თავიდან იცილებენ დაბეგვრასა და კაპიტალის მოთხოვნებს.

2. დერევატივების არასწორი გამოყენება, როგორცაა არალიკვიდურობის, უაღრესად ლევერიჯებული პოზიციებისა და კრიზისის გამომწვევი არხების შექმნა, ფირმების საბალანსო ანგარიშგების არასწორად წარდგენა, ქმნის ფინანსურ სისუსტეს, რომელიც იწვევს ფინანსური სექტორის მგრძობელობასა და კრიზისებს, ემუქრება რა ფინანსური ბაზრის მთლიანობასა და ეფექტურობას. მათიესონის მიხედვით: “დერევატივის არასწორად გამოყენების პრობლემა უფრო მწვავე რჩება განვითარებადი ბაზრების მქონე ქვეყნებში, რომლებშიც გონივრული რეგულაციები, საკრედიტო ინფორმაციის ინფრასტრუქტურა და რისკის მართვის პრაქტიკა არ არის სათანადოდ განვითარებული (90).

მოდელის სპეციფიკაცია

ნაშრომში რეგრესული განტოლების მიხედვით, TDFR მიიჩნევა პოტენციური კრიზისის დეტერმინანტ ცვლადად, ზოგ სხვა მნიშვნელოვან დეტერმინანტს შორის, რომელიც გამოიყენება მითითებულ ნაშრომებში, როგორცაა CPSGDP, CAGDP, CRGDP და CD⁷. ჰემინგის IMF პუბლიკაციაში აღნიშნულია: მიუხედავად იმისა, რომ მესამე თაობის მოდელები შეიძლება იყოს სხვადასხვა ფორმის, ისინი მოიცავენ თვითრეალიზებად არაფუნდამენტურ და ფუნდამენტურად მოქმედ კრიზისს (61). ამის შესაბამისად, მოდელის სპეციფიკაცია შემდეგია:

$$CI_{it} = C + \beta_1 CPS_{it} + \beta_2 CAGDP_{it} + \beta_3 CRGDP_{it} + \beta_4 CD_{it} + \beta_5 TDFR_{it} + \omega_{it}$$

$i = 1,2,3,4,5,6 \dots$

2.2 თვისებრივი კვლევის ანალიზი და მონაცემების შეგროვების პროცესი

⁷ Hemming, R., Kell, M. and Schimmelpfennig, A. 2003. Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies, IMF Occasional Paper, No. 218.

კვლევის ერთ-ერთ მიზანს წარმოადგენს საქართველოში დერივატივების ბაზრის განვითარების ტენდენციების შესწავლა. ამ მიზნის მისაღწევად კვლევაში გამოყენებულია თვისებრივი კვლევის მეთოდები. გამომდინარე იქიდან, რომ დერივატივების ბაზარი განვითარების საწყის ეტაპზე იმყოფება და მონაცემები არ არსებობს, თვისებრივი მეთოდები კარგად შეესატყვისება ამ სფეროში ახალი ფენომენების გამოვლენას. ამგვარად, თვისებრივი სტრატეგიის გამოყენება ადეკვატურია, რადგან დერივატივების ბაზრის განვითარების პროცესი საქართველოში საკმარისად არ არის შესწავლილი.

თვისებრივი პარადიგმის ფარგლებში ხელმისაწვდომია სხვადასხვა მეთოდი. ჩვენი კვლევის ფარგლებში, ფენომენოლოგიის სპეციფიკის გათვალისწინებით, მონაცემების შეგროვებისა და ანალიზის პროცესისას გამოვიყენებთ ჩაღრმავებული ინტერვიუს სტრატეგიას. თვისებრივი კვლევის გამოყენებას აქვს საკვლევი მოვლენის უკეთ გაგების პოტენციალი მისი კონტექსტუალობისა და ჰოლისტიკური მიდგომის წყალობით. ეს ნიშნავს, რომ კონკრეტული შემთხვევების კვლევა განსაკუთრებით სასარგებლოა, როდესაც შესასწავლი მოვლენის შეფასება რთულია მისი ბუნებრივი კონტექსტიდან გამომდინარე. ჩაღრმავებული ინტერვიუს გამოყენება შესანიშნავ შესაძლებლობას აძლევს რესპონდენტებსა და მკვლევარებს, შეამოწმონ, თუ რამდენად კარგად გაერკვნენ ვითარებაში და განაგრძონ შეკითხვების დასმა, სანამ არ მიიღებენ საკმარის პასუხებს და შესაბამის ინტერპრეტაციას.

დაიგეგმა მონაცემების შეგროვებისა და ანალიზის პროცესი. სამუშაოს დაწყებამდე შემუშავდა შეკითხვები, ანალიზის პროცედურები; ანგარიშის შედეგის ინსტრუქციები. გარდა ინტერვიურებისა, მონაცემთა შეგროვების მეორე წყაროს წარმოადგენდა დოკუმენტაცია, კერძოდ, საქართველოს ეროვნული ბანკის ანგარიშები, პოლიტიკის დოკუმენტები, კვლევითი ნაშრომები და გამოცემები, სამართლებრივი აქტები. ასევე საქართველოს კომერციული ბანკების აუდიტორული დასკვნები.

მტკიცებულებების რამდენიმე წყაროს გამოყენებით, მონაცემების დამუშავებისას, იზრდება შედეგების ვალიდურობა.

რადგან თვისებრივი კვლევის ინსტრუმენტები გამოიყენება სოციალური პროცესების შესასწავლად. ჩაღრმავებული ინტერვიუ წარმოადგენს მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს

კონკრეტული სიტუაციის ასახსნელად. ჩვენს შემთხვევაში კონკრეტული სიტუაცია არის დერივატივების ბაზრის განვითარების ტენდენციები და გამოწვევები საქართველოში. კვლევისათვის პირისპირ ჩაღრმავებული ინტერვიუ განხორციელდა საქართველოს ეროვნულ ბანკში და კომერციულ ბანკებში მომუშავე დარგის ექსპერტებთან. ინტერვიუები ნახევრად სტრუქტურირებული იყო, რადგან ისინი მთლიანად კონტროლდებოდა ინტერვიუების კონკრეტული ინსტრუქციებით, სადაც განსაზღვრული იყო განსახილველი თემები. ინტერვიუს ატარებდა მკვლევარი. თითოეული ინტერვიუ გრძელდებოდა 30-60 წთ, რომელსაც ახლდა ჩაწერილი შენიშვნები, რომლის საფუძველზე მზადდებოდა მოკლე რეზიუმეები.

ინტერვიუების ჩატარებამდე განხორციელდა სხვადასხვა წყაროდან მიღებული ინფორმაციის დამუშავება დოკუმენტური ინფორმაციის შეგროვებით. ინტერვიუების წინ დოკუმენტების შესწავლამ უზრუნველყო ინტერვიუირებული პირების მიკერძოების მინიმუმამდე შემცირება, ე.ი., როდესაც გამოკითხული პირი იძლეოდა ინფორმაციას, რომელიც არ შეესატყვისებოდა დოკუმენტებში ასახულს, მკვლევარი ინტერვიუს დროს უფრო ღრმად შეისწავლიდა საკითხს.

თავი 3. კვლევის შედეგები

3.1 ფინანსური სტაბილურობა და ფინანსური კრიზისი: დერივატივების როლი საერთაშორისო ფინანსურ კრიზისში

ამ პარაგრაფში განვიხილავთ გლობალური დერივატივების ბაზრის განვითარების ტენდენციას, განსაკუთრებულ ყურადღებას გავამახვილებთ 2008 წლის ფინანსურ კრიზისში დერივატივების გავლენის ანალიზს და ემპირიულად შევამოწმებთ დერივატივების გავლენას როგორც განვითარებულ, ასევე განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე.

ფინანსური ინვესტიციების სტაბილურობა განისაზღვრება შესაძლებლობებით, წინ აღუდგეს გარეფაქტორების ზემოქმედებასა და ფინანსურ დისბალანსს ისე, რომ არ გაუარესდეს საინვესტიციო და მაკროეკონომიკური მდგომარეობა (ECB 2006). ფინანსური არასტაბილურობა მიიჩნევა, როგორც წონასწორობის დარღვევა და მცირე შოკები იწვევს რადიკალურ ცვლილებებს. არასტაბილური წონასწორობა შეიძლება განპირობებული იყოს ფინანსური დისბალანსით (ფასების არარეალური ზრდა, ან განსაზღვრული სექტორის ან რეგიონის გავლენა საბანკო სექტორზე), ან ინვესტორების მხრიდან რისკების არასათანადო შეფასებით. იმ შემთხვევაში, თუ ფინანსური სისტემა ფუნქციონირებს გამართულად, ძლიერმა შოკმა შეიძლება გამოიწვიოს ფინანსური სისტემის რღვევა.

ფინანსური დერივატივები წარმოდგენს ძირითად ინსტრუმენტს რისკის ჰეჯირებისათვის. მიუხედავად ამისა, American International Group Inc (AIG)-ის კოლაფსი, რომელსაც თან მოჰყვა \$85-მილიარდიანი კრიზისი 2008 წლის სექტემბერში, გვიჩვენებს, რომ ფინანსური ინსტრუმენტების არასწორად გამოყენებამ, რეგულარული მეთვალყურეობის არარსებობასთან ერთად, შეიძლება შეუქმნას სერიოზული საფრთხე ფინანსურ სისტემას. კრიზისის წინა წლებში AIG აქტიურად მონაწილეობდა საკრედიტო დერივატივების ბიზნესში, ვაჭრობის ჩათვლით (CDS - credit default swap). გიგანტური მზღვეველის CDS-ის პორტფოლიო წერილობით დამოწმებული იყო კომპლექსურ უზრუნველყოფილ სავალო ობლიგაციებზე (CDOs), მის საფუძველად არსებულ საბინაო იპოთეკებით უზრუნველყოფილ ფასიან ქაღალდებთან ერთად (MBSs), რომელთა აქტივების პული მოიცავდა სუბსტანდარტულ კრედიტებს. AIG სთავაზობდა დაზღვევას ინვესტორებს CDS-ს ფორმით, ვალდებულებების შეუსრულებლობისგან ან (MBS - mortgage-backed securities) ღირებულების გადახრებისგან დასაცავად, საზღაურის ან პრემიულის სახაზად. AIG-

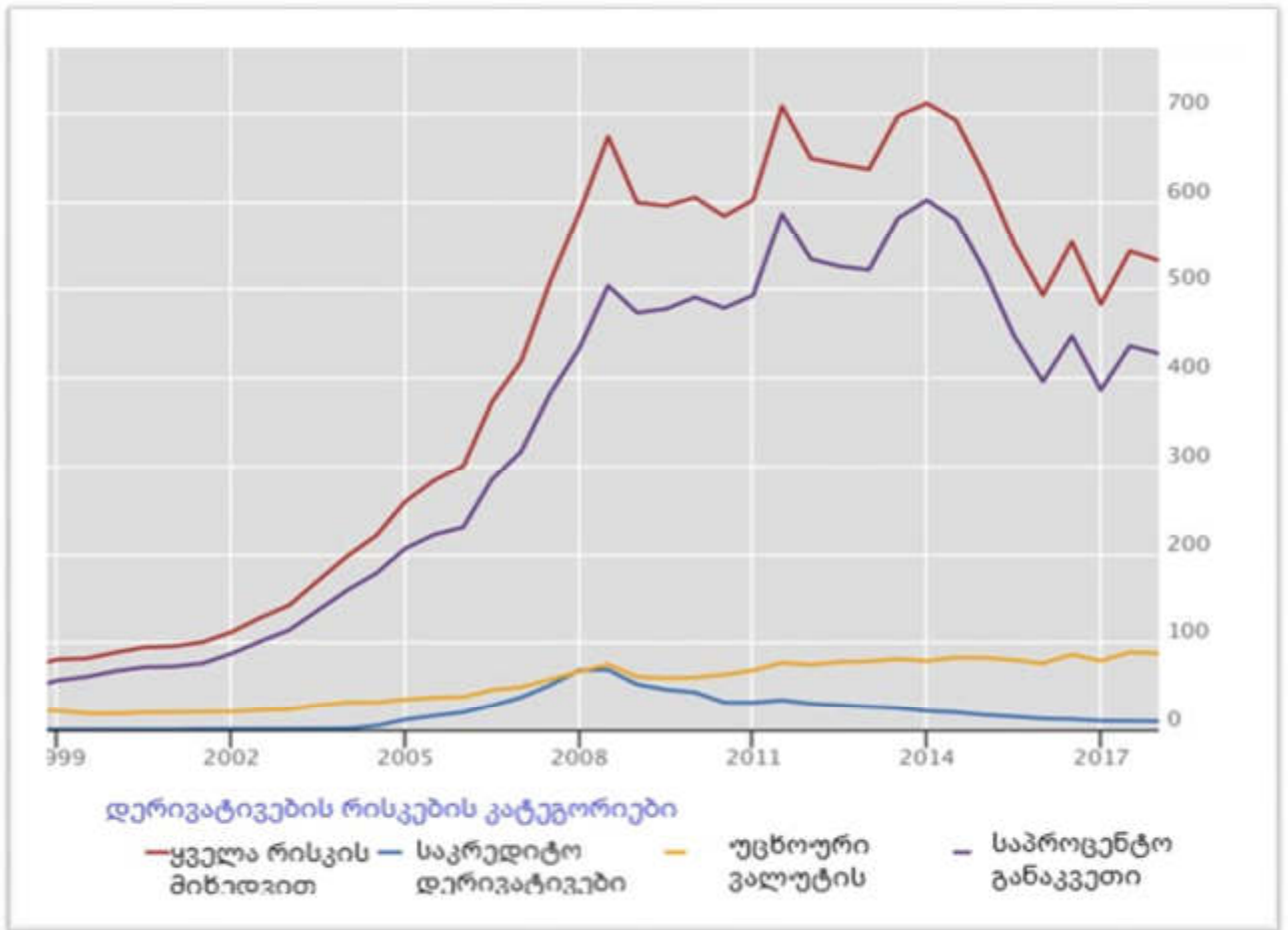
ის ფინანსური პრობლემები დაიწყო აშშ-ს უძრავი ქონების ბაზრის შესუსტების შემდეგ, 2006 წლის ბოლოს და 2007 წლის დასაწყისში. იპოთეკური მსესხებლების მხრიდან ვალდებულებების შეუსრულებლობამ გამოიწვია AIG-ის პორტფოლიოს ღირებულების მასობრივი შემცირება. AIG-ის გრძელვადიანი ვალების შემცირებამ კრედიტებზე განაკვეთების დამდგენი ძირითადი სააგენტოების გამო, რომლებიც ითხოვდნენ დამატებითი ფულადი უზრუნველყოფის ვალდებულებების შესრულებას, გამოიწვია ლიკვიდურობის მნიშვნელოვანი ნაკლებობა კომპანიაში. და ბოლოს, აქ ჩაერია სახელმწიფო და \$180 მილიარდ დოლარზე მეტი ჩადო AIG -ის ლიკვიდურობის გამოსასწორებლად, ვინაიდან სახელმწიფო შიშობდა, რომ უცაბედი კოლაფსი გამოიწვევდა მასობრივ დანაკარგებს გლობალურ ფინანსურ სისტემაში. შესაბამისად, აშშ-ს ფინანსური კრიზისის კვლევითმა კომისიამ (FCIC - Financial Crisis Inquiry Commission) განსაზღვრა დერივატივები, როგორც კრიზისში წვლილის შემომტანი რვა ძირითადი ფაქტორიდან ერთ-ერთი. მისი საბოლოო ანგარიშის მიხედვით, "ძირითადი OTC დერივატივი ფინანსურ კრიზისში იყო საკრედიტო „დეფოლტის სვოპი.“ ზოგიერთმა მეცნიერმა და კრიტიკოსმა წარმოადგინა FCIC-ის განსხვავებული აზრი დერივატივების როლზე. მაგალითად, პიირი (106, 21-22) აღნიშნავს, რომ "კრიზისის კომისიის წევრებს არ შეეძლოთ იმის თქმა, თუ რა განსხვავებაა იმ დერივატივებს, რომლებსაც იყენებს ბევრი კომპანია ყოველდღიურად რისკების მართვისთვის და იმ დერივატივებს შორის, რომლებიც საშუალებას აძლევდნენ ისეთ მსხვილ მოთამაშეებს, როგორებიცაა Lehman Brothers და American International Group Inc. (AIG) აეღოთ საკუთარ თავზე დიდი რისკი. რაც შეეხება განსხვავებას დერივატივების ფუნქციებსა და მათ არასწორ გამოყენებას შორის, პიტერ ვალისონმა (134) American Enterprise Institute- დან აღნიშნა: "ერთადერთი კომპანია, რომელმაც განიცადა ფიასკო თავისი CDS ვალდებულებების გამო, იყო AIG (American International Group), და ეს ფირმა არის გამონაკლისი შემთხვევა. CDS -ზე ფინანსური კრიზისის დაბრალება იმის გამო, რომ ერთი კომპანია სათანადოდ ვერ მართავდა თავის რისკებს, ჰგავს, ზოგადად, გასესხების დაბრალებას, როდესაც ბანკი ვერ ასრულებს ვალდებულებას. ისევე, როგორც სხვა ფინანსური ინსტრუმენტები, დერივატივები შეიძლება არასწორად იყოს გამოყენებული, მაგრამ არ არსებობს არავითარი მტკიცებულება იმისა, რომ "ურთიერთკავშირებმა" ფინანსურ დაწესებულებებს შორის გამოიწვია კრიზისზე მნიშვნელოვანი ზემოქმედება CDS -ის ან მთლიანად დერივატივების დახმარებით ."

მიუხედავად ამისა, ის ფაქტი, რომ AIG-ს არ მოეთხოვება ადეკვატური კაპიტალური რეზერვების გადადება და შეუძლია დაიკავოს მყარი პოზიციები OTC დერივატივების ბაზარზე, უაღრესად საშიშია. რენე შულცის (155, 20-31) მიხედვით, AIG-ის სიტუაცია უჩვეულოა, თუმცა იგი უმეტესწილად საუბრობს დაცვის შესახებ. ფინანსური ინსტიტუტები კი, ჩვეულებრივ, წარმოადგენენ ოფციონების გამყიდველებისა და მყიდველების დამცველებს". გარდა ამისა, რამდენიმე მკვლევარმა აღნიშნა, რომ თუ ეს OTC დერივატივების ტრანზაქციები გარკვეული იქნებოდა, ეს გამოიწვევდა ბევრად ნაკლებ დანაკარგს და მასობრივი კრიზისის ალბათობაც ნაკლები იყო. ეს ხდება იმიტომ, რომ ანგარიშსწორების პალატა ტრანზაქციაში მონაწილე მხარეებისგან ითხოვს საწყისი მარჟის დადგენას (უზრუნველყოფა) და ამ მარჟის გადახდების განხორციელებას ყოველდღიურ ბაზრებზე ხელშეკრულებების ღირებულებების ცვლილებების საპასუხოდ. მაშასადამე, AIG-ის შემთხვევაში, მარჟის გადახდის მოთხოვნა უფრო სწრაფი და უფრო ხშირი იქნებოდა (86) მთავარი მხარეების ეკონომიკური ფუნქციის განსახილველად.

დერივატივების ბაზარი იყო მცირე 1970 წლამდე. შემდეგ მისი ზრდა განაპირობა მოთხოვნისა და მიწოდების ფაქტორებმა. 1970-იან და 80-იან წლებში ეკონომიკურმა პირობებმა, როგორცაა მხარდი ვოლათილურობა აქციებისა, საპროცენტო განაკვეთებისა და გაცვლითი კურსებისა, კაპიტალის ბაზრების გლობალიზაციასთან ერთად, წარმოქმნა მოთხოვნა ინსტრუმენტების მიმართ რისკის ჰეჯირებისთვის. მიწოდების ფაქტორებმა, როგორებიცაა მოწინავე ტექნოლოგია და ფინანსური ინჟინერია, რომლებმაც თავიანთი წვლილი შეიტანეს დერივატივების გამარტივებაში, ითამაშეს მნიშვნელოვანი როლი, კერძოდ, ბლექ-შოულზის [1973] ფორმულა (28, 637-654) ოფციონის ფასების მიმართ მეტად მნიშვნელოვან ფაქტორად (118, 323-324) აღიარეს.

ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში გლობალური დერივატივების ბაზრები დრამატულად გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 3), მიუხედავად 2008 წლის გლობალური ფინანსური კრიზისით გამოწვეული შენელებისა.

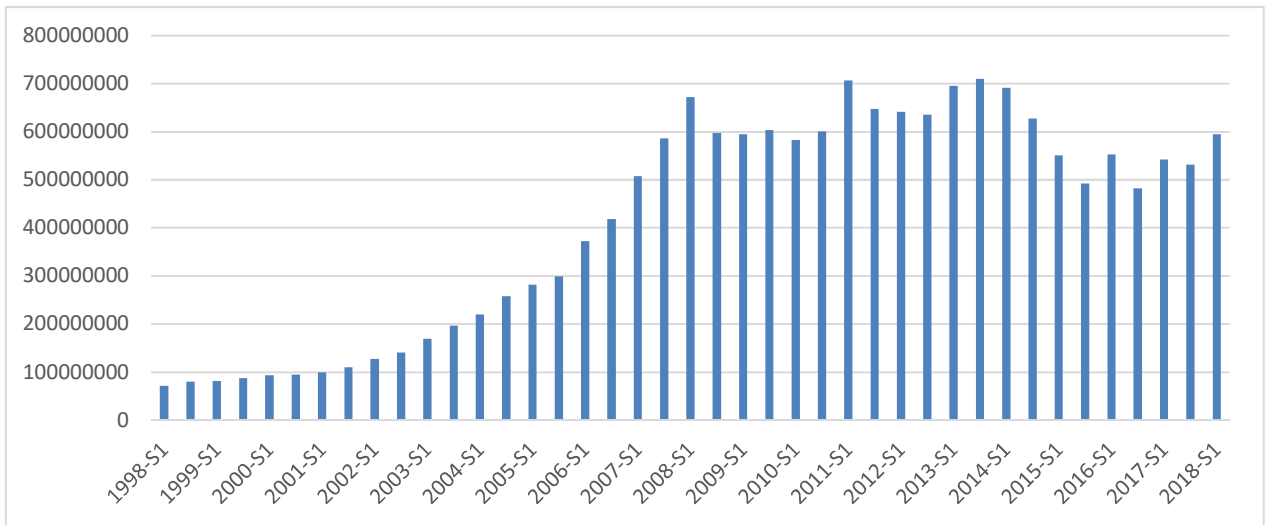
დიაგრამა 3- გლობალური დერივატივების ბაზარი⁸



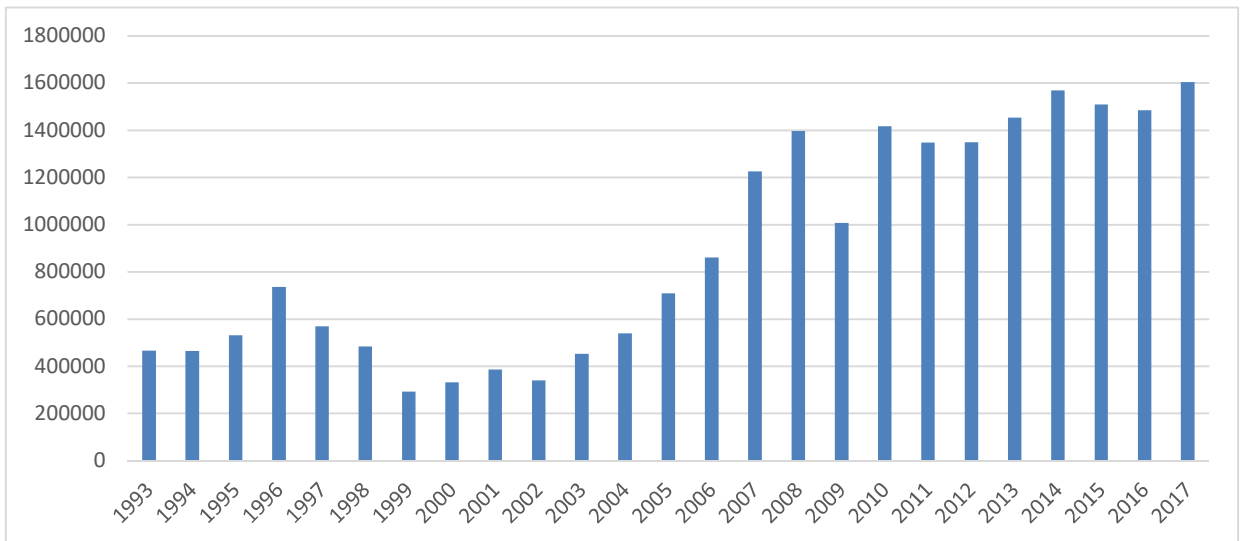
საერთაშორისო ანგარიშსწორების ბანკის (BIS) სტატისტიკის საფუძველზე, OTC დერივატივების ბაზარი გაიზარდა რვა ფაქტორით - \$80 ტრილიონიდან \$633 ტრილიონამდე ყოველწლიურად-1998 წელსა და 2012 წელს შორის. ბირჟაზე მოვაჭრე ბაზარი მნიშვნელოვნად გაფართოვდა ამ პერიოდის შემდეგ, \$14 ტრილიონიდან \$54 ტრილიონამდე ან - დაახლოებით ოთხჯერ მეტად (დიაგრამა 4).

⁸ BIS. <https://www.bis.org/>

დიაგრამა 4 გლობალური სავალუტო დერივატივების ბაზარი (ტრილიონ დოლარებში)⁹



დიაგრამა 5 საბირჟო დერივატივები (ტრილიონ დოლარებში)¹⁰

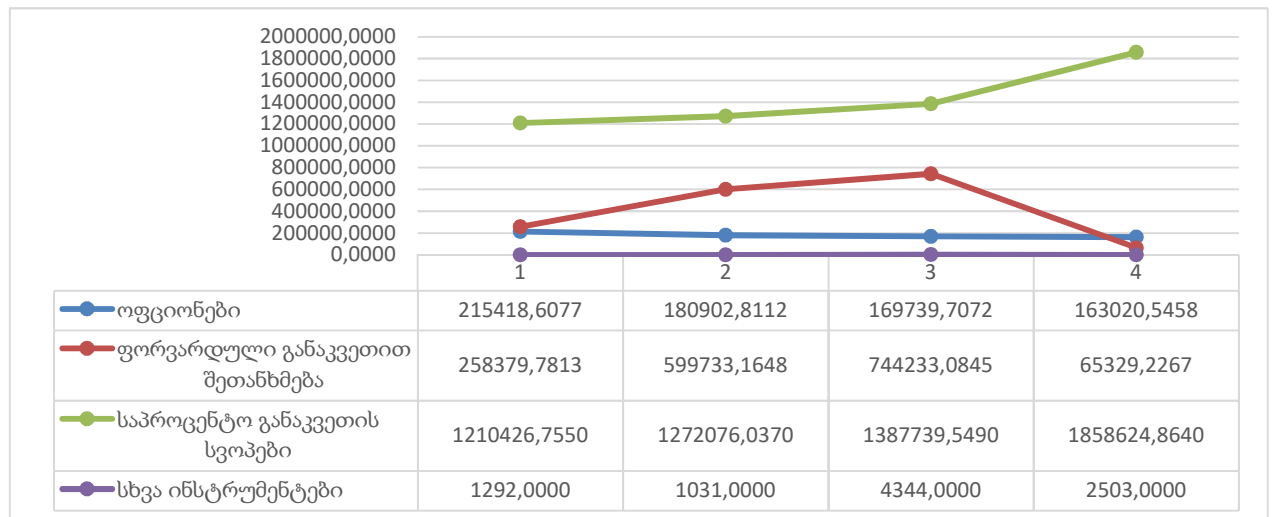


⁹ BIS. <https://www.bis.org/>

¹⁰ BIS. <https://www.bis.org/>

ოთხი ტიპის დერივატივს შორის, სვოპები არის ყველაზე დიდი ბაზარი, პირობითი თანხების მხრივ. მეორე ყველაზე დიდი ბაზარი არის ფორვარდები (იხილეთ დიაგრამა 6). სვოპებითა და ფორვარდებით ვაჭრობენ OTC ბაზრებზე, ხოლო ფიუჩერებით და სტანდარტიზებული ოფციონებით ვაჭრობენ ორგანიზებულ ბირჟებზე. უბრალოდ, გადასახდელი პირობითი თანხების შედარებისას, ბირჟებსა და OTC დერივატივების ბაზრებს შორის, შეიძლება შეცდომა დავეშვათ. მაგალითად, OTC ვაჭრობის გადაადგილება, ფაქტობრივად, ემატება გადასახდელ თანხას, ხოლო ბირჟაზე მოვაჭრე ტრანზაქციების გადაადგილება განსაზღვრავს ნეტო პოზიციებს. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, OTC ვაჭრობის მონაცემები განსაზღვრავს მთლიან პოზიციებს, ხოლო ბირჟის მონაცემები წარმოადგენს ნეტო პოზიციებს. მაშასადამე, დერივატივების ტიპების ზრდა, როგორც წარმოდგენილია დიაგრამა 6-ში, შედარებულია ბაზრებთან, სადაც ვაჭრობენ ინსტრუმენტებით¹¹.

დიაგრამა 6 არასაბირჟო დერივატივების ბრუნვა (საპროცენტო განაკვეთის დერივატივების ბრუნვა) ინსტრუმენტების მიხედვით¹²

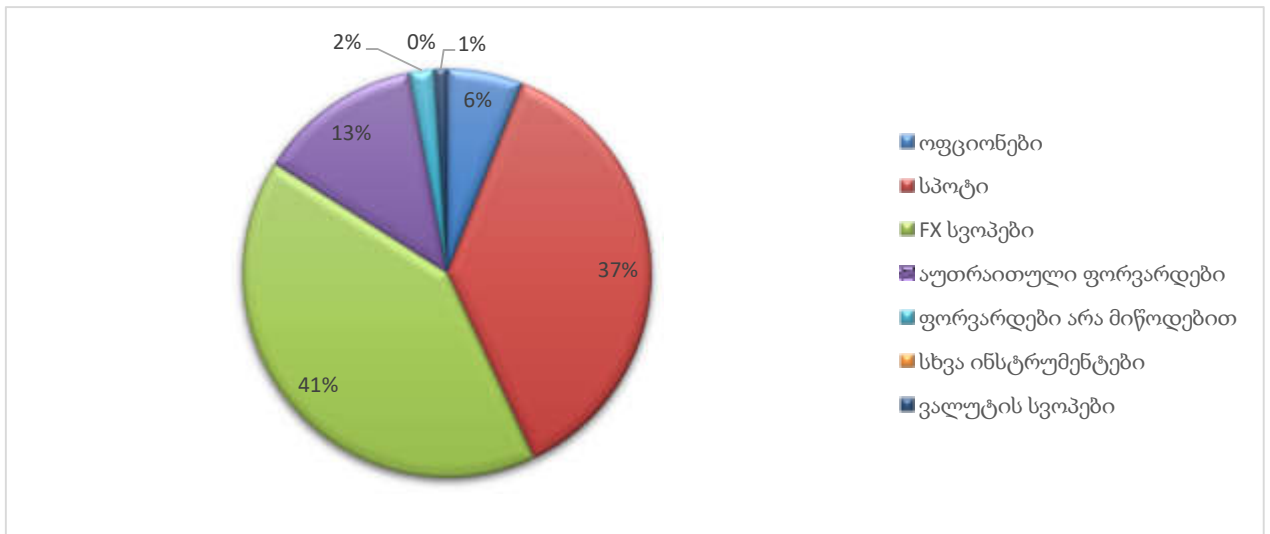


¹¹ BIS: Exchange-traded derivatives statistics. <https://www.bis.org/statistics/extderiv.htm?m=6%7C32%7C616>

¹² BIS Statistics Warehouse https://stats.bis.org/#ppq=DER_INTR_RATE_DER_TRNOV;pv=14~2~0,0,0~both

ინსტრუმენტების მიხედვით, 41% მოდის სვოპებზე, 37% სპოტ ბაზარზე, 13% - ოფციონებზე, 6% სხვა ინსტრუმენტებზე მოდის (იხ. დიაგრამა 7).

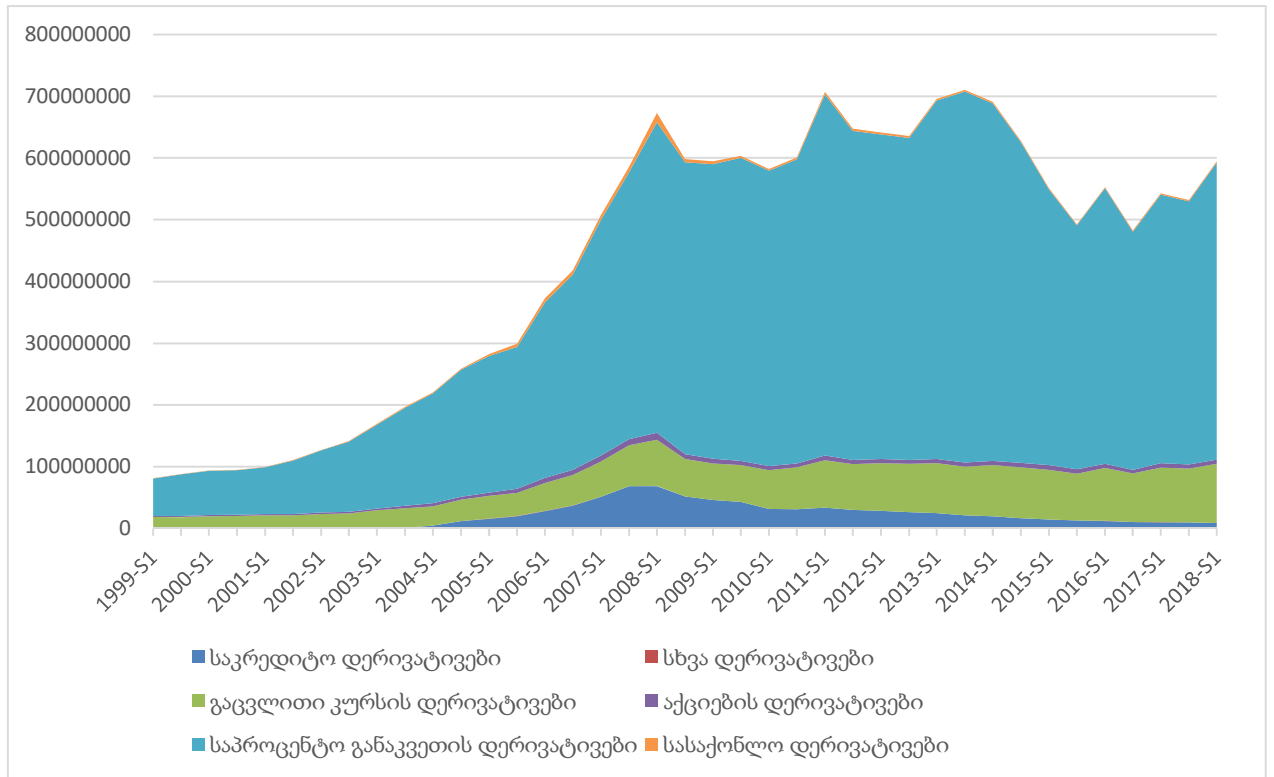
დიაგრამა 7. არასაბირჟო დერივატივების (OTC DERIVATIVES TURNOVER) ბრუნვა ინსტრუმენტების მიხედვით (სავალუტო ბაზარი)¹³



დერივატივების განვითარება ასევე შეიძლება წარმოდგენილი იყოს ძირითადი აქტივების რისკის კატეგორიის მიხედვით (მაგალითად, საპროცენტო განაკვეთი, ვალუტის გაცვლა, სააქციო კაპიტალთან დაკავშირებული, სასაქონლო და საკრედიტო დერივატივები), გარდა ინსტრუმენტის ტიპისა (მაგ. ფორვარდები, ფიუჩერსები, ოფციონები და სვოპები) და ბაზრისა (მაგ. ბირჟაზე მოვაჭრე და არა საბირჟო ვაჭრობა), დიაგრამა 8-ში მოცემულია მონაცემები ბაზრის რისკის კატეგორიისა და ინსტრუმენტის მიხედვით.

¹³ Bank for International Settlements <https://stats.bis.org>

დიაგრამა 8. OTC დერივატივები (1999-2018) (მილიონ აშშ-ის დოლარებში)¹⁴



ძირითადი აქტივების რისკის კატეგორიის მიხედვით, უფრო მეტად ვაჭრობენ საპროცენტო განაკვეთის დერივატივებით, რომლებზეც მოდის გლობალური OTC დერივატივების პირობითი გადასახდელი თანხების დაახლოებით 77 პროცენტი - 2012 წლის მდგომარეობით (იხილეთ დიაგრამა 8). მათი აქტიური გამოყენება 1970 წლების გვიან და ადრეულ 1980-იან წლებში დაიწყო, როდესაც კორპორაციები განიცდიდნენ მეტ რყევას და ეძებდნენ ფინანსურ ინსტრუმენტებს,

¹⁴ Bank for International Settlements
[https://stats.bis.org/#df=BIS:WEBSTATS_OTC_DATAFLOW\(1.0\);dq=.A.A.A+B+D+E+J+T+U..A.5J..TO1.TO1.A...%3Fs tartPeriod=1998-12-01;pv=14~3~0,0,0~both](https://stats.bis.org/#df=BIS:WEBSTATS_OTC_DATAFLOW(1.0);dq=.A.A.A+B+D+E+J+T+U..A.5J..TO1.TO1.A...%3Fs tartPeriod=1998-12-01;pv=14~3~0,0,0~both)

რომლებიც დაეხმარებოდათ რისკის შემცირებაში. თუმცა ზოგ მწარმოებელზე მოახდინა გავლენა განაკვეთის ცვლილებამ. ფინანსურმა ინსტიტუტებმა, რომელთა მოგება ძირითადად მიიღება საპროცენტო განაკვეთიდან, უფრო მეტად განიცადეს ეს ზემოქმედება. ისინი გახდნენ საპროცენტოგანაკვეთიანი სვოპების, რომლებიც დღესდღეობით საპროცენტო განაკვეთის დერივატივების ყველაზე მეტად გასაყიდი სახეობაა, ძირითადი მომხმარებლები.

ცხრილი 2. გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი¹⁵

	საპროცენტო განაკვეთი Interest rate	FX	სააქციო კაპიტალი Equity	სასაქონლო Commodities	CDS
12-2007	393,1	56,2	8,5	8,5	58,2
06-2008	458,3	63,0	10,2	13,2	57,4
12-2008	432,7	50,0	6,5	4,4	41,9
06-2009	437,2	48,7	6,6	3,6	36,1
12-2009	449,9	49,2	5,9	2,9	32,7
06-2010	451,8	53,2	6,3	2,9	30,3
12-2010	465,3	57,8	5,6	2,9	29,9
06-2011	553,2	64,7	6,8	3,2	32,4
12-2011	504,1	63,4	6,0	3,1	28,6
06-2012	496,2	66,7	6,3	3,0	26,9
12-2012	492,6	67,4	6,3	2,6	25,1
06-2013	564,7	73,1	6,8	2,5	24,3
12-2013	584,8	70,6	6,6	2,2	21,0
06-2014	563,3	74,8	7,1	2,2	19,5
12-2014	505,4	75,0	7,0	1,9	16,4
06-2015	434,5	73,6	7,5	1,7	14,6
12-2015	384,0	70,4	7,1	1,3	12,3
06-2016	426,8	74,2	6,6	1,4	11,8
12-2016	368,4	68,6	6,1	1,3	9,9
06-2017	415,9	77,0	6,8	1,4	9,6

¹⁵ BIS OTC derivatives statistics at end – December 2017 https://www.bis.org/publ/otc_hy1805.htm

გაცვლითი კურსის დერივატივები გლობალური OTC -ს მთლიანი პირობითი თანხის 11 პროცენტია და წარმოადგენს მეორე, ყველაზე დიდ კატეგორიას, ბევრად უფრო მცირეს, ვიდრე საპროცენტო განაკვეთის დერივატივები (იხ. ცხრილი 2). ბოლო ათწლეულის განმავლობაში უცხოეთის ფინანსური ბაზრები უფრო ხელმისაწვდომი გახდა, ხოლო საერთაშორისო ვაჭრობა - უფრო ღია, ვინაიდან ტექნოლოგიამ შეამცირა ტრანს-სასაზღვრო ტრანზაქციებთან დაკავშირებული ხარჯები. ეს ტენდენცია ზრდის უცხოური ბირჟის დერივატივების მოთხოვნას ვალუტასთან დაკავშირებული რისკის ჰეჯირებისთვის, ვინაიდან გლობალური ბანკები, ინსტიტუციური ინვესტორები და მრავალეროვანი კორპორაციები უფრო მეტ ზემოქმედებას განიცდიან ვალუტის კურსის რისკებისგან.

ცხრილი 3. OTC უცხოური ვალუტით, დერივატივები¹⁶

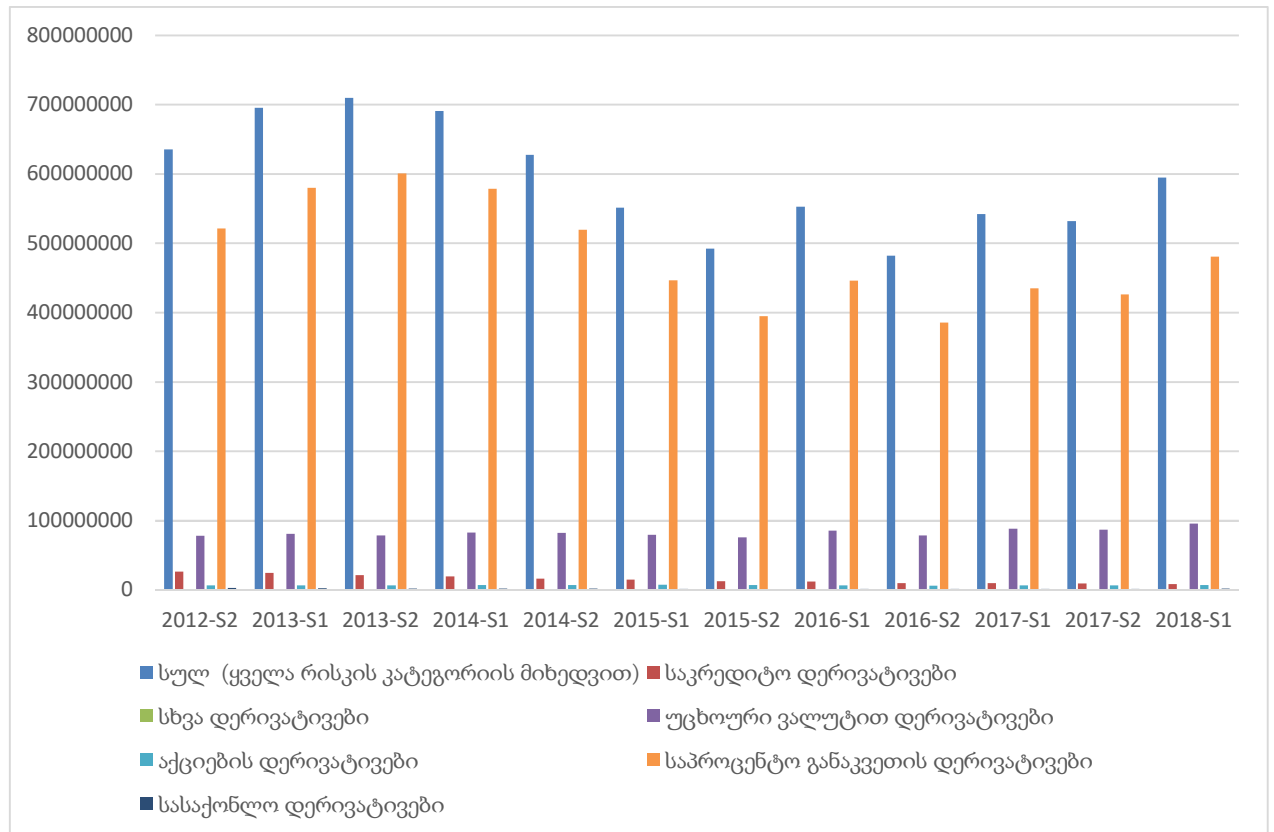
Lhp: in trillions of USD; Chp: in per cent; Rhp: in per cent (lhs) and in trillions of USD (rhs)

	ვალუტით			
	აშშ-ის დოლარი	ევრო	ფუნტ სტერლინგი	იენი
12-2009	40,9	20,4	5,9	11,2
06-2010	45,1	20,1	6,6	11,8
12-2010	48,7	21,9	6,6	12,6
06-2011	54,0	25,0	7,0	13,1
12-2011	54,1	23,2	7,0	13,7
06-2012	57,4	24,3	7,6	13,7
12-2012	57,6	23,8	7,8	14,1
06-2013	64,5	24,4	8,4	15,2
12-2013	61,0	25,2	8,8	14,1
06-2014	65,1	26,4	9,2	13,2
12-2014	67,2	24,7	8,4	14,2
06-2015	64,0	26,5	9,0	13,5
12-2015	61,3	23,4	9,1	12,5
06-2016	65,1	24,0	9,8	14,8
12-2016	61,5	22,2	8,5	13,6
06-2017	66,9	25,4	10,4	14,3

¹⁶ BIS OTC derivatives statistics

უცხოური ვალუტის დერივატივების ბაზარი 1998 წლის პირობითი თანხიდან - \$18 ტრილიონიდან - გაიზარდა \$77 ტრილიონამდე 2017 წლისთვის. (იხ ცხრილი 3) სააქციო საქმიანობასთან დაკავშირებული და სასაქონლო დერივატივები შედარებით მცირეა. თითოეულზე მოდის უფრო მეტი - ბაზრის დაახლოებით 1 პროცენტი.

დიაგრამა 9. OTC დერივატივები, რისკის კატეგორიების მიხედვით¹⁷



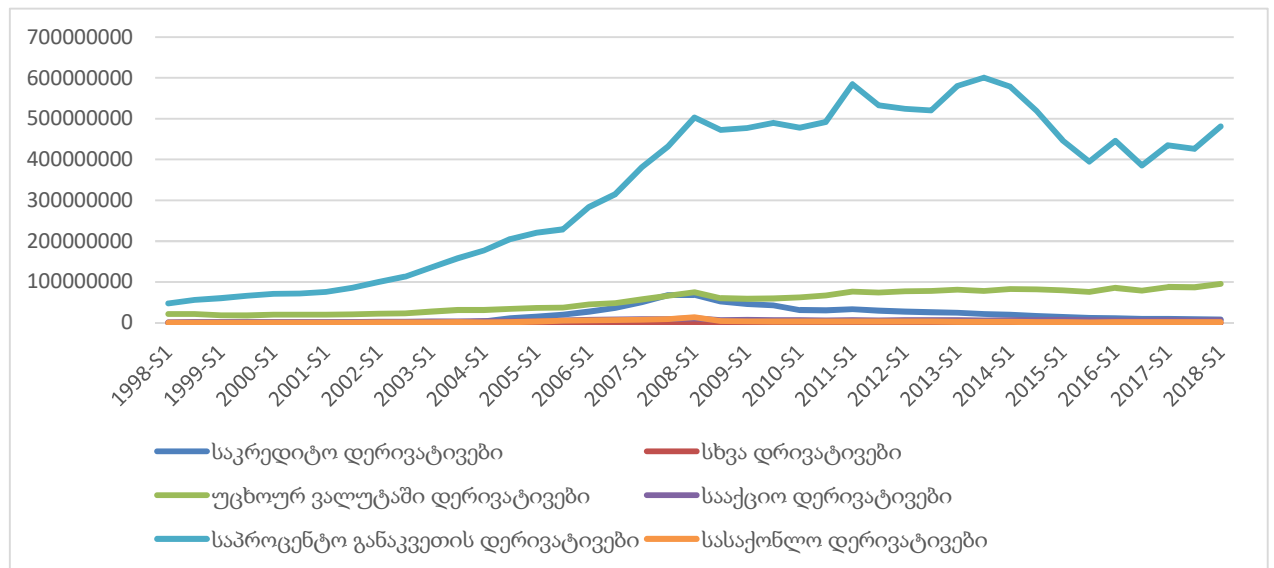
საკრედიტო დერივატივები ახალი ტიპისაა. მათი დომინანტური ფორმაა კრედიტის დეფოლტის სვოპი. ეს არის ხელშეკრულება, რომელიც მყიდველს სავალო ფასიანი ქაღალდების კონტინგენტის საკრედიტო რისკის ჰეჯირების საშუალებას აძლევს საკრედიტო მოვლენის დროს. CDS-სგან დაცული მყიდველი ახორციელებს პერიოდულ ანგარიშსწორებას დაცვის გამყიდველთან. მანამ, სანამ გამოჩნდება საკრედიტო მოვლენა, დაცვის გამყიდველი სარგებელს

¹⁷ BIS OTC derivatives statistics.

იღებს პრემიუმის გადასახდელებიდან, რომლებსაც იგი იღებს CDS ხელშეკრულების მოქმედების განმავლობაში. თუ საკრედიტო მოვლენა დგება, გამყიდველი ვალდებულია, აუნაზღაუროს მყიდველს ხელშეკრულებაში აღნიშნული სავალო ფასიანი ქაღალდების ღირებულების ექვივალენტი.

2002-2012 წლებში CDS ბაზარი ძალიან სწრაფად გაიზარდა. პირობითმა გადასახდელმა თანხამ თავის პიკს, \$58 ტრილიონის ოდენობას, მიაღწია 2007 წლის ბოლოს. ეს რაოდენობა ორჯერ მეტი იყო წინა წლის რაოდენობაზე და ცხრაჯერ მეტი - 2004 წლიდან მოყოლებულ ოდენობებზე, BIS სტატისტიკის მიხედვით. თუმცა, თუ შევადარებთ დერივატივების სხვა ტიპებს, CDS ბაზარი მცირეა. კატეგორიაში გათვალისწინებულია OTC-ს დერივატივების საერთო პირობითი თანხა 3-დან 5 პროცენტამდე, გარდა იმ რამდენიმე წლისა, რომელმაც გამოიწვია ფინანსური კრიზისი 7 პროცენტიდან 10 პროცენტამდე ასვლის დროს (დიაგრამა 10).

დიაგრამა 10. OTC დერივატივები, რისკის კატეგორიების მიხედვით¹⁸



¹⁸ BIS OTC derivatives statistics

CDS-ს სწრაფი ზრდის ერთი მიზეზი შიდა ბაზრის აქტიურობის მომატება იყო და აგრეთვე - იპოთეკით უზრუნველყოფის გაფართოება. ფინანსურმა ინსტიტუტებმა, რომლებმაც ჩადეს ინვესტიცია იპოთეკით უზრუნველყოფილ ფასიან ქაღალდებში, შეისყიდეს CDS ხელშეკრულებები დეფოლტისგან დაცვის მიზნით. CDS ბაზარი დაეცა ფინანსური კრიზისის დროს.

დერივატივების საბირჟო ვაჭრობის შესახებ წყაროები ჯერ კიდევ 1500 წლებში გვხვდება, მაგრამ სულ ახლახან გავხდით მომსწრენი ამ ტიპის ბირჟების რაოდენობის სწრაფი ზრდისა მთელი მსოფლიოს მასშტაბით. მე-16 და მე-19 საუკუნეებს შორის დერივატივების ბირჟები განთავსებული იყო მხოლოდ სამ ეკონომიკაში, ხოლო ბოლო ათწლეულში ეს ბაზარი დაფუძნდა დაახლოებით 50 ქვეყანაში, ძველსა და ახალ ბაზრებზე. ბოლო წლების ტენდენციით, ზოგმა ბირჟამ კონსოლიდაციის შედეგად გააფართოვა საქმიანობა ქვეყნის გარეთაც (კოლი, 2012წ.). არასაბირჟო ვაჭრობისა და არასაბირჟო დერივატივების მთლიანი საბაზრო ღირებულება 2017 წელს დაეცა 11 ტრილიონ დოლარამდე, მის ყველაზე დაბალ ნიშნულამდე 2007 წლის შემდეგ.

ცხრილი 4. გლობალური OTC, დერივატივების ბაზრის პირობითი თანხა (აშშ-ის მილიარდ დოლარებში)¹⁹

	H1 2015	H2 2015	H1 2016	H2 2016	H1 2017	H2 2017	H1 2018	H2 2018
ყველა კონტრაქტი All contracts	551298	492536	552943	482421	542,439	531,911	594,833	544,386
უცხოური ვალუტით კონტრაქტები Foreign exchange contracts	79771	75953	85867	78780	88,429	87,117	95,798	90,662
კონტრაქტები საპროცენტო განაკვეთით Interest rate contracts	446946	395138	446462	385513	435,205	426,648	481,085	436,837
კონტრაქტები აქციებით Equity-linked contracts	7656	7241	6761	6253	6,964	6,569	7,071	6,417
ყველა კონტრაქტი All contracts	15480	14487	21119	14948	12,683	10,956	10,326	9,662
უცხოური ვალუტით კონტრაქტები Foreign exchange contracts	2681	2712	3578	3324	2,626	2,293	2,62	2,257

¹⁹ BIS, OTC derivatives statistics

კონტრაქტები სპროცენტო განაკვეთით Interest rate contracts	11465	10525	16417	10636	9,045	7,579	6,644	6,401
კონტრაქტები აქციებით Equity-linked contracts	617	505	523	477	524	575	608	571

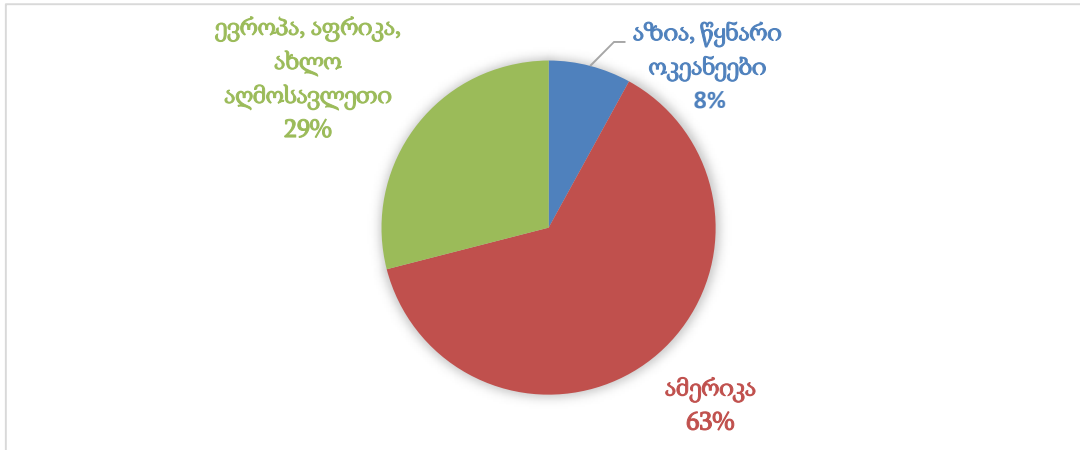
ფიუჩერსების ინდუსტრიის ასოციაციის (FIA) და მსოფლიოს ბირჟების ფედერაციის (WFE) მიერ გამოქვეყნებული ანგარიშები გვიჩვენებს ჩამოთვლილი დერივატივების მოქმედების სავაჭრო მოცულობას (ვაჭრობაში მონაწილე ხელშეკრულებების რაოდენობა) ღია ინტერესის (დადებული, მაგრამ შეუსრულებელი ხელშეკრულებების რაოდენობა) პირობებში. 2012 წელს 21.2 მილიარდი დერივატივის ხელშეკრულებით გაიმართა ვაჭრობა ორგანიზებულ ბირჟებზე მსოფლიო მასშტაბით. ეს მოცულობა გასამმაგდა ათწლეულის წინ²⁰. პიკი მიღწეული იყო 2011 წელს, როდესაც 25 მილიარდზე მეტი ღირებულების ხელშეკრულება მონაწილეობდა ვაჭრობაში. ვაჭრობის მოცულობა, ასახავდა რა მოთხოვნის რაოდენობას, ჩვეულებისამებრ, გამოიყენებოდა ბირჟების ზრდის გაზომვის მიზნით. უფრო მეტი მოცულობის მქონე ხშირად აღიარებული იყო, როგორც წარმატებული.

რაც შეეხება გეოგრაფიულ განაწილებას, ევროპა და ჩრდილოეთი ამერიკა დომინანტურნი არიან ბირჟაზე მოვაჭრე დერივატივების ბაზარზე. პირობითი ბრუნვითა და ღია ინტერესით - ერთად - ისინი 90 პროცენტზე მეტს იკავებენ. აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონში ბირჟების წილად მოდის სავაჭრო მოცულობის უფრო დიდი ნაწილი (იხ. დიაგრამა 11, 12, 13), ვიდრე პირობითი თანხები. ეს განაწილება, გაზომილი სხვადასხვა ერთეულით, გვიჩვენებს, რომ აზია-წყნარი ოკეანის ბირჟებზე უფრო ნაკლები სავაჭრო ხელშეკრულებები იდება.

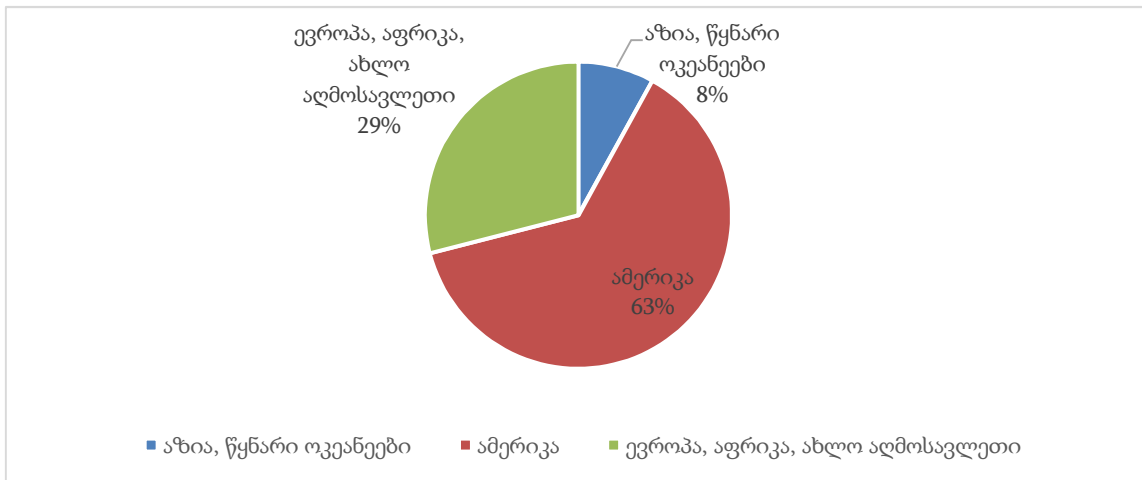
²⁰ In 2003, the volume was 8.1 billion, according to the FIA's annual survey. BIS also publishes the number of contracts outstanding and turnover of exchange-traded derivatives.

დიაგრამა 11. დერივატივების მოცულობა ორგანიზებულ ბირჟებზე 2012 წ. რეგიონების მიხედვით ²¹

21.2 მლრდ დოლარის ნავაჭრი კონტრაქტების მოცულობა (2012 წ)



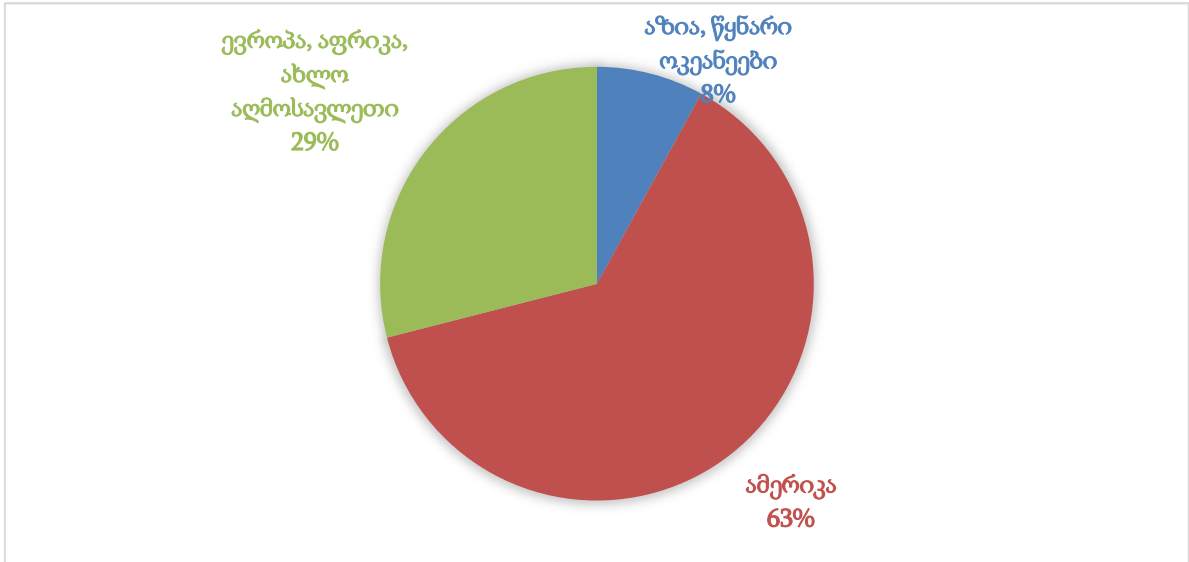
დიაგრამა 12. 54,4 ტრილიონი ლია პოზიციების მოცულობა ფულად ფორმაში 2012²²



²¹ Sources: Data for the number of contracts traded and open interest is from the World Federation of Exchanges. Data for notional amounts outstanding is from BIS.

²² Sources: Data for the number of contracts traded and open interest is from the World Federation of Exchanges. Data for notional amounts outstanding is from BIS.

დიაგრამა 13. 640 მილიონი კონტრაქტის ღია პოზიცია²³



მიუხედავად იმისა, რომ დერივატივების ძირითადი ბირჟები არის „ძველ“ ეკონომიკაში (მაგ. CME Group, Deutsche Börse AG, ICE/NYSE), ასეთ პროდუქტებზე მოთხოვნა მზარდია „ახალ“ ეკონომიკაშიც. დერივატივების ბირჟებმა ბრაზილიაში, ჩინეთში, ინდოეთში, სამხრეთ კორეასა და რუსეთში აჩვენეს მნიშვნელოვანი ზრდა და ახლა ისინი მოწინავეთა შორის არიან. უნდა ითქვას, რომ ბევრი ბირჟა იყენებს აგრესიულ სტრატეგიას უცხოეთის მოვაჭრე ფირმების მოზიდვის მიზნით და ამას აკეთებს ინფრასტრუქტურისა და პროდუქციის განვითარების კომბინაციით. საერთაშორისო ვაჭრობისა და ფინანსური საქმიანობის გაფართოებით მონაწილეები, სავარაუდოდ, აწყდებიან მზარდ რისკებს და დერივატივების ბაზრებს თავიანთ წვლილი შეაქვთ ეკონომიკის განვითარებაში ამ რისკების მართვად რისკებად გადაქცევით.

²³ Sources: Data for the number of contracts traded and open interest is from the World Federation of Exchanges. Data for notional amounts outstanding is from BIS.

OTC დერივატივებით ვაჭრობს ორი მხარე საფონდო ბირჟაზე მათ შორის პირადი შეთანხმების საფუძველზე, შუამავლების გარეშე (თუმცა, OTC ტრანზაქციები შეიძლება გაიფილტროს კლირინგის პალატის მეშვეობით). ინფორმაცია ამ ინდივიდუალური ხელშეკრულებებით ვაჭრობის შესახებ აქვთ დილერებს, რომლებიც წარმოადგენენ ხელშეკრულებების გამყიდველებს ან მყიდველებს. BIS24 საერთაშორისო სვოპებისა და დერივატივების ასოციაცია (ISDA – International Swaps and Derivatives Association) რეგულარულად ამოწმებს დერივატივების გლობალურ დილერებს და აქვეყნებს შედეგებს. ორივე ანალიზში აღნიშნულია პირობითი გადასახდელი თანხები, რომლებიც ასახავს საქმიანობის მასშტაბსა და ზრდას.

ფასების, ლევერეჯისა და ჰეჯირების კოეფიციენტების, ხანგრძლივობის, ლიკვიდურობისა და მეორე მხარის რისკის ცვალებადობიდან”.

ცხრილი 5. მთლიანი საკრედიტო რისკისა და ურთიერთკომპენსაციის გავლენა, 2012 წელი²⁵

	ტრილიონ დოლარებში	% OF NOTIONAL AMOUNTS	პროცენტული წილი მთლიანი საბაზრო ღირებულებიდან
პირობითი ღირებულება	633,3	n/a	n/a
მთლიანი საბაზრო ღირებულება	24,7	3.9	n/a
მთლიანი საკრედიტო რისკი (ნეთინგის შემდეგ)	3,6	0.57%	14.57%
მთლიანი საკრედიტო რისკი (ნეთინგის შემდეგ და მორგებული უზრუნველყოფისათვის)	1,1	0.17%	4.45%

გადასახდელმა პირობითმა თანხამ, რომელიც 2012 წლისთვის \$633 ტრილიონს შეადგენდა, BIS-ის მიხედვით, მიიპყრო დიდი ყურადღება მის მასშტაბებთან დაკავშირებული შესაძლო რისკების გამო.

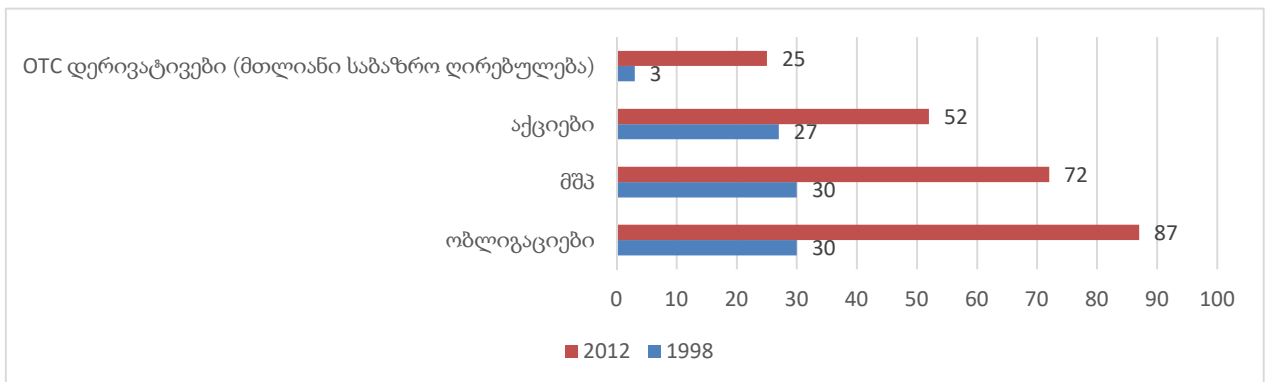
²⁴ Bank for international settlements https://www.bis.org/publ/otc_hy0811.htm

²⁵ BIS, Bloomberg, World Bank, and Milken Institute

ამ გაზომვის მიხედვით, დერივატივების ბაზარი დაახლოებით 10-ჯერ უფრო დიდია, ვიდრე მსოფლიოს GDP და რამდენჯერმე უფრო დიდია, ვიდრე სხვა გლობალური ფინანსური სექტორი (იხ. ცხრილი 5). თუმცა დერივატივების საქმიანობის პირობითი გადასახდელი თანხები, რომლებიც არის დათვლილი მიახლოებით, არ წარმოადგენს ფაქტობრივ თანხებს, რომლებიც იცვლება ტრანზაქციაში ან, ზოგადად, სარისკო თანხებს (ISDA, 2008; OCC 2012). თანხები, რომლებიც უფრო მჭიდროდ არის დაკავშირებული რისკებთან, არის მთლიანი საბაზრო ღირებულების და მთლიანი კრედიტების გამოყენების ამსახველი (იხ. ცხრილი 5). 2012 წლისთვის მათი ღირებულება შეადგენს \$25 ტრილიონსა და \$3.6 ტრილიონს, BIS სტატისტიკის შესაბამისად. 1998 წელს მთლიანი საბაზრო ღირებულება შეადგენდა \$3 ტრილიონს.

კვლევები ასევე ხაზს უსვამს იმას, რომ დერივატივების საერთო საბაზრო ღირებულების ბაზრის სხვა ფინანსური სექტორის ზომებთან შედარებისას (და მსოფლიოს GDP-სთან), აშკარა ხდება, რომ დერივატივების საბაზრო ღირებულება უფრო სათანადო განზომილებაა, ვიდრე პირობითი თანხები. როგორც მარკოზი (86) აღნიშნავს, “ბაზრის საერთო ღირებულება გვამღევს, შევაფასოთ დერივატივების ის ეკონომიკური რისკები, რომლებიც გამომდინარეობს ძირითადი აქტივების

დიაგრამა 14. გლობალური ფინანსური ბაზრების ზომა სახეობების მიხედვით (ტრილიონ დოლარებში)²⁶



დიაგრამა 14-ში მოცემულია ეს შედარება. საბაზრო ღირებულების საფუძველზე შეიძლება ითქვას, რომ OTC დერივატივების ბაზრის ზომა უფრო მცირეა, ვიდრე სხვა ბაზრები, თუმცა OTC

²⁶ BIS, Bloomberg, World Bank, and Milken Institute.

დერივატივებით საქმიანობა დაიწყო უახლოეს დეკადებში. გლობალური ობლიგაციების ბაზრის ოდენობა (კერძო და სახელმწიფო) შეადგენდა \$87 ტრილიონს, რამაც იგი ყველაზე დიდ ბაზრად აქცია, ანუ ეს იყო 2012 წლის OTC დერივატივების მასშტაბზე სამჯერ მეტი. გლობალური აქციების ბაზარი არის OTC დერივატივების ბაზარზე ორჯერ მეტი.

ბირჟის გარეთა (OTC) დერივატივების გადასახდელი პირობითი თანხები კვლავ იზრდებოდა 2008 წლის პირველ ნახევარში. ყველა ტიპის OTC კონტრაქტის პირობითი თანხა რჩებოდა 683.7 ტრილიონ აშშ დოლარზე ივნისის ბოლოსთვის, ანუ 15%-ით მეტი, ვიდრე ექვსი თვის წინ. (იხ. ცხრილი 6)

ცხრილი 6. გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი (პირობითი თანხა აშშ მლრდ დოლარებში)²⁷

	H1 2007	H2 2007	H1 2008	H2 2008	H1 2009	H2 2009	H1 2010	H2 2010
ყველა კონტრაქტი	507,902	585,926	672,551	598,141	594,546	603,893	582,681	601,043
კონტრაქტები უცხოური ვალუტით	57,606	66,575	74,848	60,595	59,221	59,835	62,961	67,913
კონტრაქტები საპროცენტო განაკვეთით	381,35	432,404	503,375	472,742	477,072	490,345	478,091	492,347
აქციებთან დაკავშირებული კონტრაქტები	9,518	9,541	11,407	7,565	7,671	7,042	6,868	6,262
	მთლიანი საბაზრო ღირებულება Gross Market Value							
ყველა კონტრაქტი	11,007	15,653	20,153	34,941	25,059	21,332	24,699	21,294
კონტრაქტები უცხოური ვალუტით	1,613	2,187	2,751	4,933	3,079	2,588	3,179	3,03
კონტრაქტები საპროცენტო განაკვეთით	6,73	8,125	10,485	22,204	16,996	15,312	18,508	15,587
აქციებთან დაკავშირებული კონტრაქტები	1,212	1,28	1,323	1,419	1,1	896	796	725

²⁷ BIS, Bloomberg, World Bank, and Milken Institute.

მრავალი კონტრაქტის შეწყვეტამ გამოიწვია გადასახდელი საკრედიტო დეფოლტის სვოპების (OTC) მოცულობის პირველი 1%-იანი შემცირება, 2004 წელს დეკემბერში გამოქვეყნებული CDS სტატისტიკის მიხედვით. გადასახდელი CDS კონტრაქტების საშუალო ზრდის ტემპმა ბოლო სამი წლის განმავლობაში შეადგინა 45%. CDS ბაზრებისგან განსხვავებით, საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების და FX დერივატივების ბაზრებზე დაფიქსირდა მნიშვნელოვანი მატება. ღია პოზიციები საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების კონტრაქტებში გაიზარდა 17%-ით, ხოლო FX დერივატივების კონტრაქტებში -12%-ით. მთლიანი საბაზრო ღირებულებები, რომლებიც იზომება ყოველი არსებული კონტრაქტის ღირებულება და ამიტომაც არის საბაზრო რისკების უკეთესი განმსაზღვრელი, ვიდრე პირობითი თანხები, გაიზარდა 29%-ით 20.4 ტრილიონ აშშ დოლარამდე 2008 წლის ივნისის ბოლოსთვის.

2004 წლის დეკემბერში CDS კონტრაქტების გადასახდელ პირობით თანხებში პირველად გამოვლინდა 1%-იანი ვარდნა, 2007 წლისთვის გადასახდელ პირობით თანხებთან შედარებით (ცხრილი 7). გადასახდელი მოცულობების შემცირების მიუხედავად, კონტრაქტების მთლიანი საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 58%-ით. მთლიანი საბაზრო ღირებულება გაიზარდა ერთდასახელებიანი და მრავალდასახელებიანი კონტრაქტებისთვის.

სანამ ერთდასახელებიანი CDS კონტრაქტები გაიზარდა 3%-ით - 33.3 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, მრავალდასახელებიანი CDS ხელშეკრულებების გადასახდელი მოცულობა, კატეგორია, რომელიც მოიცავს CDS მაჩვენებლებს და CDS ინდექსის ტრანშს, პირველად შემცირდა 2004 წლის დეკემბერში. გადასახდელი მრავალდასახელებიანი CDS კონტრაქტების პირობითი თანხები შემცირდა 6.5%-ით 24.0 ტრილიონ აშშ დოლარამდე 2008 წლის პირველ ნახევარში.

ცხრილი 7. საკრედიტო დეფოლტის სვოპები

(in per cent (lhs) & in trillions of USD (rhs))²⁸

	პირობითი თანხა		
	მთლიანი საბაზრო ღირებულება	ერთდასახელებიანი პირობითი თანხა	მრავალდასახელებიანი პირობითი თანხა

28 BIS statistics. <https://www.bis.org/publ/rpfx16.htm>

12-2007	3,5	32,5	25,8
06-2008	5,6	33,4	24,0
12-2008	12,2	25,7	16,1
06-2009	8,2	24,2	11,9
12-2009	5,5	21,9	10,8
06-2010	5,5	18,5	11,8
12-2010	4,5	18,1	11,8
06-2011	4,1	18,1	14,3
12-2011	5,5	16,9	11,8
06-2012	4,4	15,6	11,4
12-2012	3,4	14,3	10,8
06-2013	3,0	13,1	11,2
12-2013	3,1	11,3	9,7
06-2014	3,3	10,8	8,6
12-2014	3,6	9,0	7,4
06-2015	3,1	8,2	6,4

შემცირება ძირითადად ასახავს ადრე შეთანხმებული კონტრაქტების შეწყვეტებს. მრავალმა შეწყვეტამ არსებითი ზეგავლენა იქონია ბოლო წლების CDS ბაზრის ზომებზე. ეს ტენდენცია მეტი სტაბილურობით გრძელდებოდა 2008 წლის პირველ ნახევარში, როდესაც შეწყდა სულ 17.4 ტრილიონი აშშ დოლარის ღირებულების კონტრაქტი, ძირითადად, მრავალდასახელებიან სეგმენტში. ამან შეამცირა გადასახდელი თანხების ზრდის ტემპი დაახლოებით 30%-ით.

OTC საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების გადასახდელი პირობითი თანხების ზრდა უფრო ინტენსიური გახდა 2008 წლის პირველ ნახევარში, 2007 წლის მეორე ნახევარში საშუალო ტემპით ზრდის შემდეგ. გადასახდელმა პირობითმა თანხებმა მიაღწია 458.3 ტრილიონ აშშ დოლარს 2008 წლის ივნისის ბოლოსთვის, რაც 17%-ით მეტია ექვსი თვით ადრინდელზე (ცხრილი 8). OTC საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების მთლიანი საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 29%-ით - 9.3 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, რაც, ძირითადად, გამოწვეული იყო საპროცენტოგანაკვეთიანი სვოპებით, რომლებიც დღემდე წარმოადგენს ბაზრის ყველაზე მსხვილ სეგმენტს.

ცხრილი 8. გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი (პირობითი თანხა მილიარდ აშშ დოლარებში)²⁹

საპროცენტო განაკვეთით კონტრაქტები	H1 2007	H2 2007	H1 2008	H2 2008	H1 2009	H2 2009	H1 2010	H2 2010
აშშ დოლარი	123,802	140,636	162,301	159,767	165,214	164,587	169,697	157,336
ევრო	139,361	159,595	187,387	175,239	174,38	189,717	169,946	186,527
იენა	49,167	54,405	59,554	62,92	58,777	55,2	55,582	59,702
ფუნტ სტერლინგი	30,714	31,895	42,642	32,782	36,148	37,87	38,243	39,9
შვეიცარიული ფრანკი	4,197	4,42	5,619	5,414	5,037	5,136	4,896	5,368
კანადური დოლარი	3,53	3,824	4,216	3,531	4,049	4,262	5,68	5,557
შვედური კრონი	6,557	6,793	8,31	6,733	6,936	6,363	5,039	5,694
სხვა ვალუტა	24,021	30,837	33,345	26,354	26,533	27,211	29,01	32,263
	მთლიანი საბაზრო ღირებულება							
აშშ დოლარი	1,957	3,37	3,795	11,428	6,714	5,552	7,819	6,389
ევრო	3,094	3,041	4,364	6,43	6,819	6,553	7,419	6,151
იენა	390	437	426	1,008	858	893	987	1,028
ფუნტ სტერლინგი	685	512	790	1,549	1,249	1,151	1,217	1,076
შვეიცარიული ფრანკი	64	59	92	156	147	150	149	148
კანადური დოლარი	52	49	76	214	162	119	134	117
შვედური კრონი	64	66	103	182	155	131	108	80
სხვა ვალუტა	425	591	837	1,237	892	763	674	597

საპროცენტოგანაკვეთიანი სვოპების გადასახდელმა პირობითმა თანხებმა მოიმატა 15%-ით 356.8 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, ხოლო ამ სვოპების მთლიანი საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 30%-ით 8.1 ტრილიონ აშშ დოლარამდე 2008 წლის პირველ ნახევარში. ოფციონების კონტრაქტების გადასახდელი მოცულობა გაიზარდა საშუალოდ 9%-ით - 62.2 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, ხოლო მთლიანი საბაზრო ღირებულებები გაიზარდა 17%-ით - 1.1 ტრილიონ აშშ დოლარამდე. ოფციონების ზომიერი ზრდისგან განსხვავებით, ფორვარდულ განაკვეთიან შეთანხმებებზე (FRAs) გადასახდელმა თანხებმა და მთლიანმა საბაზრო ღირებულებებმა გამოავლინა ინტენსიური ზრდა. იმ პერიოდში ფულად ბაზარზე არსებულმა არეულობამ გამოიწვია FRA-ს

²⁹ BIS statistics. <https://www.bis.org/>

გადასახდელი თანხების 48%-ით ზრდა - 39.4 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, ხოლო იმ პერიოდისთვის მათი მთლიანი საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 114%-ით - 88 მილიარდ აშშ დოლარამდე. გადასახდელი FRA-ს სწრაფი მატება შეიმჩნეოდა ყველა ვალუტაში, გარდა ავსტრალიური დოლარისა, რომელიც იზრდებოდა ოფციონების (98%) და საპროცენტო განაკვეთიანი სვოპების (53%) ხარჯზე. ვინაიდან ნარჩუნდებოდა ყველა ვალუტის მნიშვნელოვანი ზრდა, პოზიციებმა ავსტრალიურ დოლარში (50%), სტერლინგში (36%) და შვეიცარულ ფრანკებში (28%) იმატა უფრო სწრაფად, ვიდრე - ევროსა და დოლარში დადებულ კონტრაქტებში (18% და 15%). თუმცა 2.5 ტრილიონით, 38.6 ტრილიონით და 5.2 ტრილიონით, ავსტრალიური დოლარის, სტერლინგისა და შვეიცარული ფრანკის სეგმენტი ბევრად უფრო მცირე დარჩა, ვიდრე ევროსა და აშშ დოლარის სეგმენტი - (171.9 ტრილიონი აშშ დოლარი და 149.8 ტრილიონი აშშ დოლარი).

უცხოური ვალუტის დერივატივების პირობითი თანხები გაიზარდა 12%-ით 63.0 - ტრილიონ აშშ დოლარამდე, ხოლო მთლიანი საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 25%-ით - 2.3 ტრილიონ აშშ დოლარამდე (ცხრილი 8). FX ოფციონებისა და სავალუტო სვოპების პირობითი თანხების ზრდამ (15% და 14%) აჩვენა საერთო მოცულობათა ცვლილებები. ფორვარდებმა, რომლებზეც მოდის მთლიანი OTC FX დერივატივების ნახევარი პირობითი თანხების დაანგარიშების დროს, ოდნავ ნაკლებად მოიმატა, ვიდრე სრულად ბაზარმა. არ ჩანდა მნიშვნელოვანი ცვლილებები FX დერივატივების ვალუტის შემადგენლობაში. დოლარი დარჩა ყველაზე მნიშვნელოვან მამოძრავებელ ვალუტად და საკმაოდ უსწრებდა ევროს. კონტრაქტების ოთხმოცდასამი პროცენტი (გაზომილი პირობითი თანხებით) დადებული იყო აშშ დოლარში, როცა ევროში დადებული იყო 41%, ხოლო იენში - 22%.

OTC სააქციო დერივატივების გადასახდელი პირობითი თანხები გაიზარდა 20%-ით 2008 წლის პირველ ნახევარში და აანაზღაურა 1%-იანი შემცირება 2007 წლის მეორე ნახევარში. OTC სააქციო კონტრაქტების პირობითი თანხები 2008 წლის ბოლოსთვის იყო 10.2 ტრილიონი აშშ დოლარი, რომლის ნახევარზე მეტი მოდიოდა ევროპულ აქციებზე დადებულ კონტრაქტებზე.

OTC სააქციო დერივატივების ბაზარზე დომინირებს ოფციონები, რომლებზეც მოდის პირობითი თანხების და საბაზრო ღირებულებების დაახლოებით სამი მეოთხედი. სააქციო დერივატივებზე გადასახდელი თანხების ზრდა მოსალოდნელი იყო საშუალო და გრძელვადიანი ვალდებულებებისთვის, რომლებიც გაიზარდა 31%-ით და 18%-ით.

OTC დერივატივების ბაზარზე გამოვლინდა აქტიურობა პირობითი თანხებით, რომლებიც გაიზარდა 56 %-ით 2008 წლის პირველ ნახევარში და მიაღწია 13 ტრილიონ აშშ დოლარს ივნისის ბოლოს (ცხრილი 8). ეს, ძირითადად, გამოწვეული იყო არა ოქროზე დამყარებული კონტრაქტების სტაბილური მომატებით (რომელიც გაიზარდა 12.6 აშშ დოლარამდე). ფორვარდების და სვოპების კონტრაქტებზე გაიზარდა 49%-ით - 7.6 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, ხოლო ოფციონების მოცულობა გაიზარდა 81%-ით - 5 ტრილიონ აშშ დოლარამდე. ოქროზე დამყარებული კონტრაქტების ზრდა შეადგენდა 9%-ს (2007 წლის მეორე ნახევარში 40%-ით ზრდის შემდეგ). სასაქონლო კონტრაქტების მთლიანი საბაზრო ღირებულება ჯამში გაიზარდა 16%-ით - 2.2 ტრილიონ აშშ დოლარამდე.

ჰერფინდალის კონცენტრაციის მაჩვენებლები, გამოთვლილი ინდივიდუალური დილერების მოხსენებების მიხედვით, კვლავ აჩვენებდა დოკუმენტების, ვალუტისა და სახელშეკრულებო მხარეების სხვადასხვა დონის კონცენტრაციას. ოფციონების კონცენტრაციამ კანადურ დოლარში არსებულ საპროცენტო განაკვეთებზე მიაღწია თავის უმაღლეს დონეს. (ცხრილი 9).

ცხრილი 9. ჰერფინდალის ინდექსი ყველა OTC საპროცენტო განაკვეთის დერივატივების³⁰ კონტრაქტებისათვის

ვალუტა	კონტრაქტის ტიპი	2004 ივნისი	2004 დეკემბერი	2005 ივნისი	2005 დეკემბერი	2006 ივნისი	2006 დეკემბერი	2007 ივნისი	2007 დეკემბერი	2008 ივნისი
CAD	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	1,965	1,741	1,659	1,64	1,67	1,499	1,244	1,122	1,405
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	1,048	973	1	1,017	1,018	1,02	1,016	985	976
	ოფციონები	2,313	2,697	2,955	3,052	2,703	2,952	2,712	2,962	3,314

³⁰ BIS statistics. <https://www.bis.org/>

CHF	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	1,169	1,222	1,158	1,63	1,698	1,919	2,043	2,032	1,71
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	797	807	936	1,015	1,08	1,149	1,15	1,162	1,336
	ოფციონები	1,796	1,292	1,508	1,584	1,398	1,205	1,045	948	899
EUR	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	506	576	661	679	707	819	700	637	642
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	473	481	479	484	503	561	623	596	562
	ოფციონები	675	607	567	539	534	569	604	596	594
GBP	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	930	923	855	1,21	1,083	1,024	1,12	1,066	1,055
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	594	578	614	661	707	692	736	765	830
	ოფციონები	747	1,452	1,288	905	958	916	806	777	824
JPY	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	1,308	1,852	2,565	3,025	3,28	3,468	2,569	2,302	1,981
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	728	693	664	635	613	620	675	673	660
	ოფციონები	978	739	781	793	824	768	799	745	938
SEK	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	965	861	811	767	847	1,068	1,096	1,242	1,152
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	583	583	564	571	586	594	628	660	677
	ოფციონები	1,137	995	1,077	1,259	1,431	1,638	1,945	2,337	1,904
USD	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	725	645	652	69	788	917	850	967	881
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	626	673	650	691	678	679	686	698	729
	ოფციონები	847	767	756	762	816	830	865	982	1,02

ასევე გაიზარდა უცხოურ ვალუტაში ოფციონების კონცენტრაციაც, თუმცა იგი დარჩა შედარებით დაბალ დონეზე.

ცხრილი 10. ჰერფინდალის ინდექსი ყველა OCT უცხოური ვალუტის დერივატივის კონტრაქტებისათვის³¹

	2004 ივნისი	2004 დეკემბერი	2005 ივნისი	2005 დეკემბერი	2006 ივნისი	2006 დეკემბერი	2007 ივნისი	2007 დეკემბერი	2008 ივნისი
ფორვარდები, ფორექსის სვოპები და სავალუტო სვოპები	442	446	440	464	475	481	486	497	496
ოფციონები	560	605	591	624	606	567	558	570	636

უმეტეს რეგიონში სეგმენტში კონცენტრაციების შემცირება გამოვლინდა. აქციებზე დაფუძნებული კონტრაქტების ყველაზე მაღალი კონცენტრაცია კვლავ შეიმჩნევა ლათინურ ამერიკაში (ცხრილი 11). მომხსენებლებს შორის უცხოურ ვალუტაში დერივატივების კონტრაქტების ყველაზე მაღალი კონცენტრაცია ასევე ნარჩუნდება ლათინურ ამერიკაში.

ცხრილი 11. ჰერფინდალის ინდექსი ყველა OTC აქციებთან დაკავშირებული დერივატივების კონტრაქტებისათვის³².

	კონტრაქტის ტიპი	2004 ივნისი	2004 დეკემბერი	2005 ივნისი	2005 დეკემბერი	2006 ივნისი	2006 დეკემბერი	2007 ივნისი	2007 დეკემბერი	2008 ივნისი
ევროპა	ფორვარდები და სვოპები	611	631	598	652	616	69	785	738	713
	ოფციონები	1195	659	662	615	691	780	722	675	712
იაპონია	ფორვარდები და სვოპები	1984	1734	2056	2292	1326	1205	1073	1308	1000
	ოფციონები	2553	1203	893	3953	3393	3078	2189	1194	917
ლათინური ამერიკა	ფორვარდები და სვოპები	3732	4243	6953	7039	6704	7199	7876	7420	5979
	ოფციონები	6304	4029	4427	5790	3918	3902	3735	4415	6292
სხვა აზიის ქვეყნები	ფორვარდები და სვოპები	2010	1536	1355	1334	1294	1066	1343	1350	1180
	ოფციონები	5435	1674	1177	5566	5537	5616	1098	2882	1249
აშშ	ფორვარდები და სვოპები	855	849	722	947	946	1487	1057	803	847
	ოფციონები	836	915	725	787	1385	751	804	755	741

³¹ BIS statistics. <https://www.bis.org/>

³² BIS statistics. <https://www.bis.org/>

ცხრილი 12. ჰერფინდალის ინდექსი ყველა ტიპის OTC საპროცენტო განაკვეთის დერივატივებისათვის³³

ვალუტა	კონტრაქტის ტიპი	2004 ივნისი	2004 დეკემბერი	2005 ივნისი	2005 დეკემბერი	2006 ივნისი	2006 დეკემბერი	2007 ივნისი	2007 დეკემბერი	2008 ივნისი
CAD	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	1,659	1,649	1,67	1,659	1,649	1,499	1,244	1,122	1,405
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	1,048	973	1	1,017	1,018	1,02	1,016	985	976
	ოფციონები	2,313	2,697	2,955	3,052	2,703	2,952	2,712	2,962	3,314
CHF	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	1,169	1,222	1,158	1,63	1,698	1,919	2,043	2,032	1,71
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	797	807	936	1,015	1,08	1,149	1,15	1,162	1,336
	ოფციონები	1,796	1,292	1,508	1,584	1,398	1,205	1,045	948	899
EUR	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	506	576	661	679	707	819	700	637	642
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	473	481	479	484	503	561	623	596	562
	ოფციონები	675	607	567	539	534	569	604	596	594
GBP	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	930	923	855	1,21	1,083	1,024	1,12	1,066	1,055
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	594	578	614	661	707	692	736	765	830
	ოფციონები	747	1,452	1,288	905	958	916	806	777	824
JPY	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	1,308	1,852	2,565	3,025	3,28	3,468	2,569	2,302	1,981
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	728	693	664	635	613	620	675	673	660
	ოფციონები	978	739	781	793	824	768	799	745	938

³³ Bank for international settlement. <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

SEK	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	965	861	811	767	847	1,068	1,096	1,242	1,152
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	583	583	564	571	586	594	628	660	677
	ოფციონები	1,137	995	1,077	1,259	1,431	1,638	1,945	2,337	1,904
USD	ფორვარდული განაკვეთით შეთანხმება	725	645	652	69	788	917	850	967	881
	საპროცენტო განაკვეთის სვოპები	626	673	650	691	678	679	686	698	729
	ოფციონები	847	767	756	762	816	830	865	982	1,02

2008 წლის მეორე ნახევრის ფინანსურმა კრიზისმა გამოიწვია ბირჟის გარეთა (OTC) დერივატივების გადასახდელი პირობითი თანხების პირველი შემცირება, 1998 წლის შემდეგ ყველა ტიპის OTC ხელშეკრულების ნომინალური თანხა შეადგენდა 592.0 ტრილიონ აშშ დოლარს 2008 წლის დეკემბრის ბოლოსთვის, რაც 13.4%-ით დაბალია ჯამურ, ექვსი თვით ადრინდელ, 683.7 ტრილიონ აშშ დოლარზე.

მიუხედავად გადასახდელი თანხების შემცირებისა, ფასების მნიშვნელოვანმა მოძრაობამ გამოიწვია საერთო საბაზრო ღირებულებების შესამჩნევი ზრდა - 66.5%-ით ანუ 33.9 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, 2008 წლის დეკემბრის ბოლოსთვის. მაღალი საბაზრო ფასები ასევე აისახა საერთო საკრედიტო დავალიანებებზე, რომლებიც 29.7%-ით გაიზარდა - 5.0 ტრილიონ აშშ დოლარამდე.

საპროცენტოგანაკვეთიანი პროდუქციის საბაზრო ღირებულება თითქმის გაორმაგდა 2008 წლის მეორე ნახევარში. OTC საპროცენტო სარგებლიანი დერივატივების ბაზარმა პირველად განიცადა ვარდნა წლის პირველ ნახევარში, საშუალოზე მაღალი ზრდის დაფიქსირების შემდეგ. ამ დოკუმენტების პირობითი თანხა შემცირდა 418.7 ტრილიონ აშშ დოლარამდე 2008 წლის დეკემბრის ბოლოსთვის, რაც 8.6%-ით უფრო დაბალია, ექვსი თვით ადრინდელ მაჩვენებელთან შედარებით (ცხრილი 13). გადასახდელი პირობითი თანხების შემცირების მიუხედავად,

შემცირებულმა საპროცენტო განაკვეთებმა გამოიწვია საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების საერთო საბაზრო ღირებულების შესამჩნევი ზრდა - 98.9%-ით - 18.4 ტრილიონ აშშ დოლარამდე.

ცხრილი 13. გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი³⁴

(კონტრაქტები უცხოური ვალუტით)

კონტრაქტები უცხოური ვალუტით	H1 2007	H2 2007	H1 2008	H2 2008	H1 2009	H2 2009	H1 2010	H2 2010
ინსტრუმენტებით	პირობითი თანხა							
ფორვარდები და ფორექსის სვოპები	29,775	35,195	38,911	30,671	29,245	29,366	31,934	34,943
ვალუტის სვოპები	14,13	16,445	18,715	17,082	17,201	18,671	18,903	21,895
ოფციონები	13,662	14,892	17,171	12,796	12,731	11,752	12,123	11,075
სხვა პროდუქტები	38	44	51	45	45	45	1	1
	მოლიანი საბაზრო ღირებულება							
ფორვარდები და ფორექსის სვოპები	668	925	1,124	2,389	1,271	1,024	1,335	1,235
ვალუტის სვოპები	666	885	1,159	1,784	1,319	1,135	1,386	1,394
ოფციონები	279	378	469	760	489	429	458	401
სხვა პროდუქტები								
შემხვედრი ვაჭრობით	პირობითი თანხა							
ინფორმირებადი დილერი	22,428	25,089	29,156	23,499	22,66	22,767	22,949	25,075
სხვა ფიანსური ინსტიტუტები	22,934	28,73	31,795	25,764	25,878	25,952	28,307	30,62
ცენტრალური კაუნტერ პარტნიორები								
არა ფინანსური მომხმარებლები	12,493	13,044	14,228	11,625	10,975	11,413	11,705	12,218
	მოლიანი საბაზრო ღირებულება							
ინფორმირებადი დილერი	555	735	965	1,836	1,119	925	1,109	1,087
სხვა ფიანსური ინსტიტუტები	658	950	1,181	2,09	1,297	1,085	1,4	1,309
ცენტრალური კაუნტერ პარტნიორები								
არაფინანსური მომხმარებლები	400	502	606	1,007	663	578	670	634
ვალუტით	პირობითი თანხა							
აშშ დოლარი	47,783	55,334	61,779	51,013	49,245	49,565	53,616	57,491
ევრო	21,356	25,353	30,035	24,767	24,253	24,02	22,83	24,715
იენი	12,178	14,675	15,703	14,184	13,281	13,112	12,592	13,366
ფუნტ (სტერლინგი)	8,933	9,32	9,916	6,975	7,573	7,311	7,415	7,4

³⁴ Bank for international settlement. <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

შვეიცარიული ფრანკი	3,451	4,119	4,488	3,717	3,535	3,576	4,353	4,723
კანადური დოლარი	2,604	2,825	2,71	2,127	2,162	2,292	2,809	3,012
შვედური კრონი	1,601	1,769	1,869	1,511	1,502	1,56	1,591	1,815
სხვა ვალუტები	17,306	19,756	23,196	16,895	16,89	18,233	20,716	23,304
	მთლიანი საბაზრო ღირებულება							
აშშ დოლარი	1,363	1,828	2,299	4,051	2,534	2,149	2,413	2,28
ევრო	525	889	1,138	1,853	1,191	999	1,329	1,049
იენი	418	412	486	1,052	597	595	707	730
ფუნტ (სტერლინგი)	194	289	317	818	481	321	630	551
შვეიცარიული ფრანკი	65	107	139	242	129	120	223	312
კანადური დოლარი	127	164	132	198	144	120	131	126
შვედური კრონი	25	32	34	98	58	43	50	55
სხვა ვალუტები	507	653	957	1,555	1,024	828	875	956

საპროცენტოგანაკვეთიანი სვოპების გადასახდელი თანხები შემცირდა 8.1%-ით - 328.1 ტრილიონ აშშ დოლარამდე. აშშ დოლარისა და იენის ნომინირებული საპროცენტოგანაკვეთიანი სვოპები ვირტუალურად უცვლელი დარჩა, წინა კვარტალთან შედარებით. სამაგიეროდ, საპროცენტო განაკვეთიანი სვოპების ბაზარზე, რომელიც ნომინირებული იყო ევროში (-10.6%), სტერლინგში (-24.2%), ავსტრალიურ დოლარში (-27.8%), კანადურ დოლარში (-16.7%), შვედურ კრონში (-21.2%) და შვეიცარულ ფრანკში (-6.9%), გადასახდელი თანხები შემცირდა.

საპროცენტოგანაკვეთიანი სვოპებისთვის საერთო საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 105.7%-ით, 8.1 ტრილიონი აშშ დოლარიდან 16.6 ტრილიონ აშშ დოლარამდე. ყველაზე მნიშვნელოვანი მატება დაფიქსირდა აშშ დოლარიანი სვოპის ბაზარზე, სადაც საერთო საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 201.2%-ით - 9.3 ტრილიონ აშშ დოლარამდე.

ოფციონების კონტრაქტებით გადასახდელი თანხები შემცირდა 17.5%-ით - 51.3 ტრილიონ აშშ დოლარამდე. ოფციონების საერთო საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 51.3%-ით - 1.7 ტრილიონ აშშ დოლარამდე. ფორვარდული საპროცენტო განაკვეთების შესახებ შეთანხმებების (FRA) - საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების ყველაზე მცირე სეგმენტის - გადასახდელი თანხები სტაბილური დარჩა - 39.3 ტრილიონ აშშ დოლარზე, ხოლო გადასახდელი FRA-ს საერთო საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 74.4%-ით - 153 მილიარდ აშშ დოლარამდე (იხ. ცხრილი 14).

ცხრილი 14. გლობალური OTC დერივატივების ბაზრის პირობითი თანხა აშშ-ის მლრდ დოლარებში³⁵

საპროცენტო განაკვეთით კონტრაქტები ინსტრუმენტების მიხედვით	H1 2007	H2 2007	H1 2008	H2 2008	H1 2009	H2 2009	H1 2010	H2 2010
FRAs	25,607	29,827	43,076	44,857	50,088	55,107	60,028	55,493
სვოპები	299,155	340,666	392,444	372,853	373,438	381,319	367,541	385,041
ოფციონები	56,587	61,911	67,855	55,031	53,546	53,919	50,519	51,81
სხვა სახის პროდუქტები	0	0	0	0	0	0	4	4
	მთლიანი საბაზრო ღირებულება							
FRAs	25,607	29,827	43,076	44,857	363	279	204	312
სვოპები	299,155	340,666	392,444	372,853	15,067	13,54	16,703	13,787
ოფციონები	56,587	61,911	67,855	55,031	1,566	1,493	1,6	1,487
სხვა სახის პროდუქტები	0	0	0	0				

საკრედიტო დეფოლტის სვოპის მოცულობებზე ხელშეკრულებების დადება გრძელდება. გადასახდელი CDS ხელშეკრულებების მოცულობა დაეცა 27.0%-ით - 41.9 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, მეტად დაზარალებული საკრედიტო ბაზრებისა და ბაზრის მონაწილეების მიერ ოფსეტური პოზიციების მომატებული მრავალმხრივი ურთიერთანაზღაურების ფონზე. ეს იყო იმ განვითარების გაგრძელება, რომელიც შეიმჩნეოდა 2008 წლის პირველ ნახევარში (ცხრილი 16). ერთდასახელებიანი ხელშეკრულებები შემცირდა 22.8%-ით - 25.7 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, ხოლო მრავალდასახელებიანი ხელშეკრულებები, კატეგორია, რომელიც მოიცავს CDS მაჩვენებელსა და CDS ინდექსის ტრანშს, უფრო მეტად შემცირდა, 32.7%-ით - 6.1 ტრილიონ აშშ დოლარამდე.

³⁵ Bank for international settlement. <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

დაბალი მოცულობის გადასახდელების მიუხედავად, CDS ხელშეკრულებების საერთო საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 78.2%-ით - 5.7 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, საკრედიტო ბაზრის არასტაბილურობის შედეგად. საერთო საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 95.6%-ით - 3.7 ტრილიონ აშშ დოლარამდე ერთდასახელებიანი ხელშეკრულებებისთვის და 52.5%-ით - 2.0 ტრილიონ აშშ დოლარამდე მრავალდასახელებიანი ხელშეკრულებებისთვის.

ცხრილი 15. საკრედიტო დეფოლტის სვოპები³⁶

(პირობითი გადასახადელი თანხა მლრდ აშშ დოლარებში)

	პირობითი თანხა								
	2007 წლის დეკემბერი			2008 წლის ივლისი			2008 წლის დეკემბერი		
	შესყიდული	გაყიდული	სულ	შესყიდული	გაყიდული	სულ	შესყიდული	გაყიდული	სულ
სულ CDS კონტრაქტები	44,298	45,626	57,894	45,853	44,555	44,555	33,866	33,024	41,868
ინფორმირებული დილერებით	31,387	32,673	32,03	33,309	33,309	33,083	25,033	25,01	25,022
სხვა ფინანსურ ინსტიტუტებთან	12,513	12,661	25,174	12,01	11,287	23,297	8,526	7,826	16,352
ბანკები და სეკიურტირებული ფირმები	6,843	7,163	14,006	6,985	6,698	13,683	5,841	5,505	11,345
სადაზღვევო კომპანიები	328	176	504	279	119	398	284	115	399
სხვა	5,342	5,322	10,664	4,746	4,469	9,216	2,401	2,207	4,608
არაფინანსურ მომხარებლებთან	399	291	69	534	410	944	306	188	494
ერთ წლამდე	2,575	2,482	3,13	3,327	3,092	3,968	2,436	2,337	2,975
1-დან 5 წლამდე	27,64	28,693	35,954	29,538	29,145	36,923	21,464	21,112	26,714
5 წელზე მეტი	14,084	14,451	18,811	12,988	12,318	16,433	9,965	9,573	12,179

2008 წლის მეორე ნახევარში მრავალმხრივი ურთიერთანაზღაურების გახშირებულმა გამოყენებამ ასევე შეცვალა ხელშეკრულების ტიპები. მრავალდასახელებიანი ხელშეკრულებებით გადასახადელი თანხები შემცირდა 32.7%-ით - 16.1 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, ხოლო ერთდასახელებიანი კონტრაქტები 22.8%-ით შემცირდა, 25.7 ტრილიონ აშშ დოლარამდე.

2008 წლის მეორე ნახევარში შეიცვალა მხარეთა შემადგენლობაც. მიუხედავად იმისა, რომ CDS კონტრაქტები დილერებს შორის შემცირდა 24.4%-ით, ეს უფრო ნაკლები მაჩვენებელია, ვიდრე

³⁶ Bank for international settlement. <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

დილერებსა და სხვა საფინანსო დაწესებულებებს შორის გადასახდელი კონტრაქტების 29.8%-ით შემცირება და ასევე - 47.7%-ით ვარდნა დილერებსა და არაფინანსურ დაწესებულებებს შორის დადებული კონტრაქტების რაოდენობისა.

ცხრილი 16. საკრედიტო დეფოლტის სვობები³⁷

(პირობითი გადასახდელი თანხა მლრდ აშშ დოლარებში)

	პირობითი ძირითადი თანხა		
	მთლიანი საბაზრო ღირებულება	ერთდასახელებიანი ხელშეკრულებებით Single-name notional	მრავალ დასახელებიანი ხელშეკრულებებით Multi-name notional
12-2007	3,5	32,5	25,8
06-2008	5,6	33,4	24,0
12-2008	12,2	25,7	16,1
06-2009	8,2	24,2	11,9
12-2009	5,5	21,9	10,8
06-2010	5,5	18,5	11,8
12-2010	4,5	18,1	11,8
06-2011	4,1	18,1	14,3
12-2011	5,5	16,9	11,8
06-2012	4,4	15,6	11,4
12-2012	3,4	14,3	10,8
06-2013	3,0	13,1	11,2
12-2013	3,1	11,3	9,7
06-2014	3,3	10,8	8,6
12-2014	3,6	9,0	7,4
06-2015	3,1	8,2	6,4

მხარეებს შორის მთლიანი საბაზრო ღირებულების განსაზღვრისას გამოვლინდა გადასახდელი თანხების არათანაბარი შემცირება სხვადასხვა საბაზრო სეგმენტში. მომხსენებელ დილერებს შორის არსებული კონტრაქტების საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 89.3%-ით -3.2 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, რაც წარმოადგენს გადასახდელი CDS კონტრაქტების მთლიანი საბაზრო ღირებულების 56.2%-ს. მომხსენებელ დილერებსა და სხვა ფინანსურ ინსტიტუტებს შორის

³⁷ Bank for international settlement. <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

არსებული კონტრაქტების საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 66.3%-ით, ხოლო დილერებსა და არაფინანსურ ინსტიტუტებს შორის დადებული კონტრაქტების საბაზრო ღირებულება 51.0%-ით მაღალი იყო.

სავალუტო დერივატივებზე პირობითად გადასახდელი თანხები შემცირდა 21.0%-ით - 49.8 ტრილიონ აშშ დოლარამდე. მთლიანი საბაზრო ღირებულებები გაიზარდა 73.2%-ით - 3.9 ტრილიონ აშშ დოლარამდე (ცხრილი 18). ფორვარდებისა და ფორექსის სვოპებზე გადასახდელი პირობითი თანხები, რომლებიც მოიცავდა მთლიანი OTC FX დერივატივების თითქმის ნახევარს, შემცირდა 21.1%-ით, ხოლო ოფციონების მოცულობა დაეცა 28.8%-ით. ამისგან განსხვავებით, სავალუტო სვოპებზე გადასახდელი თანხები უფრო ზომიერად შემცირდა - 9.7%-ით. აშშ დოლარი და ევრო დარჩა ყველაზე ეფექტურ მამოძრავებელ ვალუტად, რომელსაც მოჰყვება იენი და სტერლინგი.

OTC სასაქონლო დერივატივებზე გადასახდელი თანხები სოლიდურად შემცირდა 2008 წლის მეორე ნახევარში - 66.5%-ით ანუ დავარდა 4.4 ტრილიონ აშშ დოლარამდე. 2008 წლის ბოლოს მოიკლო ოქროზე დადებულმა კონტრაქტებმა - 39.2%-ით ანუ დაიწია 0.4 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, ხოლო სხვა სასაქონლო დერივატივები დაეცა 68.0%-ით - 4.0 ტრილიონ აშშ დოლარამდე. 2008 წლის მეორე ნახევარში საქონლის ფასების მუდმივმა კლებამ მნიშვნელოვანი გავლენა იქონია სასაქონლო კონტრაქტების მთლიან საბაზრო ღირებულებაზეც. ის დაეცა 56.8%-ით - 1.0 ტრილიონ აშშ დოლარამდე.

აქციებზე დადებული დერივატივების გარიგებების ბაზარზე გამოვლინდა მოცულობებისა და ფასების მკვეთრი ვარდნა. 2008 წლის მეორე ნახევარში აქციებზე დადებული დერივატივების OTC გარიგებების პოზიცია შემცირდა 36.2%-ით - 6.5 ტრილიონ აშშ დოლარამდე ანუ ბოლო წლებში არსებულ დონემდე, ასევე -- 2008 წლის პირველ ნახევარში შესამჩნევ ცვლილებაზე - 20.1%-იან ზრდაზე საგრძნობლად დაბლა. კონტრაქტების ტიპებს შორის გადასახდელი თანხების მოცულობაც შემცირდა თითქმის იმავე ოდენობით.

გამოავლინა რა უფრო დაბალი გადასახდელი პოზიციები და აქციებზე მნიშვნელოვნად დაცემული ფასები, აქციებზე დადებული დერივატივების გარიგებების მთლიანი საბაზრო

ღირებულება შემცირდა საშუალოდ 2.8%-ით. ეს ცვლილება ძირითადად გამოწვეული იყო ოფციონების მთლიანი საბაზრო ღირებულებით, რომელიც მოიცავდა ყველა გადასახდელი პირობითი თანხის დაახლოებით სამ მეოთხედს. ოფციონების საბაზრო ღირებულება შემცირდა 10.1%-ით - 0.8 ტრილიონ აშშ დოლარამდე, ხოლო ფორვარდებისა და სვოპების საერთო საბაზრო ღირებულება გაიზარდა 19.5%-ით - 0.3 ტრილიონ აშშ დოლარამდე.

ცხრილი 17. გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი (კონტრაქტები აქციებით)³⁸

კონტრაქტები აქციებით	H1 2007	H2 2007	H1 2008	H2 2008	H1 2009	H2 2009	H1 2010	H2 2010
ინსტრუმენტებით	პირობითი ძირითადი თანხა Notional amounts outstanding							
ფორვარდები და სვოპები Forwards and swaps	2,668	2,461	2,919	1,86	1,91	1,887	1,855	1,932
ოფციონები Options	6,85	7,079	8,488	5,705	5,761	5,154	5,013	4,33
	მთლიანი საბაზრო ღირებულება Gross market value							
ფორვარდები და სვოპები Forwards and swaps	262	270	323	405	275	219	202	178
ოფციონები Options	950	1,01	1	1,014	825	677	595	547
გარიგების მხარეების მიხედვით	პირობითი ძირითადი თანხა Notional amounts outstanding							
ინფორმირებული დილერები	3,387	3,321	3,835	2,561	2,969	2,421	2,317	2,158
სხვა ფინანსური ინსტიტუტები	4,8	4,976	5,93	3,831	3,632	3,534	3,581	3,18
ცენტრალური გარიგების მხარეები Central Counterparties								
არასაფინანსო მომხარებლები	1,331	1,244	1,643	1,172	1,071	1,087	970	924
	მთლიანი საბაზრო ღირებულება Gross market value							
ინფორმირებული დილერები	436	441	432	516	437	329	291	247
სხვა ფინანსური ინსტიტუტები	587	632	685	674	486	397	358	328
ცენტრალური გარიგების მხარეები Central Counterparties								
არასაფინანსო მომხარებლები	189	206	206	229	177	169	147	151
ვალუტით	პირობითი ძირითადი თანხა Notional amounts outstanding							
აშშ-ის აქციები	2,157	2,054	2,394	1,782	1,804	2,046	1,826	1,663
ევროპული აქციები	5,468	5,476	6,676	4,52	4,362	3,654	3,588	3,165
იაპონური აქციები	888	658	760	517	744	613	616	609

³⁸ Bank for international settlement. <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

სხვა აზიური აქციები	338	635	607	266	256	264	307	302
ლათინური ამერიკის აქციები	232	216	286	103	129	42	109	62
სხვა აქციები	436	501	683	376	376	423	422	461
	მთლიანი საბაზრო ღირებულება Gross market value							
აშშ-ის აქციები	266	264	290	319	252	235	204	199
ევროპული აქციები	671	678	684	767	590	469	381	336
იაპონური აქციები	74	68	83	126	122	104	93	79
სხვა აზიური აქციები	131	186	178	106	65	34	61	56
ლათინური ამერიკის აქციები	15	19	21	22	9	6	9	7
სხვა აქციები	56	66	67	78	62	48	48	48

ჰელფინდალის მაჩვენებლების მიხედვით, 2008 წლის შემდეგ ყველა ბაზარზე ოდნავ გაიზარდა კონცენტრაცია. შედარებით უფრო დაბალი დონიდან საპროცენტოგანაკვეთიანმა დერივატივებმა აშშ დოლარსა და სტერლინგში დადებულ ყველა სახის კონტრაქტზე აიწია. ორივე შემთხვევაში კონცენტრაციის მატება უფრო შესამჩნევი იყო დილერებსა და არამომხსენებელ მხარეებს შორის დადებულ კონტრაქტებში. თუმცა ბაზარზე კონცენტრაციამ ოდნავ მოიმატა დილერებს შორისაც. ჰელფინდალის მაჩვენებლები ასევე გაიზარდა FRA-ს მიმართ იაპონურ იენში. აქ, ბაზარზე, უფრო მაღალი კონცენტრაცია შეიმჩნეოდა დილერებს შორის.

ცხრილი 18. კონცენტრაცია გლობალური OTC დერივატივების ბაზარზე³⁹

(უცხოური ვალუტის დერივატივები)

	Foreign exchange derivatives ²						
	USD	EUR	GBP	JPY	SEK	CHF	CAD
12-2007	513	473	584	519	959	653	702
06-2008	514	478	595	555	964	627	750
12-2008	543	508	631	568	970	690	883
12-2009	588	565	680	564	1 043	704	851
06-2010	583	535	700	558	1 071	694	870
12-2010	586	534	691	554	1 023	711	789
06-2011	560	516	654	557	968	479	803
12-2011	498	478	585	557	896	474	815
06-2012	506	494	598	563	892	467	798

³⁹ BIS: OTC derivatives outstanding <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

12-2012	505	492	597	545	871	479	805
06-2013	479	466	531	519	841	459	721
12-2013	482	477	549	522	813	470	732
06-2014	475	462	543	534	827	590	755
12-2014	481	467	484	502	753	582	770
06-2015	458	473	475	498	721	767	775
12-2015	463	449	469	490	646	600	750
06-2016	478	456	489	531	653	590	716
12-2016	488	453	506	519	627	605	711
06-2017	505	474	554	541	637	596	650

ცხრილი 19. კონცენტრაცია გლობალური OTC დერივატივების ბაზარზე⁴⁰

საპროცენტო განაკვეთების სვოპები

	საპროცენტო განაკვეთის სვოპი						
	USD	EUR	GBP	JPY	CHF	CAD	SEK
12-2007	698	596	765	673	1 162	985	660
06-2008	729	562	830	660	1 336	976	677
12-2008	790	621	919	738	1 336	1 069	730
12-2009	936	641	929	709	1 401	1 145	773
06-2010	916	620	979	639	1 465	1 038	809
12-2010	920	626	884	585	1 497	993	797
06-2011	849	578	928	579	1 424	795	846
12-2011	796	538	889	575	1 429	793	920
06-2012	764	544	867	559	1 508	785	931
12-2012	754	549	908	554	1 607	756	908
06-2013	693	539	880	550	1 527	777	922
12-2013	666	540	839	567	1 526	812	969
06-2014	640	517	858	600	1 515	859	991
12-2014	652	484	887	626	1 506	925	1 008
06-2015	621	467	874	634	1 526	1 096	1 159
12-2015	590	454	761	599	1 517	1 015	1 134
06-2016	583	459	811	601	1 331	1 022	1 039
12-2016	571	423	714	619	1 322	1 019	1 288
06-2017	568	430	720	610	1 291	995	1 150

⁴⁰ BIS: OTC derivatives outstanding <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

ცხრილი 20. კონცენტრაცია გლობალური OTC დერივატივების ბაზარზე⁴¹

	Equity-linked options აქციებთან დაკავშირებული ოფციონები				
	United States	Japan	Europe	Latin America	Other Asia
12-2007	755	1 310	668	4 414	2 881
06-2008	741	989	706	6 290	1 249
12-2008	909	1 191	860	4 934	871
12-2009	1 490	1 098	931	4 043	1 026
06-2010	1 416	1 013	1 124	6 467	1 192
12-2010	1 152	990	1 013	3 893	1 134
06-2011	1 239	1 067	923	2 369	1 176
12-2011	931	1 040	929	3 502	956
06-2012	966	1 191	933	3 112	1 053
12-2012	953	1 211	1 084	3 769	1 038
06-2013	940	1 404	940	3 495	1 078
12-2013	928	1 514	1 047	4 515	1 170
06-2014	1 012	1 123	977	3 032	1 711
12-2014	1 249	1 213	976	2 875	1 826
06-2015	1 263	1 228	1 057	3 166	1 726
12-2015	1 409	1 113	1 169	3 624	2 516
06-2016	1 380	1 035	1 016	3 766	1 684
12-2016	1 336	1 083	1 348	2 960	1 022
06-2017	925	1 109	2 354	3 681	1 032

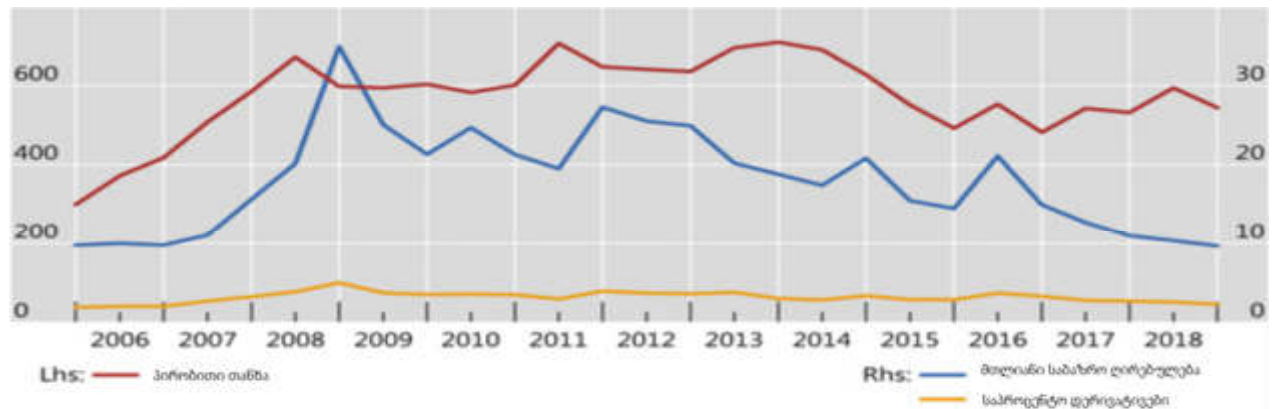
OTC დერივატივების პირობითი ფასები ვარდებოდა 2018 წლის ივნისის ბოლოდან დეკემბრის ბოლომდე - 595\$ ტრილიონიდან დაეცა 544\$ ტრილიონამდე. OTC დერივატივების საბაზრო ფასი დაეცა \$10.3 ტრილიონიდან \$9,7 ტრილიონამდე. ეს გამოწვეული იყო აშშ დოლარზე საპროცენტო განაკვეთიანი დერივატივების ხელშეკრულებების შემცირებით. მთლიანი საკრედიტო დაბანდება დაეცა ყველაზე დაბალ წერტილამდე 2007 წლის შემდეგ.

⁴¹ BIS: OTC derivatives outstanding <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

OTC დერივატივების ბაზარზე ბუნებრივმა ცვლილებებმა გვიჩვენა რომ, საპროცენტოგანაკვეთიანი ხელშეკრულებების მთლიანი საბაზრო ღირებულების წილი დაეცა - 2014 წლის ივნისის ბოლოს იყო 80%, 2018 წლის დეკემბრის ბოლოს კი შეადგენდა 66%-ს, ხოლო უცხოური ვალუტის ხელშეკრულებების ღირებულება გაიზარდა 11%-დან 23%-მდე.

გადაუხდელი OTC დერივატივების წილი, „გაწმენდილი“ ცენტრალური კონტრაგენტების მიერ, დარჩა დაახლოებით 75%-ზე საპროცენტოგანაკვეთიანი ხელშეკრულებებისთვის და 55%-ზე - საკრედიტო დეფოლტის სვოპების (CDS) ხელშეკრულებებისთვის.

დიაგრამა 15. OTC დერივატივები⁴²



2018 წლამდე, ორი წლის განმავლობაში გადასახდელი პირობითი თანხები გაიზარდა წლის პირველ ნახევარში და დაეცა მეორე ნახევარში. 2018 წელიც არ იყო გამონაკლისი, რადგან ამ წლის მეორე ნახევარში პირობითი ღირებულებები, რომლებიც განსაზღვრავენ სახელშეკრულებო გადახდებს, ასევე დაეცა. 2018 წლის ივნისის დასასრულს იყო \$595 ტრილიონი, ხოლო დეკემბრის დასასრულს - \$544 ტრილიონი. (დიაგრამა 15 და ცხრილი 21, წითელი ხაზი). OTC დერივატივების პირობითი ღირებულებების სიდიდე გამოითვლება საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივებით

⁴² BIS: OTC derivatives outstanding. <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

(80% - 2018 წლის დეკემბრის ბოლოს) და ამ უკანასკნელთა ხელშეკრულებების შემცირებით (\$481 ტრილიონიდან \$437 ტრილიონამდე), რამაც გამოიწვია ტოტალური დაცემა.

დევიკტივების ხელშეკრულებების მთლიანი საბაზრო ღირებულება (ლურჯი ხაზი), რომელიც უზრუნველყოფს სარისკო თანხების უფრო მნიშვნელოვან განსაზღვრას, აგრძელებდა ისეთივე ვარდნას, როგორც შეინიშნებოდა დიდი ფინანსური კრიზისის (GFC) დროიდან. 2008 წელს დაფიქსირებული \$35 ტრილიონის პიკიდან საბაზრო ღირებულება დაეცა \$9.7 ტრილიონამდე, 2018 წლის დეკემბრის ბოლოსთვის.

ცხრილი 21. გლობალური OTC დერივატივების ბაზარი⁴³

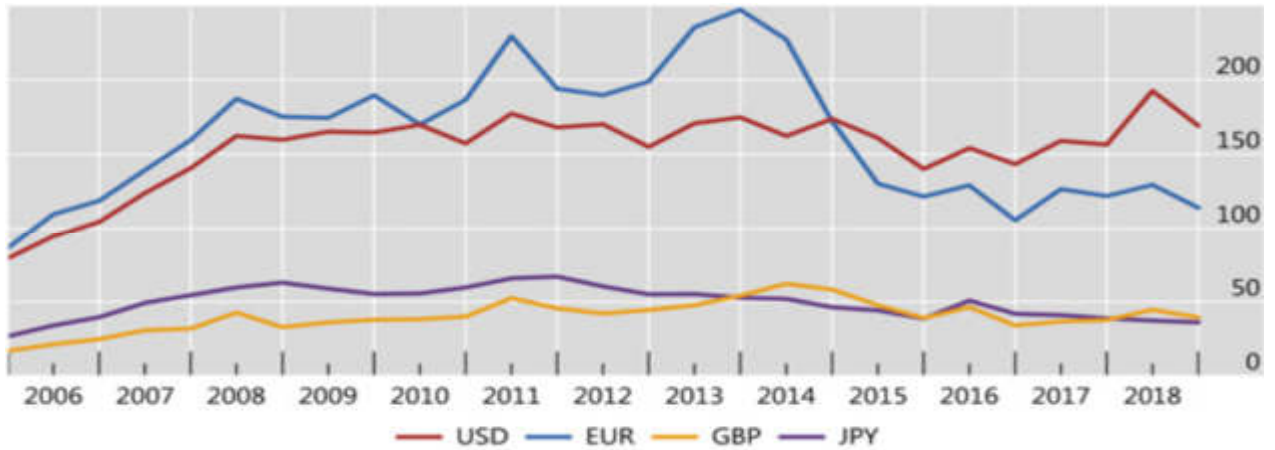
პირობითი ძირითადი თანხა მლრდ აშშ-ს დოლარებში

	პირობითი ძირითადი თანხა							
	H1 2015	H2 2015	H1 2016	H2 2016	H1 2017	H2 2017	H1 2018	H2 2018
ყველა კონტრაქტი	551298	492536	552943	482421	542,439	531,911	594,833	544,386
კონტრაქტები უცხოური ვალუტით	79771	75953	85867	78780	88,429	87,117	95,798	90,662
კონტრაქტები საპროცენტო განაკვეთით	446946	395138	446462	385513	435,205	426,648	481,085	436,837
აქციებთან დაკავშირებული კონტრაქტები	7656	7241	6761	6253	6,964	6,569	7,071	6,417
	მთლიანი საბაზრო ღირებულება							
ყველა კონტრაქტი	15480	14487	21119	14948	12,683	10,956	10,326	9,662
კონტრაქტები უცხოური ვალუტით	2681.	2712	3578	3324	2,626	2,293	2,62	2,257
კონტრაქტები საპროცენტო განაკვეთით	11465	10525	16417	10636	9,045	7,579	6,644	6,401
აქციებთან დაკავშირებული კონტრაქტები	617	505	523	477	524	575	608	571

⁴³ BIS: OTC derivatives outstanding <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

მოლიანი საკრედიტო რისკები (ყვითელი ხაზი), რომლებიც არეგულირებს სამართლებრივად აღსრულებადი ორმხრივი რეიტინგის ხელშეკრულებების (მაგრამ არა საგარანტიო) საერთო საბაზრო ღირებულებას, დაეცა \$2.3 ტრილიონ დოლარამდე 2018 წლის დეკემბრის ბოლოსთვის. ეს არის ყველაზე დაბალი წერტილი დიდი ფინანსური კრიზისის შემდეგ.

დიაგრამა 16. სავალუტო დერივატივები⁴⁴



აშშ დოლარისა და ევროს საპროცენტოგანაკვეთიანი ხელშეკრულებების პირობითი ღირებულება შესამჩნევად დაეცა 2018 წლის მეორე ნახევარში (დიაგრამა 16, ცხრილი 22 წითელი და ლურჯი ხაზები). აშშ-დოლარიანი ხელშეკრულებები, რომლებიც გახდა ყველაზე დიდი სავალუტო სეგმენტი ბოლო რანდენიმე წლის განმავლობაში, შემცირდა - 2018 წლის ივნისის დასასრულს, შეადგენდა \$193 ტრილიონს, ხოლო დეკემბრის ბოლოს - \$169 ტრილიონს. ამან ოდნავ შეაფერხა ზრდის ტენდენცია, რომელიც შეიმჩნეოდა 2016 წლიდან. რაც შეეხება ევროში დადებულ ხელშეკრულებებს, ისინი ოდნავ დაეცა 2018 წლის მეორე ნახევარში, \$129 ტრილიონიდან \$114 ტრილიონამდე, ბოლო წლებში არსებულ საშუალო ღირებულებებთან ერთად და 2010-14 წლებში შემჩნეულ რეკორდულ ღირებულებებზე მნიშვნელოვნად დაბლა (დაახლოებით 50%-ით). პირობითი ღირებულებები GBP-სა და JPY-ში დარჩა დაბალ დონეზე, \$39 ტრილიონი სტერლინგისთვის (ყვითელი ხაზი) და \$36 ტრილიონი იენისთვის (იისფერი ხაზი).

⁴⁴ BIS: OTC derivatives outstanding <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

ცხრილი 22. საპროცენტო განაკვეთის დერივატივები (მილიარდ დოლარებში)⁴⁵

	2018 H2	2018 H1	2017 H2	2017 H1	2015 H2	2015 H1	2013 H 2	2013 H 1	2011 H1	2009 H1	2007 H1	2005 H1
სულ	436,837	481,085	426,648	435,205	395,138	446,946	600,821	580,374	585,097	477,072	381,35	221,268
USD	169,162	192,51	156,506	159,034	140,013	160,985	174,894	170,678	177,39	165,214	123,802	77,213
EUR	114,002	129,417	121,89	126,553	121,617	130,179	247,099	235,312	229,322	174,38	139,361	81,003
JPY	36,166	37,215	38,772	40,975	38,68	44,137	52,657	55,195	65,717	58,777	49,167	26,248
GBP	39,453	44,522	37,57	36,684	39,053	47,599	53,96	47,654	52,564	36,148	30,714	18,267
CHF	3,467	4,398	4,107	4,299	4,021	4,298	6,142	5,968	6,468	5,037	4,197	3,149
CAD	14,225	12,494	10,944	9,849	7,53	10,73	10,64	9,593	8,444	4,049	3,53	2,166
SEK	5,931	6,052	5,985	6,156	4,752	4,948	7,679	7,218	6,533	6,936	6,557	2,546
სხვა ვალუტები	54,43	54,478	50,874	51,655	39,473	44,068	47,749	48,757	38,659	26,533	24,021	10,676

საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების პირობითი ღირებულებები ყველაზე მეტად დაეცა მოკლევადიან ხელშეკრულებებზე, რომლებიც შეადგენდა საერთო პირობითი ღირებულებების 46%-ს. საერთო ღირებულება დაეცა \$481 ტრილიონიდან \$437 ტრილიონამდე, ხოლო ერთწლიანი სეგმენტი დაეცა \$231 ტრილიონიდან \$201 ტრილიონამდე.

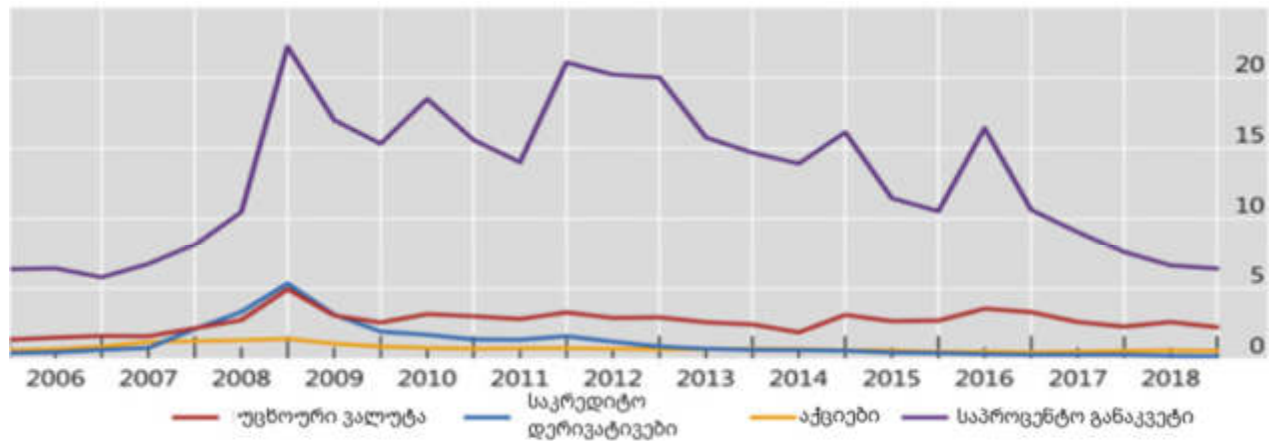
2018 წლის ივნისის დასასრულიდან დეკემბრის ბოლომდე საპროცენტოგანაკვეთიანი ხელშეკრულებების საბაზრო ფასი დაეცა \$6.6 ტრილიონიდან \$6.4 ტრილიონამდე (დიაგრამა 17, იისფერი ხაზი). ამ დაცემის მიზეზი იყო აშშ-ში დენომინირებული ხელშეკრულებები, რომლებიც ოდნავ შემცირდა- \$1.2 ტრილიონამდე, ხოლო ევროში დენომინირებული ხელშეკრულებები დარჩა უცვლელი- \$3,1 ტრილიონზე.

ასევე დაეცა უცხოურ ვალუტაში დადებული OTC ხელშეკრულებების საბაზრო ღირებულებაც - \$2.6 ტრილიონიდან \$2.3 ტრილიონამდე (წითელი ხაზი). მიუხედავად ამისა, ის საკმაოდ სტაბილური იყო ბოლო 10 წლის განმავლობაში, საპროცენტოგანაკვეთიანი ხელშეკრულებების

⁴⁵ BIS: OTC derivatives outstanding <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

მნიშვნელოვნად დაცემული ღირებულებებისგან განსხვავებით (რომელთა თანხებიც შეადგენს მათი GFC დონის ერთ მეოთხედს). ამგვარად, საპროცენტოგანაკვეთიანი ხელშეკრულებების საბაზრო ღირებულების წილი დაეცა 2014 წლის ივნისის დასასრულს არსებული 80%-დან და 2018 წლის დეკემბრის ბოლოსთვის იყო 66%, ხოლო უცხოური ვალუტის ხელშეკრულებათა წილი გაიზარდა 11%-დან 23%-მდე.

დიაგრამა 17. OTC დერივატივების მთლიანი საბაზრო ღირებულება⁴⁶



2018 წლამდე, ორი წლის განმავლობაში გადასახდელი პირობითი თანხები გაიზარდა წლის პირველ ნახევარში და დაეცა მეორე ნახევარში. 2018 წელიც არ იყო გამონაკლისი, რადგან ამ წლის მეორე ნახევარში პირობითი ღირებულებები, რომლებიც განსაზღვრავენ სახელშეკრულებო გადახდებს, ასევე დაეცა. 2018 წლის ივნისის დასასრულს იყო \$595 ტრილიონი, ხოლო დეკემბრის დასასრულს - \$544 ტრილიონი. (დიაგრამა 15 და ცხრილი 21, წითელი ხაზი). OTC დერივატივების პირობითი ღირებულებების სიდიდე გამოითვლება საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივებით (80% - 2018 წლის დეკემბრის ბოლოს) და ამ უკანასკნელთა ხელშეკრულებების შემცირებით (\$481 ტრილიონიდან \$437 ტრილიონამდე), რამაც გამოიწვია ტოტალური დაცემა.

⁴⁶ BIS: OTC derivatives outstanding <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

ცხრილი 23. საკრედიტო დეფოლტის სვოპი, პოზიციების ტიპების მიხედვით (მილიარდ დოლარებში)⁴⁷

	სხვა ფინანსური ინსტიტუტები									
	სულ	მომხსენებელი დილერი	სულ	CCPs	ბანკები და საინვესტიციო დილერები	სადაზღვევო და ფინანსური უზრუნველყოფის ფირმები	SPVs, SPCs and SPEs	ჰეჯ ფონდები	სხვა	არასფინანსო ინსტიტუტები
მთლიანი CDS კონტრაქტები										
პირობითი ძირითადი თანხა	8,14	1,81	6,06	4,45	402	127	48	383	659	270
შეძენილი (gross basis)	5,1	1,82	3,13	2,18	238	72	37	206	396	148
გაყიდული (gross basis)	4,85	1,8	2,93	2,26	164	55	11	177	263	1
მთლიანი საბაზრო ღირებულება	187	52	129	75	8	5	2	18	20	6
პოზიტიური (gross basis)	118	52	64	38	4	2	1	8	10	2
ნეგატიური (gross basis)	119	50	65	38	4	2	1	10	10	4
წმინდა საბაზრო ღირებულება Net market values	55	14	37	5	4	3	2	11	12	4
პოზიტიური (gross basis)	34	14	18	3	2	2	1	5	6	1
ნეგატიური (gross basis)	33	12	18	2	2	1	1	7	6	3

x

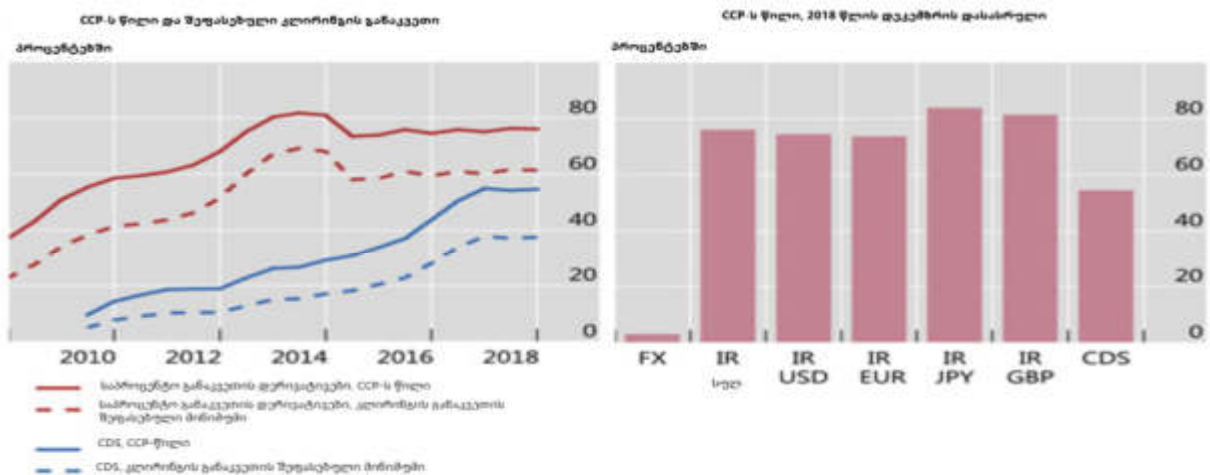
2018 წლის დეკემბრის დასასრულის მონაცემები გვიჩვენებს სხვაობას კლირინგის განაკვეთებს შორის დერივატივების სხვადასხვა კატეგორიაში (დიაგრამა 18, მარჯვენა პანელი). საპროცენტო-განაკვეთიანი ხელშეკრულებებისთვის აშშ და ევროს ხელშეკრულებების 74% იყო CCPs-თან ერთად, ხოლო JPY და GBP ხელშეკრულებების ნიშნულები შეადგენდა 84%-ს და 81%-ს. თუ შევადარებთ, OTC უცხოური ვალუტის ხელშეკრულებების მხოლოდ 3% იყო CCP-თი, ხოლო აქციებთან დაკავშირებული ხელშეკრულებების წილი უმნიშვნელო იყო. CDS ხელშეკრულებებისთვის, ერთი სახის ხელშეკრულებების 49% დგინდებოდა CCP-ს გარეშე.

⁴⁷ BIS statistics: https://stats.bis.org/#ppq=CBS_C_AND_OTH_EXP_UR;pv=11~10,5,6~0,0,0~name

მრავალსახიან ინსტრუმენტებს კი ჰქონდა 60%-იანი პირობითი ღირებულება CCP-ს გარეშე, ვინაიდან ისინი უმეტესწილად შედგენილი იყო სტანდარტული ინდექსის პროდუქციისგან.

ცენტრალური კლირინგის ზრდა წარმოადგენდა მნიშვნელოვან სტრუქტურულ ცვლილებას OTC დერივატივების ბაზარზე ბოლო ათწლეულის განმავლობაში. ეს ცვლილება დაფიქსირდა ეკონომიკურად ზედმეტი დერივატივების შემცირებასთან ერთად, რამაც, უპირველეს ყოვლისა, გავლენა იქონია საპროცენტოგანაკვეთიან ხელშეკრულებებზე, ჩამოსწია რა მათი საბაზრო ფასები. გადასახდელი OTC დერივატივების ხელშეკრულებების მთლიანი საბაზრო ღირებულება დაეცა \$11 ტრილიონამდე 2017 წლის დასასრულისთვის და მიაღწია თავის უდაბლეს დონეს 2007 წლიდან.

დიაგრამა 18. OTC დერივატივების ცენტრალური კლირინგის გაწონასწორება⁴⁸



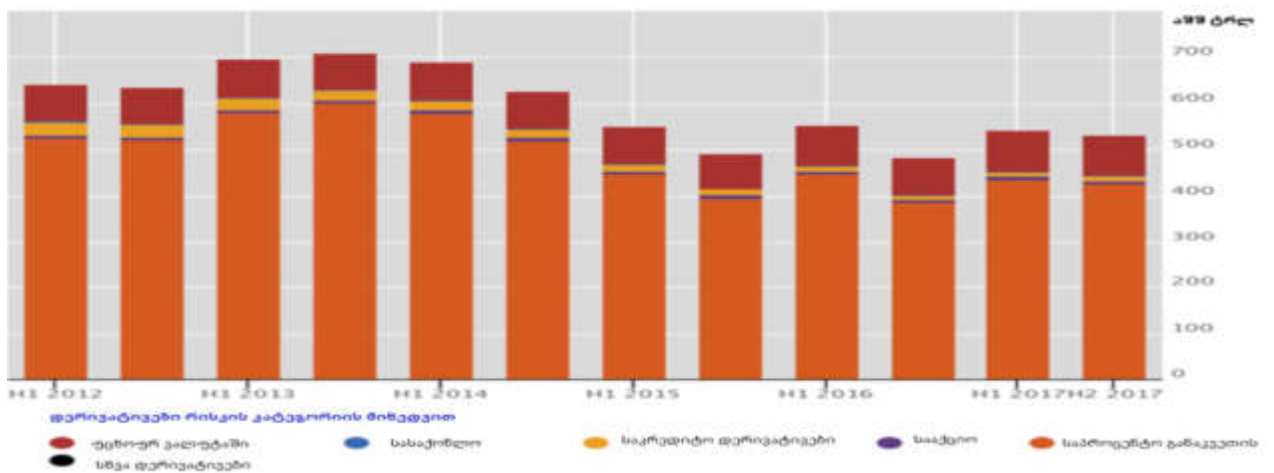
ცენტრალიზებულ კლირინგს დაქვემდებარებული საკრედიტო დეფოლტის სვოპების (CDS) წილი გაიზარდა 55%-მდე 2017 წლის ბოლოს, ვინაიდან ცენტრალური ანგარიშსწორება

⁴⁸ BIS statistics: https://stats.bis.org/#ppq=CBS_C_AND_OTH_EXP_UR;pv=11~10,5,6~0,0,0~name

გრძელდებოდა შემდგომშიც. OTC დერივატივების პირობითი ღირებულება ოდნავ შეიცვალა 2017 წლის მე-2 ნახევარში.

2015 წლიდან გადასახდელი OTC დერივატივების ხელშეკრულებების პირობითი ღირებულება ცვალებადი აღმოჩნდა და მერყეობდა დაახლოებით \$480 ტრილიონსა და \$550 ტრილიონს შორის (დიაგრამა 19). პირობითი ღირებულებები რჩებოდა ამ დიაპაზონში 2017 წლის მეორე ნახევარშიც და წლის ბოლოს \$532 ტრილიონზე დასრულდა.

დიაგრამა 19. OTC დერივატივების პირობითი ღირებულება 2017 წლის მე-2 ნახევარში



ამის საპირისპიროდ, OTC დერივატივების მთლიანი საბაზრო ღირებულება, რომელიც წარმოადგენს ბაზრის მნიშვნელოვან ნაწილს და სახელშეკრულებო მხარის საკრედიტო რისკს, განაგრძობდა ვარდნას. 2017 წლის ივნისის დასასრულს ფიქსირებული \$13 ტრილიონიდან 2017 წლის ბოლოსთვის ის დაეცა \$11 ტრილიონამდე. ეს ღირებულება ასეთი დაბალი ბოლოს 2007 წლის ივნისის დასასრულს იყო. მთლიანი საკრედიტო დაბანდებები, რომლებიც არეგულირებენ მთლიან საბაზრო ღირებულებებს სამართლებრივად აღსრულებადი ორმხრივი ნეტინგის (მაგრამ არა თანმხლები) ხელშეკრულებებისთვის, ასევე დაეცა ყველაზე დაბალ ნიშნულზე 2007 წლიდან. ის შემცირდა \$2.7 ტრილიონამდე 2017 წლის ბოლოს.

პირობით ღირებულებებთან შედარებით, საპროცენტოგანაკვეთიანი ხელშეკრულებები დომინირებს OTC დერივატივების ბაზარზე და, შესაბამისად, ეს სეგმენტი მართავს საერთო

საქმიანობას. გადასახდელი OTC საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების პირობითი ღირებულებები ოდნავ შეიცვალა 2017 წლის მეორე ნახევარში და 2017 წლის ბოლოს შეადგენდა \$427 ტრილიონს. ერთწლიანი ან ნაკლები ვადის ხელშეკრულებების წილი ყველაზე დიდი იყო - \$191 ტრილიონი, ამას მოჰყვებოდა ერთიდან ხუთ წლამდე ვადით არსებული ხელშეკრულებები (\$140 ტრილიონი).

ცხრილი 24. საპროცენტოგანაკვეთიანი ხელშეკრულებების მთლიანი საბაზრო ღირებულება ვარდება თავის ყველაზე დაბალ ნიშნულამდე 2007 წლიდან⁴⁹

საპროცენტო განაკვეთიანი კონტრაქტები სულ Total interest rate contracts	სულ	USD	EUR	JPY	GBP	CHF	CAD	SEK	სხვა ვალუტები
მთლიანი საბაზრო ღირებულება									
2018 H2	6,401	1,183	3,134	464	924	50	95	52	499
2017 H1	9,045	1,85	4,155	630	1,49	84	128	87	622
2015 H1	11,465	2,795	5,477	587	1,409	141	217	110	730
2013 H1	15,764	4,793	7,689	716	1,127	126	151	100	1,06
2011 H1	14,014	5,939	5,092	1,018	1,026	152	138	72	579
2009 H1	16,996	6,714	6,819	858	1,249	147	162	155	892
2007 H1	6,73	1,957	3,094	390	685	64	52	64	425
2005 H1	7,75	1,955	3,8	513	484	83	69	68	777

პირობითი ღირებულებებისგან განსხვავებით, OTC საპროცენტო განაკვეთიანი დერივატივების მთლიანი საბაზრო ღირებულება ისევ დაეცა 2017 წლის მეორე ნახევარში \$7.6 ტრილიონამდე - რაც აგრეთვე წარმოდგენდა 2007 წლის შემდეგ ყველაზე დაბალ დონეს. ღირებულება, განსაზღვრული ყველა ძირითად ვალუტაში, შემცირდა ამ პერიოდის განმავლობაში.

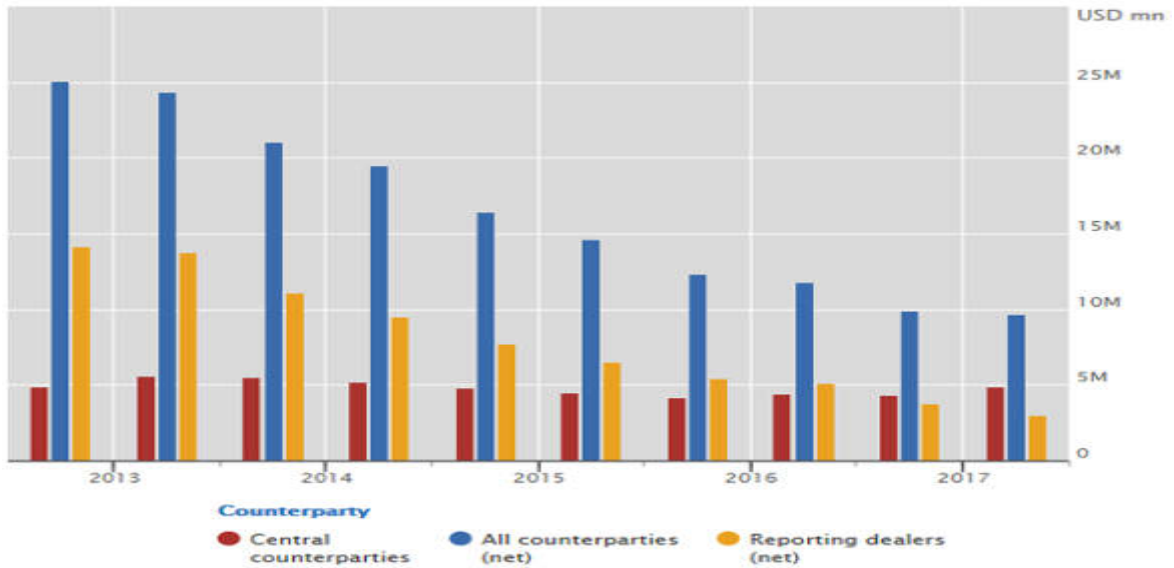
⁴⁹ https://www.bis.org/publ/otc_hy1805.htm

თუ გავითვალისწინებთ გრძელვადიან პერიოდს, აშშ-დოლარიანი ხელშეკრულებების საბაზრო ღირებულება დაეცა განსაკუთრებით შესამჩნევად. 2011 წლის ბოლოს ევროსა და აშშ-ს დოლარიანი ხელშეკრულებების მთლიანი საბაზრო ღირებულება ერთნაირი იყო, დაახლოებით \$8.4 ტრილიონი ღირებულებისა თითო. 2017 წლის ბოლოსთვის ევროში განსაზღვრული დერივატივები შემცირდა \$3.6 ტრილიონამდე, ხოლო მათი აშშ-ს დოლარიანი ექვივალენტები - \$1.4 ტრილიონამდეც კი. 2017 წლის ბოლოს აშშ-ს დოლარიანი ხელშეკრულებების საბაზრო ღირებულება არ იყო სტერლინგში განსაზღვრული ხელშეკრულებების ღირებულებაზე მეტი (\$1.3 ტრილიონი).

ცენტრალიზებული კლირინგი განაგრძობდა OTC დერივატივების ბაზარზე შეღწევას. CDS ბაზარზე 2017 წლის მეორე ნახევარში კლირინგს დაქვემდებარებული სეგმენტი (ლურჯი ხაზი დიაგრამაში 20) გაიზარდა \$4.9 ტრილიონიდან \$5.1 ტრილიონამდე, მიუხედავად იმისა, რომ გადასახდელი CDS -ს პირობითი ღირებულება ოდნავ შემცირდა. შესაბამისად, გადასახდელი, ცენტრალური მხარეების (CCPs) მეშვეობით კლირინგს დაქვემდებარებული, CDS-ს პირობითი ღირებულება 2017 წლის ივნისის დასაბრუნებლად გაიზარდა 51%-დან 55%-მდე 2017 წლის დეკემბრის ბოლოსთვის. ორმხრივი ხელშეკრულებები მომხსენებელ დილერებს შორის განაგრძობდა შემცირებას 2017 წლის მეორე ნახევარში, \$2.3 ტრილიონამდე. ეს ცვლილებები მდგრადი იყო დილერთა შორის ხელშეკრულებების CCPs -ს მიმართ.

ცენტრალიზებული კლირინგის წილი დარჩა სტაბილური. მომხსენებელ დილერთა პოზიციები, რეგისტრირებული CCPs -ს მიმართ, 2017 წლის დასასრულს გაუტოლდა ჯამში \$320 ტრილიონს, რაც შეადგენს გადასახდელი პირობითი ღირებულებების დაახლოებით 75%-ს. კლირინგს დაქვემდებარებული პოზიციების წილი ყველაზე მაღალი იყო კანადურ დოლარში შედგენილი OTC საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივებისთვის - 88%, ყველაზე დაბალი კი იყო ევროში-72%-ზე.

დიაგრამა 20. კლირინგს დაქვემდებარებული სეგმენტი იზრდება 51% -მდე CDS ბაზარზე⁵⁰



2017 წლის ბოლოს გადასახდელი OTC დერივატივების ხელშეკრულებების მთლიანი საბაზრო ღირებულება დაეცა \$11 ტრილიონამდე, რაც წარმოადგენდა ყველაზე დაბალ ნიშნულს 2007 წლიდან.

ცენტრალურ კლირინგს დაქვემდებარებული საკრედიტო დეფოლტის სვოპების (CDS) წილი გაიზარდა 55%-მდე 2017 წლის დასასრულს, ვინაიდან ცენტრალიზირებული კლირინგი განაგრძობდა ბაზარზე შეღწევას.

2015 წლიდან გადასახდელი OTC დერივატივების ხელშეკრულებების პირობითი ღირებულება ცვალებადი აღმოჩნდა და მერყეობდა დაახლოებით \$480 ტრილიონსა და \$550 ტრილიონს შორის (ცხრილი 1)⁵¹. პირობითი ღირებულებები ასეთივე რჩებოდა 2017 წლის მეორე ნახევარშიც და წლის ბოლოს \$532 ტრილიონით დასრულდა.

OTC დერივატივების პოზიციების ზრდა, რომელიც დაფიქსირდა 2016 წლის პირველ ნახევარში, შეიცვალა საპირისპირო ტენდენციით 2016 წლის მეორე ნახევარში. გადასახდელი OTC

⁵⁰ BIS Credit default swaps, by type of position <https://stats.bis.org/statx/srs/table/d10.1>

⁵¹BIS Global OTC derivatives market <https://stats.bis.org/statx/srs/table/D5.1>

დერივატივების საერთო პირობითი ღირებულება დაეცა \$553 ტრილიონიდან \$483 ტრილიონამდე 2016 წლის ივნისის დასასრულსა და დეკემბრის დასასრულს შორის. მათი მთლიანი საბაზრო ღირებულება-ანუ ყველა გადასახდელი ხელშეკრულების შენაცვლების ფასი მიმდინარე საბაზრო ფასების მიხედვით - დაეცა \$21 ტრილიონიდან \$15 ტრილიონამდე იმავე პერიოდის განმავლობაში.

ცენტრალიზებულ კლირინგს დაქვემდებარებული საკრედიტო დეფოლტის სვოპების (CDS) წილი გაიზარდა. ის 2016 წლის ივნისის ბოლოს გადასახდელი პირობითი თანხების 37% -ს შეადგენდა, ხოლო ამავე წლის დეკემბრის ბოლოს - 44%-ს. OTC საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების ბაზრებზე ცენტრალურ კლირინგს დაქვემდებარებული წილი მეტ-ნაკლებად უცვლელი იყო, ანუ რჩებოდა 76%-ზე.

გადასახდელი OTC დერივატივების პოზიციების ზრდა, რომელიც აღინიშნებოდა 2016 წლის პირველ ნახევარში, შეიცვალა საპირისპიროდ წლის მეორე ნახევარში. გადასახდელი OTC დერივატივების ხელშეკრულებების პირობითი ღირებულება, რომელიც განსაზღვრავს სახელშეკრულებო ანგარიშსწორებებს, შემცირდა \$553 ტრილიონიდან \$483 ტრილიონამდე 2016 წლის ივნისის ბოლოსა და დეკემბრის ბოლოს შორის. გადასახდელი დერივატივების ხელშეკრულებების მთლიანი საბაზრო ღირებულება, რომელიც უზრუნველყოფს რისკის ქვეშ არსებული თანხების მნიშვნელოვან განსაზღვრას, ასევე შემცირდა 2016 წლის მეორე ნახევარში - \$21 ტრილიონიდან \$15 ტრილიონამდე. სრული საკრედიტო დაბანდება, რომელიც არეგულირებს მთლიან საბაზრო ღირებულებებს სამართლებრივად აღსრულებადი ორმხრივი ნეტინგის ხელშეკრულებებისთვის, დაეცა \$3.7 ტრილიონიდან \$3.3 ტრილიონამდე იმავე პერიოდის განმავლობაში. თუმცა მთლიანი საბაზრო ღირებულების წილის სახით. მთლიანი საკრედიტო დაბანდება გაიზარდა 17%-დან 22%-მდე.

ცენტრალური კლირინგი, რომელიც უფლებამოსილი ორგანოების დღის წესრიგის ძირითადი ელემენტია სისტემური რისკების შესამცირებლად OTC დერივატივების ბაზრების რეფორმირებისთვის, ისევ შეიჭრა OTC დერივატივების ბაზარზე 2016 წლის მეორე ნახევარში. ცენტრალური კლირინგი დომინირებს OTC საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების ბაზარზე,

მაგრამ ნაკლებად არის გავრცელებული სხვა OTC დერივატივების სეგმენტში. 2016 წლის დეკემბრის დასასრულის მონაცემები მიგვითითებს, რომ ცენტრალური კლირინგი იძენს საფუძველს ამ სხვა სეგმენტებშიც. OTC საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების ბაზარზე მომხსენებელი დილერების პოზიციების წილი, CCPs-სთან შედარებით, იყო 76% 2016 წლის დეკემბრის ბოლოს და უტოლდებოდა ექვსი თვით ადრე არსებულ წილს. საპროცენტოგანაკვეთიან დოკუმენტებს შორის პირობითი ღირებულებების წილი, CCPs-თან შედარებით, ყველაზე მაღალი იყო ფორვარდის განაკვეთიანი ხელშეკრულებებისთვის - 92%. ამას მოჰყვებოდა საპროცენტოგანაკვეთიანი სვოპები - 81%. 2016 წლის მეორე ნახევარში, აღნიშნულისგან განსხვავებით, საპროცენტოგანაკვეთიანი ოფციონების წილი დარჩა უმნიშვნელო, CCPs-სთან შედარებით, ოფციონებით ხელშეკრულებების გადასახდელი თანხების ოთხჯერ (\$53 მილიარდიდან \$225 მილიარდამდე) გაზრდის მიუხედავად. CCPs-ს მეშვეობით კლირინგს დაქვემდებარებული გადასახდელი CDS-ს წილი 2016 წლის ივნისის ბოლოს 37%-დან 2016 წლის დეკემბრის ბოლოს ავიდა 44%-ზე. ეს იყო ყველაზე მაღალი პროცენტი ნახევარი წლის განმავლობაში - 2010 წლის შემდეგ, როდესაც პირველად დაიწყო CDS მონაცემების შეგროვება. ცენტრალურ კლირინგს დაქვემდებარებული ხელშეკრულებების წილი გაიზარდა ერთდასახელებიანი, ისევე, როგორც მრავალდასახელებიანი დოკუმენტებისთვის, თუმცა იგი ბევრად უფრო მაღალი დარჩა ამ უკანასკნელისთვის (54%), ვიდრე პირველისთვის (36%). მრავალდასახელებიანი პროდუქცია, ჩვეულებისამებრ, უფრო სტანდარტული იყო, ვიდრე ერთდასახელებიანი, და შედეგად, უფრო ექვემდებარებოდა ცენტრალურ კლირინგს. 2016 წლის დეკემბრის დასასრულს OTC უცხოური ვალუტის (FX) დერივატივების ბაზარებზე პირობითი ღირებულებების მხოლოდ 1% იყო ცენტრალურ კლირინგს დაქვემდებარებული. ეს მეტყველებს იმაზე, რომ კლირინგს დაქვემდებარებული გადასახდელი თანხა თითქმის გასამმაგდა 2016 წლის მეორე ნახევარში - \$352 მილიარდიდან გაიზარდა \$903 მილიარდამდე.

OTC საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივები დაეცა ყველაზე დაბალ ნიშნულზე 2007 წლიდან. OTC საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების პირობითი ღირებულებები დაეცა \$368 ტრილიონამდე 2016 წლის დეკემბრის ბოლოს, რაც შეადგენდა ყველაზე დაბალ ნიშნულს 2007 წლიდან. ევროში, სტერლინგში, შვედურ კრონსა და იენში განსაზღვრული ხელშეკრულებების ღირებულება განსაკუთრებით მკვეთრად დაეცა 2016 წლის მეორე ნახევარში, რაც ნაწილობრივ

უკავშირდებოდა ამ ვალუტის გაუფასურებას, აშშ დოლართან შედარებით. მიუხედავად ამისა, ხელშეკრულებები იდებოდა ვალუტის კურსის ცვალებადობის რეგულირების შემდეგაც. საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების მთლიანი საბაზრო ღირებულებაც ვარდებოდა, შემცირდა რა \$15.5 ტრილიონიდან 2016 წლის ივნისის დასასრულიდან \$10.0 ტრილიონამდე 2016 წლის დეკემბრის ბოლოსთვის. საპროცენტოგანაკვეთიანი სვოპები წარმოადგენდა ერთ უდიდეს სეგმენტს OTC დერივატივების ბაზარზე. 2016 წლის დეკემბრის ბოლოს ისინი შეადგენდა ყველა გადასახდელი OTC დერივატივის პირობითი ღირებულების 57%-ს და საერთო საბაზრო ღირებულების 59%-ს. თუმცა მათი მნიშვნელობა მცრიდებოდა 2014 წლიდან, როდესაც ისინი შეადგენდა ყველა OTC დერივატივის მთლიანი საბაზრო ღირებულების დაახლოებით 70%-ს. ვაჭრობის შემცირება ხელშეკრულებების შესამცირებლად წარმოადგენდა მთავარ ფაქტორს. ამას ხელი შეუწყო გადასვლამ CCPs-ზე, რამაც შემცირების პროცესი უფრო მრავალმხრივი გახადა.

გადასახდელი FX დერივატივების პირობითი ღირებულება შეადგენდა \$68.6 ტრილიონს 2016 წლის დეკემბრის დასასრულს, უტოლდებოდა რა 2013 წლიდან არსებულ სიდიდეებს. მათი მთლიანი საბაზრო ღირებულება ჯამში შეადგენდა \$3.0 ტრილიონს, რაც უახლოვდებოდა 2016 წლის ივნისის ბოლოს არსებულ უმაღლეს სიდიდეს - \$3.1 ტრილიონს. საერთო სტაბილური ტენდენციის მიუხედავად, ფუნტ-სტერლინგიანი ხელშეკრულებების საერთო საბაზრო ღირებულება თითქმის განახევრდა 2016 წლის მეორე ნახევარში - \$624 მილიარდიდან დაეცა \$338 მილიარდამდე. ამან მკვეთრად შეცვალა 2016 წლის ივნისის დასასრულს არსებული მაქსიმუმი. ეს მოხდა ბრექსიტის რეფერენდუმის შემდეგ ვალუტის მკვეთრი გაუფასურების ფონზე. დილერთაშორისი ხელშეკრულებებისგან განსხვავებით, OTC საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების ბაზარზე, რომელიც უმეტესწილად გადავიდა CCPs-ში, დილერთაშორისი პოზიციები კვლავ წარმოადგენდა FX დერივატივების ბაზარზე გადასახდელი ხელშეკრულებების უმეტეს წილს. 2016 წლის ბოლოს მომხსენებელ დილერებს შორის გადასახდელი FX ხელშეკრულებების პირობითი ღირებულება უტოლდებოდა სულ \$30.3 ტრილიონს, რაც იყო ყველა გადასახდელი FX ხელშეკრულების 44%. ხელშეკრულებები საფინანსო მხარეებს, რომლებიც არ წარმოადგენდნენ დილერებს, და CCPs-ს შორის გაუტოლდა \$28.9 ტრილიონს, ხოლო არაფინანსურ მხარეებს შორის იყო \$8.4 ტრილიონი. ხელშეკრულებები CCPs-თან შეადგენდა ჯამში მხოლოდ \$0.9 ტრილიონს.

გადასახდელი CDS ხელშეკრულებების პირობითი ღირებულება მნიშვნელოვნად შემცირდა 2016 წლის მეორე ნახევარში - \$11.8 ტრილიონიდან \$9.9 ტრილიონამდე. ამით გაგრძელდა 2008 წელს დაწყებული ვარდნის ტენდენცია. CDS-ს მთლიანმა საბაზრო ფასმაც დაიკლო \$292 მილიარდამდე (გრაფა A6, მარჯვენა პანელი). CDS-ს საერთო პოზიციების უკანასკნელი ვარდნა კონცენტრირებული იყო არა-კლირინგის სეგმენტში. ვინაიდან CCPs-ს მეშვეობით კლირინგს დაქვემდებარებული პირობითი ღირებულება მეტ-ნაკლებად უცვლელი დარჩა 2016 წელს - \$4.3 ტრილიონის ოდენობით, მომხსენებელ დილერებს შორის არსებული ხელშეკრულებების პირობითი ღირებულება დაეცა \$5.1 ტრილიონიდან \$3.7 ტრილიონამდე. უფრო მაღალი მარჟის მოთხოვნები არა ცენტრალურ კლირინგს დაქვემდებარებული დერივატივებისთვის, შესაძლოა, წარმოადგენდა მნიშვნელოვან ფაქტორს, რომელმაც წვლილი შეიტანა ამ შემცირებაში. წმინდა საბაზრო ღირებულებები, რომლებიც არეგულირებენ CDS მხარეებს შორის ნეტინგის შეთანხმებების საერთო საბაზრო ღირებულებას, გაუტოლდა ჯამში \$79 მილიარდს 2016 წლის დეკემბრის ბოლოს. ეს შეადგენდა მთლიანი საბაზრო ღირებულებების 27%-ს. ნეტინგის გადაჭარბება ყველაზე მეტად შეიმჩნევა სხვა მომხსენებელი დილერების CDS ხელშეკრულებებში და CCPs-ში, რომელთა წმინდა საბაზრო ღირებულება, მთლიანი ღირებულების პროცენტის სახით, 2016 წლის დასასრულს უტოლდებოდა 22%-სა და 15%-ს. ნეტინგი უფრო ნაკლებად ვრცელდებოდა სადაზღვევო კომპანიებისა და არასაფინანსო მომხმარებლებთან ხელშეკრულებებში. შედარებითი კოეფიციენტი ამ ორ ჯგუფს შორის იყო 71%.

3.2 დერივატივების ბაზრები განვითარებად ეკონომიკებში

ფორმირებადი ბაზრის ეკონომიკის (EMEs) ფინანსური ბაზრები და ეკონომიკა უფრო მეტი ვალატურობით ხასიათდება (გარკვეული გამონაკლისით), ვიდრე განვითარებული ეკონომიკისა. ამ ცვლილებების გამო შეიძლება ვიფიქროთ, რომ ჰეჯირების ბაზრები ფორმირებად ბაზრებზე კარგად არის განვითარებული. თუმცა სხვადასხვა კვლევა საპირისპიროს გვიჩვენებს. ფორმირებადი ბაზარი შეადგენს გლობალური ეკონომიკის დაახლოებით ერთ მესამედს, როდესაც მას ვზომავთ საბაზრო სავალუტო კურსების შესაბამისად და მხოლოდ ერთ ნახევარზე ნაკლებს,

თუ გავზომავთ მსყიდველობითი უნარის პარიტეტის მიხედვით. მათი წილი გლობალურ ვაჭრობაში 36%-ს შეადგენს.⁵²

იდიოსინკრატიკული რისკებისთვის, რომლებიც ადვილად დივერსიფიცირებადია, ფინანსურ შუამავალს შეუძლია სათანადო დაზღვევის შეთავაზება. მაგრამ მაკროეკონომიკური რისკების, როგორცაა ვალუტის კურსისა და საპროცენტო განაკვეთის რისკების დაზღვევა, ბევრად უფრო რთულია, თუ არ არსებობენ აგენტები, რომლებიც გაუმკლავდებიან აღნიშნულ რისკებს.

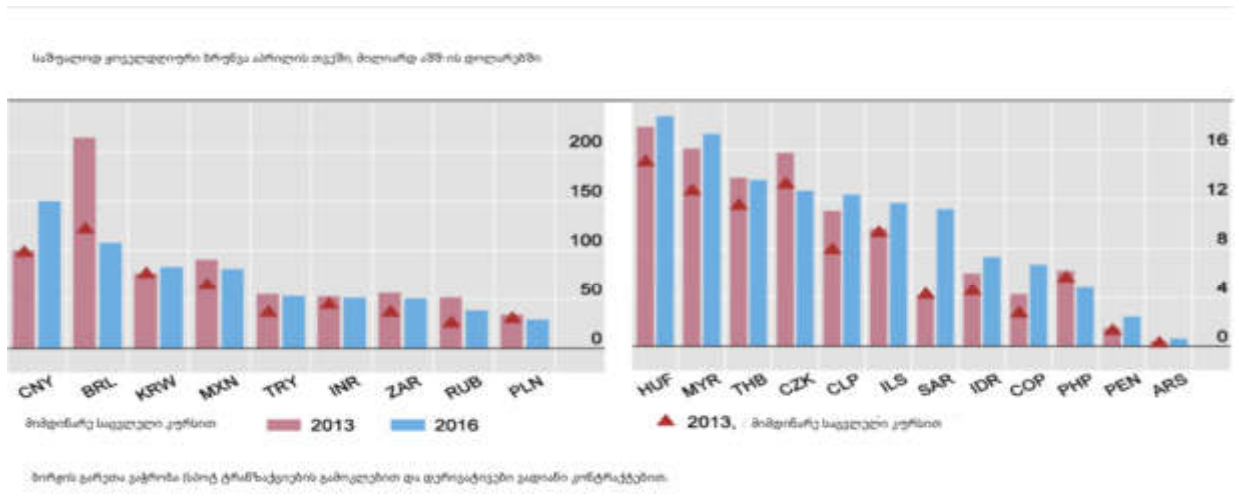
ამის მკაფიო მაგალითია დერივატივების ფორმირებადი ბაზრების ვალუტის კურსის ცვლილების ანალიზი. რეზიდენტები და უცხოელი ინვესტორები, სავარაუდოდ, დაინტერესდებიან, როგორ დაიცვან თავი ვალუტის გაუფასურებისგან, გაურკვეველია, ვის მოესურვება საწინააღმდეგო პოზიციის დაჭერა. რა თქმა უნდა, უცხოურ ფინანსურ ინსტიტუტებს, რომლებსაც არა აქვთ ინტერესი ვალუტასთან დაკავშირებული რისკების მიმართ, შეუძლიათ შესთავაზონ ასეთი დაცვა, მაგრამ ისინი, სავარაუდოდ, ძალიან დიდ ფასს მოითხოვენ. უფრო მიმზიდველი პირობები შეიძლება მიღებული იყოს ბაზრის მონაწილეებისგან, რომლებსაც სურთ საკუთარი თავის დაცვა მაღალი ფასისგან. მაგალითად, საგარეო აქტივების შიდა მფლობელების ან უცხოელებისგან, რომლებიც გასცემენ დავალიანებას შიდა ვალუტაში.

BIS-ის სტატისტიკური მონაცემების ანალიზის საფუძველზე განვიხილავთ დერივატივებით ვაჭრობის განვითარებას ფორმირებად ბაზრებზე ვალუტის კურსითა და საპროცენტო განაკვეთით.

ბოლო რამდენიმე წლის განმავლობაში ვალუტის კურსების ცვლილებამ შენიღბა ფორმირებადი ბაზრების დერივატივების აქტიურობის ინტენსიური ზრდა. FX და ფორმირებადი ბაზრების ვალუტაში დენომინირებული საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების საშუალო დღიური ბრუნვა რჩებოდა \$0.8 ტრილიონზე 2016 წლის აპრილში.

⁵² Bank for international settlement <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

დიაგრამა 21. მზარდი ძირითადი საქმიანობა, კომპენსირებული ვალუტის კურსის მოძრაობით⁵³



ისევე, როგორც 2013 წლის აპრილში, ბაზარზე ერთი თვის შემდეგ დაიწყო მკვეთრი ცვლილებები (ეგრეთ წოდებული პანიკა ფინანსურ ბაზრებზე). მაგრამ ეს აშკარა სტაგნაცია გვიხატავს ბაზრის ძირითადი დინამიკის მცდარ სურათს, ვინაიდან ბევრი ფორმირებადი ბაზრის ვალუტის კურსის მკვეთრმა გაუფასურებამ ბოლო ორი-სამი წლის განმავლობაში შეამცირა აშშ დოლარებში არსებული მოცულობები. ადგილობრივი ვალუტით გაზომილი ბრუნვა ფაქტობრივად გაიზარდა 25%-ით, თუმცა მნიშვნელოვანი განსხვავებებით ვალუტებს შორის (დიაგრამა 22).

დერივატივების ბაზრების ზომა და სიღრმე ძალიან განსხვავდება ვალუტების მიხედვით. ყველაზე დიდი და სწრაფად მზარდი ბაზარი არის ჩინურ ვალუტაში არსებულ ხელშეკრულებებზე. მისი აქტიურობა გაიზარდა 50%-ით 2013-2016 წლებს შორის (55%, თუ განვსაზღვრავთ ადგილობრივ ვალუტაში) და მიაღწია \$150 მილიარდს 2016 წლის აპრილში. ეს ჩინეთის სახალხო რესპუბლიკის სავალუტო სისტემას ხდის მერვე, ყველაზე ხშირად გაყიდვად

⁵³ Bank for international settlement <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

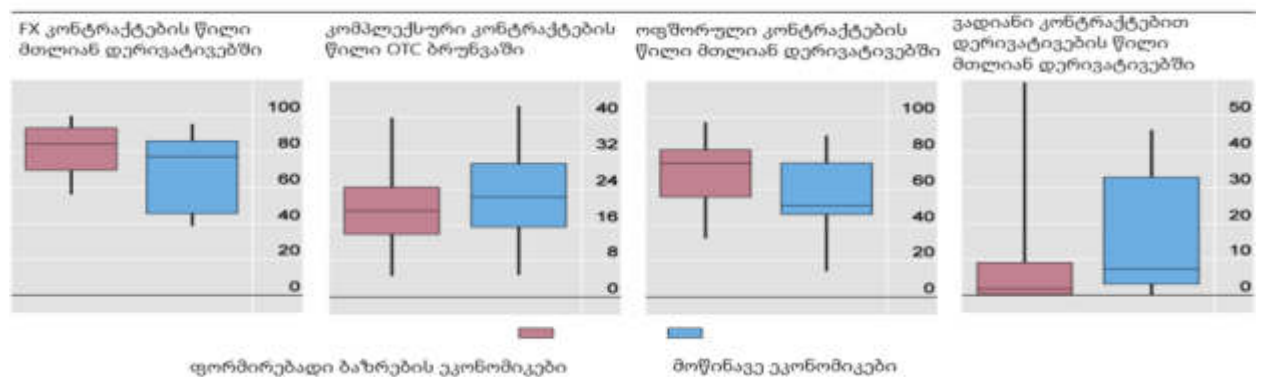
ინდური რუპი და სამხრეთ აფრიკული რენდი, თითოეული დღეში \$50 მილიარდზე მეტი ბრუნვით.

მიუხედავად მათი სიდიდისა, ეს ციფრები მოკრძალებულია მშპ-თან ან ჰეჯირების მოთხოვნილებებთან შედარებით, რომელიც საერთაშორისო ვაჭრობის ან ინვესტიციების ჯგუფის მიერ არის გაზომილი. ყველა ამ გათვლაში, შედარებით განვითარებული და ღრმა დერივატივების ბაზრის მქონე ფორმირებად ბაზრებში, გამოვლენილია განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკის ბრუნვაზე დაბალი მაჩვენებელი. ფორმირებადი ბაზრების დერივატივების საშუალო ბრუნვა, უხეშად რომ დავთვალოთ, წლიური მშპ-ს 5%-ს შეადგენს და საკმაოდ დაბალია განვითარებული ეკონომიკის საშუალო მაჩვენებლებზე, რომლებიც უახლოვდება 20%-ს. განვითარებულ ეკონომიკასაც კი, რომელიც არ წარმოადგენს არც ფინანსურ ცენტრს და არც სარეზერვო ვალუტის გამომშვებს, როგორცაა, ავსტრალია, კანადა, ახალი ზელანდია, ნორვეგია და შვედეთი, აქვს ბევრად უფრო მაღალი ბრუნვა მშპ-თან მიმართებით, ვიდრე ფორმირებად ბაზრებს (დიაგრამა 22, ზედა პანელი). ფორმირებადი ბაზრების ვალუტები, რომლებიც უახლოვდება განვითარებული ქვეყნების საშუალო მნიშვნელობას, არის სამხრეთ აფრიკის რენდი და უნგრეთის ფორინტი, კოეფიციენტებით 15-20%. ეს სურათი არ იცვლება მნიშვნელოვნად, როდესაც დერივატივების ბრუნვა (მხოლოდ FX ხელშეკრულებებზე, ვინაიდან ამ კონტექსტში საეჭვოა საპროცენტოგანაკვეთიანი ხელშეკრულებების გამოყენება) შედარებულია საგარეო ვაჭრობასთან (შუა პანელი). დერივატივების მოცულობებს საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიციებს რომ ვადარებთ, განსხვავება განვითარებულსა და განვითარებად ეკონომიკას შორის ნაკლებად თვალშისაცემია (ქვედა პანელი).

FX დერივატივების ბრუნვის დაბალი კოეფიციენტი ფორმირებად ბაზრებში საგარეო ვაჭრობის მიმართ მიუთითებს, რომ ექსპორტიორები და იმპორტიორები ამ ქვეყნებში შედარებით რთულად მიიჩნევენ ვალუტის კურსის რისკების ჰეჯირებას, რომელიც დაკავშირებულია მათ ტრანზაქციებთან, თუმცა, არ შეიძლება ითქვას დაზუსტებით, რადგან არ არსებობს დეტალური მონაცემები მათ მიერ დერივატივების გამოყენების თაობაზე.

ფორმირებად ბაზრებში წარმოებული დერივატივებით ვაჭრობა მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული FX კონტრაქტებზე, რაც, უმეტეს შემთხვევაში, ბრუნვის 75–90% -ს შეადგენს. (დიაგრამა 18, პირველი პანელი). FX ხელშეკრულებებიც აჭარბებენ საპროცენტოგანაკვეთიან ხელშეკრულებებს განვითარებულ ეკონომიკაში, თუმცა უფრო მცირე მარჯით - ვალუტები შედარებით დაბალი FX წილებით ბრაზილიის რეალში (56% წილით), უნგრეთის ფორინტში (59%), ჩილეს პესოში (66%), სამხრეთ ამერიკის რანდსა (67%) და მექსიკურ პესოში (68%).

დიაგრამა 23. ბაზრის სტრუქტურა⁵⁵



დერივატივების ბაზრები განვითარებულ ქვეყნებში ხასიათდება არა მხოლოდ სიმცირით, არამედ ნაკლებად რთული ხელშეკრულებითაც. შედარებით თანამედროვე კონტრაქტები, როგორებიცაა საერთაშორისო სვოპები, FX ოფციონები, საპროცენტო განაკვეთის სვოპები და საპროცენტო განაკვეთის ოფციონები, განვითარებად ბაზრებში უფრო მცირე წილით გამოდის საერთო ბრუნვაში, ვიდრე განვითარებული ეკონომიკის დერივატივების ბაზრებში. (დიაგრამა 23) მაგრამ აქ არსებობს ნიშნები, რომ ასეთი ხელშეკრულებები უფრო ხშირად იდება ზოგიერთ ფორმირებად ბაზრებში. მაგალითად, ასეთებია მექსიკისა და სამხრეთ აფრიკის შედარებით ლიკვიდური

⁵⁵ Bank for international settlement <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

საერთაშორისო ვალუტის სვოპის ბაზრები. საპროცენტო განაკვეთის სეგმენტი სხვადასხვა ეკონომიკაში არის განვითარებული აქტიური ბირჟის გარეთა (OTC) ბაზრების ოფციონებისათვის.

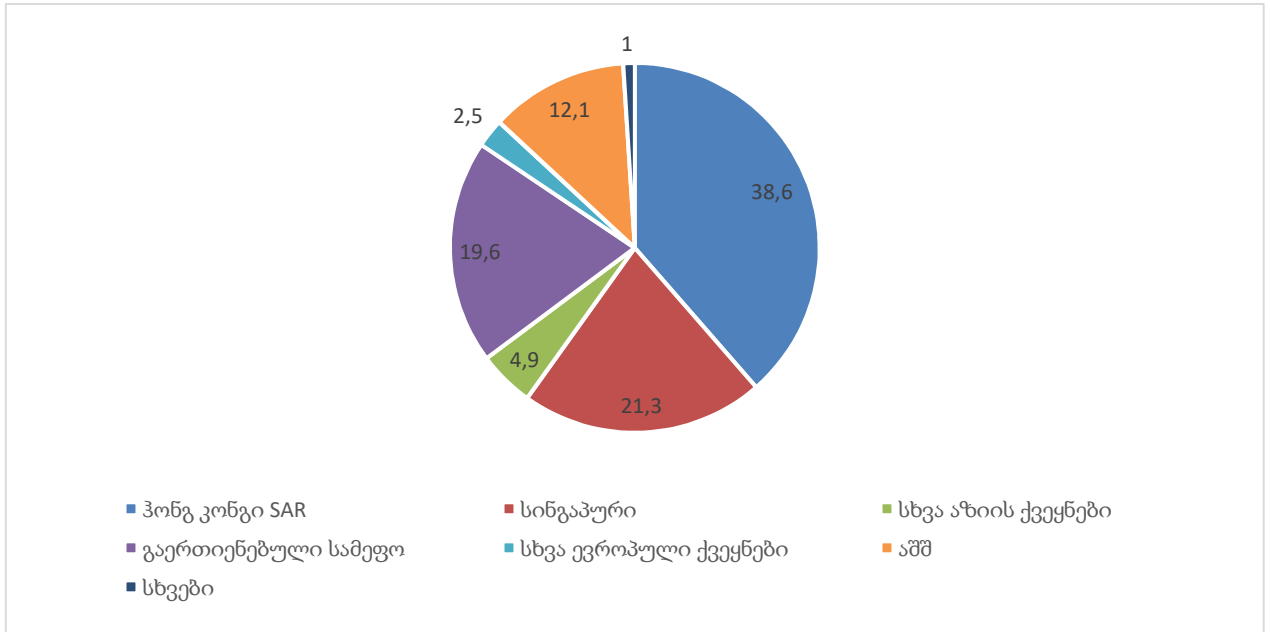
სხვა თვისება, რომელიც განაცალკევებს ზოგიერთ, თუმცა არა ყველა, დერივატივების ბაზარს, არის ვადიანი კონტრაქტების სიჭარბე. ბრაზილიური რეალის FX ფორვარდებისა და სვოპების ხელშეკრულებების სამი მეოთხედი და კორეული ვონის ხელშეკრულებების ორი მესამედი წარმოადგენს ვადიან ხელშეკრულებებს, ვინაიდან ისინი შედგენილია ერთ ვალუტაში. სხვა ბაზრები, ვადიანი ხელშეკრულებების მნიშვნელოვანი წილით, არის ახალი ტაივანის დოლარი (56%) და ინდური რუპი (47%). ვადიანი ხელშეკრულებების სიჭარბე ასახავს შეზღუდვების არსებობას ვალუტის კონვერტაციაზე, რაც ხელს უშლის ორ ვალუტაში დადგენილი ხელშეკრულებების განვითარებას. ეს ნიშნავს, რომ ვადიან ბაზრებს შეუძლიათ გააგრძელონ არსებობა კონტროლის გაძლიერების შემდეგაც (91, 81-93).

ზოგიერთი გამონაკლისით, ფორმირებადი ბაზრების FX და საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივებით ძირითადად ვაჭრობენ შიდა ეკონომიკის გარეთ, ჩვეულებისამებრ, ძირითად გლობალურ ფინანსურ ცენტრებში, როგორებიცაა: ნიუ-იორკი, ლონდონი, ჰონგკონგი და სინგაპური (დიაგრამა 24, მესამე პანელი), ძალიან ცოტა ფორმირებად ბაზრებს აქვთ შიდა ბაზარი, რომელიც, აქტიურობის მხრივ, ახლოსაა უცხოურ ბაზრებთან. მხოლოდ ბრაზილიურ რეალს, რუსეთის რუბლსა და კორეულ ვონს აქვს შიდა OTC ბრუნვა, რომელიც სჭარბობს უცხოურ ბრუნვას, თუმცა მათ შეიძლება მიუახლოვდეს ინდური რუპი, ასევე ისრაელის ახალი შეკველი და სამხრეთაფრიკული რანდი. საგარეო ვაჭრობა იმართება იმავე დროის ზონაში. მაგალითად, ლათინოამერიკული ვალუტით ვაჭრობენ ნიუ-იორკში, ცენტრალური და აღმოსავლეთი ევროპის ვალუტებით კი - ლონდონში, აზიის ვალუტებით - ჰონგ კონგსა და სინგაპურში.

RMB-ის მზარდი საერთაშორისო მოხმარების მატების ხელშეწყობა წარმოადგენდა ჩინეთის FX ლიბერალიზაციის სტრატეგიის ხანგრძლივ ელემენტს. როგორც ამ სტრატეგიის ნაწილს, ბევრ ახალ ინსტრუმენტს ეძლევა საშუალება, განვითარდეს საგარეო RMB ბაზარზე. ვადიანი ფორვარდებით RMB საგარეო ვაჭრობა პირველად დაიწყო ჰონგ კონგის SAR-ში 1996 წელს და შემდეგ - სინგაპურში, სადაც ყველაზე კონცენტრირებული იყო საგარეო RMB-ის ბიზნესი.

ბირჟის გარეთა (OTC) დერივატივების RMB-ში ბრუნვის დიდი წილი გაიზარდა 73%-მდე. ანუ მნიშვნელოვანი ცვლილებები იყო საგარეო ვაჭრობის შემადგენლობაში შემავალ ინსტრუმენტსა და ადგილმდებარეობაში. ამან გამოავლინა პოლიტიკის ცვლილება და RMB-ს ინტერნაციონალიზაციის დინამიკური ბუნება.

დიაგრამა 24. ვალუტით ვაჭრობა, ოფშორი, ადგილმდებარეობის მიხედვით⁵⁶



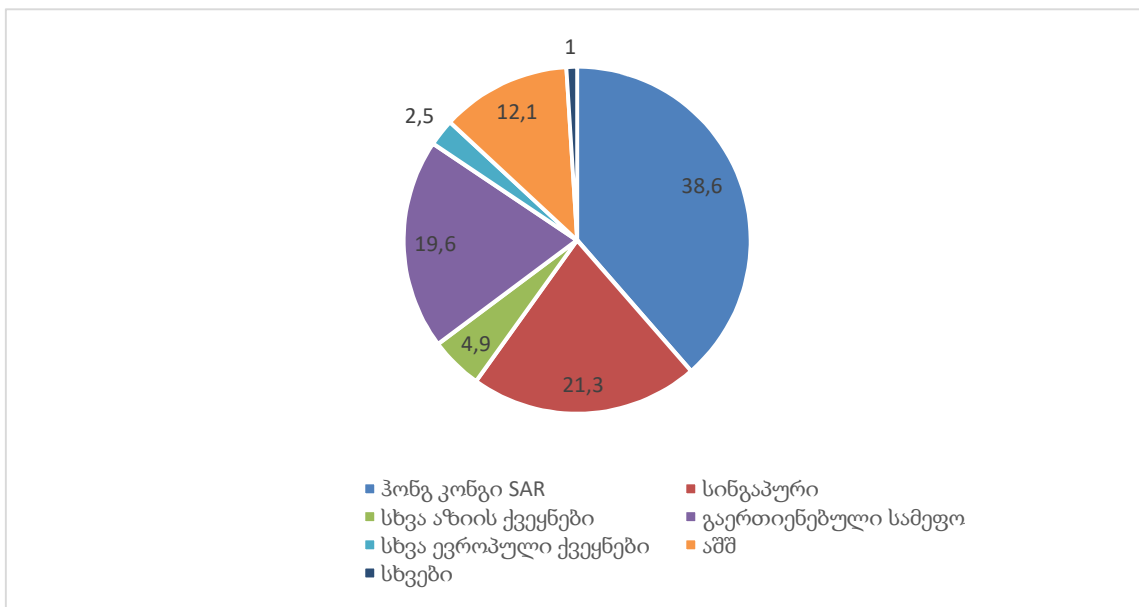
არსებობდა მსგავსება საგარეო და შიდა ვაჭრობის მოდელებს შორის, მაგრამ მხოლოდ ზოგიერთ და არა ყველა ასპექტში. 2013 წლიდან საბირჟო დერივატივების საგარეო ვაჭრობაც მნიშვნელოვნად განვითარდა და შესაბამისად, RMB -ზე საერთაშორისო მოთხოვნა გაიზარდა. პირველად, დაწყებული 2009 წლის ივლისიდან, ჩინეთმა მისცა RMB-ის გამოყენების ნება საერთაშორისო ვაჭრობაში მიმდინარე ანგარიშსწორებებისთვის, რაც, იმპორტისა და ექსპორტის პირობებში, სწრაფად გაიზარდა CNY 7.23 ტრილიონამდე (ანუ ვაჭრობის დაახლოებით 30%-ით) 2015 წლის მონაცემებით, ხოლო 2016 წელს უმნიშვნელოდ დაეცა. მეორე, შემომავალი და გამავალი პირდაპირი ინვესტიციებიც, სწრაფად გაიზარდა. 2015 წლის მონაცემებით, RMB-ში განხორციელებული პირდაპირი ინვესტიცია გაუტოლდა CNY 736.2 მილიარდს. მესამე,

⁵⁶ Bank for international settlement <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

საგარეო RMB-ც შეიძლება იყოს ჩინეთში პორტფელური ინვესტიციის საშუალება. ასეთი ინვესტიციის არხები მოიცავს „დიმ სამ“ ობლიგაციების გამოშვებას (საგარეო RMB-დენომინირებული ობლიგაციის გამოშვება), RMB კვალიფიცირებული უცხოური ინსტიტუციური ინვესტორის (Foreign Institutional Investor (RQFII)) სქემას, რომელიც საშუალებას აძლევს RMB სახსრებს, შექმნილს ჰონგ კონგში შიდა ფონდის მენეჯმენტის კომპანიებისა და ფასიანი ქაღალდების კომპანიების ფილიალების მიერ, ინვესტირებული იყოს ძირითადი ქვეყნის ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. RQFII სქემას ჰყავდა 169 მონაწილე და ჰქონდა CNY 511.34 მილიარდის დამტკიცებული ქვოტა 2016 წლის სექტემბრის ბოლოსთვის.

დიაგრამა 25. ოფშორი, ადგილმდებარეობის მიხედვით⁵⁷

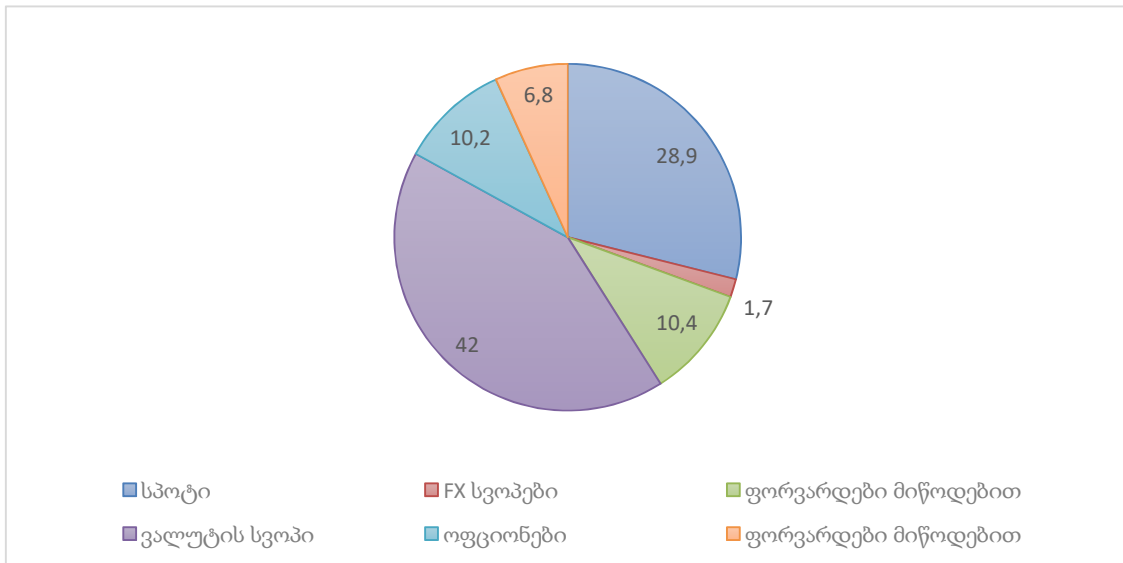
საერთო ბრუნვის მოცულობის წილი, პროცენტში



⁵⁷ Bank for international settlement <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

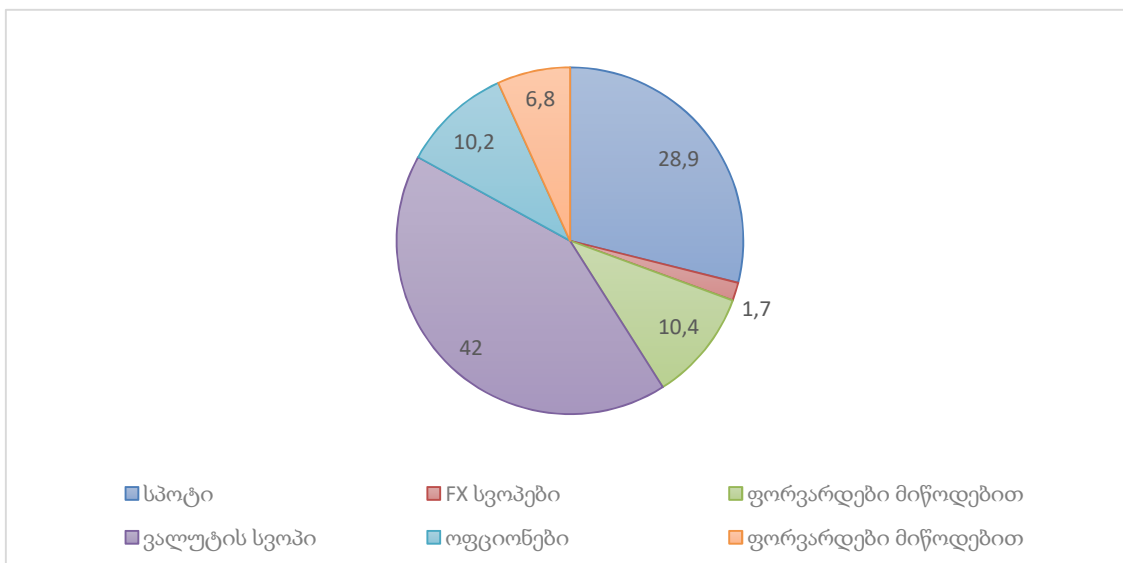
დიაგრამა 26. ოფშორი, ინსტრუმენტების მიხედვით⁵⁸

საერთო ბრუნვის მოცულობის წილი, პროცენტში



დიაგრამა 27. ოფშორი, ინსტრუმენტების მიხედვით⁵⁹

საერთო ბრუნვის მოცულობის წილი პროცენტში



⁵⁸ Bank for international settlement <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

⁵⁹ Bank for international settlement <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

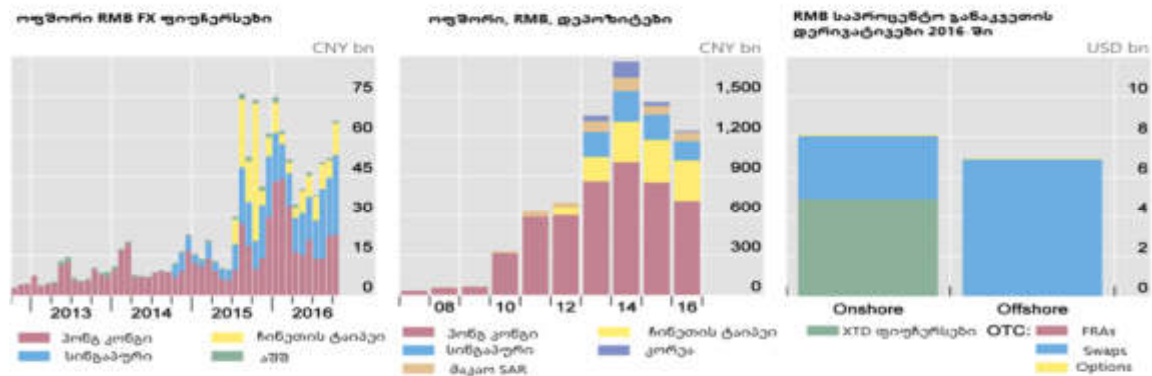
საგარეო აქტიურობის ადგილმდებარეობის ანალიზი გვიჩვენებს, რომ აზიის რეგიონში ჯერ კიდევ ყველაზე მეტად ვაჭრობენ RMB-ით, მაგრამ აქ ასევე შეინიშნება უფრო დიდი, საერთაშორისო მასშტაბი, ვიდრე უწინ. ჰონგკონგში RMB-ის საერთო საგარეო ვაჭრობასთან დაკავშირებული ბრუნვის წილი შემცირდა 43 %-დან 39 %-მდე, თუმცა იგი ჯერ კიდევ ბევრად უფრო დიდია აბსოლუტურად ყველა ასპექტში, ვიდრე 2013 წელს. ამავდროულად, ვაჭრობამ სინგაპურსა და აზიის სხვა ეკონომიკებში მოიმატა, ასე რომ, საერთო საგარეო ვაჭრობის წილმა აზიაში 65% შეადგინა (დიაგრამა 25). საგარეო RMB ვაჭრობამ აზიის გარეთაც მოიმატა, ხოლო ვაჭრობა გაერთიანებულ სამეფოში შემცირდა 21%-დან 20%-მდე, RMB -ს საგარეო ბრუნვის წილი შეერთებულ შტატებში 2016 წელს გაიზარდა 7%-დან 12%-მდე.

სამწლიანი კვლევა ადსტურებს, რომ იყო გარკვეული მსგავსება საგარეო და შიდა ბაზრებს შორის (დიაგრამა 21, 22) RMB ვაჭრობაში 2013 წელს გამოყენებულ ინსტრუმენტებში. ეს განსაკუთრებით შესამჩნევია სპოტ ვაჭრობის შემთხვევაში, რომლის წილიც შიდა ბაზარზე შემცირდა 60%-დან 45%-მდე, ხოლო საგარეო ბაზარზე გაიზარდა 16%-დან 29%-მდე. ამავდროულად, NDFs-მა, რომელიც 2013 წელს შეადგენდა დაახლოებით მთლიანი საგარეო ვაჭრობის ერთ მეხუთედს, 2016 წელს შეადგინა მხოლოდ 7%. (91, 81-93). ერთი მნიშვნელოვანი გამონაკლისი იყო ფორვარდის ტრანზაქციები, რომლებმაც აჩვენა საგარეო ვაჭრობის ოდნავ მეტი წილები (11% 10%-თან შედარებით), მაგრამ ძალიან შემცირდა შიდა ბაზარზე (8%-დან 2%-მდე). შიდა ფორვარდების შემცირებული ბრუნვა შეიძლება დაკავშირებული ყოფილიყო ფორვარდის ტრანზაქციების მიმართ რეზერვების მოთხოვნებთან, რომლებიც წარმოიქმნა 2015 წლის აგვისტოში RMB-ში სპეკულაციის წასახალისებლად, დიდი ცვლილებების პერიოდის შემდეგ.

RMB -სა და მასთან დაკავშირებული დერივატივების ოფშორული ბაზრების სწრაფი ზრდა არ იყო შეზღუდული OTC FX ბაზრების ტრანზაქციებისათვის. ფიუჩერსების ბრუნვა მკვეთრად გაიზარდა სინგაპურისა და ჩინური ტაიპეის ბირჟაზე. გარდა ამისა, (დიაგრამა 28) RMB ფიუჩერსების პროდუქცია, რომელიც პირველად 10 წელზე მეტი ხნის წინ იყო შემოთავაზებული ჩიკაგოს სასაქონლო ბირჟაზე, გაჩნდა ჰონგ კონგის ბირჟაზე 2012 წლის სექტემბერში, ხოლო

სინგაპურსა და ჩინეთის ტაიპეიში - 2014 წლის ოქტომბერსა და 2015 წლის ივლისში. შესაბამისად (ისევე, როგორც ბრაზილიაში 2011 წლის აგვისტოს, სამხრეთ აფრიკაში 2013 წლის მაისს და კორეაში 2015 წლის ოქტომბერს), ეს ინსტრუმენტები ჯერ კიდევ შედარებით უმნიშვნელოდ იზრდებოდა ჩინეთის კაპიტალის მოძრაობის ანგარიშის ლიბერალიზაციის სხვა კომპონენტის - RMB დეპოზიტების, ზრდის პარალელურად, ჩინეთის გარეთ. (დიაგრამა 28)

დიაგრამა 28. RENMINBI -ის ოფშორული პროდუქტები და საპროცენტო განაკვეთის დერივატივები⁶⁰



გარეთ და შიგნითაც, RMB საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების ბაზრები ნაკლებად განვითარებული რჩება, ვიდრე მათი FX ოპონენტები. საშუალო დღიური ბრუნვა OTC-სა და საბირჟო ბაზრებზე ოდნავ გაიზარდა - \$0.6 მილიარდით ანუ \$15 მილიარდამდე, 2013 და 2016 წლებს შორის. ეს ზრდა სრულად იყო გამოწვეული შიდა ფიუჩერსების კონტრაქტებით, ხოლო ბრუნვა OTC ბაზრებზე – ძირითადად სვოპები – შემცირდა \$10 მილიარდიდან \$4 მილიარდამდე (დიაგრამა 28). განვითარებულ ეკონომიკაში არსებულ ბაზრებთან შედარებით, საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების ბაზრის მოცულობა კვლავ ძალიან შეზღუდული რჩება (47, 53-65). ჩინეთის რეზიდენტებმა იმავე რაოდენობის ობლიგაციები გამოუშვეს, რამდენიც აშშ -ს რეზიდენტებმა უკანასკნელ წლებში. საერთო RMB საპროცენტოგანაკვეთიანი დერივატივების ბრუნვა 2016 წლის აპრილში იყო აშშ-დოლარით ხელშეკრულებების ბრუნვაზე

⁶⁰ Bank for international settlement <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71>

1/300-ით ნაკლები. ამგვარად, შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ RMB ობლიგაციების გამცემი პირები და მფლობელები, ძირითადად, ჩინეთის რეზიდენტები, ვერ შეძლებდნენ საპროცენტო განაკვეთებთან დაკავშირებული ძირითადი რისკების ჰეჯირებას, საგარეო ბაზრების, RMB FX ბაზრების სწრაფ გაფართოებაში მთავარი როლისგან განსხვავებით, RMB საპროცენტო განაკვეთთან დაკავშირებული რისკის ჰეჯირების შესაძლებლობა შეიძლება დამოკიდებული იყოს შიდა ბაზრებზე არსებულ განვითარებაზე, ვინაიდან RMB ობლიგაციათა უმეტესობას ფლობს შიდა ინვესტორი.

ამრიგად, შეიძლება ითქვას, რომ ფორმირებად ბაზრებზე დერივატივებით არაპროპორციულად ვაჭრობენ ბირჟის გარეთ (დიაგრამა 28). OTC ვაჭრობა სჭარბობს ვალუტაზე დაფუძნებულ ვაჭრობას სამი ფაქტორით. აქ ბრაზილია არის ერთადერთი ძირითადი ბაზარი, რომელზეც დერივატივებს ვალუტაზე აქვს ყველაზე დიდი ბრუნვის წილი. ბევრ აქტიურ ფორმირებად ბაზრებს აქვს აქტიური ვალუტა, შესყიდული გარკვეული ვადით, მაგრამ ეს უფრო კონცენტრირებულია საფონდო ინდექსსა და სასაქონლო ხელშეკრულებებზე, ვიდრე FX და საპროცენტოგანაკვეთიან ინსტრუმენტებზე. მაგალითად, 2016 წლის პირველ კვარტალში 1 მილიარდამდე ხელშეკრულებიდან მხოლოდ 2.5 მილიონი ვაჭრობდა ჩინური დერივატივების ბირჟაზე აღნიშნული საპროცენტო განაკვეთებით. „ევრომანის“ სავაჭრო მონაცემების მიხედვით, საერთოდ არ არის ჩამოთვლილი სავალუტო კურსის კონტრაქტები ჩინეთში. ბრაზილიაშიც კი, სააქციო ხელშეკრულებები შეადგენს მთლიანი ბრუნვის 50%-ს (გაზომილი რიგი კონტრაქტებით); ამას მოჰყვება საპროცენტოგანაკვეთიანი ხელშეკრულებები - 28%-ით და FX ხელშეკრულებები 11%-ით.

რითი აიხსნება ფორმირებადი ბაზრების ვალუტაზე დერივატივების აქტიურობის შედარებით დაბალი დონე? ლიკვიდური დერივატივების ბაზარი და, ფაქტობრივად, ნებისმიერი ბაზრის, განვითარება საჭიროებს რეგულარული ორმხრივი ნაკადების არსებობას. მაშასადამე, რითი აიხსნება ამ ნაკადების არსებობა და, ამგვარად, ბაზრის ზომა?

პირველი და ყველაზე აშკარა: საერთაშორისო ვაჭრობიდან გამომდინარეობს ჰეჯირების მოტივი, რომელსაც ჩვენ საშინაო ეკონომიკის იმპორტისა და ექსპორტის შეჯამებით განვსაზღვრავთ.

მეორე მოტივი ეხება ფინანსური რისკების ჰეჯირებას: ჩვენ განვსაზღვრავთ ამ რისკებს ობლიგაციის ბაზრის ზომით შიდა ვალუტაში. ამ ბაზარზე ინვესტორებს შეიძლება მოესურვოთ ამ ობლიგაციებთან დაკავშირებული საპროცენტო განაკვეთის რისკების ჰეჯირება. ამგვარად, მოსალოდნელია, რომ უფრო მსხვილ ბაზარზე იქნებოდა მეტად მაღალი ბრუნვები საპროცენტო განაკვეთის სეგმენტში. კერძოდ, უცხოელ ინვესტორებსაც შეიძლება მოუნდეთ თავიანთ ობლიგაციებთან ასოცირებული რისკების ჰეჯირება, ამიტომ, ჩვენი ვარაუდით, ობლიგაციების ბაზრის ზომაც იქნება დამოკიდებული FX სეგმენტში არსებულ ბრუნვებზე.

მესამე მოტივი დაკავშირებულია გლობალურ ბაზრებში ინტეგრაციის დონესთან, რომელიც განსაზღვრულია გარე აქტივებისა და ვალდებულებების სიდიდით. ჩვენ ვვარაუდობთ, რომ მაღალი საგარეო ვალდებულებები დაკავშირებულია შიდა მსესხებლების მხრიდან (FX) ჰეჯირების ინსტრუმენტების მაღალ მოთხოვნასთან და, ამგვარად, უფრო მაღალ ბრუნვასთან. მსხვილი საგარეო აქტივების ზემოქმედება ბრუნვაზე უფრო მნიშვნელოვანია. ერთი მხრივ, ამ აქტივების მფლობელებს შეიძლება სურდეთ ვალუტის კურსთან დაკავშირებული რისკების ჰეჯირება დერივატივების ბაზარზე და ამით საგარეო მსესხებლებს უკვე ბუნებრივად უჩნდებათ ოპონენტი. მეორე მხრივ, საგარეო აქტივებს შეუძლია ვალუტის არამდგრადობის ბუნებრივი ჰეჯირება და ამით დერივატივების ბრუნვის შესუსტება.

3.3 ფინანსურ სტაბილურობაზე დერივატივების გავლენის ემპირიული ანალიზი

ამ პარაგრაფში შევისწავლით დერივატივების ფინანსურ სტაბილურობაზე გავლენას ემპირიული ანალიზის საშუალებით. ემპირიული მოდელი ავაგეთ შემდეგი ქვეყნებისათვის: აშშ, რუსეთი, ბრაზილია, სინგაპური, არგენტინა. თითოეული ქვეყნის ფინანსურ სტაბილურობაზე დერივატივების ზეგავლენა შეფასდა ქვემოთ მოცემული რეგრესული განტოლების საშუალებით (იხ. დეტალური აღწერა კვლევის მეთოდოლოგიაში). ანალიზის შედეგები მოცემულია ცხრილის სახით. ქვემოთ მოცემული რეგრესული განტოლება წარმოადგენს ემპირიულ მოდელს, რომლის საშუალებით შესწავლილ იქნა დერივატივების გავლენა ფინანსურ სტაბილურობაზე.

$$CI_{it} = C + \beta_1 CPS_{it} + \beta_2 CAGDP_{it} + \beta_3 CRGDP_{it} + \beta_4 CD_{it} + \beta_5 TDFR_{it} + \omega_{it}$$

ცხრილი 25. რეგრესული განტოლების შედეგები აშშ-ისათვის

(დამოკიდებული ცვლადია სავალუტო კრიზისი)

Source	SS	Df	MS	Number of obs	=	44,00
				F(4, 39)	=	27454,00
Model	283.378961	4,00	70.8447404	Prob > F	=	0.0113
Residual	736.886224	39,00	18.8945186	R-squared	=	0.2778
				Adj R-squared	=	0.2037
Total	1020.26519	43,00	23.7270973	Root MSE	=	4,34
CI	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf.	Interval]
CAGDP	-1.460019	2.944714	-0.50	0.623	-7.416266	4.496227
TDFR	4.272674	1.378228	3,10	0.004	1.484945	7.060402
CRGDP	-1.510498	.4559265	-3.31	0.002	-2.432696	-.5882992
DSR	-2.842022	1.288604	-2.21	0.033	-5.44847	-.2355749
_cons	112.8102	35.6376	3,17	0.003	40.72632	184.894

აშშ-ში დერივატივების ფინანსურ სტაბილურობაზე გავლენის ანალიზისთვის, როგორც 25-ე ცხრილიდან ჩანს, დამოკიდებულ ცვლადად აღებულია სავალუტო კრიზისი, რომელიც გამოთვლილია კვლევის მეთოდოლოგიაში მოყვანილი ფორმულით. ხოლო დამოუკიდებელი ცვლადებია დაუბრუნებელი სესხების თანაფარდობა მშპ-სთან, მიმდინარე ანგარიშის თანაფარდობა მშპ-სთან, კერძო სექტორისათვის გაცემული კრედიტების თანაფარდობა მშპ-სთან, დერივატივების თანაფარდობა მშპ-სთან. როგორც ცხრილი გვიჩვენებს, შემდეგი ცვლადები: TDFR, CRGDP, DSR სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია. ამ ცვლადებს შორის CRGDP, DSR უარყოფით გავლენას ახდენს აშშ-ის ფინანსურ სტაბილურობაზე, კერძოდ, სავალუტო კრიზისზე, ხოლო დერივატივების გავლენა ფინანსურ სტაბილურობაზე არის დადებითი. მოცემული ცვლადი CAGDP, მიუხედავად იმისა, რომ უარყოფით გავლენას ახდენს სავალუტო კრიზისზე, სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი არ არის. გარდა ამისა, დეტერმინაციის კოეფიციენტი $R\text{-squared} = 0,3$ რაც ნიშნავს, რომ ამხსენლი ცვლადები 30 პროცენტით ხსნიან ასახსნელ ცვლადს.

ახლა განვიხილოთ სინგაპურის მაგალითი, კერძოდ, სინგაპურის ფინანსურ სტაბილურობაზე დერივატივების გავლენა. 26-ე ცხრილი გვიჩვენებს, რომ სინგაპურის შემთხვევაშიც, დერივატივების გავლენა ფინანსურ სტაბილურობაზე არის დადებითი და, ამავე დროს, სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი.

ცხრილი 26. რეგრესული განტოლების შედეგები სინგაპურისათვის

(დამოკიდებული ცვლადია სავალუტო კრიზისი)

Source	SS	Df	MS	Number of obs	=	55,00
				F(4, 50)	=	6.00
Model	236.25413	4,00	59.0635325	Prob > F	=	0.0005
Residual	492.53639	50,00	9.8507278	R-squared	=	0.3242
				Adj R-squared	=	0.2701
Total	728.79052	54,00	13.4961207	Root MSE	=	3.1386
CI	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf.	Interval]
TDFR	.800956	.3987811	2,01	0.050	-.0000194	1.601931
CAGDP	-.4888512	.1224652	-3.99	0.000	-.7348297	-.2428726
CRGDP	.0234191	.0399003	0.59	0.560	-.0567231	.1035613
CPSGDP	.0362271	1.716502	0.02	0.983	-3.411469	3.483923
_cons	-.4627479	7.620189	-0.06	0.952	-15.76835	14.84285

რაც შეეხება დანარჩენ ცვლადებს, კერძოდ, CAGDP-ს, უარყოფით გავლენას ახდენს ფინანსურ სტაბილურობაზე და ამავე დროს სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია, ხოლო CRGDP -ი, CPSGDP -ი დადებითად აისახება ფინანსურ სტაბილურობაზე, ხოლო მათი სტატისტიკური მნიშვნელობა დაბალია.

ცხრილი 27. რეგრესული განტოლების შედეგები, ბრაზილია

(დამოკიდებული ცვლადია სავალუტო კრიზისი)

Source	SS	Df	MS	Number of obs	=	55,00
				F(4, 50)	=	2,97
Model	.317056516	4,00	.079264129	Prob > F	=	0.0282
Residual	1.33555678	50,00	.026711136	R-squared	=	0.1919
				Adj R-squared	=	0.1272
Total	1.6526133	54,00	.03060395	Root MSE	=	.16344
CI	Coef.	Std. Err.	T	P>t	[95% Conf. Interval]	
CAGDP	-.0087071	.0255751	-0.34	0.735	-.0600762	.0426619
TDFR	-.4650818	.1933797	-2.41	0.020	-.8534963	-.0766672
CRGDP	-.0025758	.0034681	-0.74	0.461	-.0095417	.0043901
CPSGDP	.0192595	.0525028	0.37	0.715	-.0861955	.1247146
_cons	.3727575	.1878262	1,98	0.053	-.0045025	.7500175

ახლა კი განვიხილოთ ბრაზილიის მაგალითი (იხ ცხრილი 27), რომელიც ძალზე საინტერესო სურათს გვიხატავს დერივატეებთან დაკავშირებით. კერძოდ, 27-ე ცხრილიდან ჩანს, რომ დერივატივები უარყოფითად მოქმედებს ფინანსურ სტაბილურობაზე და მოცემული ცვლადი სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია. CAGDP-ს და CRGDP-ს უარყოფითი გავლენა აქვს ფინანსურ სტაბილურობაზე, თუმცა მოცემული ცვლადები სტატისტიკურად არ არის მნიშვნელოვანი. რაც შეეხება CPSGDP-ს, მიუხედავად იმისა, რომ დადებითად აისახება ფინანსურ სტაბილურობაზე, ეს ცვლადიც არ არის სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი.

ცხრილი 28. რეგრესული განტოლების შედეგები. რუსეთი.

(დამოკიდებული ცვლადია სავალუტო კრიზისი)

Source	SS	Df	MS	Number of obs	=	40,00
				F(8, 31)	=	15766,00
Model	2399.05898	8,00	299.882373	Prob > F	=	0.0062
Residual	2714.11678	31,00	87.5521541	R-squared	=	0.4692
				Adj R-squared	=	0.3322
Total	5113.17576	39,00	131.107071	Root MSE	=	9,36
CI	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[95% Conf.	Interval]
CAGDP						
--.	-21.14026	15.75612	-1.34	0.189	-53.27507	10.99455
L4.	37.79076	14.64345	2,58	0.015	7.925259	67.65627
TDFR						
--.	-28.78385	11.76226	-2.45	0.020	-52.77313	-4.794571
L4.	23.12101	9.58498	2,41	0.022	3.572319	42.66971
CRGDP						
--.	-1.002122	.7747395	-1.29	0.205	-2.582213	.5779702
L4.	1.377483	.8068871	1,71	0.098	-.2681743	3.02314
DSR						
--.	1.536312	.6188175	2,48	0.019	.2742256	2.798399
L4.	.3872123	.6095537	0.64	0.530	-.8559807	1.630405
_cons	-27.60569	16.41353	-1.68	0.103	-61.08129	5.869917

28-ე ცხრილში წარმოდგენილია რუსეთის შემთხვევა. ის გვიჩვენებს, რომ დერივატივები უარყოფითად მოქმედებს ფინანსურ სტაბილურობაზე. ასევე - CAGDP-ს და CRGDP-ს ფინანსურ სტაბილურობაზე. თუმცა მათი გავლენა სტატისტიკურად არ არის მნიშვნელოვანი.

29-ე ცხრილში მოცემულია დერივატივების გავლენა ფინანსურ სტაბილურობაზე - არგენტინის მაგალითზე. მასზე ჩანს, რომ დერივატივები უარყოფით გავლენას ახდენს ფინანსურ სტაბილურობაზე და ეს სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია. CAGDP, CRGDP და CPSGDP დადებითად აისახება ფინანსურ სტაბილურობაზე, თუმცა მათი გავლენა არ არის სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი.

ცხრილი 29. რეგრესული განტოლების შედეგები. არგენტინა.

(დამოკიდებული ცვლადია სავალუტო კრიზისი)

Source	SS	Df	MS	Number of obs	=	55
				F(4, 50)	=	2,95
Model	2466.48033	4,00	616.620083	Prob > F	=	0.0290
Residual	10459.0012	50,00	209.180023	R-squared	=	0.1908
				Adj R-squared	=	0.1261
Total	12925.4815	54,00	239.360768	Root MSE	=	14.463
CI	Coef.	Std. Err.	t	P>t	[90% Conf.	Interval]
CAGDP	2,85	1.929844	1,48	0.145	-.3766358	6.091836
TDFR	-6.174462	3.299214	-1.87	0.067	-11.70363	-.6452925
CRGDP	.0054612	2.386662	0.00	0.998	-3.994358	4.00528
CPSGDP	201.2427	182.6504	1,10	0.276	-104.862	507.3474
_cons	-23.34083	11.54553	-2.02	0.049	-42.69005	-3.991608

ამგვარად ემპირიული ანალიზი გვიჩვენებს, რომ დერივატივების გავლენა დადებითა განვითარებულ ქვეყნებში, სადაც ფინანსური სისტემა გამართულად მუშაობს, ხოლო განვითარებად ქვეყნებში საპირისპირო მდგომარეობაა. კერძოდ, დერივატივები უარყოფით გავლენას ახდენს ფინანსურ სტაბილურობაზე.

3.4 დერივატივების ბაზრის განვითარების შესაძლებლობები საქართველოში

საქართველოში ფინანსური ბაზრების განვითარება ქმნის რისკებს, რომლებთანაც შეხება აქვთ როგორც ინვესტორებს, ასევე პოლიტიკის წარმმართველებს; ამიტომ მნიშვნელოვანია ამ რისკების სათანადო აღქმა, შეფასება და მართვა, რის საშუალებასაც დერივატიული

ინსტრუმენტები იძლევა. საპროცენტო განაკვეთებს, სავალუტო კურსს, ნედლეულისა და საკვების ფასებს, აქციებს - ამ ყველაფერს ახასიათებს ფასების ცვალებადობა. სწორედ ამ რისკების მართვისათვის აუცილებელია დერივატივების ბაზრის არსებობა (4, 47-48);

დერივატივების ბაზარი საქართველოში არ არის განვითარებული, თუმცა ამ ეტაპზე არსებობს გარკვეული წინაპირობა, რაც ხელს უწყობს ბაზრის მონაწილეთა მოთხოვნის გაჩენას. ამ ფაქტორებს შორის შეგვიძლია გამოვყოთ შემდეგი: მცურავი გაცვლითი კურსი, რომლის გაზრდილმა ცვალებადობამ დაგვანახა რისკების შემცირების აუცილებლობა. თუ ეკონომიკური აგენტების უმეტესობისათვის ბუნებრივ ჰეჯირებას წარმოადგენს უცხოური ვალუტიდან ეროვნულ ვალუტაზე კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგიაზე გადასვლა, ზოგიერთი მათგანისთვის, ვისაც საერთაშორისო ოპერაციების განხორციელება უწევს, ფინანსური ინსტრუმენტებით რისკების დაზღვევა არის ერთადერთი სწორი გამოსავალი (4, 47-48). ამ მიზეზების გამო გაიზარდა მოთხოვნა სავალუტო დერივატივებზე.

გარდა ამისა, ბოლო წლებში ერთ-ერთი მთავარი ფაქტორია სესხებსა და ფასიან ქალაქებზე განაკვეთების ცვლილება. საპროცენტო განაკვეთის ცვალებადობამ განაპირობა ჰეჯირების მოთხოვნა, რაც ხელს უწყობს საპროცენტო განაკვეთების დერივატივების განვითარებას.

როგორც უკვე აღინიშნა, დერივატივები არის რთული ფინანსური ინსტრუმენტი და მისი გამოყენებით შესაძლებელია ფინანსური რესურსებისა და მასთან დაკავშირებული რისკების ეფექტური მართვა. მიუხედავად იმისა, რომ დერივატივების ბაზარი საქართველოში არ არის განვითარებული, ფინანსური ბაზრების სწრაფმა განვითარებამ კარგი ნიადაგი შექმნა ამ ტიპის ინსტრუმენტების გამოყენებისათვის.

ეროვნული ბანკის ანგარიშებში ვკითხულობთ, რომ „ეროვნული ბანკის ინიციატივით, ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკთან (EBRD) ერთად, დაიწყო მუშაობა საქართველოში დერივატივების ბაზრის განვითარებისთვის. ამ მუშაობის მიზანია, შექმნას დერივატივების ბაზრის განვითარების ხელშემწყობი სამართლებრივი საფუძველი და ბიზნესგარემო, რომელიც საერთაშორისო სტანდარტებსა და გამოცდილებას შეესაბამება.

შეიქმნა კანონი „ფინანსური გირავნობის, ურთიერთგაქვითვისა და დერივატივების შესახებ (5) “. აღნიშნული კანონი დაარეგულირებს ოპერაციებს წარმოებული ინსტრუმენტებით, განსაზღვრავს დერივატივის მხარეებს შორის ნეტინგის შესაძლებლობასა და ფინანსური გირავნობის გამოყენების საკითხებს.

აღნიშნული კანონი ემსახურება დერივატივების ბაზრის განვითარებისათვის საჭირო სამართლებრივი გარემოს შექმნას. საერთაშორისო ორგანიზაციების დახმარებით საქართველო ამ მიმართულებით მნიშვნელოვან რეფორმებს ახორციელებს, კერძოდ, ვითარდება ლარის ფულადი და კაპიტალის ბაზრები. დერივატივების გამოყენებით უნდა შემუშავდეს ჰეჯირებისა და რისკების ეფექტური მართვის მექანიზმი. რეფორმების საშუალებით სამართლებრივი გარემოს შექმნა ხელს შეუწყობს საერთაშორისო კონტაქტების დამყარებას და ქართულ ბანკებს გაუადვილებს ფინანსური სახსრების მოზიდვას უკეთესი პირობებით. ევროპის განვითარებისა და რეკონსტრუქციის ბანკის EBRD და სვოპებისა და დერივატივების საერთაშორისო ასოციაციის (ISDA) მხარდაჭერისთვის შემუშავდა აღნიშნული კანონი, რომელიც ფინანსური ბაზრების განვითარების საფუძველია.

საქართველოში დაახლოებით 10 კომერციული ბანკი სთავაზობს ფორვარდულ კონტრაქტებს აღნიშნული მომსახურებით დაინტერესებულ პირებს. კონკრეტული კონტრაქტისათვის ფორვარდის ფასს განსაზღვრავს კომერციული ბანკი, ხოლო ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული ინდექსი დაეხმარება მომხმარებელს, წარმოდგენა ჰქონდეს სავალუტო ფორვარდის საბაზრო (საშუალო) ფასებზე (3, 145-146).

მ. გოგოხია თავის ნაშრომში დასკვნის სახით აღნიშნავს, აუცილებელია საქართველოში საფონდო ბაზრის განვითარების სახელმწიფო კონცეფციის შემუშავება, სახელმწიფოს მარეგულირებელი როლის ამღლება, დეპოზიტული და საკლირინგო ქსელის განვითარება და ვაჭრობის უახლესი ტექნოლოგიების დანერგვა (3, 145-146).

დერივატივებთან მჭიდროდ არის დაკავშირებული ფინანსური გირავნობის საკითხი. ფინანსური გირავნობა საფინანსო სექტორში რისკების შემცირებას ემსახურება და ფინანსური სტაბილურობისთვის მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტია. ამ სფეროში საქართველომ ევროკავშირთან

ასოცირების ხელშეკრულებით ნაკისრი ვალდებულებებიც შეასრულა და ქართული კანონმდებლობა ევროკავშირის შესაბამისი გახადა. ფინანსური გირავნობა დერივატივების ანგარიშსწორებასთან დაკავშირებული რისკების მართვის არსებითი ინსტრუმენტია.

კანონის კიდევ ერთი ქვაკუთხედია ურთიერთგაქვითვა (ნეტინგი). ნეტინგის შესაძლებლობა მნიშვნელოვნად ამცირებს კაპიტალის მოთხოვნებს და, შესაბამისად, აიაფებს ფინანსურ ტრანზაქციებს. ნეტინგის შესაძლებლობა და მისი დაცულობის კანონით უზრუნველყოფა ბევრი უცხოური საფინანსო ინსტიტუტისათვის საქართველოში საქმიანობის აუცილებელი წინაპირობა იყო.

დერივატივები საუკეთესო მექანიზმია შემოსავლების ზრდისა და რისკების მართვისა, თუმცა ასევე ხასიათდება მაღალი რისკებით, თუ, რა თქმა უნდა, ის გამოიყენება არასწორად. დერივატივების სწორად გამოყენება მოითხოვს შესაბამისი ცოდნისა და რისკების მართვის სისტემების არსებობას.

ამიტომაც, კანონი ზღუდავს დერივატივების გამოყენების პირთა წრეს, რომელიც შემოიფარგლება მხოლოდ მაღალკავლიფიციური და ბაზრის მცოდნე მონაწილეებით. კანონში ვკითხულობთ, რომ ფიზიკური პირებისთვის დერივატივების ინსტრუმენტების შექმნა მხოლოდ იმ ლიცენზირებული ფინანსური ინსტიტუტების საშუალებითაა დაშვებული, რომელთაც ეროვნული ბანკი ზედამხედველობს და მათ აქვთ ვალდებულება, ერთი მხრივ, სრულყოფილად აუხსნან მომხმარებელს პოტენციური რისკების შესახებ და, მეორე მხრივ, არ შესთავაზონ ისეთი პროდუქტები, რომლებიც არ შეეფერება ამა თუ იმ კატეგორიის ინდივიდუალურ ინვესტორს (5).

კანონის მიღებასა და განხორციელების პროცესს თვალყურს ადევნებენ საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტები და ინვესტორები. დერივატივების გამართული საკანონმდებლო ბაზა არის მნიშვნელოვანი წინაპირობა იმისა, რომ საქართველოში ფინანსური ოპერაციები განხორციელდეს. მიღებულმა კანონმა მნიშვნელოვნად უნდა შეამციროს ქართულ კონტრაგენტებთან ურთიერთობის რისკები და გაამარტივოს ინვესტიციების მოზიდვა. ეს აგრეთვე ქართულ ბანკებს გლობალურ ბაზრებზე ინტეგრირების საშუალებას მისცემს.

კანონის შემუშავებისას მთლიანად იქნა გათვალისწინებული საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკა და ქართული ბაზრისა და სამართლებრივი სისტემის თავისებურებები. პროექტის შემუშავებაში აქტიურად იყვნენ ჩართული ფინანსთა, ეკონომიკისა და იუსტიციის სამინისტროები.

დერივატივების ბაზრის განვითარების პროექტის ფარგლებში ჩატარებულმა წინასწარმა ანალიზმა ცხადყო შემდეგი -- ქართული კანონმდებლობა საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისი რომ იყოს, გარკვეული ცვლილებებია საჭირო:

მომზადდეს ცვლილებების პაკეტი, რომელიც სხვადასხვა ნორმატიულ აქტს შეეხება და მოიცავს შემდეგ საკითხებს: დერივატივული ტრანზაქციის განმარტებას შესაბამის საკანონმდებლო აქტებში; იმ პირთა წრის განსაზღვრას, რომელთაც შეეძლება დერივატივების ტრანზაქციების დადება; ასევე შეეხება ურთიერთგაქვითვის (ნეტინგის), საბოლოო ურთიერთგაქვითვისა (ქლოუზაუთ ნეტინგის) და ფინანსური გირაოს მოქმედების სფეროს გავრცელებას დერივატივების ბაზრის მონაწილეებზე; დერივატივების ტრანზაქციების ფორმალური და მატერიალური კანონიერების სტანდარტის განსაზღვრას; დერივატივების ბაზრის მონაწილეებზე ზედამხედველ ორგანოსა და მისი უფლებამოსილების ფარგლების დადგენას; დერივატივების ტრანზაქციების დაბეგვრისა და გადასახადების დაკისრების საკითხებს.

საქართველოში დერივატივების ბაზრის განვითარების ტენდენციის შესწავლის მიზნით ჩატარდა გამოკითხვა. გამოკითხვისას გამოვიყენეთ ჩაღრმავებული ინტერვიუს ინსტრუმენტი. (გამოკითხვის პროცესი იხ. კვლევის მეთოდოლოგიაში). გამოკითხვის პროცესში მონაწილეობა მიიღეს დარგის ექსპერტებმა (ჩატარებულ კვლევისას გამოკითხა ამ სფეროში მომუშავე ეროვნული ბანკის ორი, და კომეციული ბანკების ოთხი ექსპერტი, ანონიმურობა დაცულია).

გამოკითხვის შედეგად მიღებული ინფორმაცია დამუშავდა, რომელიც წარმოდგენილია შედეგების სახით. კერძოდ, საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი განვითარების საწყის ეტაპზეა. ადგილობრივი აქციების ბაზარი არ არის აქტიური (მაგ. 2020 წლის გარიგებების საერთო

ღირებულება 46135.30 ლარს შეადგენდა)⁶¹ განსხვავებით სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრისაგან, რომელიც ბოლო წლებში მნიშვნელოვნად გააქტიურდა. აღსანიშნავია, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებასა და მის მასშტაბზე მრავალი ფაქტორი მოქმედებს, თუმცა ეკონომიკისა და ქვეყნის ზომა (როგორც ემიტენტების, ასევე ინვესტორების კუთხით) განვითარების მნიშვნელოვანი ფაქტორებია. საქართველოს ეროვნული ბანკისა და მთავრობის როლი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებაში კაპიტალური ბაზრის შემდგომი განვითარებისთვის, ეკონომიკის ზრდასთან ერთად, მნიშვნელოვანია. აგრეთვე უმნიშვნელოვანესია საქართველოს ისტორიაში 2018 წელს განხორციელებული საპენსიო რეფორმა - „დაგროვებითი საპენსიო სქემის“ ამოქმედება, რომელიც ხელს შეუწყობს დანაზოგებისა და ინვესტიციების ზრდას და კაპიტალის ბაზრის განვითარებას⁶². ამასთან ერთად, მნიშვნელოვანია შეიქმნას შესაბამისი ხელშემწყობი გარემო, რაც გრძელვადიანი სტრატეგიის თანმიმდევრულ შესრულებასა და პროაქტიულ ქმედებებს მოითხოვს. შესაბამისი ხელშემწყობი გარემო, თავის მხრივ, გულისხმობს სტაბილურ მაკროეკონომიკურ გარემოს, ფინანსური სექტორის მდგრად, გამჭვირვალე და ეფექტურ ფუნქციონირებას, გამართულ საკანონმდებლო და საზედამხედველო ჩარჩოს, რომელიც უზრუნველყოფს ინვესტორების უფლებების დაცულობასა და ბაზრის სანდოობას, სხვადასხვა მასტიმულირებელი (საგადასახადო) პოლიტიკის არსებობას, განვითარებულ სამთავრობო ობლიგაციების ბაზარს, ქვეყნის კაპიტალის ბაზრის საერთაშორისო სტანდარტებთან თანხვედრასა და შესაბამისობას, ფინანსური ინსტრუმენტების მრავალფეროვნების არსებობას, ფინანსური განათლების დონის ამაღლებასა და ასე შემდეგ.

დერივატივების ბაზარი, სააქციო და სავალო ინსტრუმენტებთან ერთად, კაპიტალის ბაზრის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ნაწილს წარმოადგენს.

⁶¹ https://www.gse.ge/trades?securities_id=&from=Jan+1%2C+2020&to=Dec+31%2C+2020

⁶² საქართველოს ეროვნული ბანკი

<https://nbg.gov.ge/page/%E1%83%93%E1%83%90%E1%83%92%E1%83%A0%E1%83%9D%E1%83%95%E1%83%94%E1%83%91%E1%83%98%E1%83%97%E1%83%98-%E1%83%A1%E1%83%90%E1%83%9E%E1%83%94%E1%83%9C%E1%83%A1%E1%83%98%E1%83%9D-%E1%83%A1%E1%83%A5%E1%83%94%E1%83%9B%E1%83%90>

დერივატიული ინსტრუმენტები მნიშვნელოვანია უცხოური ინვესტორებისა და ფინანსური შუამავლების მოსაზიდად. ქართულ ბანკებს სწორედ დერივატივების დახმარებით შეეძლებათ ფინანსური რესურსების უფრო მარტივად და იაფად მოზიდვა და ასევე დაზღვევაც და ჰეჯირებაც, მაგრამ ეს, რა თქმა უნდა, დამოკიდებულია სტაბილურ მაკროეკონომიკურ გარემოზე. ბოლო პერიოდში COVID19-ის მიერ გამოწვეული ეკონომიკური შოკები მძიმედ აისახა ლარის კურსზე და პანდემიის პირობებში, ლიკვიდობის მომავალი რისკების თავიდან აცილების მიზნით, ეროვნულმა ბანკმა დროებითი ინსტრუმენტები აამოქმედა: სავალუტო სვოპი, მუდმივმოქმედი სავალუტო სვოპი და მცირე და საშუალო ბიზნესის ლიკვიდობის მიწოდების ინსტრუმენტი.

საქართველოში სავალუტო რისკების მართვის ინსტრუმენტებს მხოლოდ რამდენიმე კომერციული ბანკი სთავაზობს კლიენტებს - (სს „თიბისი ბანკი“, სს „ბანკი რესპუბლიკა“, სს „ვითიბი ბანკი ჯორჯია“ და სს „საქართველოს ბანკი“, „ქართუ ბანკი“, „ტერა ბანკი“, „იმ ბანკი“, „პაშა ბანკი“, „კრედიო ბანკი“ და „ლიბერთი ბანკი“) და დერივატიული ინსტრუმენტების რეალური მომხმარებლების რაოდენობა ძალიან მცირეა. კვლევისას ამის შემდეგი ძირითადი მიზეზები გამოიკვეთა - საქართველოში, რომლის ერთადერთ კანონიერ საგადამხდელო საშუალებასაც ქვეყნის ეროვნული ვალუტა - ლარი წარმოადგენს, დერივატიული ინსტრუმენტებით ჰეჯირებაც სწორედ ლარში ხორციელდება, ლარი კი უცხოური ინვესტორებისა და ფინანსური შუამავლებისთვის არამიმზიდველი ვალუტაა, ხოლო ადგილობრივი მომხმარებლებისთვის კი დერივატიული ინსტრუმენტები საკმაოდ ძვირია და არა ხელმისაწვდომი. ამასთან ერთად, მომხმარებლები არ არიან ინფორმირებულნი „ჰეჯირების არსის და ჰეჯირები ფასის შესახებ.“ იმისათვის, რომ დერივატივების ბაზარი საქართველოში განვითარდეს, საჭიროა ბაზრის მონაწილეები არა მხოლოდ ადგილობრივი კომერციული ბანკები, არამედ უცხოური ინვესტორები და ფინანსური შუამავლებიც იყვნენ. ამ ეტაპზე შეიძლება ითქვას, რომ საქართველოში დერივატივების ბაზარი არ არსებობს, მიუხედავად იმისა, რომ კანონი „ფინანსური გირავნობის, ურთიერთგაქვითვისა და დერივატივების შესახებ“ მიღებულია.

3.5 გლობალური პანდემიის (კოვიდ 19) გავლენა დერივიტივების ბაზრებზე

ეკონომიკური თვალსაზრისით, Covid-19-ის პანდემიის დაწყებიდან დღემდე დიდი ყურადღება ექცევა COVID-19-ის გავლენას როგორც პოტენციურ სოციალურ ხარჯზე, ასევე - მის პოტენციურ ზემოქმედებას ფინანსურ ინსტიტუტებსა და პროდუქტებზე, და, რასაკვირველია, მის შედეგებს... აღსანიშნავია, რომ ამ კუთხით განვითარებული მოვლენები მეტად თვალშისაცემია, აშკარაა! ამის მაგალითია საკარანტინო ზომების მიღების გამო ფინანსური მხარეების მიერ ვალდებულებების შეუსრულებლობა. მნიშვნელოვან და ყურადსაღებ შედეგად ასევე შეგვიძლია მივიჩნიოთ ფინანსური ბაზრების მუდმივი არამდგრადობა, ფასებისა და მოთხოვნების ცვალებადობა, რამაც, თავის მხრივ, გამოიწვია ფინანსური სირთულეები და ფულადი სახსრების სიმცირე. მაგალითად, ეპიდემიის გავრცელების შემდეგ, შემფოთების მატებასთან ერთად, ვირუსის მავნე ზემოქმედებამ კაპიტალის ბაზრებზე გარკვეული ექსტრემალური ხასიათის ცვლილებები გამოიწვია. ეს შეეხო ბიზნესის სხვადასხვა სექტორს. ამავდროულად, მკვეთრი მოქმედებები განხორციელდა სასაქონლო და სავალუტო ბაზრებზეც.

ნებისმიერი სახის საბაზრო ცვლილებების პირველი მსხვერპლნი ხშირად არიან არასაბანკო მხარეები, რომელთაც ვაჭრობის (ან ვაჭრობის სერიის) არასწორი მხარე უჭირავთ კონკრეტულ ბაზარზე და მოულოდნელად აწყდებიან გირაოს მოთხოვნას, რომელსაც ვერ აკმაყოფილებენ. დერივატივები ხშირად მოითხოვენ, რომ მხარემ, რომელსაც ფინანსები არ აქვს, უზრუნველყოს გირაო (ჩვეულებრივ ნაღდი ფული ან სხვა ლიკვიდური აქტივები) პოტენციური ზარალის ასანაზღაურებლად. ბაზრის უეცარმა და მოულოდნელმა ცვლილებამ, რომელიც შეეხება ამ აქციებს, საპროცენტო განაკვეთებს, უცხოურ ვალუტას თუ სასაქონლო ფასებს, შესაძლოა დაუწესოს მეორე მხარეს გირაო მისი სავაჭრო პოზიციების საბაზრო ღირებულებიდან გამომდინარე. დამატებითი უზრუნველყოფის ვალდებულებები შეიძლება დაგროვდეს დღეების ან კვირების განმავლობაში, თუ შესაბამისი ბაზარი კვლავ იმოქმედებს მეორე მხარის წინააღმდეგ.

ამან შესაძლოა დაზარალებულ მხარეს შეუქმნას ფულადი სახსრების ისეთი პრობლემები, რომ მან საბოლოოდ ვეღარ დააკმაყოფილოს გირაოს მოთხოვნები. თუ ბაზარზე განხორციელებული ცვლილებები დიდია, ეს პროცესი შეიძლება კიდევ უფრო სწრაფად განვითარდეს.

გირაოს მოთხოვნების შეუსრულებლობამ შეიძლება გამოიწვიოს დერივატივებთან დაკავშირებული ყველა ტრანზაქციის დახურვა/გაუქმება. როგორც წესი, ფორმალური მოთხოვნის შემდეგ, მხარეს მხოლოდ რამდენიმე დღე აქვს გირაოს განსათავსებლად. თუ ეს არ ხორციელდება, ვალდებულების არმქონე მხარეს უფლება ექნება, შეწყვიტოს ყველა დავალიანება, შეაფასოს შეწყვეტილი ტრანზაქცია და მოსთხოვოს მეორე მხარეს მასზე დაკისრებული თანხის გადახდა.

გლობალურმა საფონდო ბირჟებმა 2019 წელი დაიწყეს 2018 წლის ბოლოს არსებული დაბალი საბაზრო კაპიტალის მაჩვენებლების ფონზე. თუმცა, დროის სვლასთან ერთად, გლობალური ეკონომიკური დაცემის შიში შემცირდა და გეოპოლიტიკურმა და სავაჭრო მდგომარეობამ დაძაბულობა გარკვეულწილად შეამცირა. დაახლოებით წლის ბოლოსთვის მაჩვენებლების უმეტესობა დადებითი იყო: შიდა საბაზრო კაპიტალიზაციამ მიაღწია რეკორდულ მაჩვენებლებს მთელ მსოფლიოში და საინვესტიციო ნაკადები IPO-ების მეშვეობით მნიშვნელოვნად გაიზარდა. რაც შეეხება მინუსს, დაფიქსირდა მნიშვნელოვანი ვარდნა ახალ განცხადებებში IPO-ების მეშვეობით. 2019 წლის პოზიტიური მაჩვენებლები ნაწილობრივ იმის შედეგია, რომ წელი დაიწყო დაბალი საფეხურიდან, თუმცა ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ ისინი ასევე იმ კონკრეტული მოვლენების შედეგია, როგორცაა Aramco-ს რეკორდული IPO, Fed-ის მიერ საპროცენტო განაკვეთების შემცირება და ზოგიერთი დიდი IPO ტექნოლოგიების სექტორი. ბირჟაზე დერივატივების მოცულობამ მიაღწია რეკორდულ მაჩვენებლებს, 2018 წელთან შედარებით, მხოლოდ სავალუტო ფიუჩერსებმა აჩვენა კლება. 2019 წლის ბოლო დღეს ჩინეთმა გამოაცხადა პნევმონიის შემთხვევების კლასტერული რაოდენობა ვუჰანში, ჰუბის პროვინციაში. 2020 წლის 13 იანვარს ჩინეთის ფარგლებს გარეთ, ტაილანდში, პირველი შემთხვევა დაფიქსირდა და ორი კვირის შემდეგ, 31 იანვარს, დაავადება გამოცხადდა საზოგადოებრივი ჯანმრთელობის საერთაშორისო შემფოთების საგანგებო მდგომარეობად. 11 მარტს ჯანდაცვის მსოფლიო ორგანიზაციამ Covid-19 პანდემიად გამოაცხადა და რამდენიმე დღის შემდეგ ევროპა გახდა ამ დაავადების ცენტრი, რადგან იქ უფრო მეტი შემთხვევა დაფიქსირდა, ვიდრე დანარჩენ ქვეყნებში (ჩინეთის გარდა). ამერიკის შეერთებულმა შტატებმა აკრძალა ევროპიდან შემოსვლა და გამოაცხადა ეროვნული საგანგებო მდგომარეობა. 2020 წლის პირველი სამი თვის განმავლობაში აღნიშნული მოვლენების განვითარების სისწრაფემ და თანმიმდევრობამ აშკარა გავლენა

მოახდინა ბაზრებზე: იანვარი ჯერ კიდევ ფინანსურად ძლიერი იყო, თებერვალი უკვე ნაკლებად ძლიერი გახდა ამ მხრივ, ხოლო მარტში ადგილი ჰქონდა გლობალური საბაზრო კაპიტალიზაციის მკვეთრ შემცირებას, ვაჭრობის ვარდნის რეკორდულ მაჩვენებლებთან ერთად. გლობალურად, 18 ტრილიონ დოლარზე მეტი განადგურდა COVID-19-ის კრიზისის შედეგად 2020 წლის თებერვალსა და მარტში.

თუმცა ასეთ რთულ ეტაპზეც კი ბაზრები აგრძელებდნენ თავიანთი როლის შესრულებას. ეს, როგორც ვიცით, ხელს უწყობს ფინანსური სახსრების გადაცემას რეალურ ეკონომიკაში. 2019 წლის I კვარტალთან შედარებით IPO-ების გლობალური რაოდენობა და მოზიდული კაპიტალის რაოდენობა მნიშვნელოვნად გაიზარდა. მარტშიც კი, კვარტალში ყველაზე მეტად დაზარალებულ თვეში, დაფიქსირდა 70-ზე მეტი IPO მთელ მსოფლიოში, რამაც მოიზიდა 9 მილიარდ აშშ დოლარზე მეტი ღირებულების კაპიტალი. პირველადი ბაზრები სასარგებლო აღმოჩნდა ეპიდემიის პერიოდში ადგილობრივი ეკონომიკის შენარჩუნების თვალსაზრისით, მაშინ, როცა ისინი ძირითადად ფინანსურ კრახს განიცდიდნენ. არ შეიძლება არ აღვნიშნოთ ის გარემოება, რომ როდესაც ადგილი ჰქონდა ვაჭრობის დრამატულ ზრდას და ცვალებადობას, ბაზრების აბსოლუტური უმრავლესობა დარჩა კვლავ ღია. 2020 წლის I კვარტლის სტატისტიკის ანალიზის მიხედვით ჩანს თუ რა გამოწვევებს წააწყდნენ ბაზრები ამ რთულ დროს. გლობალური საბაზრო კაპიტალიზაცია 2019 წლის ბოლოს 25.58%-ით გაიზარდა, 2018 წელთან შედარებით. ეს შედეგი არ მოიცავს შემდეგ ორ ფაქტორს: 2018 წლის მღელვარე დასასრული გამოირჩეოდა საბაზრო კაპიტალიზაციის მნიშვნელოვანი შემცირებით, 2017 წელთან შედარებით და რეკორდული შემცირებით IPO- Saudi Aramco 2019 წლის დეკემბერში, როდესაც მხოლოდ 2 ტრილიონ აშშ დოლარს შეადგენდა. თუმცა, მიუხედავად ამისა, ჩვენ ვაკვირდებით საბაზრო კაპიტალიზაციის ზრდას ამერიკის რეგიონში - 19.44%, APAC - 30% და EMEA - 32%. 2019 წლის ნოემბერში გლობალურმა საბაზრო კაპიტალიზაციამ მიაღწია 2018 წლის ბოლომდე, შემდეგ კი სწრაფად გაიზარდა დეკემბერში (ყველა რეგიონში), როდესაც ადგილი ჰქონდა 3.2%-იან ზრდას ამერიკის რეგიონში, 5.2%-იან ზრდას აზია-წყნარ ოკეანეში და 14.2%-იან ზრდას EMEA-ში (უკვე

აღნიშნული Aramco IPO-ს გამო). 2019 წლის ბოლოს შიდა საბაზრო კაპიტალიზაციამ 93.32 ტრილიონი აშშ დოლარი შეადგინა (იხ. დანართი 2) ⁶³.

2020 წლის 1-ლ კვარტალში COVID-19-ის გავრცელებამ გამოიწვია გაურკვეველობა, რისი შედეგიც იყო გლობალური საბაზრო კაპიტალიზაციის მკვეთრი ვარდნა; 2020 წლის პირველი კვარტლის ბოლოს 13,61%-ით შემცირებით, 2019 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით. 18 ტრილიონ აშშ დოლარზე მეტი გლობალურად განადგურდა COVID-19 -ით 2020 წლის თებერვალსა და მარტში. 2020 წლის პირველი კვარტლის ბოლოს შიდა საბაზრო კაპიტალიზაციამ 73.14 ტრილიონი აშშ დოლარი შეადგინა. 2019 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით, როდესაც ბაზრებმა ხელახლა დაიწყეს აღდგენა 2018 წლის არასტაბილური ბოლო პერიოდის შემდეგ, გლობალური საბაზრო კაპიტალიზაცია დაფიქსირდა 13.61%-ით შემცირებით. ყველა რეგიონი თანაბრად დაზარალდა: ამერიკის რეგიონმა დაკარგა ღირებულების 17,28%, აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონმა 12,76% და EMEA რეგიონმა 7,11%. კლება კიდევ უფრო გამოიკვეთება, თუ შევადარებთ 2019 წლის მეოთხე კვარტალს, როდესაც ბაზრები სრულად „გამოჯანმრთელდნენ“ 2018 წლის ბოლოდან, დასასრულიდან - (გლობალური კლება: -20.75%; ამერიკა: -22.18%; აზია-წყნარი ოკეანე: 17.48%; EMEA: - 22.79 %). კლება მეტწილად დაფიქსირდა თებერვალსა და მარტში: 2020 წლის იანვართან შედარებით, 2020 წლის თებერვალში მსოფლიო ბაზრებზე დაფიქსირდა საბაზრო კაპიტალიზაციის 12,82%-იანი კლება. 2020 წლის მარტი დამატებითი 8,55%-იანი კლებით ხასიათდებოდა. 2020 წლის თებერვალსა და მარტში გლობალურად 18 ტრილიონ დოლარზე მეტი განადგურდა COVID-19-ის კრიზისმა. 2019 წელს აქციებით ვაჭრობის ღირებულება 7.37%-ით შემცირდა, 2018 წელთან შედარებით, თუმცა აქციებით ვაჭრობის რაოდენობა გაიზარდა 13.0%-ით (იხ. დანართი 2) ⁶⁴.

ეს აშკარა განსხვავება შეიძლება აიხსნას რეგიონული ტენდენციებით: ამერიკისა და EMEA რეგიონები გვიჩვენებენ ნეგატიურ ტენდენციას, ხოლო აზია-წყნარი ოკეანე კი - დადებით

⁶³ World federation of exchange <https://statistics.world-exchanges.org/>

⁶⁴ World federation of exchange <https://statistics.world-exchanges.org/>

ტენდენციას. ვაჭრობის EOB ღირებულებისთვის, ზრდა აზია-წყნარ ოკეანეში (+10.9%) არ არის საკმარისად დიდი, რომ გადაუსწროს ამერიკასა (-15.37%) და EMEA-ში (-15.3%) დაფიქსირებულ ვარდნას. ვაჭრობის რაოდენობის ნაცვლად, აზიის წყნარი ოკეანის თვალსაჩინო ზრდა (+23.3%), მცირე ნეგატიურ მაჩვენებლებთან შედარებით, ამერიკაში (-1.65%) და EMEA (-2.7%) საკმარისია გლობალური დადებითი ტენდენციის განსახორციელებლად. 2019 წლის ოთხ კვარტალში ვაჭრობის ღირებულება ყველაზე მაღალი 2019 წლის პირველ კვარტალში იყო, ხოლო ვაჭრობის რაოდენობა ყველაზე მაღალი იყო 2019 წლის მესამე კვარტალში. 2019 წლის მეოთხე კვარტალში ჩვენ ვნახეთ 21.51 ტრილიონი აშშ დოლარის ღირებულების ვაჭრობა.

2020 წლის I კვარტლის ბოლოსათვის, აქციებით ვაჭრობის ღირებულებამ 32,47 ტრილიონი აშშ დოლარი შეადგინა. ეს წარმოადგენს მნიშვნელოვან ზრდას გლობალურად ანუ +36,13%-ით, 2019 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით. ყველა რეგიონი თანაბრად დაზარალდა ამ პოზიტიური ტენდენციით: ამერიკის რეგიონმა დააფიქსირა 42,29%-იანი მატება, აზია-წყნარ ოკეანის რეგიონმა 25,97%-ით, ხოლო EMEA რეგიონმა 42.16%-იანი, 2019 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით. ზრდა კიდევ უფრო შესამჩნევია 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით⁶⁵.

2020 წლის პირველ კვარტალში, კერძოდ, თებერვალსა და მარტის თვეებში, 24 ტრილიონ აშშ დოლარზე მეტი იქნა გამომუშავებული ვაჭრობით.

ვაჭრობის ღირებულების ზრდა მეტწილად დაფიქსირდა თებერვალსა და მარტში: 2020 წლის იანვართან შედარებით, 2020 წლის თებერვალში მსოფლიო ბაზრებზე აქციებით ვაჭრობის ღირებულება 26,43%-ით გაიზარდა. 2020 წლის მარტი დამატებითი 43,44%-იანი ზრდით გამოირჩეოდა. 24 ტრილიონ აშშ დოლარზე მეტით ვაჭრობა განხორციელდა გლობალურად 2020 წლის თებერვალსა და მარტში. აქციებით ვაჭრობა შედარების ტენდენციას მიჰყვებოდა - 2020 წლის I კვარტლის ბოლოსთვის აქციებით ვაჭრობის გლობალური რაოდენობა შეადგენდა 8,6

⁶⁵ World federation of exchange <https://statistics.world-exchanges.org/>

მილიარდს, რაც უდრის 37,81%-იან ზრდას, 2019 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით. ყველა რეგიონი თანაბრად დაზარალდა ამ დადებითი ტენდენციით.

2019 წელს დაფიქსირდა ჩამოთვლილი კომპანიების რაოდენობის 1.12%-იანი ზრდა, 2018 წლის ბოლოსთან შედარებით. ამ შედეგს განაპირობებს აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონი, რომელშიც 2.46%-ით გაიზარდა ჩამოთვლილი კომპანიების რაოდენობა. ამის საპირისპიროდ, დაფიქსირდა სიაში შესული კომპანიების რაოდენობის შემცირება ამერიკასა და EMEA-ში, სადაც, შესაბამისად, -0.61% და -0.24% კლება ჩანს.

2019 წლის განმავლობაში IPO-ების მეშვეობით ახალი განცხადებების რაოდენობა 25%-ით შემცირდა, 2018 წელთან შედარებით, თუმცა ინვესტიციების ნაკადები IPO-ებით გაიზარდა 12.2%-ით, ძირითადად, ტექნოლოგიურ სექტორში რამდენიმე დიდი IPO-ს და Aramco-ს IPO-ს გამო საუდის არაბეთში.

IPO-ების მეშვეობით ახალი ჩამონათვალი 25.0%-ით შემცირდა, 2018 წელთან შედარებით. ეს გამოწვეული იყო IPO-ების რაოდენობის შემცირებით სამ რეგიონში: აზიის წყნარი ოკეანე (-20.3%), ამერიკა (-24.3%) და განსაკუთრებით EMEA (-42.2%), სადაც Brexit-ის შესახებ გაურკვევლობამ გამოიწვია ეს შედეგი. საინვესტიციო ნაკადები IPO-ებით გაიზარდა 12.1%-ით გლობალურად, 2018 წელთან შედარებით. ეს ძირითადად უკავშირდება აზია-წყნარი ოკეანის (+6.7%) და EMEA რეგიონში (+41.75%) ზრდას და ეს უკანასკნელი შედეგი მეტწილად განპირობებულია Aramco IPO-ით. ამერიკამ მხოლოდ მცირე ზრდა დააფიქსირა (+0,9%). IPO-ების რაოდენობის შემცირებისა და მოზიდული სახსრების ოდენობის ზრდა ვარაუდობს, რომ 2019 წლის განმავლობაში ბაზარზე გამოსული კომპანიები საშუალოდ უფრო დიდი ზომის იყვნენ: 2019 წელს ინვესტიციების ნაკადი, ჩამონათვლის მიხედვით, მართლაც იყო 166.2 მილიონი აშშ დოლარი, 2018 წლის 113 მლნ აშშ დოლარისგან განსხვავებით (იხ. დანართი 2) ⁶⁶.

⁶⁶ World federation of exchange <https://statistics.world-exchanges.org/>

2019 წლის Non-IPO სია გაიზარდა 30.8%-ით, 2018 წელთან შედარებით. როგორც ზემოთ აღინიშნა, IPO-ს სია შემცირდა ამერიკის რეგიონში, ხოლო ინვესტიციების ნაკადები ოდნავ გაიზარდა ტექნოლოგიის სექტორში რამდენიმე მნიშვნელოვანი IPO-ის წყალობით: ტექნოლოგიური კომპანია Uber (NYSE), რომელმაც მოიზიდა 8 მილიარდ დოლარზე მეტი; Uber-ის მთავარი კონკურენტი Lyft (Nasdaq), რომელმაც 2.3 მილიარდი აშშ დოლარი მოიზიდა; სოციალური მედიის კომპანია Pinterest (NYSE), რომელმაც 1,4 მილიარდი აშშ დოლარი შეაგროვა. აღსანიშნავია აგრეთვე ქიმიური პროდუქტების კომპანია Avantor (NYSE) IPO, რომელმაც მოიზიდა თითქმის 2,9 მილიარდი აშშ დოლარი.

მთლიანი ჩამონათვლის შემცირების მიუხედავად, აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონს ლომის წილი ჰქონდა როგორც გლობალურ IPO-ს (65.2%), ასევე საინვესტიციო ნაკადებში (48.3%). Hong Kong Exchanges and Clearing (HKEX) დააფიქსირა IPO-ების ყველაზე მეტი რაოდენობა გლობალურად (150), ისევე, როგორც ზოგიერთმა უმსხვილესმა IPO-ებმა მსოფლიოში.

2019 წელს საინვესტიციო ნაკადები უკვე ჩამოთვლილ კომპანიებში 17.7%-ით შემცირდა. აღსანიშნავია ონლაინ საცალო ვაჭრობის, Alibaba-ს, მეორადი ჩამონათვალი, რომელმაც მოიზიდა თითქმის 13 მილიარდი აშშ დოლარი და პირველადი ჩამონათვალი ლუდის კომპანია Budweiser-ისა, რომელმაც შეაგროვა 5.7 მილიარდი აშშ დოლარი. ჩინეთში, ჩინეთის Zheshang Bank-მა შანხაის საფონდო ბირჟაზე თითქმის 1,8 მილიარდი დოლარი მოიზიდა, ხოლო ენერგეტიკულმა კომპანია CGN Power-მა შენჯენის საფონდო ბირჟაზე 1,7 მილიარდი აშშ დოლარი შეაგროვა EMEA-ს რეგიონში. ინვესტიციების ნაკადები დაეცა Brexit-ის მოლაპარაკებების შედეგად გამოწვეული გაურკვევლობის ფონზე. თუმცა საინვესტიციო ნაკადები 41%-ზე მეტია საუდის არაბეთის საფონდო ბირჟაზე ჩატარებული, ისტორიაში ყველაზე დიდი, IPO-ს წყალობით. ესაა ნავთობკომპანია Aramco, რომელმაც თავისი IPO-ს დღეს 25 მილიარდი აშშ დოლარი შეაგროვა. მეორე უმსხვილესი IPO რეგიონში იყო Nexi, იტალიური საკრედიტო ბარათების გამცემი და სალარო აპარატების მენეჯერი, რომელმაც Borsa Italiana-ზე 2.2 მილიარდი აშშ დოლარი შეაგროვა. კონფერენციის პროგრამული უზრუნველყოფის მწარმოებელმა Teamviewer-მა Deutsche Boerse-ზე 2.1 მილიარდი აშშ დოლარი შეაგროვა, რაც რეგიონში მესამე უმსხვილეს IPO-ს იკავებს.

Non-IPO ლისტინგები გაიზარდა 30.8%-ით, 2018 წელთან შედარებით. ეს რიცხვი, ძირითადად, გამოწვეულია აზია-წყნარი ოკეანის ბირჟის (შანხაის საფონდო ბირჟის) მუშაობით, სადაც Non-IPO-ს რაოდენობა გაიზარდა 94.7%-ით, 2018 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით. 2019 წლის მეოთხე კვარტალში 220 Non-IPO-ს საინვესტიციო ნაკადები უკვე ჩამოთვლილ კომპანიებში 17.7%-ით შემცირდა. ეს განპირობებული იყო ინვესტიციების ნაკადების შემცირებით სამივე რეგიონში: 22,1%-იანი კლება ამერიკის რეგიონში, 13,8%-იანი კლება აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონში და 21,5%-იანი კლება EMEA-ს რეგიონში.

2020 წლის 1-ლ კვარტალში პირველადი ბაზრები განაგრძობდნენ მნიშვნელოვან დაფინანსებას COVID-19-ის გავრცელების დროს. 2019 წლის პირველ კვარტალთან მიმართებაში, IPO-ების გლობალური რაოდენობა მნიშვნელოვნად გაიზარდა (+6.90%), მოზიდულ დაფინანსებასთან ერთად (+61.25%). თუმცა ეს მაჩვენებლები მეტწილად მიეკუთვნება 2020 წლის იანვარსა და თებერვალს, მარტი ხასიათდება უმნიშვნელო შემცირებით.

2020 წლის I კვარტალში საფონდო ბირჟებზე სულ 225 ახალი კომპანია იყო ჩამოთვლილი. ეს 6.9%-ით მეტია 2019 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით (რაც იყო 210), თუმცა 53.97%-ით ნაკლები, 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით (რაც იყო 386). მიუხედავად COVID-19-ის აფეთქებისა, 2020 წლის თებერვალსა და მარტში არ დაფიქსირდა IPO-ების რაოდენობის შემცირება: 74 კომპანია ჩამოთვლილი იყო IPO-ს მეშვეობით 2020 წლის თებერვალში და 73 მარტში. ეს მაჩვენებლები შედარებულია და აღემატება 2019 წლის რამდენიმე თვეს: მაგალითად, 2019 წლის იანვარსა და თებერვალში იყო 61 და 64 IPO, ხოლო 2019 წლის აგვისტოსა და სექტემბერში, შესაბამისად, 74 და 71 IPO (იხ. დანართი 2) ⁶⁷.

პირველადი ბაზრები სასარგებლო აღმოჩნდა ეპიდემიის დროს ადგილობრივი ეკონომიკის შესანარჩუნებლად, მაშინ, როდესაც მათ ყველაზე მეტად სჭირდებოდათ.

⁶⁷ World federation of exchange <https://statistics.world-exchanges.org/>

2019 წელს ETF-ებით ვაჭრობის ღირებულება და მოცულობა, 2018 წელთან შედარებით, 10.3%-ით და 1.03%-ით შემცირდა. ღირებულების გლობალური კლება გამოწვეული იყო უარყოფითი მაჩვენებლებით ყველა რეგიონში. ის შემცირდა 9,9%-ით ამერიკაში, 9,1%-ით აზიის წყნარ ოკეანეში და 26,6%-ით EMEA-ში. ETF-ებით ვაჭრობის რაოდენობა შემცირდა 1,03%-ით, მიუხედავად მოცულობის ზრდისა აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონში (15,73%) და EMEA რეგიონში (15,85%). თუმცა ნეგატიური ცვლილება განპირობებული იყო ETF სავაჭრო აქტივობის თვალსაზრისით უდიდესი ამერიკული ბაზრით, რომელმაც ETF ვაჭრობის ღირებულება 5.1% - ით შეამცირა. ოთხ კვარტალში ვაჭრობის ETF-ების საერთო მოცულობა და ღირებულება ყველაზე მაღალი იყო 2019 წლის მესამე კვარტალში.

COVID-19-ით გამოწვეულმა კრიზისმა გაანადგურა დაახლოებით 1 ტრილიონი აშშ დოლარი ETF-ში გლობალურად. ETF-ებში დაბანდებული აქტივების ღირებულება, რაც შეადგენდა 6.30 ტრილიონ აშშ დოლარს 2020 წლის იანვრის ბოლოს, 5.28 ტრილიონ აშშ დოლარამდე ჩამოვიდა 2020 წლის მარტის ბოლოს. 2020 წლის პირველ კვარტალში გლობალურად ჩამოთვლილი ETF-ები გაიზარდა 3.78%-ით. ზრდა ახასიათებდა ყველა რეგიონს.

2019 წელს ბირჟაზე სავაჭრო დერივატები 15%-ით გაიზარდა, 2018 წელთან შედარებით და მიაღწია წლის განმავლობაში რეკორდულ 33,18 მილიარდ კონტრაქტს. კონტრაქტის ტიპების მიხედვით, 2019 წელს ოფციონები გაიზარდა 17%-ით და მიაღწია 14,68 მილიარდ კონტრაქტს, ხოლო ფიუჩერსები გაიზარდა 13,5%-ით და მიაღწია 18,5 მილიარდ კონტრაქტს წლის განმავლობაში. პროდუქტის ტიპების მიხედვით, მთლიანი ზრდა განპირობებულია ვაჭრობის მოცულობების ზრდით ყველა ტიპის პროდუქტზე, გარდა ვალუტის ფიუჩერსებისა. 2020 წლის პირველ კვარტალში COVID-19-ის გავრცელების ეფექტი განსაკუთრებით აშკარა იყო წარმოებულების ბაზრებზე. დერივატივებით ვაჭრობა გაიზარდა თითქმის ყველა ტიპის კონტრაქტისთვის და ყველა რეგიონში. თუმცა ფიუჩერსებით ვაჭრობა უფრო პროპორციულად გაიზარდა, ვიდრე ოფციონებით ვაჭრობა (იხ. დანართი 2)⁶⁸.

⁶⁸ World federation of exchange <https://statistics.world-exchanges.org/>

2020 წლის I კვარტალში ინვესტორები თავიანთი პოზიციების დაცვის მიზნით ძირითადად წარმოებულების ბაზრებს ეყრდნობოდნენ. ისინი მიზნად ისახავდნენ გლობალური პანდემიის მიერ წარმოქმნილ მზარდ გაურკვევლობასთან გამკლავებას. შედეგად, წარმოებულებით ვაჭრობა გაიზარდა თითქმის ყველა ტიპის კონტრაქტისთვის და ყველა რეგიონში.

2019 წელს მნიშვნელოვანი ზრდა ფიქსირდება ფიუჩერსებსა (+17.1%) და ინდექსის ოფციონებში (+39.5%), ეს უკანასკნელი განპირობებული იყო აზიის წყნარი ოკეანის რეგიონში 59.8%-იანი ზრდით, კერძოდ, ინდოეთის ეროვნულ საფონდო ბირჟაზე +88%-ით.

ერთჯერადი აქციების ოფციონების მოცულობა 4.76%-ით გაიზარდა. ცვლილება ძირითადად განპირობებული იყო 5.97%-იანი ზრდით ამერიკაში, რაც წარმოადგენს გლობალური მოცულობის 82%-ს და ასევე აზია-წყნარი ოკეანის ქვეყნებში კონტრაქტებით ვაჭრობის 2.04%-ით მატებით. თუმცა მოცულობა შემცირდა EMEA-ში 3,91%-ით. ინდივიდუალური აქციების ფიუჩერსები გაიზარდა 17,1%-ით. ეს განაპირობა ამერიკაში ვაჭრობის დიდმა ზრდამ (1860.2%), რომელიც გამოწვეული იყო B3-ის მიერ 2018 წელს ინდივიდუალური აქციების ფიუჩერსებით და APAC (13.3%) და EMEA (17.8%) გაზრდით. საფონდო ინდექსის ოფციონების მოცულობამ მოიმატა 39.5%-ით, რაც იყო შედეგი აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონში ვაჭრობის მოცულობების მკვეთრი მატებისა (59.8%). ეს არის მთლიანი მოცულობის დაახლოებით 80%. ინდოეთის ეროვნულ საფონდო ბირჟას ჰქონდა ყველაზე დიდი მოცულობები (4,2 მილიარდი) და ყველაზე დიდი წლიური ზრდა (88%). ამერიკამ და EMEA-მა განიცადეს ვარდნა 14.2% და 2.3%-ით, შესაბამისად. საფონდო ინდექსის ფიუჩერსების მოცულობა 23%-ით გაიზარდა. მიუხედავად იმისა, რომ ამერიკაში დაფიქსირდა მნიშვნელოვანი ზრდა - 60%, APAC და EMEA შემცირდა 2% და 10%-ით, შესაბამისად. ETF წარმოებულებით ვაჭრობის მოცულობა 1.5%-ით გაიზარდა. ეს მეტწილად განპირობებულია ჩრდილოეთ ამერიკის ბაზრით, სადაც უმეტესად ETF დერივატებით ვაჭრობა ხორციელდება. 2020 წლის I კვარტალში კაპიტალის წარმოებულებით ვაჭრობა 58,82%-ით გაიზარდა, 2019 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით. ერთჯერადი საფონდო ოფციონების მოცულობა 2020 წლის პირველ კვარტალში გაიზარდა 39,60%-ით, 2019 წლის პირველ

კვარტალთან შედარებით. ზრდა ძირითადად განპირობებული იყო ამერიკის კონტინენტით (+4%) და EMEA რეგიონში (+20,40%), ხოლო მხოლოდ მცირე ზრდა დაფიქსირდა აზია-წყნარ ოკეანეში (+1,96%). 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით, მოცულობები 15,92%-ით მეტი იყო - ყველა რეგიონში იზრდებოდა. ყოველთვიური მონაცემები ცხადყოფს, რომ ერთჯერადი აქციების ოფციონებით ვაჭრობის ზრდა დაიწყო 2020 წლის იანვარში, როდესაც ყველა რეგიონში, 2019 წლის დეკემბერთან შედარებით, მნიშვნელოვანი ზრდაა: +19.5% ამერიკაში, +14.8% აზია-წყნარ ოკეანეში და +29.8% EMEA-ში, თუმცა 2020 წლის თებერვალში, უფრო ნაკლები ზრდის შედეგად, ერთჯერადი აქციების ოფციონებით ვაჭრობის მოცულობა შემცირდა. 2020 წლის მარტში (2020 წლის თებერვალთან შედარებით): -8,41% ამერიკაში, -7,9% აზია-წყნარ ოკეანეში და - 4,2% EMEA-ში. 2020 წლის 1-ლ კვარტალში აქციების ბაზრებზე არსებულმა გაურკვევლობამ ინვესტორები აიძულა თავიანთი პოზიციების ჰეჯირება წარმოებულების ბაზრებზე, რამაც გამოიწვია აქციებზე წარმოებული კონტრაქტებით ვაჭრობის ზრდა, განსაკუთრებით - ფიუჩერსებით⁶⁹. ერთიანი საფონდო ფიუჩერსების მოცულობა 2020 წლის პირველ კვარტალში 56,26%-ით მეტი იყო, ვიდრე 2019 წლის პირველ კვარტალში. მატება დაფიქსირდა ყველა რეგიონში: ყველაზე დიდი დაფიქსირდა ამერიკაში (+295,73%), თუმცა ის ყველაზე მცირე ბაზარია; აზიის წყნარი ოკეანის უმსხვილესი ბაზარი გაიზარდა 44,97%-ით, ხოლო EMEA, სიდიდით მეორე რეგიონი, 71,29%-ით. 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით, მოცულობები 46,65%-ით მეტი იყო, ყველა რეგიონი, გარდა ამერიკისა, ხასიათდება ზრდით. ყოველთვიური მონაცემები აჩვენებს, რომ ერთჯერადი აქციების ფიუჩერსებით ვაჭრობის ზრდა დაიწყო 2020 წლის იანვარში და სტაბილურად გაგრძელდა მთელი კვარტლის განმავლობაში. ყველაზე დიდი ზრდა დაფიქსირდა მარტში (თებერვალში): +49,52% ჯამში. ზრდა საერთო იყო ყველა რეგიონისთვის: +23,87% ამერიკაში, +74,97% აზიის წყნარ ოკეანეში, +20,24% EMEA-ში. საფონდო ინდექსის ოფციონების მოცულობა 2020 წლის პირველ კვარტალში 46,98%-ით მეტი იყო, ვიდრე 2019 წლის პირველ კვარტალში. ზრდა აღინიშნა ყველა რეგიონში: ამერიკაში კონტრაქტებით ვაჭრობა გაიზარდა 56,03%-ით, აზიის წყნარ ოკეანეში 45,96%-ით და EMEA-ში 44,76%-ით. 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით, მოცულობები 26.72%-ით მეტი იყო. ყოველთვიური მონაცემები ცხადყოფს, რომ

⁶⁹ BIS. https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6_32_71

ერთჯერადი აქციების ფიუჩერსებით ვაჭრობის ზრდა დაიწყო 2020 წლის იანვარში და გაგრძელდა პირველ კვარტალში, როგორც ამერიკის, ასევე EMEA რეგიონებში. 2020 წლის იანვარში აზიის წყნარ ოკეანეში, საფონდო ინდექსის ოფციონების ყველაზე დიდი ბაზრის მქონე რეგიონში, 2019 წლის დეკემბერში სავაჭრო აქტივობის მნიშვნელოვანი ზრდა დაფიქსირდა (+32,84%). თებერვალი და მარტი ხასიათდებოდა სავაჭრო აქტივობის შემდგომი კლებით (თებერვალი: -1,46%; მარტი: - 18,41%). საფონდო ინდექსის ფიუჩერსების მოცულობა 2020 წლის პირველ კვარტალში 89,80%-ით მეტი იყო, ვიდრე 2019 წლის პირველ კვარტალში. სავაჭრო აქტივობის ზრდა ყველა რეგიონში დაფიქსირდა: ამერიკაში კონტრაქტებით ვაჭრობა გაიზარდა 111,70%-ით, აზიის წყნარ ოკეანეში 65,26%-ით და EMEA-ში 67,82%-ით. 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით, ყოველი რეგიონის ზრდის მოცულობა 62,62%-ით მეტია. ყოველთვიური მონაცემები გვიჩვენებს, რომ ყველა რეგიონში საფონდო ინდექსის ფიუჩერსებით ვაჭრობის ზრდა დაიწყო 2020 წლის იანვრიდან (EMEA-ს გამოკლებით) და გაგრძელდა პირველ კვარტალში. ყველაზე დიდი ზრდა აღინიშნა მარტში (თებერვალში): +51,40%. ვაჭრობამ იმატა ყველა რეგიონში: +23,83% ამერიკაში, +86,26% აზიის წყნარ ოკეანეში, +104,43% EMEA-ში. ETF ოფციონების მოცულობა კონცენტრირებული იყო ამერიკის რეგიონში - 2020 წლის პირველ კვარტალში 89.80%-ით მეტი იყო, 2019 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით და 48.10%-ით მეტი, ვიდრე 2019 წლის მეოთხე კვარტალში. ETF ფიუჩერსების მოცულობა 2020 წლის პირველ კვარტალში იყო 36.94%-ით დაბალი, ვიდრე 2019 წლის მეოთხე კვარტალში. 2019 წელს სავალუტო ოფციონების და ფიუჩერსების მოცულობა გაიზარდა 15.6%-ით. სავალუტო ოფციონების მოცულობის ზრდა განპირობებული იყო აზია-წყნარი ოკეანის რეგიონით (19.4%), სადაც ძირითადად ვაჭრობენ. მთლიანობაში, სავალუტო ფიუჩერსების მოცულობა დაეცა, რადგან EMEA (-21.6%) და APAC (-3.3%) დაეცა. 2020 წლის I კვარტალში სავალუტო დერივატივები 2019 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით, 19.12%-ით გაიზარდა. სავალუტო ოფციონების მოცულობა 2020 წლის პირველ კვარტალში 7,97%-ით დაბალი იყო, ვიდრე 2019 წლის პირველ კვარტალში. ყველა რეგიონში დაფიქსირდა სავაჭრო აქტივობის შემცირება, ამერიკაში სავაჭრო კონტრაქტები შემცირდა -14,56% -ით, აზიის წყნარ ოკეანეში -7,74% -ით და EMEA -9% -ით. 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით, მოცულობა 8.64%-ით ნაკლები იყო, რაც გამოწვეული იყო აზიის წყნარი ოკეანის რეგიონით, რომელშიც ხორციელდება სავაჭრო აქტივობის ძირითადი ნაწილი. ამის

საპირისპიროდ, სავალუტო ფიუჩერსების მოცულობა 2020 წლის პირველ კვარტალში 33,78%-ით მეტი იყო, ვიდრე 2019 წლის პირველ კვარტალში. ყველა რეგიონში გაიზარდა სავაჭრო აქტივობა: ამერიკაში სავაჭრო კონტრაქტები გაიზარდა 27,80%-ით, აზიის წყნარ ოკეანეში 26,22%-ით და EMEA-ში 55,10%-ით. 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით, მოცულობები 34,34%-ით მეტი იყო, ანუ ყველა რეგიონში გაიზარდა. ყოველთვიური მონაცემები აჩვენებს, რომ სავალუტო ფიუჩერსებით ვაჭრობის ზრდა დაიწყო 2020 წლის იანვარში (EMEA რეგიონის გამოკლებით) და პირველ კვარტალში ყველა რეგიონში გაგრძელდა. ყველაზე დიდი ზრდა დაფიქსირდა მარტში (თებერვალში): +55,42%. საერთო ჯამში, ზრდა აღინიშნა ყველა რეგიონში: +49,55% ამერიკაში, +69,09% აზიის წყნარ ოკეანეში, +55,42% EMEA-ში. 2019 წლის საპროცენტო განაკვეთის ოფციონების და ფიუჩერსების მოცულობა გაიზარდა 11.8%-ით და 1.7%-ით, 2018 წელთან შედარებით. საპროცენტო განაკვეთების ფიუჩერსების მოცულობის ზრდა განპირობებული იყო APAC რეგიონში 11.7%-ით და ამერიკაში 7.2%-ით, ხოლო EMEA-მ დააფიქსირა -11.8%-იანი კლება⁷⁰. 2020 წლის 1 -ლ კვარტალში საპროცენტო განაკვეთის წარმოებულებით ვაჭრობა 63,68%-ით გაიზარდა, 2019 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით. საპროცენტო განაკვეთის ოფციონების მოცულობა 2020 წლის პირველ კვარტალში 34,37%-ით მეტი იყო, ვიდრე 2019 წლის პირველ კვარტალში. ყველა რეგიონში გაიზარდა სავაჭრო აქტივობა: ამერიკაში ვაჭრობის კონტრაქტები გაიზარდა 39%-ით, აზიის წყნარ ოკეანეში 33,73%-ით და EMEA-ში 14,46%-ით. 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით მოცულობები 41.27%-ით მეტი იყო, მაგრამ ზრდა უმეტესად ამერიკის რეგიონში აღინიშნებოდა, კერძოდ, CME-ში, რომელიც არის კონტრაქტებით საბირჟო ვაჭრობის ყველაზე დიდი ბაზარი. ყოველთვიური მონაცემები გვიჩვენებს, რომ საპროცენტო განაკვეთის ოფციონებით ვაჭრობის ზრდა ამერიკის რეგიონში დაიწყო 2020 წლის იანვარში და სტაბილურად გაგრძელდა პირველ კვარტალში. 2020 წლის პირველ კვარტალში საპროცენტო ფიუჩერსების მოცულობა 33.20%-ით მეტი იყო, ვიდრე 2019 წლის პირველ კვარტალში. სავაჭრო აქტივობის ზრდა ყველა რეგიონში დაფიქსირდა: ამერიკაში სავაჭრო კონტრაქტები გაიზარდა 44.64%-ით, აზიის წყნარ ოკეანეში 20.97%-ით და EMEA-ში 10.80%-ით. 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით მოცულობები 48.23%-ით მეტი იყო. ისინი ყველა

⁷⁰ BIS. https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6_32_71

რეგიონში გაიზარდა. ყოველთვიური მონაცემების მიხედვით, საფონდო ინდექსის ფიუჩერსებით ვაჭრობის ზრდა დაიწყო 2020 წლის იანვრიდან (აზიის წყნარი ოკეანის გამოკლებით) და გაგრძელდა პირველ კვარტალში ყველა რეგიონში. 2019 წელს სასაქონლო ფიუჩერსების მოცულობა, რომელიც შეადგენს სასაქონლო წარმოებულების მოცულობის 96%-ს, გაიზარდა 21.8%-ით, ხოლო სასაქონლო ოფციონების მოცულობა გაიზარდა მხოლოდ 9.6%-ით, 2018 წელთან შედარებით. EMEA-ში ზრდა უფრო მოკრძალებული იყო (12.6%). ამერიკაში დაფიქსირდა კლება 3%-ით. სასაქონლო ფიუჩერსების ზრდა განპირობებული იყო APAC-ის (28%) და EMEA-ს (21.8%) ზრდით. 2020 წლის I კვარტალში სასაქონლო წარმოებულების მოცულობამ მოიმატა 45,95%-ით, 2019 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით. 2020 წლის პირველ კვარტალში სასაქონლო ოფციონების მოცულობა 69,99%-ით მეტი იყო, ვიდრე 2019 წლის პირველ კვარტალში (იხ. დანართი 2). ყველა რეგიონში გაიზარდა სავაჭრო აქტივობა: ამერიკაში სავაჭრო კონტრაქტები გაიზარდა 37%-ით. აზიის წყნარ ოკეანეში 256,29%-ით და EMEA-ში 79,62%-ით. 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით მოცულობები 27.54%-ით მეტი იყო ყველა რეგიონში. ყოველთვიური მონაცემებით, ყველაზე დიდი ზრდა დაფიქსირდა მარტში (თებერვალში): +42,24% გლობალურად. ზრდა საერთო იყო ყველა რეგიონისთვის: +36,05% ამერიკაში, +93,72% აზიის წყნარ ოკეანეში, +17,08% EMEA-ში. 2020 წლის I კვარტალში საქონლის ფიუჩერსების მოცულობა 2020 წლის პირველ კვარტალში 45%-ით მეტი იყო, ვიდრე 2019 წლის პირველ კვარტალში. ყველა რეგიონში გაიზარდა სავაჭრო აქტივობა: ამერიკაში სავაჭრო კონტრაქტები გაიზარდა 26,07%-ით, აზიის წყნარ ოკეანეში 49,96%-ით და EMEA-ში 48,14%-ით. 2019 წლის მეოთხე კვარტალთან შედარებით მოცულობები 11.62%-ით იყო გაზრდილი ყველა რეგიონში. ყოველთვიური მონაცემების მიხედვით, მარტში (თებერვალში) დაფიქსირდა ყველაზე დიდი ზრდა (+45,72% ჯამში), რაც ასევე აღინიშნა ყველა რეგიონში: +20,56% ამერიკაში, +66,17% აზიის წყნარი ოკეანის (ყველაზე დიდი ბაზარი), +20,24% EMEA-ში (იხ. დანართი 2)⁷¹. სვოპების ბაზარსა და სხვა გლობალურ ბაზრებზე ლიკვიდურობა სერიოზული წნეხის ქვეშ მოექცა 2020 წლის თებერვლის ბოლოს და მარტის დასაწყისში, როდესაც COVID-19-ის შედეგად გამოწვეული კრიზისი მთელ მსოფლიოში დაიწყო. საკრედიტო დამაბულობამ, ბიზნესების დახურვისა და სახლიდან

⁷¹ BIS. https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6_32_71

მუშაობის ფონზე, ბაზრები პანიკაში ჩააგდო. პანიკამ, შესაბამისად, დასწია სარისკო აქტივების ფასები და დაიწყო მასობრივი მოთხოვნა და სწრაფვა ლიკვიდური აქტივებისა და აშშ დოლარის ხარისხისკენ, რამაც გამოიწვია დამაბულობა ნაღდი ფულისა და მოკლევადიანი დაფინანსების ბაზრებისა, რადგან ინვესტორებმა გაყიდეს აქტივები, ობლიგაციები და საიმედო, მყარი აქტივები. ეს იყო პირველი შემთხვევა 2008-2009 წლების ფინანსური კრიზისის შემდეგ, როდესაც ბანკებს შესაძლებლობები მკვეთრად შემცირებული ჰქონდათ და შესაბამისად, არ იყვნენ მზად მომავალი რისკისათვის შეზღუდული კაპიტალის ბუფერების გამო. საბოლოოდ, აშშ-ს ფედერალური სარეზერვო ბანკი ძირფესვიანად გადავიდა ბაზარზე, ბანკებს უბრძანა, შეემცირებინათ ჭარბი კაპიტალის ბუფერები და ტრილიონობით დოლარის ლიკვიდურობა შეჰქონდა იქ, სადაც ეს ყველაზე მეტად იყო საჭირო. მიუხედავად იმისა, რომ ინტერვენციის, ჩარევის ეს ზომა და მასშტაბი გარკვეულწილად მიუღებელი იყო, მთავრობის ქმედებებმა მთლიანობაში აშკარად სასურველი შედეგი გამოიღო. ბაზრებმა სწრაფად აღიდგინეს ძველი პოზიციები და დაიწყეს კვლევა-ძიება, თუ რა გავლენა მოახდინა პანდემიამ გლობალურ ეკონომიკაზე.

თავი 4. განსჯა და მეცნიერული მიგნებები

ამგვარად, ფინანსური ბაზარი წარმოადგენს უამრავი ელემენტის ურთიერთქმედების სისტემას და ქმნის ერთ მთლიანს, რომელიც მოიცავს ვაჭრობას, რეგულაციებსა და სხვა მონაწილეებს. ამ ურთიერთქმედებაში დერევატივები ერთ-ერთი ელემენტია, რომელიც ემსახურება რისკების მართვას და წარმოადგენს რისკის შემცირებისა და გადანაწილების მეთოდს. დერევატივების ბაზარი სთავაზობს ეფექტურ მექანიზმს, რომელიც აიოლებს ბაზარზე არსებულ საქონელზე ფასების ცვლილებებით გამოწვეული რისკების განაწილებას და ამით ეხმარება მწარმოებლებს თავი გაართვან ფასების ცვალებადობას. თუმცა მათი როლი ფინანსურ სტაბილურობაში მნიშვნელოვნად დამოკიდებულია ბაზრების მეტად გამჭვირვალობასა და ლიკვიდურობაზე, რაც საშუალებას მისცემს ბაზრის მონაწილეებს მიიღონ შემოსავლები რისკის ეფექტური ჰეჯირებით. მიუხედავად დერევატივების დადებითი როლისა, მრავალი ექსპერტი და პოლიტიკის გამტარებელი მიიჩნევს მას ფინანსური სისტემის დესტაბილიზაციის ფაქტორად, მათ შორის 2008 წლის ფინანსური კრიზისის. დერევატივების ბაზრის სწრაფმა ზრდამ გაზარდა სისტემური გაუმართაობის საფრთხე. ტრანსსასაზღვრო დერევატივების ტრანზაქციების მაღალი წილის გამო სისტემურმა რისკმა შეიძინა საერთაშორისო ხასიათი. სწორედ ამ მიზეზების გამო დერევატივების ბაზრის განვითარება დიდხანს რჩებოდა მკვლევართა ინტერესის საგნად პოლიტიკის გამტარებლებსა და საფინანსო სააგენტოებს შორის. მრავალი მკვლევარი ცდილობს ემპირიულად შეაფასოს დერევატივების გავლენა ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე.

დერევატივების შესახებ თეორიებში, დერევატივების ბაზრის განვითარებას განიხილავენ ფინანსური სტაბილურობის განმსაზღვრელ ფაქტორად. მკვლევართა ერთი ჯგუფი მიიჩნევს, რომ მოწინავე ფინანსური რესურსების არსებობა ხელს უწყობს რესურსების უკეთ გადანაწილებას და უზრუნველყოფს ეკონომიკურ ზრდას. დერევატივების ბაზრის განვითარება მოქმედებს ფინანსურ ბაზარსა და ეკონომიკის ზრდაზე კაპიტალის აკუმულაციის ხელშეწყობით, რომელიც ხმარდება მაღალ რენტაბელურ რისკიან საინვესტიციო პროექტების განხორციელებას. ხდება ფულადი სახსრების ბაზრის ეფექტური ჩანაცვლება და რესურსების გადაადგილება დროსა და

სივრცეში და იქმნება დაფინანსების წყაროების მეტი კომბინაცია ნაკლები ფასებით. თუმცა, ამ უპირატესობასთან ერთად იქმნება ძირითადი აქტივებით სპეკულაციის შესაძლებლობა, რაც ხდის ფინანსურ ბაზრებს მეტად ცვალებადს და ეკონომიკას კი განუსაზღვრელს. თუმცა დერივატივების გამოყენება ჰეჯირების ინსტრუმენტების სახით შეიძლება სასარგებლო იყოს ფირმებისა და აგენტებისათვის. კარგად ფუნქციონირებადი დერივატივების ბაზარი ფირმებს შესაძლებლობას აძლევს, ეფექტურად გაანაწილონ რისკები და განახორციელონ უფრო მაღალრისკიანი პროექტები და უზრუნველყოფნ ფინანსური სტაბილურობა. ამავდროულად, დერივატივების ბაზარი ინვესტირებისათვის, მომხმარებლებისათვის და მწარმოებლებისათვის ინფორმაციის არხს წარმოადგენს, სადაც განისაზღვრება წონასწორული ფასი, რაც მათ ეხმარება სწორი გადაწყვეტილების მიღებაში რესურსების ეფექტური განაწილების კუთხით და საბოლოო ჯამში უზრუნველყოფს როგორც ეკონომიკურ ზრდას, ასევე ფინანსური სისტემის სტაბილურობას.

ამ მხრივ ჩატარებული ემპირიული კვლევები არ არის ერთმნიშვნელოვანი. მაგალითად, ემპირიული კვლევები გვიჩვენებს, რომ არსებობს მიზეზშედეგობრივი კავშირი ფიუჩერსების ბაზარსა და ფინანსური სისტემის სტაბილურობას შორის. თუმცა ეს კავშირი განსხვავდება განვითარებულ და განვითარებად ქვეყნებში. კერძოდ, ზოგიერთი კვლევების თანახმად, საშუალო შემოსავლიან ქვეყნებს აქვთ მიზეზშედეგობრიობის ეფექტი ფიუჩერსების ბაზრის განვითარებასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის, ხოლო მაღალშემოსავლიან ქვეყნებში ეფექტი საპირისპიროა. ასევე არსებობს მტკიცებულება იმისა, რომ დერივატივების დანერგვამ ბევრ ბაზარზე შეამცირა ძირითად აქტივებზე ფასის ცვალებადობა და ტრანზაქციის ხარჯების შემცირებით გაზარდა ლიკვიდურობა.

დერივატივების შესახებ თეორიებში ასევე ვკითხულობთ, რომ დერივატივების გამოყენებამ უნდა აამაღლოს ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ფასების დონე. ტრანზაქციის უფრო დაბალმა ხარჯებმა და მომატებულმა ჰეჯირებამ უნდა გააუმჯობესოს ლიკვიდურობა და ასე შეამციროს ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ფლობისთვის ინვესტორების მიერ მოთხოვნილი ამონაგები. ვინაიდან ეფექტის ემპირიულად დამტკიცება რთულია, ზოგიერთი კვლევით დასტურდება, რომ

დერევატივების დანერგვამ გაზარდა ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ფასები. ამავე თეორიების მიხედვით, დერევატივები ძირითად ბაზრებს უფრო მდგრადს ხდის შოკების მიმართ მომატებული ლიკვიდურობისა და რისკების უკეთ განაწილების მეშვეობით. თუმცა არსებობს იმის პრობლემა, რომ, შესაძლოა, სტრესის დროს დერევატივებმა გააძლიეროს ძირითადი ფასიანი ქაღალდების ფასების ცვალებადობა.

ზემო აღნიშნული ანალიზიდან მკაფიოდ ჩანს დერევატივების გამოყენების მექანიზმი ფინანსურ კრიზისებში. დერევატივები უზრუნველყოფს ეკონომიკურად სასარგებლო როლს „ჰეჯირებისა, რისკების მართვაში, ფასის აღმოჩენისა და სტანდარტული საბაზრო ფასების დადგენაში“, ამით მცირდება განუსაზღვრელობა და უმჯობესდება ბაზრის ეფექტურობა და სტაბილურობა. თუმცა დერევატივების გამოყენებამ შესაძლებელია უარყოფითი გავლენა მოახდინოს ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე „ცუდად სტრუქტურირებული და არასათანადოდ რეგულირებული დერევატივების ბაზრების“ არსებობისას სწრაფი ფინანსური ლიბერალიზაციის პირობებში. დერევატივებს შეუძლიათ ითამაშონ როლი კრიზისის შექმნაში, თუ არსებობს სპეკულაციის პირობები. შესაბამისად, კვლევის ფარგლებში ჩამოაყალიბდა შემდეგი ჰიპოთეზა:

- რაც უფრო სუსტია ფინანსური ბაზრების სისტემა, მით უფრო უარყოფით გავლენას ახდენს დერევატივები ფინანსურ სტაბილურობაზე;
- განვითარებულ ფინანსურ ბაზრებში, სადაც სისტემა გამართულია, დადებითა დერევატივების გავლენა ფინანსურ სტაბილურობაზე.

აღნიშნული ჰიპოთეზები შემოწმდა რეგრესული ემპირიული მოდელით როგორც განვითარებული, ასევე განვითარებადი ქვეყნებისათვის. კვლევის შედეგები გამოვლინდა რეგრესული ემპირიული მოდელის საშუალებით. გამოვლენილია დერევატივების გავლენა განვითარებად ქვეყნებში; ეკონომეტრიკული მოდელების გამოყენების საშუალებით დადგინდა, რომ განვითარებად ქვეყნებში, რომლებშიც ფინანსური ბაზრების სისტემა სუსტია, დერევატივები ფინანსურ სტაბილურობაზე უარყოფითად მოქმედებს, ხოლო განვითარებულ

ქვეყნებში, რომლებშიც ფინანსური ბაზრები შედარებით ძლიერია, დერივატივების გავლენა ფინანსურ სტაბილურობაზე დადებითია.

დასკნა და რეკომენდაციები

ამგვარად, კვლევის მიზანი იყო შეგვესწავლა, ერთი მხრივ, დერევატივების განვითარების გლობალური ტენდენციები მათი სახეობების მიხედვით და მისი გავლენა ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველყოფაში განვითარებულ და განვითარებად ქვეყნებში ფინანსური სისტემის სპეციფიკის გათვალისწინებით, მეორე მხრივ, საქართველოში დერევატივების ბაზრის განვითარების ტენდენციები და გამოწვევები.

კვლევის მიზნიდან გამომდინარე, დეტალურად განვიხილეთ ფინანსური კრიზისების მოდელები. ამ მოდელების ფარგლებში გავანალიზეთ ემპირიული ლიტერატურა, რომელიც ეხებოდა დერევატივების გავლენას ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე. გავანალიზეთ დერევატივების გლობალური ტენდენციები და ემპირიული მოდელების საშუალებით შევისწავლეთ დერევატივების გავლენა განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნების ფინანსურ სისტემაზე. განვიხილეთ გლობალური პანდემიის პირობებში დერევატივების გამოყენების შესაძლებლობები და საქართველოში დერევატივების განვითარების ტენდენციები და გამოწვევები.

ნაშრომის მეცნიერული სიახლე მდგომარეობს იმაში, რომ კომპლექსურად გაანალიზებულია დერევატივების გლობალური ტენდენციები და მისი გავლენა ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე. კერძოდ, კვლევაში „დერევატივების გავლენა“ შევისწავლეთ როგორც განვითარებული ქვეყნების, ასევე განვითარებადი ქვეყნების მაგალითები. კვლევის ერთ-ერთ უშუალო მეთოდად შეიძლება ჩაითვალოს დისერტაციაში ჩატარებული ემპირიული ტესტი. ემპირიული ტესტირება ჩატარდა OLS რეგრესიის საშუალებით. როგორც კვლევა გვიჩვენებს, დერევატივებს აქვთ როგორც დადებითი, ასევე უარყოფითი გავლენა. თუმცა მათი გავლენა დამოკიდებულია ფინანსური სისტემის გამართულად მუშაობაზე. კერძოდ, კვლევამ გვიჩვენა, რომ აშშ-სა და სინგაპურში დერევატივები დადებით გავლენას ახდენს მაშინ, როდესაც ბრაზილიაში, რუსეთსა და არგენტინაში მათი გავლენა არის უარყოფითი. ეს ადასტურებს სამეცნიერო ლიტერატურაში გავრცელებულ მოსაზრებას, რომ დერევატივების გამოყენება შესაძლებელია ეკონომიკურად მავნე მიზნებისთვის “ცუდად სტრუქტურირებულ და

არასათანადოდ რეგულირებული დერივატების ბაზრების” არსებობისას, სწრაფი ფინანსური ლიბერალიზაციის პირობებში.

ნაშრომის ფარგლებში ასევე დაიგეგმა და შესწავლილ იქნა საქართველოში დერივატივების განვითარების ტენდენციები და გამოწვევები. თვისებრივი კვლევის ინსტრუმენტის, კერძოდ, დარგის ექსპერტებთან ჩადრმავებული ინტერვიუს საშუალებით გამოვლინდა, რომ საქართველოში. დერივატიული ინსტრუმენტებით ჰეჯირება ლარში ხორციელდება, თუმცა ლარი უცხოური ინვესტორებისა და ფინანსური შუამავლებისთვის არამიმზიდველი ვალუტაა, ხოლო ადგილობრივი მომხმარებლებისთვის კი დერივატიული ინსტრუმენტები საკმაოდ ძვირია და არა ხელმისაწვდომი. გარდა ამისა, მომხმარებლები არ არიან ინფორმირებულნი „ჰეჯირების არსის და ჰეჯირების ფასის შესახებ.“ იმისათვის, რომ დერივატივების ბაზარი საქართველოში განვითარდეს, საჭიროა, ბაზრის მონაწილეები არა მხოლოდ ადგილობრივი კომერციული ბანკები, არამედ უცხოური ინვესტორები და ფინანსური შუამავლებიც იყვნენ. ამ ეტაპზე შეიძლება ითქვას, რომ საქართველოში დერივატივების ბაზარი არ არსებობს, მიუხედავად იმისა, რომ კანონი „ფინანსური გირავნობის, ურთიერთგაქვითვისა და დერივატივების შესახებ“ მიღებულია.

თეორიული და პრაქტიკული კვლევის თეორიულ და მეთოდოლოგიურ საფუძვლებს წარმოადგენს ეკონომიკისა და ფინანსების სფეროში მოღვაწე მკვლევრების მეცნიერული დებულებები, კერძოდ: ვიქსელის, მიტჩელის, ვებლენის, ჰაიეკის, ფიშერის, შუმპეტერის, კეინზის, ფრიდმანის, მინსკის, მარქსის, ვოჯნილოვერის, დოდდის და ა.შ. ნაშრომები, რომლებშიც ამ კონკრეტულ სფეროში ხანგრძლივი მუშაობის შედეგებია გაშუქებული და გაანალიზებული. ამ ფაქტმა საშუალება მოგვცა შეგვესწავლა დერივატივებისა და ფინანსური კრიზისების ფენომენის სპეციფიკა და გაგვეაზრებინა მთელი რიგი ნაკლებად გამოკვლეული თანმდევი საკითხების პრობლემატიკა.

ნაშრომის თეორიული ღირებულება მდგომარეობს იმაში, რომ დისერტაციას გარკვეული, მოკრძალებული წვლილი შეაქვს დერივატივების მნიშვნელობის ინტერპრეტაციის კვლევაში, რაც შესაძლებელს ხდის დერივატივების ფენომენის და განვითარების კომლექსურსა და ძირეულ

გაგებას. ასევე, ღირებულია დერევატივების მნიშვნელობის კვლევა ფინანსური ბაზრების სპეციფიკურ კონტექსტში, რომელიც ხასიათდება ვალატურობით. როგორც აღვნიშნეთ, კვლევის თეორიულ საფუძველს წარმოადგენს თანამედროვე ეკონომიკისა და ფინანსების თეორიები.

დისერტაციის თეორიული მნიშვნელობა ნაშრომისთვის არსებითია, რადგანაც დერევატივების შესწავლა საშუალებას იძლევა გააზრებული იქნას მისი როლი და ღირებულება თანამედროვე ეკონომიკასა და ფინანსებში.

თეორიული კუთხით ნაშრომის მეცნიერული ღირებულება ასევე განისაზღვრება არსებული მეცნიერული ცოდნის გავრცობით. ნაშრომის პრაქტიკული მნიშვნელობა მდგომარეობს მისი მასალებისა და შედეგების შემდგომ პოტენციურ გამოყენებაში ისეთ თეორიულ კურსებში, როგორებიცაა: დერევატივების ანალიზი და შეფასება, საერთაშორისო ფინანსური მენეჯმენტი.

კვლევის სიახლეები გვიჩვენებს, რომ ცუდად სტრუქტურირებული და არასათანადოდ რეგულირებული დერევატივების ბაზრებზე ადვილია ეკონომიკურად საზიანო მიზნებისთვის დერევატივების გამოყენება. შესაბამისად, აუცილებელია შემოღება გონივრული რეგულაციებისა, რომლებიც ეხება დისერტაციაში მითითებულ პრობლემებსა და პოტენციურ საფრთხეებს. გონივრული რეგულაციები ხელს უწყობს დერევატივების ბაზრებს, გახდნენ უფრო გამჭვირვალე და ნაკლებად მგრძობიარენი რყევებისა და დამახინჯების მიმართ. დერევატივების მიმართ გატარებულმა პოლიტიკამ უნდა წახალისოს მათი გამოყენება რისკის მართვის მიზნებისთვის და დაგმოს მათი გამოყენება არაპროდუქციულ სფეროში.

ეს გონივრული მარეგულირებელი წინადადებები არის შემდეგი ტიპის: პირველი ტიპი დაკავშირებულია ანგარიშგებასა და სარეგისტრაციო მოთხოვნებთან; ეს მოთხოვნები შემუშავებულია გამჭვირვალობისთვის და ამით ბაზრებზე ფასთწარმოქმნის ეფექტურობის გაუმჯობესებისთვის. ანგარიშგებასთან დაკავშირებული მოთხოვნები ასევე საშუალებას აძლევს მთავრობასა და ბაზრის ზედამხედველობის ორგანოებს, როგორცაა ბირჟები, უკეთ აღმოაჩინონ და აღმოფხვრან შეცდომები. სარეგისტრაციო მოთხოვნები განსაკუთრებით სასარგებლოა შეცდომათა პრევენციისთვის.

გონივრული მარეგულირებელი ზომების მეორე ტიპი გულისხმობს კაპიტალის უზრუნველყოფის მოთხოვნებს. კაპიტალთან დაკავშირებული მოთხოვნების ფუნქციაა, უზრუნველყოს ბაზრის დაცვა მოულოდნელი სირთულეებისგან და მართოს საბაზრო კონკურენციის ტენდენციები, როდესაც მონაწილეები უფრო დიდი მოგების მოსაპოვებლად იბრძვიან. ამით იმატებს რისკებიც და საინვესტიციო სტრატეგიებიც. უზრუნველყოფასთან დაკავშირებული მოთხოვნები უშუალოდ ეხება ტრანზაქციებს და არა ინსტიტუტებს. ამგვარად, არაფინანსური კორპორაციები, ისევე, როგორც საჯარო იურიდიული პირები, რომლებიც ვერ დაექვემდებარებიან კაპიტალთან დაკავშირებულ მოთხოვნებს, დაექვემდებარებიან უზრუნველყოფის მოთხოვნებს დერივატივების ტრანზაქციებზე.

ეს არის განსაკუთრებით კრიტიკული საკითხი, ვინაიდან უზრუნველყოფის მართვის ამჟამინდელი საბაზრო პრაქტიკა, თუ ასეთი არსებობს, არის სახიფათო. ბევრი ფირმა დერივატივებით უზრუნველყოფის გარეშე ვაჭრობს. ეს პრაქტიკა ცნობილია კაპიტალით ვაჭრობით ან ვაჭრობის რისკის ზედა ზღვრზე ყოფნით, სანამ არ იქნება მოთხოვნილი უზრუნველყოფა. გარდა ამისა, სახიფათო პრაქტიკაა უზრუნველყოფის სახით არალიკვიდური აქტივების გამოყენება. ასევე პრობლემური პრაქტიკა არის ის მოთხოვნა, რომ მეორე მხარე გახდეს „სუპერ-მარჟის მქონე“, თუ მისი საკრედიტო რეიტინგი თანდათანობით მცირდება (განსაკუთრებით, თუ იგი მცირდება საინვესტიციო დონეზე დაბლა). ეს ცვლილება დერივატივებით მოვაჭრე მხარეს აიძულებს, დადოს არსებითი თანხები დამატებითი უზრუნველყოფის სახით, ასევე - თანხები ახალი კაპიტალის მოთხოვნისთვის მაშინ, როდესაც ფირმას უკვე აქვს არაადეკვატურ კაპიტალთან დაკავშირებული პრობლემები. ეს საბაზრო პრაქტიკა ქმნის კრიზისის აქსელერატორს.

გონივრული რეგულაციის მესამე ტიპს განეკუთვნება ჩვეულებრივი საბაზრო დებულებები. ეს არის ის ზომები, რომლებიც დროთა განმავლობაში შემოწმდა დერივატივებისა და ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მთელი მსოფლიოს მასშტაბით და რომლებიც შექმნილია ლიკვიდური, ეფექტური ბაზრის ხელშეწყობისთვის მინიმალური დარღვევებით.

საბაზრო დებულებები ფინანსური პოლიტიკის შესახებ მიმართულია განვითარებადი ქვეყნებისკენ, თუმცა ეს იმას არ გულისხმობს, რომ ისინი განსაკუთრებით მგრძობიარენი არ არიან დერივატივების ბოროტად გამოყენების მიმართ. პირიქით, აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ მათ ამის ატანა უჭირთ. გონივრული რეგულაციები გამოყენებული უნდა იყოს არა მხოლოდ განვითარებული ქვეყნების ფინანსური ბაზრების ხელშეწყობისთვის, არამედ განვითარებადი ქვეყნებისთვისაც. ვინაიდან დერივატივების ბაზრები ქმნის ერთნაირ პრობლემებს ყველა ფინანსური სისტემისთვის. ამასთანავე, ამ ზომების მიღება შეიძლება დაიწყოს და აღასრულოს ცალმხრივად ნებისმიერმა ქვეყანამ. ვინაიდან ასეთი რეგულაცია და ტრანზაქციებზე ზედამხედველობა უკეთესად არის შესაძლებელი, თუ ჩატარებულია საერთაშორისო თანამშრომლობით, ეს არ წარმოადგენს პრუდენციულ წესების ერთ ქვეყანაში გამოყენების აუცილებლობას. უფრო მეტიც, სანამ ეს რეგულაციები იგივე ან მსგავსია განვითარებულ ფინანსურ ბაზრებზე მიღებული რეგულაციებისა, ნაკლები პრეტენზია უნდა ჰქონდეთ საერთაშორისო სავალუტო ფონდს, კერძო საინვესტიციო ფირმებს ან სხვა თავისუფალი ბაზრის პოლიტიკის მომხრეებს. განვითარებად ქვეყნებს, უბრალოდ, შეუძლიათ მიიღონ ეს ზომები, რათა „გააკეთონ ის, რასაც ისინი აკეთებენ, და არა ის, რასაც ისინი აცხადებენ“.

დერივატივების ყოველი დილერი და ბროკერი უნდა იყოს რეგისტრირებული, ისევე, როგორც ფასიან ქაღალდებთან, საბანკო საქმიანობასთან და დაზღვევასთან დაკავშირებული მათი პარტნიორები. დერივატივების ბაზრების აღნიშნული ძირითადი შუამავლების რეგისტრაცია საჭიროა შემდეგი მიზეზების გამო: რეგისტრაციის მოთხოვნები ადგენს მინიმალური კომპეტენციის დონეს ფიზიკური პირებისთვის და ის იძლევა ზედმიწევნითი შემოწმების საშუალებას არასწორი ქმედებებისა და ძარცვის გამო ნასამართლეობის აღმოჩენის მიზნით, გამყიდველებსა და ფიდუციარული პასუხისმგებლობის მქონე პირებს შორის. ფირმების რეგისტრაცია ადგენს მინიმალურ სტანდარტებს კაპიტალისთვის (მაგალითად, საბანკო წესდებებისა და ფასიანი ქაღალდების ბროკერებისა და დილერების შემთხვევაში) და უზრუნველყოფს ზედამხედველობითი და ანგარიშგების საქმიანობის საფუძველს სათანადო საჯარო ორგანოებისთვის.

ანგარიშგებასთან დაკავშირებული მოთხოვნების დადებითი მხარეა უფრო გამჭვირვალე ბაზარი, რომელიც, თავის მხრივ, ხელს შეუწყობს უფრო ეფექტური ბაზრის შექმნისა და ფასის აღმოჩენის პროცესს. მოთხოვნები ანგარიშგებასთან დაკავშირებით უნდა მოიცავდეს ინფორმაციას ფასზე, მოცულობაზე, ღია პოზიციის თანხაზე, “ფუტ“ ოპციონების „ქოლ“ ოფციონებთან ფარდობითობასა და ოდენობაზე, გადახდის ვადის დადგომაზე, დოკუმენტზე, ძირითად საგანზე, სხვა დილერებს შორის და საბოლოო მომხმარებლებთან ნავაჭრ თანხებსა და უზრუნველყოფით ღონისძიებებზე. საჯაროდ მოვაჭრე კორპორაციებს უნდა მოეთხოვოთ, დეტალურად მოახსენონ დერივატივებთან დაკავშირებული საქმიანობის შესახებ ისე, რომ წარმოაჩინონ აქტუალური საკითხები, ძირითადი ეკონომიკური თვისებები და ბიზნესსაქმიანობის მიზნები, ნებისმიერი უმცირესობის წილების ან სპეციალური მიზნით შექმნილი იურიდიული პირების ჩათვლით. იმისათვის, რომ არასაბალანსო საქმიანობა იმავენაირად იყოს წარმოდგენილი, როგორც საბალანსო საქმიანობა, დერივატივების შესახებ მოხსენებული უნდა იყოს პირობითი ფასებიდან (გრძელი და მოკლევადიანი), გადახდის ვადებიდან, დოკუმენტებისა და უზრუნველყოფითი ღონისძიებებიდან გამომდინარე. ეს საშუალებას მისცემს ინვესტორებს, უკეთ განსაზღვრონ, იყოს თუ არა ფირმა ზედმეტად ან არასაკმარისად ჰეჯირებული, ან მოქმედებდნენ თუ არა ისინი დასაწყისიდანვე მწარმოებლის, ან საბითუმო გამყიდველების სახით.

კაპიტალთან დაკავშირებული მოთხოვნები უნდა განახლდეს ყველა ფინანსური ინსტიტუტისთვის, განსაკუთრებით, დერივატივების დილერებისთვის, რომლებიც სხვაგვარად ვერ დარეგისტრირდებიან ფინანსური ინსტიტუტების სახით, ისე, რომ კაპიტალი შენარჩუნებული იყოს იმ ოდენობით, რაც პროპორციული იქნება არა მარტო საკრედიტო დანაკარგების რისკისა, არამედ პოტენციური მომავალი რისკებისა და რისკებს დაქვემდებარებული ღირებულებებისა.

კაპიტალს აქვს ორი ფუნქცია: პირველი, იგი ასრულებს დაცვის სახით, როდესაც ფირმა აწყდება უარყოფით მოვლენას; და მეორე, იგი შეზღუდულია ფირმის რისკების თანხით, თუ გავითვალისწინებთ, რომ კაპიტალთან დაკავშირებული მოთხოვნა სათანადოდ არის სტრუქტურირებული ისე, რომ იყოს რისკის პროპორციული. კაპიტალთან დაკავშირებული

მოთხოვნები უმნიშვნელოვანეს როლს ასრულებს ერთი ფირმის პრობლემების მეორე ფირმის პრობლემებად გადაქცევის პრევენციისთვის. ეს განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია დილერებისთვის ფინანსურ ბაზრებზე, ვინაიდან მათმა წარუმატებლობამ შეიძლება გამოიწვიოს ისეთი პრობლემები ბაზარზე, როგორებიცაა: არალიკვიდურობა (ბაზრის გაყინვა) ან დნობა.

ადეკვატური და სათანადო უზრუნველყოფა (მარჟა), რომელიც დადგენილი და შენარჩუნებული უნდა იყოს დერივატივების ყველა ტრანზაქციაზე. უზრუნველყოფა (მარჟა) ტრანზაქციებზე ფუნქციონირებს ისევე, როგორც კაპიტალი ფინანსური ინსტიტუტებისთვის. იგი ხელს უწყობს ერთ ტრანზაქციაზე ერთი ფირმის პრობლემის პრევენციას, რათა არ გართულდეს ვალდებულებების შესრულება სხვა ტრანზაქციებისა და სხვა ფირმებისთვის. ამგვარად, იგი ამცირებს დეფოლტს ან კრედიტთან დაკავშირებულ სხვა დანაკარგებს, და ასევე ამცირებს ბაზრის ცვალებადობას, რასაც შეიძლება მოჰყვეს გაყინვა ან დნობა.

ბიბლიოგრაფია

1. ასლანიშვილი დ. 2020 *საფონდო ბაზარი საქართველოში: არსებული რეალობა და გაურკვეველი მომავალი*. თბილისი: დისერტაცია
<https://www.tsu.ge/science/?leng=ge&lcat=jurnal&jnomeri=6&tid=10;>
2. გამსახურდია თ. 2009 საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია და ბიზნესის განვითარება საქართველოში. *საერთაშორისო სამეცნიერო-ანალიტიკური ჟურნალი ეკონომისტი*. 101-105;
3. გოგობია მ. 2018. დერივატივები და ფინანსური ბაზრები. *საერთაშორისო სამეცნიერო-პრაქტიკული ჟურნალი გლობალიზაცია და ბიზნესი*. 6, 145.
4. კაპიტალის ბაზრის განვითარება. კაპიტალის ბაზრის სამუშაო ჯგუფი. ანგარიში. 2016;
5. საქართველო, საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე. 2019. საქართველოს კანონი: 5672-რს, თბილისი: საკანონმდებლო მაცნე. 31.12.2019 ფინანსური გირავნობის, ურთიერთგაქვითვისა და დერივატივების შესახებ.
<https://matsne.gov.ge/ka/document/view/4753907?publication=0>. 47-48.
6. ფარესაშვილი გ. 2017 კაპიტალის ბაზრის განვითარება საქართველოში. *საქართველოს საფონდო ბირჟა*. <https://www.saras.gov.ge/Content/files/GSE-Capital-Market-Development-FINAL-GEO-19.06.17.pdf> (09.09.2021).
7. საქართველო, საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე. 1998. საქართველოს კანონი: 1745, თბილისი: საკანონმდებლო მაცნე. 24.12.1998 ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ.
<https://matsne.gov.ge/ka/document/view/18196?publication=39>
8. ხიმტოვანი გ. 2012 ინფორმაციის თავისუფლების განვითარების ინსტიტუტი IDFI. კაპიტალის ბაზარი საქართველოში და მისი მტრები.
<https://idfi.ge/public/migrated/uploadedFiles/files.pdf> (19.10.2021).
9. Acemoglu, D, and Fabrizio Z. 1997. Was Prometheus unbound by chance? Risk, diversification, and growth. *Journal of Political Economy* 105, 709–51;
10. Akiba, H. and Jia, Y., 2007. Reassessment of Currency Index by Fundamentals. *Annals of Economics and Finance*. 1, 57-85.
11. Greenspan A. 1996 “The Challenge of Central Banking in a Democratic Society,” *The Federal Reserve Board*, December 5.

12. Allayannis G. and Eli O. 2001. Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives. *Journal of International Money and Finance* 20: 273–96.
13. Altunbasa Y. Gambacortab L. Marques-Ibanezc D. 2009 “Securitisation and the Bank Lending Channel,” *European Economic Review*, 53(8). 996–1,009.
14. America’s economy: Getting worried downtown. - The Economist. - November 15. – 2007
15. Andrew K. R. and Mark M. S. 2008 „Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning. *National Bureau of Economic research, working paper* 15357.
16. Ang, J. B. and Warwick J. M. 2007. Financial liberalization, financial sector development and growth: Evidence from Malaysia. *Journal of Development Economics* 84: 215–33.
17. Apanard (Penny) P. Keith S. and Heather W. 2013. *Deriving the Economic Impact of Derivatives. Growth Through Risk Management*. Milken Institute. 4-5
18. Aslanishvili D. 2020 Capital Market of Georgia: The Reasons of Fail. In: *Journal of Economics and Business*, Vol.3, No.2, 857-867.
19. Atilgan, Y, Ozgur Demirtas K., and Koray D. S. 2016. Derivative markets in emerging economies: A survey. *International Review of Economics and Finance* 42: 88–102.
20. Bagehot, W. (1873). *Lombard Street: A Description of the Money Market*, London: H. S. King.
21. Baker D. The housing Bubble and the Financial crisis. *Real world economics reiew*, issue no 46. 2008. P. 74.
22. Bank for international settlement <https://www.bis.org/statistics/derstats.htm?m=6%7C32%7C71> (20.11.2020)
23. Bartram, S. M. Gregory W. B. and Frank R. F. 2009. International evidence on financial derivatives usage. *Financial Management* 38: 185–206.
24. Beck T. Ross L. and Norman L. 2000. Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics* 58: 261–300.
25. Ben B. Financial Crisis manual: Consequences, and lessons of the Financial Crisis. *Global Development and Environment Institute*. Working Paper No. 12-06.
26. BIS. 1992. "Report of the Committee on Inter-bank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries.
27. BIS. 1994. "Report of the Committee on Inter-bank Netting Schemes of the Central Banks of the Group of Ten Countries
28. Black, F and M. S. 1973. "The Pricing of Options and Corporate Liabilities." *Journal of Political Economy* 81:637-654.

29. Bordo, M. 1986. "Financial Crises, Banking Crises, Stock Market Crashes and the Money Supply: Some International Evidence, 1870-1933," in F. Capie and G. Wood (eds.), *Financial Crises and the World Banking System*. New York: St. Martin's Press, 1986, 190–248.
30. Bordo, M. and Eichengreen B. 1999. "Is Our Current International Economic Environment Unusually Crisis Prone?" Working paper, *Rutgers University*.
31. Bordo, M., B. Eichengreen, D. K. Martinez-Peria M. 2000. "Is the Crisis Problem Growing More Severe?" Working paper, *University of California*, Berkeley.
32. Bordo, M., B. Eichengreen, D. Klingebiel and M. Martinez-Peria 2001. "Is the Crisis Problem Growing More Severe?" *Economic Policy*, April 2001, 53–82
33. Bowdler, Christopher, and Adeel Malik. 2017. Openness and inflation volatility: Panel data evidence. *North American Journal of Economics and Finance* 41: 57–69.
34. Boyd, J., S. Kwak, and B. Smith 2005. "The Real Output Losses Associated with Modern Banking Crises," *Journal of Money, Credit, and Banking* 37, 977–999.
35. Boyd, J., S. Kwak, and B. Smith 2005. "The Real Output Losses Associated with Modern Banking Crises," *Journal of Money, Credit, and Banking* 37, 977–999.
36. Brewer, Elijah III, Bernadette A. Minton, and James T. M. 2000 "Interest-Rate Derivatives and Bank Lending," *Journal of Banking and Finance*, 24(3), 353-379.
37. Brunnermeier, M. 2008. *Thoughts on a new financial architecture*. Remarks at Princeton University (September 28). Pp. 3-29.
38. Cebenoyan, A. S. and Philip E. St. 2004 "Risk Management, Capital Structure and Lending at Banks," *Journal of Banking and Finance*, 28, 2004, 19-43.
39. Chaiechi T. 2012. Financial development shocks and contemporaneous feedback effect on key macroeconomic indicators: *A post Keynesian time series analysis*. *Economic Modelling* 29: 487–501;
40. Co skun Y. Ünal S. H. Murat Ertuğrul, and Talat Ulussever. 2017. Capital market and economic growth nexus: *Evidence from Turkey*. *Central Bank Review* 17: 19–29.
41. Conard, J. 1989. "The Price Effect of Option Introduction." *Journal of Finance* 44:487-498.
42. Corsetti, G., Pesenti, P. and Roubini, N., 1999. Fundamental Determinants of the Asian Crisis: The Role of Financial Fragility and External Imbalances. *NBER Tenth Annual East Asia Seminar*.
43. Damodaran, A. and J. Lim. 1991. "The Effects of Option Listing on Underlying Stock Returns Processes." *Journal of Banking and Finance*. 15:647-64;
44. Padma D. 2000. Why did the Rouble Collapse in August 1998? [Journal] // *The American Economic Review*. - Vol. Vol. 90. - 48-52.

45. Deutsche Bundesbank, 1994, 33.56
46. Diamond D W. 1984. "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 51, 394-414.
47. Dodd R. 2002. Derivatives, the shape of international capital flows and virtues of prudential regulation [Journal] // *United Nations University Discussion paper*.
48. Dodd R. 2003 Consequences of Liberalising Derivatives Markets [Conference] *Financial Policy Forum*. - [s.l.] : Derivative Study Center. 3
49. Dodd R. 2002a. Derivatives, the Shape of International Capital Flows and the Virtues of Prudential Regulation [Article] // *United Nation University WIDER Discussion Paper*. Vol. No 93.
50. Dodd, R. 2000. The Role of Derivatives in the East Asian Financial Crisis, *CEPA-Centre for Economic Policy Analysis- Working Paper Series III, International Capital Markets and the Future of Economic Policy*, Working Paper No. 20.
51. Dodd. R. 2002a. Derivatives, The Shape of International Capital Flows and the Virtues of Prudential Regulation [Article] // *United Nation University WIDER Discussion Paper*. - No. 2002/93.
52. Peter R. H. 2018. The Impact of Derivatives Markets on Financial Integration, Risk, and Economic Growth. *SSRN*:<http://dx.doi.org/10.2139/1720586> (4 ოქტომბერი 2020).
53. Edwards, F. 1988. "Futures trading and Cash Market Volatility: Sock Index and Interest Rate Futures." *Journal of Futures Markets* 8:421-439
54. Ehlers, T and Eren E. (2016): "The changing shape of interest rate derivatives markets", *BIS Quarterly Review*, December, 53-65.
55. Englund, P. and Vihriala V. 2006 "Financial Crises in Developed Economies: The Cases of Finland and Sweden," Chapter 3 in Lars Jonung (ed.), *Crises, Macroeconomic Performance and Economic Policies in Finland and Sweden in the 1990s: A Comparative Approach*, forthcoming.
56. Figlewski S. 1997 „Derivatives Risks, Old and New" // *NYU Stern Department of Finance Working Paper Series*. - FIN-98-033;
57. Friedman, M. 1969. *The optimum quantity of money, The optimum quantity of money and other essays*, Macmillan, London.
58. Flokerts-Landau, D. 1994. "Derivatives: The New Frontier in Finance." *IMF Working Paper*.
59. Fourcans, A. and Franck R. 2003. *Currency Crises: A Theoretical and Empirical Perspective*, Northampton, MA: Edward Elgar.
60. Frankel, J. 1993. "The Japanese Financial System and the Cost of Capital," in S. Takagi (ed.), *Japanese Capital Markets: New Developments in Regulations and Institutions*, Oxford: Blackwell, 21–77.

61. Frederic S. Mishkin. *Macroeconomics (policy and Practice)*. Pearson Education. 2012.
62. Froewiss, K. 1978. "GNMA Futures: Stabilising or Destabilising?" *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Review*.
63. Garber, P. M. and Lall, S. 1996. *Derivative Products in Exchange Rate Crises*. In Glick R. (eds), *Managing Capital Flows and Exchange Rates: Lessons from the Pacific Basin*, 206-231. Cambridge: Cambridge University Press.
64. Garber. P.M. 1998. *Derivatives in International Capital Flow // NBER Working Paper Series*. - Vol. No: 6623. - pp. 21
65. Gelderblom O. and Joost J. "Amsterdam as the Cradle of Modern Futures and Options Trading, 1550-1650," University of Utrecht, 2009.
66. Goderis B. Marsh Ian W. Judit Vall Castello, and Wolf Wagner. 2007 "Bank Behaviour with Access to Credit Risk Transfer Markets," *Bank of Finland Research Discussion Paper*, No. 4.
67. Gorton, G. 1988. "Banking Panics and Business Cycles," *Oxford Economic Papers* 40,751–781
68. Gries T, Manfred K, and Meierrieks D. 2009. Linkages between financial deepening, trade openness, and economic development: *Causality evidence from Sub-Saharan Africa*. *World Development* 37: 1849–60.
69. Hahn, A. 1920. *Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits*, 3. Auflage, Mohr, Tübingen.
70. Hahn, F. 1981. *General Equilibrium Theory*, in: D. Bell, I. Kristol (eds.), *The Crisis in Economic Theory*, Basic Books, New York;
71. Haiss P. and Bernhard S. 2010. *The Impact of Derivatives Markets on Financial Integration, Risk, and growth? Evidence from 32 countries*. *Emerging Markets Finance and Trade* 54: 410–29
72. Hammoudeh, Shawkat, and Michael McAleer. 2013. Risk management and financial derivatives: An overview. *North American Journal of Economics and Finance* 25: 109–15.
73. Harnes A. 2002. Trouble with Hedge Funds. *The Review of Policy Research*. –.
74. Hayek F.A. 1929. *Monetary Theory and the Trade Cycle*. *Collected Works of F.A. Hayek*. 7. University of Chicago Press, Chicago. 2012.
75. Hayek F.A. 1931. *Prices and Production*, *Collected Works of F.A. Hayek*, 7, University of Chicago Press Chicago. 2012.
76. Haynes, S.I. and Tennenbaum M.E. 1979. "The Impact of Listed Option on Underlying Shares." *Financial management*: 72-76.
77. Heiskanen, R. (1993). "The Banking Crisis in the Nordic Countries," *Kansallis Economic Review* 2, 13–19.

78. Hemming, R., Kell, M. and Schimmelpfennig, A. 2003. Fiscal Vulnerability and Financial Crises in Emerging Market Economies, *IMF Occasional Paper, No. 218*.
79. Hersh S and Meir S, “*Behavioral Finance in the Financial Crisis: Market Efficiency, Minsky, and Keynes*” (Santa Clara University, November 2011), 24. 3-55
80. Hirtle B. 2009. “Credit Derivatives and Bank Credit Supply,” *Journal of Financial Intermediation*, 18(2). 125-150.
81. Historical Changes of the Target Federal Funds and Discount Rates: 1971 to Present,” Federal Reserve Bank of New York, updated February 2010.
<http://www.newyorkfed.org/markets/statistics/dlyrates/fedrate.html/>
82. Hoggarth G. R. and Saporta V. 2002. “Costs of Banking System Instability: Some Empirical Evidence,” *Journal of Banking and Finance* 26, 825–855.
83. Honohan, P. and Laeven L. 2005. *Systemic Financial Crises: Containment and Resolution*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
84. Huang B.-N, Chin-Wei Y. and John Wei-Shan Hu. 2000. Causality and cointegration of stock markets among the United States, Japan and the South China Growth Triangle. *International Review of Financial Analysis* 9: 281–97.
85. Hyman P. M. 1982. "Policy Pitfalls in a Financially Fragile Economy," in U.S. Congress, House Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, Employment Risks from Present Credit and Business Liquidity Conditions, Hearings before the Subcommittee on Domestic Monetary Policy of the House Committee on Banking, *Finance and Urban Affairs, 97th Cong., 2d. sess. 75-76*.
86. International Monetary Fund. “Making Over-the-Counter Derivatives Safer: The Role of Central Counterparties,” MF Global Financial Stability Report, Chapter 3, April 2010.
87. Jennings, R. H. and Stark L.T. 1981. "Earnings Announcements, Stock Price Adjustment and the Existence of Options Markets." *Journal of Finance* 41:43-61.
88. Jennings, R. H. and Stark L.T. 1981. "Earnings Announcements, Stock Price Adjustment and the Existence of Options Markets." *Journal of Finance* 41:43-61.
89. Jgerenaia E. 2020. Cryptocurrency dialectics and the international financial market. Ecoforum (Volume 9, Issue 1(21). <http://www.ecoforumjournal.ro/index.php/eco/article/view/1047> (15.11.2020)
90. Jgerenaia Emzar. External Debt Management and Bond Market Development Problems. *BULLETIN OF THE GEORGIAN NATIONAL ACADEMY OF SCIENCES*, vol. 14, no. 1, 2020 pp.165-171

91. Jibuti M. GEORGIA IN GLOBALIZED WORLD. COLLECTION OF RESEARCH PAPERS. *ISSUE 8. Mariupol* – 2014. Pp. 34-35
92. John B. T. 2009. „The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong“, *National Bureau of Economics and Research, Working Paper 14631*, January, 3.
93. Marthinsen J. 2010. Four Paradoxes of the 2008-2009 Economics and Financial Crisis. *Lessons from the financial crisis: Causes, Consequences, and Our economics future*. Jonh Wiley&Sons, Inc.
94. Keynes, J. M. 1937. The General Theory of Employment, *Quarterly Journal of Economics*, 51: 209-223.
95. Khan H. H. Kutan Ali M. Iram Naz. and Fiza Qureshi. 2017. Efficiency, growth and market power in the banking industry: New approach to efficient structure hypothesis. *North American Journal of Economics and Finance 42*: 531–45.
96. Dong-Hyeon K. Shu-Chin Lin and Yu-Bo Suen. 2010. Dynamic effects of trade openness on financial development. *Economic Modelling 27*: 254–61.
97. Kim, Dong-Hyeon, Shu-Chin Lin, and Yu-Bo Suen. 2010. Dynamic effects of trade openness on financial development. *Economic Modelling 27*: 254–61
98. Kindleberger, C. 1978. *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*, New York: Basic Books.
99. Kindleberger, C. 1993. *A Financial History of Western Europe* (second edition), New York: Oxford University Press.
100. King, Robert G., and Ross L. 1993. Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics 108*: 717–37.
101. Kovzanadze I., 2010. "Crisis Lessons: A New Model of Regulation of Economy Is Needed," *VOPROSY ECONOMIKI, N.P. Redaktsiya zhurnala "Voprosy Ekonomiki"*, vol. 4.
102. Krebs, Tom. 2003. Growth and welfare effects of business cycles in economies with idiosyncratic human capital risk. *Review of Economic Dynamics 6*: 846–68.
103. Kruger, M., Osakwe, P. and Page, J., 2000. Fundamentals, Contagion and Currency Crisis: An Empirical Analysis. *Development Policy Review*. 18, 257-274
104. Levine R. Norman L. and Thorsten B. 2000. Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics 46*: 31–77.
105. Levine Ross. 2005. Finance and growth: Theory and evidence. *Handbook of Economic Growth 1*: 865–934.
106. Lien D. and Zhang Mei. 2008. A survey of emerging derivatives markets. *Emerging Markets Finance and Trade 44*: 39–69.

107. Lim. G.C. 1999. Policy forum: Exchange rate and Capital Controls: Hedge Funds and Currency Crises. *The Australian Economic Review*. Vol. Vol.32. 191-196.
108. Malcolm S. 2010. *Macroeconomics, Finance and Money*. Essays in Honour of Philip Arestis.
109. Markose Sheri M. 2012. "Systemic Risk from Global Financial Derivatives: A Network Analysis of Contagion and Its Mitigation with Super-Spreader Tax," *IMF Working Paper 282*. International Monetary Fund.
110. Martin N. B. Robert E. L. Johnson Matthew S. *The origin of the financial crisis. Lessons from the financial crisis: Causes, Consequences, and Our economics future*. 2010. Jonh Wiley&Sons, Inc.
111. Martin N. Baily. Robert E. Litan., Matthew S. Johnson. *Lessons from the financial Crisis: Causes, Consequences, and Our Economic Future*. 2010. John Wiley&Sons, Inc.
112. Martin W. 2010. *Fixing Global Finance. How to curb financial crisis in the 21st century*. Yale University Press.
113. Mathieson, D. J., Roldos, J. E., Ramaswamy, R. and Ilyina, A. 2004. Emerging Local Securities and Derivatives Markets. *World Economic and Financial Surveys*. IMF, Washington, D. C.
114. McCauley, R and C Shu. 2016. "Non deliverable forwards: impact of currency internationalisation and derivatives reform", *BIS Quarterly Review, December*. 81-93.
115. McClintock B. 1996. International Financial Instability and Financial Drivative Market. *Journal of Economic Issue*. No4 . Vol 13. 13-33.
116. Median and Average Sales Prices of New Homes Sold in United States: Annual Data," U.S. Census Bureau, updated through 2010.
117. Menyah K. Nazlioglu S. and Wolde-Rufael Y. 2014. Financial development, trade openness and economic growth in African countries: New insights from a panel causality approach. *Economic Modelling* 37.
118. Merton R. 1998. "The most influential development in terms of impact on finance practice was the Black-Scholes model for option pricing... This success in turn increased the speed of adoption for quantitative financial models to help value options and assess risk exposures" 323-324.
119. Merton, R.C. 1973. "Theory of Rational Option Pricing." *Journal of Economics and Management Science* 1. 141-183.
120. Mikitani, R. and Posen A. 2000. *Japan's Financial Crisis and its Parallels to U.S. Experience*, Washington, DC: Institute for International Economics, Special Report 13.
121. Hyman P. Minsky, 2008 "*Stabilizing an Unstable Economy*." by Printed in the United States on America. Foreword by Henry Kaufmann 14-77.

122. Minton B. Stulz R. and Williamson R. 2009 "How Much Do Banks Use Credit Derivatives to Hedge Loans?" *Journal of Financial Services Research*, 35 (1), 1-31.
123. Mitchell, *Business Cycles and Their Causes*, vi. 157.
124. Mitchell, *Business Cycles and Their Causes*. vi. 39, 43-44.
125. Mitchell, *Business Cycles and Their Causes*, 123-124.
126. Moore, M, A Schrimpf and Sushko V. 2016. "Downsized FX markets: causes and implications", *BIS Quarterly Review*, December, 35-51.
127. Mullins, D.W. 1994. "A Framework of Monetary Stability - A Policy Maker's Perspective." in A Framework for Monetary Stability, edited by E. a. H. Wijnholds. 5-15
128. Nicholas B. "Psychology and the Financial Crisis of 2007-2008" Yale School of Management, August 2011. 4.
129. Papava V. 2016. Global challenges and rational choice of Georgia. *International Scientific-Practical Journal "Globalization & Business Pages: 18-26*
130. Peery, Gordon F. 2021. *The Post-Reform Guide to Derivatives and Futures*, John Wiley & Sons.21
131. Perold, A. F. 1995. "The Payment System and Derivative Instruments." in *The Global Financial System, a Functional Perspective*. Harvard Business School Press.
132. Gourinchas P. Obstfeld M. 2011"Stories of the Twentieth Century for the Twenty-First," *National Bureau of Economic Research, Working Paper 17252*.
133. Pradhan Rudra P. Arvin Mak B. Hall John H, and Bahmani S. 2014. Causal nexus between economic growth, banking sector development, stock market development, and other macroeconomic variables: The case of ASEAN countries. *Review of Financial Economics 23: 155–73*.
134. Purnanandam, Amiyatosh K. 2007. "Interest Rate Derivatives at Commercial Banks: An Empirical Investigation," *Journal of Monetary Economics*, 54.1,769-1,808.
135. McDonald Robert L. *Derivative markets*. Third edition. 2013.
136. Ross, S.A. 1976. "Options and Efficiency." *Quarterly Journal of Economics* 90:79-89.
137. Rothig, A. 2004. Currency Futures and Currency Crises. *Darmstadt Discussion Papers in Economics*, no.136. 3-40.
138. Roubini, N. and Setser B. 2004. *Bailouts or Bail-Ins? Responding to Financial Crises in Emerging Economies*, Washington, DC: Institute for International Economics;

139. Rousseau, Peter L., and Wachtel P. 2002. Inflation thresholds and the finance–growth nexus. *Journal of International Money and Finance* 21: 777–93
140. Sarialioglu A.h. A. 2014. time-series cross section analysis of the role of financial derivatives in the emerging market financial market crises of the 1990s. *Ataturk Universitesi Iktisadi ve Idari Bilimler Dergisi*, Cilt: 28, Sayı: 4.
141. Sarialioglu Hayali A. 2013. analyzing the role of financial derivate in the international emerging markets financial crisis in terms of the existing crisis literature: a contribution the third generation model. *YDÜ Sosyal Bilimler Dergisi*, C. VI, No. 2.
142. Schöler-Iordanashvili, L. *The impact of derivatives for financial stability of developing coountries*. Academic Digest. 2020
143. Schöler-Iordanashvili L. 2019. Comparative analyses of derivatives markets in developing and developed countries. *Proceedings of Materials. of International Scientific Conference Economy - XXI centery, Economic problems of Georgia and other post-communist countries and the ways of their solution*. 287-294;
144. Schöler-Iordanashvili, L. 2019 The role of derivative instruments in financial stability. *Globalization and business* #8. 130 -135.
145. Schöler-Iordanashvili, L. 2020. Analyzing the Impact of Derivatives on the Emerging Markets Financial Stability, *European Scientific Journal*, ESJ, edition Vol.16, No.28.
146. Schumpeter, J. 1911. *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge.
147. Schumpeter, J. 1942. *Capitalism, Socialism and Democracy*, New York, Harper and Brothers, fifth ed., George Allen and Unwin, London.
148. Schumpeter, J. 1954. *History of Economic Analysis*, Edited by E. Boody, Oxford University Press, New York.
149. Schumpeter, J. 1961. *Konjunkturzyklen. Eine theoretische, historische und statistische Analyse des kapitalistischen Prozesses*, Vandenhoeck & Ruprecht, Gottingen.
150. Scott, L. 1991. "The Information Content of Prices in Derivative Security Markets." *Working Paper*, IMF 91/132.
151. Sendeniz-Yüncü, İlkey, Levent Akdeniz, and Kür,sat Aydoğgan. 2018. Do stock index futures affect economic growth? Evidence from 32 countries. *Emerging Markets Finance and Trade* 54: 410–29.
152. Smith, C. W. Stulz René M. 1985. "The Determinants of Firm's Hedging Policies," *Journal of Financial Quantitative Analysis*, 20, 391-405.
153. Sprague, O. 1910. *A History of Crises Under the National Banking System*, National Monetary Commission, Washington DC: U.S. Government Printing Office.

154. Studenski P. Krooss H. 1963. *Financial History of the United States* (second edition), New York: McGraw Hill.
155. Stulz, René M. "Demystifying Financial Derivatives," *the Milken Institute Review, Third Quarter* 2005, 20-31.
156. Swan, Edward J. Vigro J. 2019. *Market abuse regulation*: Oxford University Press.
157. Swan, Edward J. 2000. *Building the Global Market. A 4000-Year History of Derivatives*, Kluwer Law International Ltd., London,
158. Hassan T. Dempsey M. 2017. Derivatives usage in emerging markets following the GFC: Evidence from the GCC countries. *Emerging Markets Finance and Trade* 53: 170–79.
159. Veblen T. 1904. *The Theory of Business Enterprise* (New York: Charles Scribner's Sons, 1904), esp. Chapter VII, "The Theory of Modern Welfare. 177-78,92
160. Veblen T. 1904. *The Theory of Business Enterprise* (New York: Charles Scribner's Sons, 1904), esp. Chapter VII, "The Theory of Modern Welfare." 200-201.
161. Thumrongvit P. Yoonbai K. Chong Soo P. 2013. Linking the missing market: The effect of bond markets on economic growth. *International Review of Economics and Finance* 27: 529–41.
162. Timberlake, R. (1978). *The Origins of Central Banking in the United States*, Cambridge MA: Harvard University Press.
163. Tomita T. 2000. The Mechanisms of 21 st - Century-Type International Financial Crises. *Nomura Research Institute Papers*.
164. Tschoegl, A. 1993. "Modeling the Behaviour of Japanese Stock Indices," in S. Takagi (ed.), *Japanese Capital Markets: New Developments in Regulations and Institutions*, Oxford: Blackwell, 371–400.
165. Tsouma E. 2009. Stock returns and economic activity in mature and emerging markets. *Quarterly Review of Economics and Finance* 49: 668–85.
166. Vlaar, P. J. G. 2000. Currency Crisis Models for Emerging Markets. *Econometric Research and Special Studies Department De Nederlandsche Bank*. No. 45.
167. Vo, Duc Hong, Phuc Van Nguyen, Ha Minh Nguyen, Anh The Vo, and Nguyen T. C. 2019. Derivatives market and economic growth nexus: Policy implication for emerging markets. *North American Journal of Economics and Finance*.
168. Vrolijk. 1997. "Derivatives Effect on Monetary Policy Transmission." *International Monetary Fund Working Paper*.2-55.
169. Wallison, Peter J. 2011 "Dissent from the Majority Report of the Financial Crisis Inquiry Commission," <http://www.aei.org/papers/economics/fiscal-policy/dissent-from-the-majority-report-of-the-financialcrisis-inquiry-commission-paper/> (accessed October 7, 2013).

170. Weber, E. J. 2008. "*A Short History of Derivatives Security Markets*," University of Western Australia, 1-51.
171. Wicksell, K. (1898): *Interest and Prices*, Sentry Press, New York, 1936.
172. Wicksell, K. (1906): *Lectures on Political Economy*, Vol. 2, Routledge, London, 1935.
173. Wilson, J. R. Jones C. 1990. "*Financial Market Panics and Volatility in the Long Run, 1830–1988*," in E. White (ed.), *Crashes and Panics*, Illinois: Dow-Jones Irwin, 85–125.
174. Wojnilower, "*The Central Role of Credit Crunches*, p. 324.
175. Wojnilower, "*The Central Role of Credit Crunches*, pp. 277-78.

დანართები

დანართი 1

მონაცემთა ბაზა შემუშავებულია ავტორის მიერ საერთაშორისო ფინანსური სტატისტიკის (International financial statistics) და BIS-ის სტატისტიკის დაყრდნობით.

მონაცემთა ბაზა: აშშ

ID	Country	year	quart	CI	CAGDP	TDFR	CRGDP	DSR
1	USA	2000	Q1	-1,67	-0,78	1,53	47,70	16,90
2	USA	2000	Q2	0,42	-0,88	0,88	48,40	17,10
3	USA	2000	Q3	-0,31	-1,03	1,49	48,70	17,20
4	USA	2000	Q4	-2,54	-0,94	1,70	48,80	17,30
5	USA	2001	Q1	2,43	-0,82	1,95	48,40	17,20
6	USA	2001	Q2	-0,47	-0,84	1,29	48,40	17,10
7	USA	2001	Q3	-6,88	-0,93	1,80	48,40	17,00
8	USA	2001	Q4	2,31	-0,83	1,68	48,60	16,80
9	USA	2002,00	Q1	-0,81	-0,73	1,76	48,00	16,60
10	USA	2002,00	Q2	-2,66	-0,95	1,31	47,60	16,40
11	USA	2002,00	Q3	2,39	-1,07	1,07	48,40	16,30
12	USA	2002,00	Q4	-1,19	-1,07	1,12	48,80	16,10
13	USA	2003,00	Q1	2,39	-0,98	1,40	49,10	15,90
14	USA	2003,00	Q2	1,25	-1,09	1,49	49,60	15,90
15	USA	2003,00	Q3	-2,09	-1,16	1,50	49,70	15,70
16	USA	2003,00	Q4	2,58	-1,07	1,58	49,80	15,60
17	USA	2004,00	Q1	3,87	-1,02	1,59	49,70	15,60
18	USA	2004,00	Q2	-0,64	-1,26	1,38	50,30	15,60
19	USA	2004,00	Q3	0,73	-1,37	1,61	50,70	15,70
20	USA	2004,00	Q4	0,28	-1,34	2,14	51,50	15,80
21	USA	2005,00	Q1	4,89	-1,17	2,14	51,60	16,00
22	USA	2005,00	Q2	-0,59	-1,35	2,56	52,50	16,30
23	USA	2005,00	Q3	1,24	-1,49	2,77	53,20	16,50
24	USA	2005,00	Q4	2,04	-1,46	3,12	53,40	16,70

25	USA	2006,00	Q1	0,53	-1,28	3,43	53,70	16,80
26	USA	2006,00	Q2	0,18	-1,42	3,19	54,30	17,00
27	USA	2006,00	Q3	1,89	-1,54	3,57	54,70	17,20
28	USA	2006,00	Q4	0,91	-1,27	4,39	55,10	17,50
29	USA	2007,00	Q1	0,19	-1,12	4,37	54,90	17,70
30	USA	2007,00	Q2	1,64	-1,26	5,56	55,50	17,90
31	USA	2007,00	Q3	-1,49	-1,30	5,47	56,50	18,10
32	USA	2007,00	Q4	1,58	-1,21	5,09	57,30	18,30
33	USA	2008,00	Q1	-1,59	-1,10	5,72	57,80	18,20
34	USA	2008,00	Q2	1,89	-1,29	5,85	57,60	18,00
35	USA	2008,00	Q3	-0,03	-1,42	5,89	57,70	17,80
36	USA	2008,00	Q4	-8,87	-1,00	3,79	58,00	17,40
37	USA	2009,00	Q1	0,96	-0,54	3,44	57,20	17,10
38	USA	2009,00	Q2	-2,77	-0,60	3,13	56,40	16,90
39	USA	2009,00	Q3	-27,45	-0,79	2,04	55,20	16,70
40	USA	2009,00	Q4	3,07	-0,73	2,37	54,00	16,50
41	USA	2010,00	Q1	-2,06	-0,66	3,19	55,40	16,20
42	USA	2010,00	Q2	-2,21	-0,90	2,99	54,10	15,90
43	USA	2010,00	Q3	-1,02	-0,97	2,90	53,30	15,70
44	USA	2010,00	Q4	2,85	-0,76	2,48	52,30	15,40

მონაცემთა ბაზა: სინგაპური

ID	Country	year	quart	CI	CAGDP	TDFR	CRGDP	CPSGDP
1	SING	1997	Q2	-0,00739	12,47951	5,363493	103,6	3,627355
2	SING	1997	Q3	5,365951	9,53441	5,634791	105,4	3,656987
3	SING	1997	Q4	10,38782	8,092596	6,395538	106,3	3,696499
4	SING	1998	Q1	3,176085	7,69465	7,239564	103,8	3,949546
5	SING	1998	Q2	0,112041	12,69453	6,241032	103,7	3,927575

6	SING	1998	Q3	4,33635	15,05386	5,40784	103,5	3,894039
7	SING	1998	Q4	-6,40561	15,48398	3,70467	105,6	4,334526
8	SING	1999	Q1	5,366983	8,277274	3,770444	105	4,451909
9	SING	1999	Q2	-0,61174	11,00024	3,800765	105,1	4,195848
10	SING	1999	Q3	-2,6615	9,448233	3,49961	101,7	3,962974
11	SING	1999	Q4	-1,35014	10,85726	2,609673	100,7	3,884253
12	SING	2000	Q1	2,596102	7,689778	4,239692	97,4	3,912582
13	SING	2000	Q2	-0,07818	6,920047	2,288997	97,4	3,839497
14	SING	2000	Q3	0,566938	8,959713	3,443865	94,4	3,606177
15	SING	2000	Q4	-0,46325	5,071449	3,909461	93,3	3,595104
16	SING	2001	Q1	1,630729	7,79988	4,542236	93,4	3,951042
17	SING	2001	Q2	5,204363	8,76818	3,278462	95,5	4,190211
18	SING	2001	Q3	-2,44661	9,216304	4,904417	97,6	4,652939
19	SING	2001	Q4	2,498762	10,41384	4,579168	101,7	4,672646
20	SING	2002	Q1	0,351166	8,785388	4,623968	100,4	4,197091
21	SING	2002	Q2	-3,97478	7,461053	3,820483	100,6	4,166003
22	SING	2002	Q3	-2,73093	11,22435	3,100137	99,5	4,123803
23	SING	2002	Q4	-0,20246	11,98112	3,330014	97,9	4,0138
24	SING	2003	Q1	-1,98174	15,56359	4,246676	96,8	4,016809
25	SING	2003	Q2	-1,23857	14,14229	4,881435	100,2	4,334323
26	SING	2003	Q3	-1,8684	17,6426	4,742545	100,5	4,126051
27	SING	2003	Q4	-3,86922	15,7291	4,795521	101,5	3,959304
28	SING	2004	Q1	-4,34541	14,00302	4,751334	100,2	3,913232
29	SING	2004	Q2	0,87117	14,39986	3,899384	97	3,965742
30	SING	2004	Q3	-0,12364	17,1986	4,542253	94,6	3,777006
31	SING	2004	Q4	-6,90805	16,62063	5,606902	92,3	3,61075
32	SING	2005	Q1	-1,33701	15,01039	5,098038	89,7	3,688037
33	SING	2005	Q2	0,642202	16,91367	5,859991	88,3	3,665513
34	SING	2005	Q3	0,870512	20,16114	5,755631	86,6	3,508288
35	SING	2005	Q4	0,454688	19,11923	5,543823	85	3,319209
36	SING	2006	Q1	-5,49724	18,89598	5,776623	82,3	3,408815
37	SING	2006	Q2	-4,51481	17,8059	5,434962	82,3	3,397703
38	SING	2006	Q3	-0,85365	17,98286	5,617443	81,9	3,324871

39	SING	2006	Q4	-3,58696	20,33551	6,374666	8,5	3,156008
40	SING	2007	Q1	-2,12851	22,61178	6,22859	80,3	3,245399
41	SING	2007	Q2	-2,34965	19,95984	7,453133	79,9	3,188151
42	SING	2007	Q3	-2,80736	23,47953	7,177087	79,6	3,159704
43	SING	2007	Q4	-6,93736	15,82235	6,37056	81,7	3,239997
44	SING	2008	Q1	-6,66688	17,29397	7,85382	85	3,591897
45	SING	2008	Q2	-2,87454	16,1256	7,892692	88	3,746428
46	SING	2008	Q3	4,026847	16,33659	7,380805	91,8	3,805052
47	SING	2008	Q4	5,190617	9,200537	5,766193	94,7	4,044477
48	SING	2009	Q1	3,500555	14,67779	5,297248	95,3	4,149061
49	SING	2009	Q2	-4,2733	16,16113	4,97598	95,5	3,946065
50	SING	2009	Q3	-4,35793	15,98369	5,21305	95,7	3,751467
51	SING	2009	Q4	-4,36047	17,53991	5,381697	93,6	3,599173
52	SING	2010	Q1	-1,38186	14,98808	7,015012	90,8	3,635153
53	SING	2010	Q2	-1,42165	17,44517	6,05579	89,6	3,581337
54	SING	2010	Q3	-5,42916	21,58588	6,192148	90,7	3,710794
55	SING	2010	Q4	-5,99721	22,40924	4,860234	91,7	3,65992

მონაცემთა ბაზა: ბრაზილია

ID	Country	year	quart	CI	CAGDP	TDFR	CRGDP	CPSGDP
1	BRAS	1997	Q2	0,037102	-1,46679	0,631723	30.3	1,607105
2	BRAS	1997	Q3	-0,04835	-1,74914	0,640019	30.7	1,635554
3	BRAS	1997	Q4	0,145263	-2,02793	0,677823	31.5	1,6493
4	BRAS	1998	Q1	-0,23677	-1,61731	0,743446	32.2	1,527717
5	BRAS	1998	Q2	-0,01041	-0,82045	0,619795	32.3	1,595734
6	BRAS	1998	Q3	0,31337	-1,75397	0,509146	32.4	1,598066

7	BRAS	1998	Q4	0,044773	-2,04269	0,375022	32.8	1,449247
8	BRAS	1999	Q1	0,691854	-0,79747	0,530425	31.3	1,153292
9	BRAS	1999	Q2	-0,23157	-0,61144	0,512283	30.5	1,28857
10	BRAS	1999	Q3	0,044693	-0,75257	0,52582	31.3	1,163544
11	BRAS	1999	Q4	0,14091	-0,86299	0,392062	31.1	1,210476
12	BRAS	2000	Q1	-0,13861	-0,5027	0,61091	28.3	1,102725
13	BRAS	2000	Q2	0,245078	-0,34624	0,32641	29.9	1,226483
14	BRAS	2000	Q3	-0,08731	-0,54664	0,500439	29.5	1,254078
15	BRAS	2000	Q4	0,009752	-1,17492	0,596927	30.6	1,164154
16	BRAS	2001	Q1	0,002251	-0,80971	0,689434	31.4	1,165153
17	BRAS	2001	Q2	0,068984	-0,48928	0,510184	29.4	1,319235
18	BRAS	2001	Q3	0,056681	-0,19231	0,829385	30.9	1,154367
19	BRAS	2001	Q4	0,082349	-0,10239	0,729435	30.7	1,194473
20	BRAS	2002	Q1	-0,08405	-0,01854	0,70651	30.6	1,099657
21	BRAS	2002	Q2	-0,06274	0,00367	0,592639	30.1	1,196453
22	BRAS	2002	Q3	0,323069	1,063937	0,59843	31	1,132252
23	BRAS	2002	Q4	0,184752	1,045067	0,728812	30.3	1,229184
24	BRAS	2003	Q1	-0,14442	0,766338	0,89475	30.4	1,105225
25	BRAS	2003	Q2	-0,24992	1,223792	0,792645	30.2	1,17889
26	BRAS	2003	Q3	-0,10088	1,360654	0,764971	29.8	1,095846
27	BRAS	2003	Q4	0,039077	1,235595	0,785171	29.9	1,043472
28	BRAS	2004	Q1	-0,03887	1,236513	0,843844	28.7	1,028666
29	BRAS	2004	Q2	0,079111	1,59372	0,671041	29.1	1,131244
30	BRAS	2004	Q3	-0,0172	1,723259	0,765623	29.4	1,106625
31	BRAS	2004	Q4	-0,11943	1,350858	0,923769	29.4	1,07936
32	BRAS	2005	Q1	-0,17986	1,426531	0,836115	30.1	1,039168
33	BRAS	2005	Q2	-0,04154	1,673894	0,834932	30.1	1,192766
34	BRAS	2005	Q3	-0,01744	1,945161	0,779675	30.6	1,127217
35	BRAS	2005	Q4	0,006694	1,639104	0,725432	31.9	1,11183
36	BRAS	2006	Q1	-0,11326	1,372349	0,779557	32	1,118986
37	BRAS	2006	Q2	-0,04259	1,328112	0,730561	33	1,255478
38	BRAS	2006	Q3	-0,14383	1,91288	0,741707	33.9	1,251257
39	BRAS	2006	Q4	-0,14427	1,472442	0,846726	35.5	1,248871

40	BRAS	2007	Q1	-0,24101	0,951006	0,856971	35.6	1,249825
41	BRAS	2007	Q2	-0,33376	1,276475	0,961485	36.4	1,48166
42	BRAS	2007	Q3	-0,11856	1,003054	0,912079	38.5	1,451236
43	BRAS	2007	Q4	-0,15262	0,730756	0,773322	40.7	1,571549
44	BRAS	2008	Q1	-0,0929	-0,07877	0,927156	41.5	1,540825
45	BRAS	2008	Q2	-0,0692	0,483446	0,843786	42.7	1,75811
46	BRAS	2008	Q3	-0,01565	0,438655	0,753883	44.2	1,650644
47	BRAS	2008	Q4	0,414987	0,174341	0,717501	45.8	1,706428
48	BRAS	2009	Q1	0,031283	0,019755	0,689062	44.7	1,784978
49	BRAS	2009	Q2	-0,14654	0,701912	0,591367	45.1	1,956451
50	BRAS	2009	Q3	-0,16297	0,230875	0,570914	46.3	1,838788
51	BRAS	2009	Q4	-0,13113	-0,18829	0,553208	47.5	0
52	BRAS	2010	Q1	0,020203	-0,60169	0,780159	47.4	0
53	BRAS	2010	Q2	-0,03678	-0,09469	0,66158	48.1	0
54	BRAS	2010	Q3	-0,09201	-0,4085	0,645816	50.7	0
55	BRAS	2010	Q4	-0,06936	-0,12875	0,506712	52.8	0

მონაცემთა ბაზა: რუსეთი

ID	Country	year	quart	CI	CAGDP	TDFR	CRGDP	DSR
1	Russia	1997	Q2	-45,9997	0,287208	1,457707	11.7	-
2	Russia	1997	Q3	6,935282	0,191495	1,302466	12.2	-
3	Russia	1997	Q4	25,40831	0,265101	1,451709	11.6	-
4	Russia	1998	Q1	7,423416	-0,2119	1,738691	11.3	-
5	Russia	1998	Q2	8,043147	-0,05814	1,421501	11.5	-
6	Russia	1998	Q3	63,18692	0,737922	1,55979	15.5	-
7	Russia	1998	Q4	99,34605	1,124527	1,791439	15.4	-
8	Russia	1999	Q1	41,87892	0,550863	1,90763	14.6	-
9	Russia	1999	Q2	-9,94125	0,50454	1,786398	13.6	-

10	Russia	1999	Q3	15,57376	0,564802	1,401859	12.8	-
11	Russia	1999	Q4	-14,7576	0,80786	1,094357	12.9	-
12	Russia	2000	Q1	-18,2496	0,804018	1,755408	12.1	7.1
13	Russia	2000	Q2	-40,9843	0,751504	0,877399	11.9	5.7
14	Russia	2000	Q3	-18,128	0,646098	1,178232	12.2	4.8
15	Russia	2000	Q4	-9,41951	0,675387	1,360273	13.3	4.5
16	Russia	2001	Q1	-2,79847	0,630607	1,592354	13.4	4.4
17	Russia	2001	Q2	1,575143	0,454796	0,988662	14	4.4
18	Russia	2001	Q3	-22,2339	0,360995	1,279168	15.1	4.7
19	Russia	2001	Q4	4,930136	0,26277	1,199851	16.1	4.7
20	Russia	2002	Q1	1,785498	0,311662	1,383203	16.3	4.7
21	Russia	2002	Q2	-13,4285	0,341125	1,076005	16.7	4.9
22	Russia	2002	Q3	-2,90379	0,332927	0,769024	16.9	4.5
23	Russia	2002	Q4	-3,20773	0,305386	0,835548	17.3	4.5
24	Russia	2003	Q1	-13,5418	0,442196	1,123906	17.3	4.5
25	Russia	2003	Q2	-15,3443	0,338528	1,108801	18.3	4.5
26	Russia	2003	Q3	1,494709	0,314386	0,958913	19.6	4.6
27	Russia	2003	Q4	-21,1335	0,328381	1,01381	20.2	4.6
28	Russia	2004	Q1	-10,4701	0,418949	1,058857	20.6	4.7
29	Russia	2004	Q2	-3,69837	0,424278	0,769149	21.3	4.9
30	Russia	2004	Q3	-5,139	0,413369	0,806279	21.4	4.7
31	Russia	2004	Q4	-26,3892	0,432035	1,011135	23	4.7
32	Russia	2005	Q1	-10,3661	0,486469	0,970208	21.7	4.5
33	Russia	2005	Q2	-7,05178	0,535878	0,990005	22.6	4.6
34	Russia	2005	Q3	-2,53595	0,465293	0,878939	23.2	4.7
35	Russia	2005	Q4	-8,8899	0,446812	0,875947	24.4	5.2
36	Russia	2006	Q1	-11,6037	0,589986	0,957401	24.2	5
37	Russia	2006	Q2	-20,1817	0,537968	0,827058	25.4	5.2
38	Russia	2006	Q3	-6,24614	0,453224	0,774513	26.8	5
39	Russia	2006	Q4	-11,4849	0,296144	0,922557	28.8	5.4
40	Russia	2007	Q1	-9,87883	0,372311	1,005559	29.9	5.4
41	Russia	2007	Q2	-16,8948	0,328972	1,094785	32.1	6.1
42	Russia	2007	Q3	-4,73084	0,269578	0,956557	34.2	6.5

43	Russia	2007	Q4	-12,6869	0,338328	0,801599	35.1	6.8
44	Russia	2008	Q1	-6,69714	0,502663	1,033543	35.8	7.1
45	Russia	2008	Q2	-11,0917	0,445224	0,897216	36.5	7.2
46	Russia	2008	Q3	4,324617	0,375382	0,758299	37.2	7.6
47	Russia	2008	Q4	30,60083	0,204302	0,644738	38.4	9.2
48	Russia	2009	Q1	32,5723	0,201254	0,911715	40.3	10.8
49	Russia	2009	Q2	-10,7364	0,192379	0,784365	40.6	10
50	Russia	2009	Q3	-0,76273	0,273146	0,767841	41.8	9.9
51	Russia	2009	Q4	-10,2628	0,285231	0,778942	41.4	9.5
52	Russia	2010	Q1	0,180577	0,415276	1,151167	39.4	8.4
53	Russia	2010	Q2	-0,66685	0,293784	0,945711	39.1	7.8
54	Russia	2010	Q3	-3,12835	0,156006	0,924243	39	7.2
55	Russia	2010	Q4	2,747303	0,206429	0,724429	38.6	6.6

მონაცემთა ბაზა: არგენტინა

ID	Country	year	Q	CI	CAGDP	TDFR	CRGDP	CPSGDP
1	ARG	1997	Q2	-19,6518	-0,24044	2,176731	18,6	0,193112
2	ARG	1997	Q3	2,786006	-0,61686	2,058491	19,1	0,203474
3	ARG	1997	Q4	-22,6426	-0,74362	1,942779	19,6	0,209018
4	ARG	1998	Q1	9,122705	-0,93884	1,818441	20	0,228052
5	ARG	1998	Q2	-10,0278	-0,30696	2,294695	20,5	0,213121
6	ARG	1998	Q3	-8,4085	-0,65292	2,72354	21	0,223461
7	ARG	1998	Q4	-2,75893	-0,65473	3,670149	21,8	0,238723
8	ARG	1999	Q1	2,032077	-0,67232	3,604233	21,8	0,257115
9	ARG	1999	Q2	9,876235	-0,04021	3,595363	22,1	0,239287
10	ARG	1999	Q3	8,450272	-0,53568	3,676645	22,3	0,240631
11	ARG	1999	Q4	-29,2074	-0,49828	4,80077	22,4	0,236436
12	ARG	2000	Q1	9,970081	-0,47802	2,8341	22,1	0,247508

13	ARG	2000	Q2	-5,67226	0,145029	5,497909	21,7	0,226081
14	ARG	2000	Q3	5,798578	-0,18685	3,374842	21,5	0,228371
15	ARG	2000	Q4	3,550635	-0,14808	2,895518	21,5	0,229354
16	ARG	2001	Q1	18,09179	-0,37813	2,462257	20,3	0,233865
17	ARG	2001	Q2	7,07859	0,360982	3,989611	20,2	0,211323
18	ARG	2001	Q3	5,436545	0,529702	2,507758	19,2	0,211615
19	ARG	2001	Q4	43,14411	0,809471	2,536994	18,7	0,214861
20	ARG	2002	Q1	19,87661	2,590215	1,220622	18,1	0,219234
21	ARG	2002	Q2	40,87349	4,193061	1,200388	17,1	0,154951
22	ARG	2002	Q3	7,368064	4,554801	1,283037	15,3	0,150494
23	ARG	2002	Q4	-12,8348	4,00605	1,221908	13,3	0,138865
24	ARG	2003	Q1	17,0024	3,615643	1,032053	11,5	0,134168
25	ARG	2003	Q2	-24,7998	3,504923	1,282803	10,4	0,10438
26	ARG	2003	Q3	-11,4795	2,732544	1,164232	9,8	0,105921
27	ARG	2003	Q4	-8,54974	2,265421	1,116259	9,3	0,099998
28	ARG	2004	Q1	0,204066	1,702912	1,173191	8,9	0,091407
29	ARG	2004	Q2	-24,5689	2,202843	1,66293	9	0,082439
30	ARG	2004	Q3	-3,84004	1,745467	1,262812	9	0,089442
31	ARG	2004	Q4	-10,6217	1,514342	0,979779	9,2	0,091579
32	ARG	2005	Q1	10,35424	1,406468	1,119236	9,3	0,094331
33	ARG	2005	Q2	-22,6232	1,459341	1,170417	9,7	0,086059
34	ARG	2005	Q3	5,98727	1,743774	1,11735	9,9	0,094206
35	ARG	2005	Q4	-21,281	1,407866	1,120487	10,4	0,097332
36	ARG	2006	Q1	19,6121	1,273254	1,073747	10,5	0,100549
37	ARG	2006	Q2	-25,8953	1,592197	1,227241	11	0,097011
38	ARG	2006	Q3	-11,6847	1,256236	1,126139	11,3	0,104816
39	ARG	2006	Q4	-19,398	1,51728	0,96722	11,7	0,108239
40	ARG	2007	Q1	-20,4862	0,924873	0,980037	11,8	0,113072
41	ARG	2007	Q2	-24,0995	1,226789	0,907108	12	0,103667
42	ARG	2007	Q3	4,641435	0,635739	0,889857	12,6	0,113277
43	ARG	2007	Q4	-8,28737	1,493798	1,011854	12,9	0,113689
44	ARG	2008	Q1	-10,8981	1,002632	0,866296	12,6	0,11466
45	ARG	2008	Q2	12,33607	0,570942	0,998153	12,5	0,104004

46	ARG	2008	Q3	4,062713	1,270244	1,062294	12,3	0,111748
47	ARG	2008	Q4	5,515499	0,805493	1,373314	12,1	0,116305
48	ARG	2009	Q1	3,218146	1,06769	1,40218	12,2	0,12557
49	ARG	2009	Q2	5,570589	1,911587	1,475681	12,4	0,114256
50	ARG	2009	Q3	6,535353	0,91279	1,277814	12,1	0,112136
51	ARG	2009	Q4	4,456023	1,0599	1,220332	12,2	0,11025
52	ARG	2010	Q1	5,576707	0,527142	0,963961	11,8	0,109047
53	ARG	2010	Q2	-2,6664	1,23679	1,244614	11,9	0,099448
54	ARG	2010	Q3	-1,94348	0,686464	1,186073	12	0,106548
55	ARG	2010	Q4	1,864916	0,436428	1,466327	12,5	0,111764

ღანართი 2

Global OTC derivatives markets, by market and risk category (notional amounts, \$ trillions)

	Notional principal ¹					
	Interest rate	FX	Equity	Commodities	CDS	Unallocated
1998	50,01	18,01	1,49	0,41		10,39
1999	60,09	14,34	1,81	0,55		11,41
2000	64,67	15,67	1,89	0,66		12,31
2001	77,57	16,75	1,88	0,6		14,38
2002	101,66	18,45	2,31	0,92		18,33
2003	141,99	24,48	3,79	1,41		18,33
2004	190,5	29,29	4,38	1,44	6,4	25,51
2005	211,97	31,,36	5,79	5,43	13,91	26,61
2006	291,97	40,27	7,49	7,12	28,65	30,79
2007	393,14	56,24	8,47	8,46	58,24	43,03
2008	432,66	50,24	6,47	4,43	41,88	61,39
12-2009	449,9	49,2	5,9	2,9	32,7	62,3
06-2010	451,8	53,2	6,3	2,9	30,3	63,3
12-2010	465,3	57,8	5,6	2,9	29,9	39,5

06-2011	553,2	64,7	6,8	3,2	32,4	42,6
12-2011	504,1	63,4	6,0	3,1	28,6	41,6
06-2012	496,2	66,7	6,3	3,0	26,9	
12-2012	492,6	67,4	6,3	2,6	25,1	
06-2013	564,7	73,1	6,8	2,5	24,3	
12-2013	584,8	70,6	6,6	2,2	21,0	
06-2014	563,3	74,8	7,1	2,2	19,5	-
12-2014	505,4	75,0	7,0	1,9	16,4	-
06-2015	434,5	73,6	7,5	1,7	14,6	-
12-2015	384,0	70,4	7,1	1,3	12,3	-
06-2016	426,8	74,2	6,6	1,4	11,8	0,1
12-2016	368,4	68,6	6,1	1,3	9,9	0,1
06-2017	415,9	77,0	6,8	1,4	9,6	0,1

დანართი 2

დერივატივების ბაზარი (კვარტალურად)

	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	2019	% ცვლილება 2019/2018
აქციები	995,305,591	916,935,213	1,069,234,340	1,198,624,232	4,180,099,377	8.42% Options
Americas	808,196,447	743,766,281	889,049,680	1,022,202,600	3,463,215,008	5.97%
APAC	100,535,671	97,140,602	102,322,806	95,302,344	395,301,423	10.91%
EMEA	86,573,473	76,028,331	77,861,855	81,119,288	321,582,946	-4.21%
აქციების ფიუჩერსები	396,057,099	482,722,253	397,341,186	421,995,823	1,698,116,361	17.07%
Americas	2,136,108	5,237,454	11,682,568	9,192,306	28,248,436	1860.22%
APAC	244,384,071	251,131,907	239,733,579	212,716,504	947,966,061	13.33%
EMEA	149,536,920	226,352,892	145,925,039	200,087,013	721,901,864	17.84%
აქციების ინდექსების ოპციონები	1,408,881,997	1,505,608,112	1,750,688,639	1,634,118,400	6,299,297,148	39.47%
Americas	158,468,156	175,035,585	185,807,240	163,554,391	682,865,372	-14.18%
APAC	1,119,885,065	1,201,972,407	1,431,034,769	1,343,082,466	5,095,974,707	59.82%
EMEA	130,528,776	128,600,120	133,846,630	127,481,543	520,457,069	-2.25%

აქციების ინდექსების ფიუჩერსები	900,607,915	1,060,797,451	1,142,826,323	1,051,118,085	4,155,349,773	22.92%
Americas	464,875,200	598,783,384	681,349,083	626,662,589	2,371,670,256	59.72%
APAC	235,888,618	251,580,739	247,623,989	220,696,888	955,790,234	-1.61%
EMEA	199,844,097	210,433,328	213,853,251	203,758,608	827,889,283	-10.41%
საპროცენტო განაკვეთის ოფციონები	206,882,536	243,730,908	228,745,405	196,779,751	876,138,600	11.75%
Americas	165,741,212	208,998,680	178,314,031	146,638,529	699,692,452	14.06%
APAC	341,922	503,577	499,981	505,486	1,850,966	18.30%
EMEA	40,799,402	34,228,651	49,931,393	49,635,736	174,595,182	3.30%
საპროცენტო განაკვეთის ფიუჩერსები	875,575,435	949,877,731	983,844,276	864,633,136	3,673,930,578	1.70%
Americas	561,450,491	642,775,191	670,049,147	583,159,566	2,457,434,395	7.18%
APAC	60,489,557	64,032,873	65,539,775	60,332,555	250,394,760	11.71%
EMEA	253,635,387	243,069,667	248,255,354	221,141,015	966,101,423	-11.82%
საქონლის ოფციონები	51,807,363	71,742,271	72,196,599	69,049,582	264,795,815	9.58%
Americas	34,674,374	47,415,546	42,331,402	35,042,674	159,463,996	-3.00%
APAC	5,397,745	8808749	12,690,967	15,114,685	42,012,146	99.85%
EMEA	11,735,244	15,517,976	17,174,230	18,892,223	63,319,673	12.61%
საქონლის ფიუჩერსები	1,310,613,343	1,627,450,662	1,907,844,370	1,702,472,455	6,548,380,830	21.84%
Americas	249,332,732	292,986,259	273,527,201	254,178,467	1,070,024,659	2.73%
APAC	761,343,057	1,011,046,481	1,233,607,958	1,112,511,036	4,118,508,532	28.02%
EMEA	299,937,554	323,417,922	400,709,210	335,782,953	1,359,847,639	21.87%
Currency Options	318,873,891	323,767,929	370,746,848	321,209,621	1,334,598,288	15.56%
Americas	6,784,627	5,701,025	5,348,029	5,299,248	23,132,929	-10.26%
APAC	290,493,088	304,741,740	350,006,561	301,478,888	1,246,720,277	19.42%
EMEA	21,596,176	13,325,164	15,392,258	14,431,485	64,745,083	-23.98%
ვალუტის ფიუჩერსები	588,969,059	559,685,300	684,481,306	586,504,350	2,419,640,014	-2.18%
Americas	162,193,304	158,967,411	219,420,760	180,645,474	721,226,949	25.03%
APAC	281,464,604	268,073,176	299,471,828	268,608,909	1,117,618,517	-3.33%
EMEA	145,311,151	132,644,713	165,588,718	137,249,966	580,794,548	-21.59%

დერევატივების ბაზარი - თვეების მიხედვით მონაცემები

	იან.20	თებ.20	მარ.20	% ცვლილება თებერვ/იანვ	% ცვლილება მარტი/თებერვ
აქციების ოფციონები	468,785,135	479,630,082	440,993,747	2.31%	-8.06%
Americas	400,030,319	408,503,843	374,131,640	2.12%	-8.41%
APAC	34,733,321	35,274,892	32,501,985	1.56%	-7.86%
EMEA	34,021,495	35,851,347	34,360,122	5.38%	-4.16%
აქციების ფიუჩერსები	166,249,595	181,394,629	271,225,954	9.11%	49.52%
Americas	1,878,966	2,936,661	3,637,534	56.29%	23.87%
APAC	87,950,704	96,857,494	169,469,755	10.13%	74.97%
EMEA	76,419,925	81,600,474	98,118,665	6.78%	20.24%
აქციების ინდექსების ოფციონები	698,198,580	717,948,371	654,648,335	2.83%	-8.82%
Americas	65,059,123	76,941,000	105,252,053	18.26%	36.80%
APAC	585,983,076	577,453,121	471,159,158	-1.46%	-18.41%
EMEA	47,156,382	63,554,250	78,237,124	34.77%	23.10%
აქციების ინდექსების ფიუჩერსები	437,481,378	505,922,657	765,944,602	15.64%	51.40%
Americas	293,599,181	308,505,809	382,026,858	5.08%	23.83%
APAC	80,012,733	108,227,940	201,589,645	35.26%	86.26%
EMEA	63,869,464	89,188,908	182,328,099	39.64%	104.43%
საპროცენტო განაკვეთის ოფციონები	73,522,190	96,354,916	108,109,823	31.06%	12.20%
Americas	54,863,269	81,993,630	93,972,908	49.45%	14.61%
APAC	162,686	214,479	80,083	31.84%	-62.66%
EMEA	18,496,235	14,146,807	14,056,832	-23.52%	-0.64%
საპროცენტო განაკვეთის ფიუჩერსები	284,012,613	408,095,083	474,181,112	43.69%	16.19%
Americas	182,860,399	295,036,607	334,178,127	61.35%	13.27%
APAC	18,506,883	22,059,009	32,610,453	19.19%	47.83%
EMEA	82,645,331	90,999,467	107,392,532	10.11%	18.01%
სასაქონლო ოფციონები	25,794,532	25,706,194	36,565,532	-0.34%	42.24%
Americas	15,320,550	13,740,802	18,693,820	-10.31%	36.05%
APAC	4,429,194	5,039,727	9,762,918	13.78%	93.72%
EMEA	6,044,788	6,925,665	8,108,795	14.57%	17.08%

სასაქონლო ფიუჩერსები	513,831,363	581,310,972	805,214,746	13.13%	38.52%
Americas	98,956,069	97,647,124	117,725,947	-1.32%	20.56%
APAC	285,123,152	321,809,649	534,760,323	12.87%	66.17%
EMEA	129,752,142	161,854,199	152,728,476	24.74%	-5.64%
ვალუტის ოფციონები	101,756,767	89,633,882	102,077,553	-11.91%	13.88%
Americas	1,839,243	2,146,123	1,811,638	16.69%	-15.59%
APAC	96,216,742	81,323,978	90,477,751	-15.48%	11.26%
EMEA	3,700,782	6,163,781	9,788,164	66.55%	58.80%
ვალუტის ფიუჩერსები	204,251,759	228,508,421	355,154,275	11.88%	55.42%
Americas	58,935,488	59,290,174	89,051,017	0.60%	50.20%
APAC	99,517,897	102,485,123	153,263,362	2.98%	49.55%
EMEA	45,798,374	66,733,124	112,839,896	45.71%	69.09%