

სსიპ ბათუმის შოთა რუსთაველის სახელმწიფო უნივერსიტეტი

ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი

საფინანსო, საბანკო და სადაზღვევო საქმის დეპარტამენტი



სოფიო ბერიძე

საგარეო ვალის მართვის თანამედროვე მიდგომები სასესიო
კაპიტალის ბაზარზე

(ნაშრომი წარდგენილია ბიზნესის ადმინისტრირების დოქტორის აკადემიური
ხარისხის მოსაპოვებლად)

სამეცნიერო ხელმძღვანელი: **ლელა ონიანი**
ბიზნესისა და მართვის დოქტორი,
ასოცირებული პროფესორი

ბათუმი

2024

გ ა ნ ა ც ხ ა დ ი

როგორც წარდგენილი სადისერტაციო ნაშრომის ავტორი, ვაცხადებ, რომ ნაშრომი წარმოადგენს ჩემს ორიგინალურ ნამუშევარს და არ შეიცავს სხვა ავტორების მიერ აქამდე გამოქვეყნებულ, გამოსაქვეყნებლად მიღებულ ან დასაცავად წარდგენილ მასალებს, რომლებიც ნაშრომში არ არის მოხსენიებული ან ციტირებული სათანადო წესების შესაბამისად.

სოფიო ბერიძე

ხელმოწერა:

თარიღი: 04/2024

შინაარსი

შესავალი.....	4
თავი I. სახელმწიფო ვალის სოციალურ-ეკონომიკური ფუნქცია	10
1.1. სახელმწიფო ვალის წარმოქმნის წინაპირობები სახელმწიფოში.....	10
1.2. სახელმწიფო ვალის თეორიული ასპექტები	29
1.3. სახელმწიფო ვალის სიმძიმე და ვალის მდგრადობის მთავრობისეული ანალიზი	36
თავი II. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის სტრუქტურა და დინამიკა	44
2.1. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის კლასიფიკაცია	44
2.2. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის დინამიკა და გადახდისუნარიანობის თანმხლები რისკფაქტორები	53
2.3. სახელმწიფო ვალის წარმოშობისა და მართვის უცხოური პრაქტიკა და გამოცდილება.....	63
თავი III. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის მართვის პრობლემები და ვალის ეფექტური გამოყენების ღონისძიებები	75
3.1. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის მართვის სტრატეგია.....	75
3.2. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის პორტფელი და ვალის მომსახურების ტენდენციები.....	90
3.3. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის რეგრესული ანალიზი და პროგნოზი	98
დასკვნები და რეკომენდაციები.....	110
გამოყენებული ლიტერატურა:	119
დანართები:.....	127

შესავალი

თემის აქტუალობა - სახელმწიფო ვალის ყოველწლიურად ზრდის ტენდენციურობიდან გამომდინარე მსოფლიოს ბევრი ქვეყნისათვის ვალის მართვის საკითხები მუდამ აქტუალურია. ბოლო წლებში საქართველოს სახელმწიფო ვალი და მათ შორის საგარეო ვალიც კრიტიკულ ზღვარს მიუახლოვდა, რაც ქვეყნის სავალო რეიტინგზე ნეგატიურად მოქმედებს. საზოგადოებაში ჩნდება კითხვები: რატომ იღებს სახელმწიფო ვალს, რა პირობით, საზოგადოებას ამით რა სარგებელი აქვს, რა შედეგს ღებულობს სახელმწიფო და ა.შ.

ნაშრომის აქტუალობა განპირობებულია ვალის, როგორც ფინანსური ინსტრუმენტის როლით, როგორც ქვეყნის კეთილდღეობის, ასევე მისი შენარჩუნების საკითხში. სახელმწიფო საგარეო ვალი მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ნებისმიერი სახელმწიფოს მაკროეკონომიკურ სისტემაში. მისი ფორმირება, მომსახურება და დაფარვა ახდენს დიდ გავლენას სახელმწიფო ფინანსების მდგომარეობაზე, ფულადი ნაკადების მოძრაობაზე, საინვესტიციო კლიმატზე, საერთაშორისო თანამშრომლობის წარმოშობასა და შემგომ განვითარებაზე სახელმწიფოებს შორის. ვალის მართვის აქტუალობას ზრდის ის გარემოებაც, რომ ის პირდაპირ კავშირშია სახელმწიფოს ეკონომიკურ უსაფრთხოებასთან.

დროულად მობილიზებული დამატებითი რესურსების მნიშვნელობა კიდევ უფრო ნათლად წარმოაჩინა 2020-2021 წლებში პანდემიით გამოწვეულმა სირთულეებმა. ეკონომიკურმა კრიზისმა, რომელიც ახალმა პანდემიამ გამოიწვია, მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინა დანაზოგებზე. მსოფლიოს პრაქტიკულად ყველა ქვეყანას მოუწია ვალის ზრდა და ბუფერების შემცირება. კვლევების მიხედვით, განვითარებადი საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნების ერთ მესამედს შეზღუდული, ან საერთოდ არა აქვს ფისკალური სივრცე განგრძობადი კრიზისის გასამკლავებლად, რაც მნიშვნელოვნად ამცირებს მომდევნო წლებში გლობალური მოთხოვნის აღდგენის პერსპექტივებს. შესაბამისად, მომდევნო წლების განმავლობაში მოსალოდნელია, რომ მთელმა მსოფლიომ ფისკალური კონსოლიდაციის გზას მიმართოს ბუფერებისა და ფისკალური სივრცის აღსადგენად. კონსოლიდაცია კი

დამატებით მუხრუჭს წარმოქმნის ეკონომიკური ზრდისათვის, რაც საკმაოდ დიდი შემაფერხებელი ფაქტორია მსოფლიო ეკონომიკისათვის პანდემიამდელი მდგომარეობის დროის მოკლე პერიოდში აღდგენისათვის.

კვლევის ობიექტი და საგანი - სადისერტაციო ნაშრომის შესწავლის ობიექტია სახელმწიფოს საგარეო ვალი და მასზე მოქმედი ფაქტორები, კვლევის საგანს წარმოადგენს სახელმწიფო საგარეო ვალის მართვის მეთოდოლოგია და ვალის მომსახურების პოლიტიკაში არსებული პრობლემები.

კვლევის მიზანი და ამოცანები - იმისათვის, რომ საგარეო ვალი ქვეყნისათვის მწვავე ეკონომიკურ პრობლემად არ იქცეს, უნდა შემუშავდეს ვალის მართვის ისეთი მოქნილი სისტემა, რომელიც უზრუნველყოფს ვალის სწორად და მიზნობრივად ხარჯვის მექანიზმის ჩამოყალიბებას. ვალის მართვის სწორი სტრატეგია ხელს შეუწყობს, როგორც ქვეყნის საკუთარი მიზნების მიღწევას, ისე საგარეო ვალების შემცირებას, და ამასთან არ მოხდება ვალის სიმძიმის მომავალ თაობაზე დაწოლა. გამომდინარე აქედან, სადისერტაციო კვლევა მიზნად ისახავს სახელმწიფო საგარეო ვალზე მოქმედ ფაქტორთა გავლენის მასშტაბების პროგნოზირებასა და ეფექტიანი მართვის ძირითადი პრინციპების შემუშავებას. დასახული მიზნის მისაღწევად შევიმუშავეთ შემდეგი ამოცანები:

- სამეცნიერო-თეორიული ნაშრომების და მეთოდოლოგიური მასალების გაცნობა, კერძოდ სახელმწიფო ვალის წარმოქმნის ისტორიისა და ვალის შესახებ თეორეტიკოსთა შეხედულებების გაცნობა;
- სახელმწიფო ვალის სიმძიმისა და მდგრადობის შესწავლა და ანალიზი;
- სახელმწიფო ვალის და კერძოდ სახელმწიფო საგარეო ვალის დინამიკისა და მისი ტენდენციურობის ანალიზი;
- სახელმწიფო საგარეო ვალების წარმოშობისა და მართვის უცხოური პრაქტიკის შესწავლა;
- სახელმწიფო საგარეო ვალისა და ვალის მომსახურების გავლენის სფეროების ანალიზი;
- სახელმწიფო საგარეო ვალზე მოქმედი ფაქტორების შერჩევა და მათი გავლენის მასშტაბების პროგნოზირების მოდელის შექმნა.

კვლევის თეორიული და მეთოდოლოგიური საფუძვლები - სადისერტაციო ნაშრომის თეორიულ საფუძველს წარმოადგენს ქართველ და უცხოელ მეცნიერთა ნაშრომები სახელმწიფო ვალზე, სახელმწიფო საგარეო ვალსა და მის ტვირთზე. ქართველ მეცნიერთა შორის აღსანიშნავია ვ.პაპავას, ვ.ჭარაიას, მ.მუჩიაშვილის, ნ.ხადურის, ე.მექვაბიშვილის, უცხოელი მკვლევარებისა და ავტორების: A.Smith, M.Buchanan, R.Muley, D.RichardD, J.Say ნაშრომები. თუმცა სახელმწიფო საგარეო ვალის მართვის თანამედროვე მიდგომებზე, ვალისა და მასზე მოქმედ ფაქტორთა ურთიერთდამოკიდებულების პროგნოზირებაზე კომპლექსური კვლევა არ ჩატარებულა. სადისერტაციო ნაშრომში გაანალიზებულია სახელმწიფო ვალის როგორც თეორიული ასპექტები, მკვლევარების განსხვავებული მოსაზრებები, ასევე მსოფლიოში ვალთან დაკავშირებული კრიტიკული მომენტები, რაც ძირითადად სავალო კრიზისებში აისახა, სახელმწიფო ვალის მოკლე მიმოხილვა გვეხმარება მისი წარმოშობის მიზეზების და შედეგების უკეთ გაგებაში. გაანალიზებულია საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციების უახლესი კვლევები პანდემიის და შემდგომ პერიოდში დასახული მიზნების შესახებ, გაანალიზებულია ვალის ფორმირების ეტაპები, მისი სოციალურ-ეკონომიკური საფუძვლები, მდგრადობის პარამეტრები. ისტორიული კონტექსტი გვეხმარება დავეთანხმოთ ან უარვყოთ ალტერნატიული თეორიები და ანალიტიკური მეთოდები.

სახელმწიფო საგარეო ვალის მასშტაბებისა და ტენდენციურობის შესწავლის მიზნით, ჩატარებულია ბოლო 20 წლის სტატისტიკური მონაცემების ემპირიული ანალიზი. შესწავლილია სახელმწიფო ვალის სტრუქტურა და ტენდენციურობა სტატისტიკურ მონაცემებზე დაკვირვებით, შეფასებული გვაქვს შერჩეულ ფაქტორთა ურთიერთდამოკიდებულების ხარისხი.

2019 წლის ბოლოს მსოფლიოში გამოჩენილმა ახალი ტიპის კორონავირუსმა და 2022 წელს დაწყებულმა რუსეთ-უკრაინის ომმა მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინა მსოფლიო ეკონომიკურ ტენდენციებზე და მათ შორის საქართველოზეც. მთელს მსოფლიოში მოხდა მიმდინარე და საშუალოვადიანი პროგნოზების გადახედვა.

მონაცემების მოპოვებისა და ანალიზის მეთოდები - მონაცემების მოპოვება მოხდა სხვადასხვა ინტერნეტ რესურსებიდან. ნაშრომის მეთოდოლოგიური

საფუძველს წარმოადგენს ფინანსთა სამინისტროს, ეროვნული ბანკის, საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების, საქსტატის და საინფორმაციო სააგენტოების მონაცემები, რომლებიც გამოიყენება სტატისტიკური ინფორმაციის წყაროდ. ანალიზისათვის გამოყენებულ იქნა რეგრესულ-სტატისტიკური მეთოდი და პროგნოზირება განხორციელდა ARIMA-ს ავტორეგრესული მოდელით.

კვლევის ჰიპოთეზა - ნაშრომის მიზანია სახელმწიფო საგარეო ვალზე მოქმედ ფაქტორთა გავლენის მასშტაბის პროგნოზირება და პროგნოზირების მეთოდების გამოყენებით ვალის ეფექტიანი მართვის ძირითადი მიმართულებების შენარჩუნება.

კვლევის მეცნიერული სიახლე - ნაშრომის სამეცნიერო სიახლე ეფუძნება სამეცნიერო და მეთოდოლოგიურ წყაროებსა და ავტორის პირად დაკვირვებებს, რაც მოიცავს შემდეგს:

- გამოკვლეულია სახელმწიფო ვალის პოლიტიკური, ეკონომიკური და სოციალური გავლენის სფეროები.
- აგებულია სახელმწიფო ვალის გავლენის სფეროების შესაბამისი სქემა;
- შედგენილია საგარეო ვალის კლასიფიკაციის სქემა მახასიათებლების მიხედვით;
- აგებულია საქართველოს სახელმწიფო ვალის მდგრადობის მატრიცა სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის მიერ შემუშავებული მაჩვენებლების მიხედვით;
- გამოვლენილია ვალის მდგრადობაზე მოქმედი ფაქტორები რეგრესული ანალიზის საფუძველზე, რომელთა შორის მთავარია ვალის მომსახურების ხარისხი, ბიუჯეტის დეფიციტი და უმუშევრობის დონე;
- შედგენილია 2013 და 2021 წლების ვალის მართვის ეფექტიანობის გაუმჯობესების ინდიკატორთა მატრიცა;
- გაკეთებულია 2029 წლამდე პროგნოზირება სახელმწიფო საგარეო ვალის მდგრადობასა და მასზე მოქმედ ძირითად ფაქტორებზე;
- დადგენილია შერჩეულ ფაქტორთა ურთიერთდამოკიდებულების ხარისხი;
- დადასტურებულია, რომ მოდელი ყველა კრიტერიუმით არის ხარისხიანი, ვალის მომსახურების შემცირება უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია

ვალის ზრდის ტემპთან, ხოლო ბიუჯეტის დეფიციტის და უმუშევრობის ზრდა პირდაპირპროპორციულ დამოკიდებულებაშია;

- დასაბუთებულია, რომ სახელმწიფო ვალის ზრდის ტემპი, ვალის მომსახურების ზრდის ტემპი, უმუშევრობის ზრდის ტემპი და ბიუჯეტის დეფიციტის ავტორეგრესული პარამეტრები სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია პროგნოზირებისათვის.
- დადასტურებულია, შერჩეული ფაქტორების სტატისტიკურად მნიშვნელოვნება და მათი გავლენა საგარეო ვალის პოლიტიკაზე.

ნაშრომის პრაქტიკული მნიშვნელობა. ნაშრომის დებულებები და დასკვნები ორიენტირებულია გარე ვალის დინამიკის ოპტიმიზაციის ფარგლებში პრობლემების გადაჭრაზე. სახელმწიფო ვალზე და მის მომსახურებაზე საუბარი დღევანდელი რეალობიდან გამომდინარე დროულად მიგვაჩნია. სახელმწიფო საგარეო ვალის მართვაში მოქმედ ფაქტორთა პროგნოზირებისა და ურთიერთდამოკიდებულებათა ხარისხის განსაზღვრაზე კვლევა ვფიქრობთ, რომ ეკონომიკური პოლიტიკის გამტარებლებს დაეხმარებათ სავალო კრიზისის თავიდან აცილების სწორი ღონისძიებების დაგეგმვაში .

ნაშრომის სტრუქტურა. კვლევის მიზნებისა და ამოცანების შესაბამისად საკითხების განხილვის, ანალიზისა და შესაბამისი რეკომენდაციების შემუშავების შედეგად სადისერტაციო ნაშრომმა მიიღო შემდეგი სახის სტრუქტურა: სადისერტაციო ნაშრომი მოიცავს 130 გვერდს და შედგება შესავლის, სამი თავის, ცხრა ქვეთავის, დასკვნებისა და წინადადებებისა და 97 დასახელების გამოყენებული ლიტერატურის ჩამონათვალისგან, ნაშრომში წარმოდგენილია 15 ცხრილი, 16 დიაგრამა და 3 სქემა.

ნაშრომის აპრობაცია. დისერტაცია აპრობირებულ იქნა ბათუმის შოთა რუსთაველის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტის ბიზნესის ადმინისტრირების, მენეჯმენტისა და მარკეტინგის დარგობრივი დეპარტამენტის გაფართოებულ სხდომაზე 2024 წლის 24 აპრილს (ოქმი № 21-21/06). სადისერტაციო ნაშრომის კვლევის ძირითადი დებულებები, რეკომენდაციები და შედეგები ასახულია ავტორის მიერ გამოქვეყნებულ სამეცნიერო სტატიებში.

სადოქტორო ნაშრომთან დაკავშირებული საკითხები წარმოდგენილი იქნა საერთაშორისო სამეცნიერო კონფერენციების მასალებში, საერთაშორისო რეფერირებად და რეცენზირებად ჟურნალებში.

თავი I. სახელმწიფო ვალის სოციალურ-ეკონომიკური ფუნქცია

1.1. სახელმწიფო ვალის წარმოქმნის წინაპირობები სახელმწიფოში

უძველესი დროიდან დღემდე საქმიანობის საწარმოებლად აუცილებელია დაფინანსება, რომელიც სხვადასხვა წყაროთი მიიღწევა. სოციალური განვითარების პროცესმა მოითხოვა სახელმწიფო ვალის წარმოშობა სხვადასხვა მიზნობრივით. განსაკუთრებით, მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ განვითარებული ქვეყნები სთავაზობდნენ განვითარებად ქვეყნებს რესურსს განვითარებისთვის. გლობალიზაციის პროცესში კაპიტალის მობილობის ზრდის (განსაკუთრებით მოკლევადიანი სპეკულაციური კაპიტალური დაბანდებების შემთხვევაში) შედეგად განვითარებადი ქვეყნები სავალო კრიზისში აღმოჩნდნენ. მსოფლიო სავალუტო ფონდის მიერ შემუშავებულმა სტაბილიზაციის პროგრამებმა განაპირობა კერძო სექტორის საგარეო ვალების სახელმწიფო გარანტიები განვითარებად ქვეყნებში და სახელმწიფო ვალის სწრაფი ზრდა.

თანამედროვე სახელმწიფოებრიობის თვალსაზრისით, საჭიროებები მუდმივად მზარდია, შესაბამისად, სახელმწიფომ უნდა ხარჯოს უფრო მეტი სახსრები ამ მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად. სახელმწიფო ხარჯები, როგორც წესი, ფინანსდება ისეთი სახელმწიფო შემოსავლებიდან, როგორებიცაა: გადასახადები, მოსაკრებლები, ჯარიმები და სხვა. ამასთანავე, სახელმწიფო განიცდის დეფიციტს რიგი მიზეზების გამო. ესენია: მსხვილი ინვესტიციები ინფრასტრუქტურულ პროექტებში, ომები, სტიქიური უბედურებები, განვითარების დაფინანსება, ეკონომიკური კრიზისები, ბიუჯეტის დეფიციტი, ასევე მუდმივად მზარდი სახელმწიფო ხარჯები. ამ მდგომარეობის დასარეგულირებლად სახელმწიფო იღებს ვალს.

ვალის აღება ეს არის თანხის ან მასთან გათანაბრებული ღირებულების აღება დროის გარკვეულ პერიოდში დაბრუნების პირობით. საჯარო სესხება წარმოადგენს სახელმწიფოს იურიდიულ ვალდებულებას, დაფაროს ძირი და მასზე დარიცხული პროცენტი წინასწარ განსაზღვრული გრაფიკით. სახელმწიფო ვალი, რომელიც

გვხვდება ეკონომიკურ ლიტერატურაში, გულისხმობს სახელმწიფოს ან საჯარო ორგანიზაციის მიერ აღებულ ვალს.

სახელმწიფოებს ადრეულ და შუა საუკუნეებშიც სჭირდებოდათ დაფინანსება, ისევე როგორც თანამედროვე პერიოდში, მაგრამ მთავრობები არ ასაჯაროებდნენ ამას და სესხი და პროცენტი ბრუნდებოდა გადავადებული გადასახადების სახით.

სესხის აღება პირველად 1710 წელს მეცნიერულად შეისწავლა ინგლისელმა ეკონომისტმა ჩარლზ დავემონტიმ. მას შემდეგ ეკონომისტები: დევიდ ჰიუმი, ადამ სმიტი, დავიდ რიკარდო, მალტუსი, ჯ.ს. მილი, ჯ.ბ.სეი, ლერნერი და ჰარტი მუშაობდნენ აღნიშნულ საკითხზე. სმიტი და რიკარდო ეწინააღმდეგებოდნენ საზოგადოებრივ სესხს. მათი აზრით, აღებული ვალი უპასუხისმგებლოდ შეიძლება დაიხარჯოს, რადგან ადვილი შემოსავალია; ეს იწვევს ეკონომიკური ცხოვრების ფუნქციონირების გაუარესებას. ამ კონტექსტში კლასიკოსებმა მხარი დაუჭირეს, რომ კაპიტალი შეიძლება ფუჭად დაიკარგოს, ხოლო სესხის ტვირთი დაეკისროს მომავალ თაობებს სახელმწიფო ხარჯების არაეფექტურობის გამო. გარდა ამისა, კლასიკოსები ამართლებდნენ ვალის აღებას ისეთ შემთხვევებში, როგორებიცაა ინფრასტრუქტურული ინვესტიცია და ომი, მაგრამ ხაზგასმით აღნიშნავდნენ, რომ ის უნდა ყოფილიყო მაქსიმალურად შეზღუდული და არ უნდა გაგრძელებულიყო მუდმივად (Sibel, 2019).

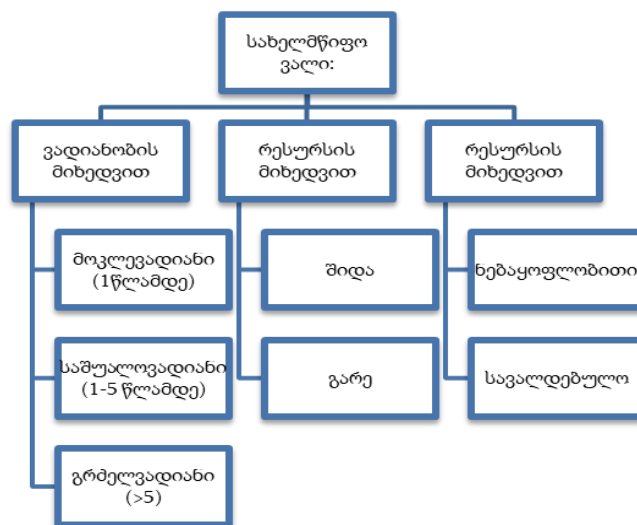
სახელმწიფო ვალის პოლიტიკამ განსაკუთრებული გარდატეხა განიცადა პირველი მსოფლიო ომის (1914-1918 წწ.) და დიდი დეპრესიის (1930წ.) პერიოდში. აღნიშნულ პერიოდში ბრიტანელი ეკონომისტი ჯონ მეინარდ კეინზი სთავაზობდა სახელმწიფოს ვალის აღებას, როგორც ომის დაფინანსების საშუალებას. დროთა განმავლობაში სახელმწიფო ვალი დაფინანსების შეუცვლელი საშუალება გახდა, მაგრამ ეს არ ნიშნავდა, რომ სახელმწიფო იყო კეინზის შეხედულებების მონაწილე. მიუხედავად ვალის შეუცვლელი ფუნქციისა, მას შედეგად მოჰყვებოდა ვალდებულების ზრდა პროცენტის ხარჯზე, სიღარიბე, კრიზისი. საბოლოოდ სახელმწიფო ვალი ტვირთად აწვებოდა მომავალ თაობას, რაც ამართლებდა კლასიკოსების შეხედულებებს.

მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ სახელმწიფო ვალი სწრაფად იზრდება და ასევე სტრუქტურულადაც იცვლება, რაც ერთი მხრივ განპირობებული იყო ქვეყნების მიერ ომის შემდგომ რეაბილიტაციით და მეორე მხრივ, განვითარებადი ქვეყნების მიერ დაფინანსების საჭიროებით. მომდევნო პერიოდში ვალის აღების პროცესი გასცდა სახელმწიფოების ფარგლებს და გადავიდა ახალ განზომილებაში ისეთი საერთაშორისო ორგანიზაციების შექმნით, როგორებიცაა: მსოფლიო ბანკი, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია, საერთაშორისო განვითარების ასოციაცია, ევროპის საინვესტიციო ბანკი და აზიის განვითარების ბანკი. გლობალიზაციის პროცესში კაპიტალის მობილობა გაიზარდა და სერიოზული კონკურენცია გაჩნდა საფინანსო ბაზრებზე, კერძოდ, განვითარებადი ქვეყნები ცდილობდნენ, მოეზიდათ მოკლევადიანი საერთაშორისო რესურსი გარკვეული დათმობების სანაცვლოდ (როგორცაა მაღალი საპროცენტო განაკვეთი, დაბალი გადასახადები). კაპიტალის უეცარმა მობილობამ, ასევე მასტიმულირებელმა დათმობებმა გამოიწვია განვითარებადი ქვეყნების ჩათრევა სავალ კრიზისში.

სახელმწიფო ვალი კლასიფიცირდება მახასიათებლების მიხედვით. ლიტერატურაში არსებული მონაცემებით, არსებობს 3 ძირითადი მაჩვენებელი. ესენია: დაფარვის ვადა, რესურსი და ნებაყოფლობითობა.

სახელმწიფო ვალის კლასიფიკაცია

სქემა N1.1.1



წყარო: სქემა აგებულია ავტორის მიერ სახელმწიფო ვალის თეორიების საფუძველზე

სახელმწიფო ვალი დაფარვის ვადის მიხედვით იყოფა მოკლევადიან, საშუალოვადიან და გრძელვადიან ვალად. მოკლევადიანია 1 წლამდე დავალიანება, ხშირად მას მცურავ ვალს უწოდებენ, ძირითადად არის სახაზინო ვალდებულებების და ობლიგაციის სახით. საშუალოვადიანი დავალიანება მოიცავს 1-5 წლამდე პერიოდს. ხოლო გრძელვადიანი გულისხმობს 5 წელზე მეტი ვადით გაცემულ ვალს. გრძელვადიანი სესხის აღების ინსტრუმენტი არის სახელმწიფო ობლიგაცია. მას მოიზიდავენ ხოლმე კაპიტალის ბაზრებიდან და აქვს უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთი, ვიდრე მოკლევადიან სესხს. გრძელვადიანი დავალიანება თავის მხრივ კლასიფიცირდება, როგორც დაფარვადი და უიმედო დავალიანება.

სახელმწიფო ვალი წყაროს მიხედვით შეიძლება იყოს საშინაო და საგარეო. საშინაო ვალი ფორმირდება ეროვნული რესურსით და მას არანაირი გავლენა არა აქვს ეროვნული შემოსავლის გაზრდაზე ან შემცირებაზე. საგარეო ვალი წარმოადგენს ქვეყნის გარე მოზიდულ რესურსს, რომელსაც დარიცხულ პროცენტთან ერთად ძირითადად იხდიან ვადის ბოლოს. მას მზარდი გავლენა აქვს ეროვნულ შემოსავალზე მისი აღების პროცესში და პირიქით, კლებადი გავლენა აქვს დაფარვის პროცესში.

ნების მიხედვით სახელმწიფო ვალი იყოფა ნებაყოფლობით და სავალდებულო ვალად. ნებაყოფლობითია, როცა მას სახელმწიფო იღებს საკუთარი ნებით და სურვილით, ხოლო სავალდებულოა, როცა იღებს აუცილებლობიდან გამომდინარე. სავალდებულო ვალის მაგალითია სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული ობლიგაციები. მას ძირითადად მიმართავენ ომის, სტიქიური უბედურებების, ეკონომიკური კრიზისის დროს.

არსებობს პროდუქტიული და არა პროდუქტიული ვალი. თუ სესხი გამოიყენება ისეთ პროექტებში, როგორებიცაა რკინიგზა, ელექტროსადგურები და სარწყავი პროექტები, რომლებსაც წვლილი შეაქვს ეკონომიკის განვითარებაში, წარმოადგენს პროდუქტიულ დავალიანებას. ამ გზით პროდუქტიული ვალი სახელმწიფოს სასარგებლოდ უზრუნველყოფს შემოსავლის ნაკადებს. სახელმწიფო სწორედ ამ შემოსავლიდან უზრუნველყოფს ვალის და მასზე დარიცხული პროცენტის

დაფარვას. თუ ვალი იხარჯება ისეთ სფეროებში, როგორებიცაა ომი, სოციალური პროექტები, რომლებიც არ მონაწილეობენ ეკონომიკის პოტენციალის ზრდაში, წარმოადგენს არაპროდუქტიულ ვალს, რამდენადაც სახელმწიფო იხდის ვალის ძირს და პროცენტს ფარავს, ის ტვირთად აწევა საზოგადოებას. თანამედროვე პერიოდში სწრაფად მზარდმა საერთაშორისო ურთიერთობებმა გაზარდა საგარეო დავალიანების მნიშვნელობა. ნაკლებად განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნები იძულებული არიან, მიმართონ საგარეო სესხები მათი ეკონომიკური განვითარებისათვის. ამ ქვეყნების განვითარებისთვის შესაბამისი კაპიტალის ბაზრის, ტექნიკური რესურსის და პერსონალის არარსებობა მოითხოვს გარე რესურსებს. შიდა და გარე ვალი უარყოფითად პროგრესირებს განვითარებად და ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებში. აქედან გამომდინარე, განვითარებულ ქვეყნებში დომინირებს შიდა ვალი, ხოლო განვითარებად და ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებში – საგარეო ვალი, რადგან განვითარებული ქვეყნები უზრუნველყოფენ საჭირო რესურსის შიდა წყაროებიდან მობილიზებას. მნიშვნელოვანია, თუ როგორ ხდება ქვეყნის ეკონომიკიდან დაფინანსების რესურსის მობილიზება და შემდგომში მისი დაბრუნება ეკონომიკაში. როგორც ცნობილია, საგარეო ვალს აქვს მზარდი გავლენა ეროვნულ შემოსავალზე მისი ალების დროს, ხოლო კლებადი გავლენა – მისი გადახდის დროს. ამ მახასიათებლების გამო მნიშვნელოვანია საგარეო ვალის მიზნობრივად გამოყენება. მაგალითად, სესხები განვითარებისთვის, რომელიც გამოიყენება ეკონომიკის განვითარებაში ინვესტირებისა და მიმდინარე ინვესტიციების გასაფართოებლად, ხელს უწყობს ეკონომიკას, განვითარების პროგრამებისა და პროექტების განხორციელებას. განვითარების სესხები ოთხ ჯგუფად იყოფა:

საპროექტო და პროგრამების სესხები: საპროექტო სესხები არის ისეთი სესხები, რომლებიც მიიღება ქვეყნის განვითარების ინვესტიციური პროექტების რეალიზაციის მიზნით. ქვეყნები, რომლებიც სესხს ითხოვენ, დეტალურ ინფორმაციას აწვდიან პროექტების შესახებ იმ ქვეყნებსა და ორგანიზაციებს, რომლებიც გასცემენ სესხებს. საპროექტო სესხები აკრედიტებულია/გაიცემა შესაბამისი პროექტების დასაფინანსებლად. ამრიგად, ნაკლებად განვითარებული და

განვითარებადი ქვეყნები იძულებული არიან, გამოიყენონ სესხები პროდუქტიულ სფეროში, ხოლო კრედიტორ ქვეყნებსა თუ ორგანიზაციებს აქვთ შესაძლებლობა, გააკონტროლონ თავიანთი სესხები. ამ კრედიტების ყველაზე დიდი მინუსი არის პროექტის მომზადების, წარდგენისა და კრედიტორის მიერ დამტკიცების პერიოდის ხანგრძლივობა კრედიტების ეფექტურად გამოყენებას ართულებს. პროგრამის კრედიტები წარმოადგენს კრედიტს, რომელიც იხარჯება ზოგადად განვითარების მიზნებისათვის საჭირო ნედლეულის, ნახევარფაბრიკატების, მზა საქონლის და სათადარიგო ნაწილების იმპორტისთვის. მისი გამოყენება უფრო მოქნილია, რადგან ის არ არის დაკავშირებული კონკრეტულ პროექტთან. აღნიშნული კრედიტების მეშვეობით ეკონომიკა მუშა მდგომარეობაშია. მათზე განსაკუთრებული მოთხოვნაა განვითარებად ქვეყნებში.

დაკავშირებული და მოქნილი სესხები: დაკავშირებული სესხები განკუთვნილია იმ ქვეყანაში გამოყენებისთვის, რომელშიც ის გაიცა. ასეთ შემთხვევაში მსესხებელ ქვეყანას არა აქვს უფლება, გამოიყენოს ის შეხედულებისამებრ. დღესდღეობით განვითარებული ქვეყნების მიერ გაცემული სესხების ამ თვისებამ ხელი შეუწყო სისტემის შექმნას, რომელიც მუშაობს კრედიტორი ქვეყნების სასარგებლოდ. ამრიგად, კრედიტორმა ქვეყანამ უზრუნველყო ისეთი პირობები, როგორებიცაა ახალი გარე ბაზრის შექმნა, ექსპორტის ზრდა, დასაქმების ზრდა და ტექნოლოგიების გადაცემა. მოვალე ქვეყნის თვალსაზრისით, სიტუაცია სხვაგვარია: მსგავსი პრაქტიკა ზრდის სესხის რეალურ ღირებულებას, მოვალე ქვეყანას უწევს პროუქციის შეძენა უფრო ძვირად, ვიდრე მისი საბაზრო ფასია, ის სარგებლობს კრედიტორი ქვეყნის სატრანსპორტო სისტემით. აქედან გამომდინარე, მოვალე ქვეყნებს აწვებათ ვალის ტვირთი. მოქნილი სესხები არის კრედიტები, რომლებსაც განვითარებადი ქვეყნები იყენებენ საჭიროებისამებრ. ამრიგად, მოვალე ქვეყნებს რესურსის მიღება საერთაშორისო ბაზარზე უფრო იაფად შეუძლიათ.

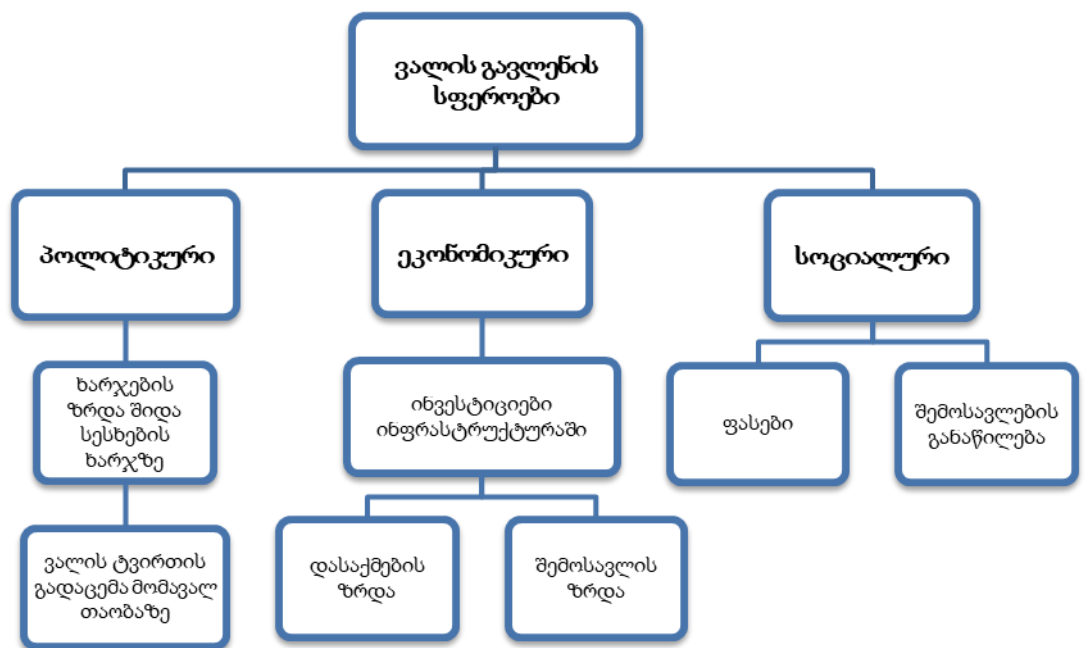
სესხის გადავადება და სესხის რეფინანსირება: სესხის გადავადება გულისხმობს სესხის ვადის გაზრდას შეღავათიანი პირობების გათვალისწინებით, პირველადთან შედარებით ნაკლები პროცენტით. სესხის რეფინანსირება გულისხმობს კრედიტორი ქვეყნის მიერ ახალი სესხით ვადაგადაცილებული კრედიტის გადაფარვას.

კრედიტორი ქვეყნის მიერ ვალის გადავადების ან რეფინანსირების ძირითადი მიზანი არის მოვალე ქვეყნისთვის ახალი ვალდებულებების დაკისრება აღნიშნული ინსტრუმენტების გამოყენებით.

ვინაიდან სახელმწიფო ვალი წარმოადგენს შემოსავლების მნიშვნელოვან სტრუქტურულ ელემენტს, მიგვაჩნია, რომ მას აქვს გავლენის სამი ვექტორული მიმართულება: პოლიტიკური, ეკონომიკური და სოციალური (იხ.სქემა N1.1.2):

ვალის გავლენის სფეროები

სქემა N1.1.2



წყარო: სქემა აგებულია ავტორის მიერ სახელმწიფო ვალის თეორიების საფუძველზე

სახელმწიფო ვალის პოლიტიკაზე გავლენა განიხილება პოლიტიკური ციკლის თეორიის ფარგლებში. თეორიის თანახმად, არჩევნების პერიოდში იზრდება სახელმწიფო ხარჯები. მთავრობა ხმების მიღების მიზნით ხშირ შემთხვევაში ზრდის სახელმწიფო ინვესტიციებს, მაგრამ ეს კეთდება შიდა სესხებით და არა გადასახადის ან ემისიის ხარჯზე. მთავრობა, რომელსაც არ უნდა, რომ მოკლევადიან და საშუალოვადიან პერსპექტივაში საეჭვოდ გამოჩნდეს ამომრჩეველთა თვალში, გადასცემს ვალსა და მასზე დარიცხულ პროცენტს მომავალ მთავრობას გრძელვადიან

პერიოდში. ეს სიტუაცია ქმნის ვალის ტვირთს და აუარესებს განვითარებადი ქვეყნების გადახდისუნარიანობას.

ეკონომიკური და სოციალური გავლენა გამოიხატება სხვადასხვა მახასიათებლის მიხედვით: მოკლევადიანია თუ გრძელვადიანი ვალი; შიდაა თუ გარე. მოკლევადიან სესხს აქვს სწრაფი ეფექტი, რამდენადაც ჩნდება მეტი ლიკვიდური სახსრები. რეალური გავლენის განსასაზღვრავად მნიშვნელოვანია გაანალიზდეს მისი წყარო, თუ როგორ არის დაბანდებული ის.

სახელმწიფო ვალის გავლენა ეკონომიკაზე: თუ ეკონომიკის განვითარების მიზნით ნასესხები სახსრები ინვესტირებული იქნება ინფრასტრუქტურულ პროექტებში (კაშხლები, პორტები, გზები, მადაროები, სოფლის მეურნეობა) ის გაზრდის ახალი ინვესტიციების მოცულობას მულტიპლიკაციის ეფექტით. შედეგად, იზრდება ეროვნული შემოსავალი და დასაქმება, რითაც უზრუნველყოფილია ეკონომიკური განვითარება.

სახელმწიფო ვალის გავლენა ქვეყნის სოციალურ ფონზე გამოიხატება ფასების დონესა და შემოსავლების განაწილებაში, კერძოდ, მიგვაჩნია, რომ მას შეიძლება ერთდროულად ურთიერთსაპირისპირო გავლენა ჰქონდეს ფასებზე. ერთი მხრივ, ვალის აღება დეფლაციურ ეფექტს ქმნის, როდესაც კერძო სექტორის საკუთარი რესურსი მიემართება სახელმწიფო ობლიგაციების შესაძენად, მცირდება ერთობლივი მოთხოვნა, რაც იწვევს ფასების დონის შემცირებას და, მეორე მხრივ, სახელმწიფოს მიერ ობლიგაციების გაყიდვით მიღებული რესურსი მიემართება ბიუჯეტის ხარჯებში, საქონლის და მომსახურების შეძენის მიზნით, რაც თავის მხრივ ზრდის ერთობლივ მოთხოვნას და იწვევს ინფლაციას. სახელმწიფო ვალის გავლენა შემოსავლის განაწილებაზე დამოკიდებულია იმაზე, თუ შემოსავლის რომელ ჯგუფს ეკისრება ვალის ხარჯები და შემოსავლის რომელ ჯგუფებში აბანდებენ მათ. ეს ეფექტი ჩვეულებრივ წარმოიშობა ძირითადი თანხის და პროცენტის დაფარვის დროს.

გლობალიზაცია, განსაკუთრებით მეოცე საუკუნის ბოლო მეოთხედის მოვლენები, მკვეთრად აისახა კომერციულ და ფინანსურ პროცესებზე. კაპიტალის გლობალიზაციამ უზიძგა განვითარებადი ქვეყნებს, რომლებმაც ზრდას მიაღწიეს

უცხოური კაპიტალით, კონკურენციის წახალისებისკენ (მაღალი რეალური საპროცენტო განაკვეთებით, დაბალი გაცვლითი კურსებით და დაბალი საგადასახადო განაკვეთებით). განვითარებად ქვეყნებს შორის საგადასახადო კონკურენციის მატებამ გამოიწვია საგადასახადო განაკვეთების შემცირება. ამ ქვეყნებში გაზრდილი სახელმწიფო ხარჯების დაფინანსების არაადეკვატურმა საგადასახადო შემოსავლებმა დღის წესრიგში დააყენა ახალი სესხების აღება. მაღალმა საპროცენტო განაკვეთებმა სესხზე გაზარდა სესხის მომსახურების ხარჯი. ამრიგად, საგარეო სესხის აღების პროცესმა, რომლითაც განვითარებადმა ქვეყნებმა დაიწყეს განვითარების დაფინანსება, განიცადა სტრუქტურული ცვლილება. ამ პროცესში მიიღეს ძველი დავალიანების დახურვის მეთოდი ახალი დავალიანებით.

განვითარებადმა ქვეყნებმა, რომლებსაც არ გააჩნდათ დეფიციტის შესავსებად საკუთარი რესურსი, განიცადეს მძიმე კრიზისი მათი არასტაბილური ბაზრის სტრუქტურის გამო. მიუხედავად იმისა, რომ 1980-იან წლებამდე არსებული კრიზისებიც განპირობებული იყო საგადასახადო ბალანსით, გლობალიზაციის პროცესში კრიზისების ხასიათი შეიცვალა და გახდა საგარეო ვალის კრიზისი და ფინანსური ბაზრის კრიზისი (1982 მექსიკა, 1992-1993 ERM, 1994 მექსიკა, 1997 წ. აზია, 1998 – რუსეთი, 1999 – ბრაზილია, 2000-2001 თურქეთი და არგენტინა). ამრიგად, გლობალურ ეკონომიკაში ფინანსური გარიგების მოცულობა მხოლოდ 15.3-ჯერ აღემატებოდა 90-იანი წლების ნომინალურ მშპ-ს, მაშინ როდესაც 2000-იან წლებში ის 73,5-ჯერ დიდი იყო. აქციებმა, ობლიგაციებმა და სავალუტო გარიგებებმა თითქმის გააორმაგა მთლიანი ნომინალური მშპ მთელ მსოფლიოში.

მსოფლიო სავალო კრიზისებმა, რომელიც დაიწყო 1982 წელს მექსიკის მიერ მორატორიუმის გამოცხადებით და გავრცელდა დომინოს ეფექტით, აიძულა კრედიტორები, შეეჩერებინათ სესხების გაცემა. ამრიგად, განვითარებადი ქვეყნები, რომელთა საგარეო დავალიანების ტვირთი კიდევ უფრო დამძიმდა, იძულებულნი იყვნენ, დასთანხმებოდნენ საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ შეთავაზებულ სტაბილიზაციის პოლიტიკას ახალი სესხების მიღების ან დავალიანების გადავადების მიზნით. ამ პროცესს მოჰყვა უთანასწორობა შემოსავლის განაწილებაში, უმუშევრობა, ინფლაცია და სიღარიბე. თავის მხრივ, განვითარებულ ქვეყნებს 70-იანი

წლებიდან მოგების განაკვეთების ვარდნის გამო კაპიტალის დაგროვების პრობლემები შეექმნათ. განვითარებულმა ქვეყნებმა დაიწყეს ახალი ბაზრების მოძიება ექსპორტის ზრდისთვის, რათა მათ მოეხდინათ ჭარბი პროდუქციის რეალიზაცია, საჭირო იყო საზოგადოების მოთხოვნა, ამისათვის აუცილებელი გახდა საზოგადოების ჩვევების ცვლილება. არამატერიალურმა ცნებებმა, როგორებიცაა: კულტურული ფასეულობები, ტრადიციები, რწმენა და სხვა, მოიპოვეს ეკონომიკის საფუძვლის მნიშვნელობა. განვითარებული ქვეყნები შეგნებულად იყენებენ ამ ძალის ინსტრუმენტებს და სხვა ქვეყნებსაც მოუწოდებენ, რომ თავიანთი კულტურა და ეკონომიკური სტრუქტურა ჰქონდეთ. ამ გზით შეიძლება ითქვას, რომ განსაკუთრებით განვითარებადი ქვეყნები გარდაიქმნებიან სამომხმარებლო საზოგადოებებად და ამის გამო ისინი განუწყვეტლივ ვალში არიან როგორც სახელმწიფო, ასევე კერძო სექტორებთან (www.worldbank.org).

გლობალიზაციის პროცესში განვითარებადი ქვეყნების საგარეო ვალის მუდმივი ანალიზი ცხადყოფს მოკლევადიანი საგარეო ვალდებულების და, განსაკუთრებით, კერძო სექტორის საგარეო დავალიანების მნიშვნელოვან ზრდას. სწორედ ამიტომ მოცემულ პროცესს ეწოდება საგარეო დავალიანების სწრაფი პრივატიზაცია. ეს ფენომენი მნიშვნელოვან პრობლემებს უქმნის განვითარებად ქვეყნებს. მოკლევადიან სესხებს თუ დროულად არ ფარავს კერძო სექტორი (განსაკუთრებით კომერციული ბანკების მიერ) კრიზისების დროს, ისინი სახელმწიფო გარანტიით იფარება საერთაშორისო სავალუტო ფონდის დებულებით. საბოლოო ჯამში მოკლევადიანი კერძო სექტორის დავალიანება კონსოლიდაციის გზით ფორმირდება გრძელვადიან სახელმწიფო დავალიანებად.

ბოლო 50 წლის ვალის ისტორიიდან გამომდინარე მსოფლიო მასშტაბით ვალის დაგროვების 4 დიდ ტალღას გამოვყოფთ, რომლებმაც გლობალურ ეკონომიკას ძლიერი დარტყმა მიაყენა: პირველი სამი დასრულდა ფინანსური კრიზისით, სავალო კრიზისი 1980 წელს ლათინურ ამერიკაში, აზიის ფინანსური კრიზისი 90-იანების ბოლოს, მსოფლიო ფინანსური კრიზისი – 2007-2009 წლებში. მეოთხე სავალო ტალღა დაიწყო 2010 წელს და გაგრძელდა 2018 წლამდე, როცა ვალმა 55 ტრილიონ დოლარს გადააჭარბა, რაც მას ხდის ყველაზე ფართო და სწრაფად მზარდს. მიუხედავად იმისა,

რომ სავალო ფინანსირება ხელს უწყობს განვითარების აუცილებელი მოთხოვნის დაკმაყოფილებას, ისეთის, როგორცაა ინფრასტრუქტურა, მიმდინარე სავალო ტალღა უფრო რისკიან ფორმებს იღებს. დაბალშემოსავლიანი ქვეყნები სულ უფრო ხშირად მიმართავენ ისეთ კრედიტორებს, რომლებიც არ წარმოადგენს პარიზის კლუბის ტრადიციულ კრედიტორებს, მაგალითად, ისეთი, როგორცაა ჩინეთი. ზოგიერთი მათგანის მოთხოვნას წარმოადგენს პირობების გაუთქმელობა და გირაოს მოთხოვნა, რომელიც ფარავს ვალის მასშტაბს და ხასიათს.

არსებობს საფრთხე, რომ მთავრობა არასაკმარისად ეფექტურია სესხის ინვესტიციისას ფიზიკურ და ადამიანურ კაპიტალში. ფაქტია, რომ მიუხედავად ვალის ტვირთის ზრდისა, ბევრ განვითარებად ქვეყანაში სახელმწიფო ინვესტიციები მცირდება. ვალის ზრდა განსაკუთრებულ ანალიზს საჭიროებს სავალო ტალღის შენელებული ტემპის პირობებშიც კი. მიუხედავად ვალის სწრაფი ზრდისა, განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკა გაცილებით ნელი ტემპით იზრდება 2007-2009 წლების კრიზისამდელ პერიოდთან შედარებით. შენელებული ზრდა ნიშნავს განვითარების სუსტ შედეგებს და სიღრმის შემცირების შენელებას. ვალის უკანასკნელი ზრდა განვითარებად ქვეყნებში განსაკუთრებული იყო, 8 წლის განმავლობაში განვითარებადი ქვეყნების ვალი რეკორდულ მაჩვენებელს მიუახლოვდა, ის იყო მშპ-ის 170 %. ვალის ზრდის ძირითადი ნაწილი მოდიოდა ჩინეთზე (დაახლოებით 20 ტრლნ აშშ დოლარი).

კვლევები აჩვენებს, რომ სახელმწიფო და კერძო ვალის ერთდროული ზრდა ხშირ შემთხვევაში ფინანსურ კრიზისს იწვევს, რაც საბოლოოდ გამოიხატება შემცირებული შემოსავლით და ინვესტიციებით. ბოლო ფინანსური კრიზისის შემდეგ განსაკუთრებით გაუარესებულია მდგომარეობა განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნებში: 75 %-ის ბიუჯეტი დეფიციტით ხასიათდება, საგარეო ვალი, რომელიც უცხოურ ვალუტაშია დენომინირებული, გაზრდილია, დეფიციტი 4-ჯერ უფრო მეტია, ვიდრე ეს იყო 2007 წლამდე. ყოველივე ეს მიანიშნებს, რომ აღნიშნულმა ფაქტორებმა შესაძლოა პროვოცირება გაუწიოს ფინანსური კრიზისის წარმოქმნას, რაც არაერთხელ მომხდარა წარსულში, ამიტომაც მნიშვნელოვანია კურსის კორექტირება. მსოფლიო ბანკის გამოცემაში განსაზღვრულია კონკრეტული

ნაბიჯები, რომლებიც მნიშვნელოვანია მთავრობებმა გადადგან, რათა შეამცირონ კრიზისის წარმოშობის ალბათობა. ვალის უკეთესი მენეჯმენტი საშუალებას მისცემს მათ, შეამცირონ სესხის მომსახურების ხარჯები და გააუმჯობესონ ვალის მდგრადობა.

ბოლო სავალო ტალღის (2010 წელს) შემდეგ, 2018 წელს მსოფლიო ვალი გაიზარდა რეკორდულ მაჩვენებლამდე, მშპ-ს 230%-მდე. ვალის ზრდა განსაკუთრებით სწრაფი იყო განვითარებად ქვეყნებში. 2010 წლის შემდეგ, 2018-ში, ის გაიზარდა 54%-ით 170 %-მდე. 2000-2010 წლებში მკვეთრი ვარდნის შემდეგ ვალი დაბალშემოსავლიან ქვეყნებში 67%-მდე გაიზარდა, მშპ (268 მლრდ დოლარი) 2018 წელს მშპ-ს 48%-თან შედარებით (137 მლრდ დოლარი) 2010 წელს.

ბოლო ტალღამდე განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნებმა გადაიტანეს ვალის 3 ტალღა. პირველი მოიცავს 1970-1980 წლებს, როცა სავალო კრიზისმა მოიცვა ძირითადად ლათინური ამერიკის და კარიბის ზღვის აუზის ქვეყნები, ასევე დაბალშემოსავლიანი ქვეყნები, ძირითადად აფრიკის სახელმწიფოები. დაბალპროცენტთანმა განაკვეთებმა სესხებზე და სწრაფად მზარდმა სინდიცირებული სესხების ბაზარმა ხელი შეუწყო აღნიშნული ქვეყნების მიერ მსხვილი კრედიტების აღებას. პირველი ტალღა დასრულდა რიგი კრიზისებით 80-იანი წლების დასაწყისში. პირველი ტალღის ბოლოს განხორციელდა სესხების ჩამოწერა და რესტრუქტურისაციები, რაც დასრულდა „ბრედის გეგმით“ 80-იანი წლების ბოლოს ლათინური ამერიკის ქვეყნებისთვის, რომელიც გულისხმობდა სავალო ტვირთის შემსუბუქებას სინდიცირებული სესხების ობლიგაციებით ჩანაცვლების გზით, რომელიც უზრუნველყოფილი იყო აშშ-ს სახაზინო ფასიანი ქაღალდებით. დაბალშემოსავლიანი ქვეყნებისთვის სავალო ტვირთი განსაკუთრებით შემსუბუქდა 1990-იანი წლების შუაში და 2000-იანების დასაწყისში, როცა მსოფლიო ბანკმა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა მიიღეს ინიციატივები „განსაკუთრებით ღარიბი ქვეყნების შესახებ“ და „ვალის ტვირთის შემსუბუქების შესახებ.“

მეორე ტალღა გაგრძელდა 1990-იანი წლებიდან 2000 წლების დასაწყისამდე, რამდენადაც ფინანსური და კაპიტალის ბაზრების ლიბერალიზაციამ საშუალება მისცა ბანკებს და კორპორაციებს აღმოსავლეთ აზიასა და წყნარ ოკეანეში, ასევე

ევროპასა და ცენტრალურ აზიაში, რომ აეღოთ მსხვილი სესხები უცხოურ ვალუტაში. ეს დასრულდა კრიზისების სერიით 1997-2001 წლებში.

მესამე ტალღა გამოწვეული იყო კერძო სექტორის ვალდებულების ზრდით ევროპასა და ცენტრალურ აზიაში, ევროკავშირის მეგაბანკებიდან რეგულაციების შემსუბუქების გზით. ის დასრულდა, როცა მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა შეაფერხა საბანკო ფინანსირება 2007-2009 წლებში.

ისტორიულ ტალღებს შორის ბევრია როგორც მსგავსება, ასევე განსხვავება.

სამივე ტალღა დაიწყო დაბალი საპროცენტო განაკვეთების პერიოდში, მათ ხშირად ხელს უწყობდა ფინანსური ინოვაციები და ფინანსური ბაზრების ცვლილებები, რაც ხელს უწყობდა ვალის ზრდას. სამივე ტალღა დასრულდა ფინანსური კრიზისებით და დაემთხვა გლობალურ რეცესიებს (1982, 1991 და 2009) ან კრიზისებს (1998, 2001). როგორც წესი, კრიზისები შესაბამისად იწვევდა შოკებს, რასაც თავის მხრივ მოჰყვებოდა კაპიტალის შემოდინების შეჩერება და ღრმა რეცესიები. ფინანსურ კრიზისებს, რა თქმა უნდა, მოჰყვებოდა რეფორმები. განვითარებადი და გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნების უმრავლესობა მიმართავს ინფლაციის ტარგეტირებას, გაცვლითი კურსის მოქნილობას, საგადასახადო წესრიგს ფინანსური სექტორის ზედამხედველობას კრიზისის შემდეგ.

პირველ სამ ტალღას შორის არის მნიშვნელოვანი განსხვავებები. ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც გამოიყენებოდა სესხების აღებისას, ვითარდებოდა ახალი ინსტრუმენტის ან ფინანსური სუბიექტის გამოჩენისას. მსესხებელთა ქცევა საერთაშორისო ბაზარზე შეიცვალა: კერძო სექტორზე მოდის მზარდი ვალის ძირითადი წილი პირველი სამი ტალღის შემთხვევაში. ეკონომიკური კრიზისის სიმძიმე განსხვავებული იყო რეგიონის მიხედვით. ზიანი განსაკუთრებით მძიმე და ხანგრძლივი იყო პირველი ტალღის პერიოდში, როცა ვალს აგროვებდა მთავრობები. ამავდროულად, გარდამავალი ეკონომიკის ბევრ ქვეყანაში პოლიტიკის გაუმჯობესებამ მნიშვნელოვანი როლი ითამაშა გლობალური ფინანსური კრიზისის უარყოფითი გავლენის შემცირებაში, რამაც მესამე ტალღის დასრულება გამოიწვია. ვალის დაგროვების უახლესი ტალღა 2010 წელს დაიწყო და ბოლო 50 წლის განმავლობაში ამას მოჰყვა ვალის ყველაზე სწრაფი და მასშტაბური ზრდა

განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნებში. ვალის ზრდის საშუალო წლიური ზრდა აღნიშნულ ქვეყნებში 7%-ით მეტი იყო მშპ-თან მიმართებით, ვიდრე წინა სამი ტალღის შემთხვევაში. ამასთანავე, როცა წინა ტალღები ატარებდნენ რეგიონულ ხასიათს, მეოთხე ტალღა უფრო მასშტაბური იყო: მთლიანი ვალი გაიზარდა განვითარებადი ქვეყნების 80%-ში და გაიზარდა არა ნაკლებ მშპ-ს 20%-სა ამ ქვეყნების 1/3-ში. ვალის დაგროვების მიმდინარე ტალღას ბევრი მსგავსება აქვს წინამორბედებთან. გლობალური საპროცენტო განაკვეთები ძალიან დაბალი იყო ფინანსური კრიზისის შემდგომ პერიოდში, ინვესტიციების შემოსავლიანობის ძიებამ კი ხელმისაწვდომი გახადა რესურსი განვითარებადი ბაზრისთვის. ფინანსურ ბაზრებზე მნიშვნელოვანმა ცვლილებებმა კვლავ გაზარდა ვალის მოცულობა მ. შ. რეგიონული ბანკების ზრდის, ადგილობრივ ვალუტაში ობლიგაციებზე ინტერესის ზრდის, არასაბანკო სექტორის განვითარების ხარჯზე.

გლობალური ვალი 1970 წლიდან იზრდებოდა და მან 2018 წელს მშპ-ს 230 პროცენტს მიაღწია. განსაკუთრებით სწრაფად გაიზარდა ვალი განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნებში და მაქსიმუმს მიაღწია 2018 წელს, როცა მშპ – ს დაახლოებით 170 პროცენტი გახდა 2018 წელს. 2010 წლიდან მოყოლებული ზრდის უმეტესი ნაწილი მოდის კერძო სექტორზე, განსაკუთრებით ჩინეთში.

მნიშვნელოვანია შემდეგი ასპექტების გათვალისწინება:

რა არის ვალის აღების ბენეფიტი?

რა ხარჯებთან არის დაკავშირებული?

რა არის ოპტიმალური ზღვარი?

სარგებელი დამოკიდებულია, თუ ვალი რამდენად პროდუქტიულად გამოიყენება ეკონომიკის და ფინანსური ბაზრის განვითარების დონეზე. ვალის ღირებულება მოიცავს როგორც საპროცენტო ხარჯს, ასევე სავალო კრიზისის შესაძლებლობას, შეზღუდვებს, რაც შეიძლება დაკავშირებული იყოს მის ეფექტურ მართვასთან, ასევე კერძო ინვესტიციების შეზღუდვასთან. რაც შეეხება ვალის ოპტიმალურ ზღვარს, მისი კონკრეტული ზღვარი არ არსებობს, ის დამოკიდებულია ქვეყნის მახასიათებლებზე, ფინანსური ბაზრის განვითარებაზე, მთავრობის და კერძო სექტორის ქცევაზე, ასევე ვალის ფუნქციაზე.

მეოთხე ტალღამ აჩვენა ვალდებულებების ყველაზე მასშტაბური ზრდა. როგორც სახელმწიფო, ისე კერძო ვალი გადავიდა უფრო რისკიან დაფინანსების წყაროებზე. სახელმწიფო ვალში გაიზარდა არარეზიდენტი ინვესტორების წილი, რამდენადაც კორპორაციების ვალდებულება იზრდებოდა უცხოურ ვალუტაში (www.worldbank.org).

რეკორდულად მაღალი გლობალური სესხის პირობებში დაბალი საპროცენტო განაკვეთები და არაადეკვატური ზრდა იწვევს დისკუსიას იმის შესახებ, არის თუ არა სესხის ბოლოდროინდელი სწრაფი ზრდა შემფოთების მიზეზი. ზოგი ამტკიცებს, რომ ქვეყნებმა, განსაკუთრებით მათ, რომლებიც სარეზერვო ვალუტებს უშვებენ, უნდა ისარგებლონ დაბალი საპროცენტო განაკვეთით, უნდა უზრუნველყონ უფრო მეტი სესხის აღება პრიორიტეტული დანახარჯების დასაფინანსებლად. სხვები გვაფრთხილებენ, რომ მაღალი ვალდებულებები აისახება საინვესტიციო გარემოსა და გრძელვადიან ზრდაზე. მართალია, ამ დებატების ფოკუსი განვითარებულ ქვეყნებზე იყო, მაგრამ მსგავსი პრობლემების წინაშე დგებიან განვითარებადი ბაზრები და განვითარებადი ეკონომიკაც.

სარგებელი – განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნების მიერ დამატებითი სესხის აღება შეიძლება გამართლებული იყოს იმით, რომ მათ სჭირდებათ ინვესტიცია ისეთ პროექტებში, რომლებიც უზრუნველყოფს ეკონომიკის ზრდას, როგორებიცაა: ინფრასტრუქტურა, ჯანმრთელობა, განათლება და დაუცველი ჯგუფების დაცვა. სუსტი ზრდის პერიოდში შეიძლება ასევე იყოს მიზანშეწონილი სესხის აღება, რათა განხორციელდეს ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკა საქმიანობის სტიმულირების მიზნით.

გრძელვადიანი ზრდის ხელშეწყობა – მთავრობის ინვესტიციებს ფიზიკურ და ადამიანურ კაპიტალში შეუძლია შექმნას მნიშვნელოვანი საფუძველი უფრო ძლიერი ზრდისთვის. მსგავსი ინვესტიციები აქტუალური გახდა მშპ-ს პოტენციური ზრდის შემდგომი შენელების გათვალისწინებით, რომელსაც ეკონომიკა შეინარჩუნებს სრული დასაქმების და წარმადობის პირობებში - მომდევნო ათწლეულის განმავლობაში (მსოფლიო ბანკი 2018 ა). კერძოდ, განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნებში მოსალოდნელია მშპ-ს ზრდის 0.5- პუნქტიანი შენელება, რაც შეადგენს 4.3

% ზრდას 2018–2027 წლებში, რაც ბევრად ჩამოუვარდება საშუალო წლიურ მაჩვენებელს– 6,7 პროცენტს 2002-2007 წლებში. რამდენადაც სესხით დაფინანსებული ინვესტიციის ხარჯვა იწვევს პოტენციური ზრდის შენელებას, ეს ასევე ხელს უწყობს ამ სესხის მომსახურებისთვის საჭირო შემოსავლების შენარჩუნებას. ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში მრავალ სფეროში მნიშვნელოვანი პროგრესის მიუხედავად, განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნები დიდ ინვესტიციებს საჭიროებენ მდგრადი განვითარების მისაღწევად.

2015 წლიდან 2030 წლამდე ინფრასტრუქტურასთან დაკავშირებული მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად ინვესტიციის მთლიანი მოცულობა შეადგენს 1,5–2,7 ტრლნ დოლარს წელიწადში, რაც ეკვივალენტურია წლიური მშპ – ს 4,5–8,2 %-ის, რაც დამოკიდებულია ამ ინვესტიციის ეფექტურობაზე, პოლიტიკის რეფორმებსა და მისი მიღწევის ამბიციის ხარისხზე. ინფრასტრუქტურაში ინვესტიციამ შეიძლება დიდი როლი ითამაშოს ზრდაში, თუ მას შეუძლია დააკავშიროს იზოლირებული საზოგადოებები ბაზართან, ის საშუალებას აძლევს კომპანიებს, გაზარდოს რეალიზაციის მასშტაბები, ბაზრის გაფართოების ხარჯზე, ან ზრდის კონკურენტულ ზეწოლას (Calderón, 2010; Égert, 2009).

მოკლევადიანი მაკროეკონომიკური რყევების სტაბილიზაცია – დროებითი ვალის დაგროვებამ ასევე შეიძლება მნიშვნელოვანი როლი შეასრულოს მოკლევადიანი ეკონომიკური კრიზისის შემცირებაში. ვალის აღების პროცესის რეცესიის პერიოდში მთავრობის მიერ ხარჯების დაფინანსება ან გადასახადების შემცირება შეიძლება გახდეს სტიმული მოთხოვნისა და აქტივობის მხარდასაჭერად. ფისკალური ეფექტი განსხვავებულია ეკონომიკის ციკლიდან გამომდინარე და დამოკიდებულია ქვეყნის სტრუქტურულ თავისებურებებზე, გამოყენებულ ფისკალურ ინსტრუმენტებზე.

უსაფრთხო აქტივების მიწოდება – სუვერენული სესხი შედარებით უსაფრთხო აქტივს წარმოადგენს ინვესტორებისთვის, როგორც კერძო სესხის ალტერნატივა. როდესაც რისკი იზრდება, უსაფრთხო აქტივებზე მოთხოვნა იზრდება, ხოლო კერძო მსესხებლების სესხის აღების შეზღუდვები მკაცრდება. ამ გარემოებებში სახელმწიფოს მიერ გაცემულმა სესხებმა კერძო შინამეურნეობებისა და

კორპორაციების დახმარების დაფინანსების მიზნით შეიძლება შეამციროს დაფინანსების შეზღუდვები.

სესხის ხარჯები – სახელმწიფო ვალის ღირებულება, ესაა მომსახურებაზე გაწეული ხარჯები- კრედიტორებისთვის გადასახდელი პროცენტი, რომელიც შეიძლება შედარდეს სესხით დაფინანსებული ხარჯების მოგების მაჩვენებელთან, რათა ადვილად წარმოვიდგინოთ, ღირს თუ არა მსგავსი დაფინანსება. მსხვილი ვალდებულებების აღების მნიშვნელოვან კონტრარგუმენტს, რომელიც ხშირად გადაწონის უპირატესობებს, წარმოადგენს რისკი იმისა, რომ პროლონგაციის ხარჯებმა შეიძლება მკვეთრად გაიზარდოს ფინანსური სტრესის პერიოდი და შესაძლოა ფინანსური კრიზისიც კი გამოიწვიოს. დავალიანებამ ასევე შეიძლება შეზღუდოს ფისკალური სტიმულის შესაძლო ზომა და ეფექტურობა. და ბოლოს, დიდმა დავალიანებამ შეიძლება შეაჩეროს ზრდა, გრძელვადიან პერსპექტივაში შეასუსტოს ინვესტიციების მოზიდვა პროდუქტიულობის გაზრდის მიზნით.

ვალის მდგრადობის გაუარესება – ფინანსური კრიზისები, როგორც წესი, იწვევს დიდ ეკონომიკურ ჩავარდნებს. ხშირ შემთხვევაში მას უფრო მძიმე შედეგები აქვს. მაგალითად, რეცესიის საშუალო ხანგრძლივობა, რომელიც დაკავშირებულია ფინანსურ კრიზისთან, გრძელდება 6 კვარტალს, 2 კვარტალით უფრო მეტ ხანს, ვიდრე სხვა შემთხვევაში. ასევე, როგორც წესი, წარმოების მოცულობა განსაკუთრებით ეცემა.

სესხის არაეფექტური გამოყენება – იმპორტის ჩანაცვლების პოლიტიკის დაფინანსების გარდა, პირველ ტალღაში ზოგიერთ ქვეყანაში გამოიყენეს სახელმწიფო ვალი მთავრობის ამჟამინდელი ხარჯებისა და პოპულისტური პოლიტიკის დასაფინანსებლად, რამაც გამოიწვია მაკროეკონომიკური პოლიტიკის ზედმეტად გაფართოება (არგენტინა, ბრაზილია, ჩილე და პერუ). სხვა ქვეყნებში სწრაფი კერძო სესხებით სარგებლობა მოჰყვა საშინაო მოთხოვნილების ბუმს, ქონების ბუმს (ტაილანდი და უკრაინა) ან არაეფექტური წარმოების ინვესტიციებს (კორეის რესპუბლიკა).

არაადეკვატური ფისკალური მენეჯმენტი – ბევრ ქვეყანას ჰქონდა ფისკალური სისუსტეები. ეს სისუსტეები მოიცავდა პრობლემებს შემოსავლების შეგროვებაში

(არგენტინა, ბრაზილია, ინდონეზია და რუსეთის ფედერაცია), გადასახადების თავიდან აცილებას (არგენტინა და რუსეთი), სახელფასო და საპენსიო ინდექსაცია (არგენტინა, ბრაზილია, მექსიკა და ურუგვაი), ფისკალური დეფიციტის ფულად დაფინანსებას (არგენტინა და ბრაზილია) და ენერგეტიკის და სურსათის სუბსიდიების მნიშვნელოვან გამოყენებას (ეგვიპტის არაბული რესპუბლიკა და ვენესუელა).

სესხის სარისკო შემადგენლობა – მრავალი კრიზისული ქვეყანა უცხოურ ვალუტაში იღებდა სესხს. ისინი ცდილობდნენ, შეესრულებინათ სესხის მომსახურების ვალდებულებები, თუმცა ვალუტის გაუფასურების შედეგად კოეფიციენტები მნიშვნელოვნად გაუუარესდათ (ინდონეზია, მექსიკა და ტაილანდი). მაგალითად, ურუგვაიში, თითქმის ყველა სახელმწიფო ვალი დენომინირებულია აშშ დოლარით 1990-იანი წლების შუა პერიოდში. ზოგიერთი ქვეყანა ეყრდნობოდა მოკლევადიან სესხებას და სირთულეების წინაშე აღმოჩნდა პროლონგაციის მოთხოვნისას, როდესაც ინვესტორების განწყობა გაუარესდა (ინდონეზია, კორეა, ფილიპინები და რუსეთი 1990-იანი წლების ბოლოს). 2000-იან წლებში ECA-ში ქვეყნები არარეზიდენტი კრედიტორებისგან იღებდნენ სესხებს და საკრედიტო კრიზისი განიცადეს მას შემდეგ, რაც ლიკვიდურობის პირობები გამკაცრდა გლობალური ბანკებისთვის, რომლებიც ამ სესხების წყაროა (ხორვატია, უნგრეთი და ყაზახეთი 2000-იანი წლების ბოლოს).

ბალანსის უთანასწორობა – სავალუტო და საბანკო კრიზისების მნიშვნელოვანი რაოდენობა და ყველაზე მეტი სავალუტო და საბანკო კრიზისი უკავშირდება ბალანსის შეუსაბამობას (ინდონეზია, მალაიზია, მექსიკა და რუსეთი 1990-იანი წლების ბოლოს).

მართული გაცვლითი კურსი – ბევრი (თუმცა ყველა არა) კრიზისი უკავშირდებოდა მართულ გაცვლით კურსებს, რაც საბოლოოდ ემორჩილებოდა სპეკულაციურ თავდასხმებს (ბრაზილია, მექსიკა და სლოვაკეთის რესპუბლიკა).

საბოლოო ჯამში შეგვიძლია ვთქვათ, რომ აღნიშნულ ისტორიულ ტალღებს შორის ბევრია როგორც მსგავსება, ასევე განსხვავება, თუმცა მათ გამომწვევ მთავარ ფაქტორებს პირველ რიგში წარმოადგენს რბილი, ლოიალური საკრედიტო პოლიტიკა

დაბალი საპროცენტო განაკვეთებით; ფინანსური ინოვაციები, რომელთაც თან სდევს ახალი, არაიდენტიფიცირებადი რისკები, რაც თავის მხრივ ყოველ ჯერზე წარმოქმნის ვალის მართვის ახალი სტრატეგიის შემუშავების აუცილებლობას.

1.2. სახელმწიფო ვალის თეორიული ასპექტები

სახელმწიფო ვალის კლასიკური თეორია – ეკონომისტებმა სახელმწიფო ვალის როლი აღიარეს მხოლოდ მე-18 საუკუნეში, როდესაც მერკანტილიზმის გავლენა იყო საკმაოდ დიდი, მაგრამ მე-19 საუკუნეში სახელმწიფოს როლი შემოიფარგლებოდა მხოლოდ მინიმალური ფუნქციებით. ასე მიიჩნევდნენ კლასიკოსი ეკონომისტები. მათი აზრით, სახელმწიფოს ფუნქცია უნდა ყოფილიყო მინიმალური, მთავრობას უნდა უზრუნველყო მხოლოდ შიდა სამართლებრივი წესრიგი და გარე აგრესიისგან თავდაცვა. მათ სჯეროდათ, რომ მიღწეული იყო სრული დასაქმება, საუკეთესო კონკურენცია ბაზარზე. მათ სწამდათ ინდივიდუალიზმის და ფიქრობდნენ, რომ პირად ინტერესებს მივყავართ ერთიან ეროვნულ ინტერესებამდე. არ იყო სახელმწიფო ჩართულობის აუცილებლობა ეკონომიკურ საქმიანობასა და გარკვეული სირთულეების შემთხვევაში წონასწორობა ავტომატურად მიიღწეოდა. როდესაც სახელმწიფოს როლი მინიმალურია, სახელმწიფო ხარჯებიც მინიმალურია და, შესაბამისად, არ არის აუცილებელი დიდი მოცულობის სახელმწიფო შემოსავლებიც, ამიტომაც არ არის აუცილებლობა, წარმოიშვას სახელმწიფო ვალი. ამასთანავე, მათ მიაჩნდათ, რომ სახელმწიფო ხარჯები არის ფუჭი და არაპროდუქტიული. ნებისმიერი თანხა, რომელიც გადაეცემა სახელმწიფოს, იქმნება კერძო დასაქმებულების ხარჯზე, წარმოებიდან ნასესხები სახსრები კი უნდა მიიმართოს არაპროდუქტიული არხებისკენ.

ასე რომ, სახელმწიფო ვალი დამატებით ტვირთად დააწვება საზოგადოებას. ადამ სმიტმა საფუძვლიანად შეუტია მერკანტილიზმს. ადამ სმიტის მიდგომები სახელმწიფო როლის შესახებ გამომდინარეობდა მისი ეკონომიკური პრინციპებიდან. განიხილავდა სახელმწიფოს ძირითად ფუნქციებს, კერძოდ, მას უნდა დაეცვა საზოგადოების თითოეული წევრი უსამართლობისაგან, ზეწოლისაგან, ისეთი ვალდებულებისაგან, რომელიც ითვალისწინებდა შეექმნა ან მხარი დაეჭირა ისეთი საზოგადოებრივი შრომისა ან სახელმწიფო ინსტიტუტის ფუნქციონირებისათვის, რომელიც არ ითვალისწინებდა თითოეული ინდივიდის ინტერესს და საზოგადოება ვერ მიიღებდა მისგან სარგებელს. სმიტი აღნიშნავდა, რომ ისეთი საზოგადოებრივი

ობიექტები, როგორებიცაა გზები, განათლება ასევე უნდა უზრუნველყო იმათ, ვინც იყო მისი მომხმარებელი (Smith).

ჯ. ბ. სეი თავის შრომებში სახელმწიფოს ფუნქციებს აკავშირებს სახელმწიფო ფინანსებთან. ის გამომდინარეობს ბაზრის კანონებიდან და მიაჩნია, რომ ეკონომიკა თვითრეგულირებადია, ამიტომ სახელმწიფოს როლი მინიმუმამდე დაჰყავს. ის წინააღმდეგი იყო სახელმწიფო ვალის. მისი აზრით, მკვეთრი განსხვავებაა ინდივიდუალურ მსესხებელსა და სახელმწიფო მსესხებელს შორის. სახელმწიფო არა მხოლოდ მოიხმარს კაპიტალს, არამედ ვალდებულია გადაიხადოს წლიური პროცენტი, რაც ზრდის მის ფასს (Say).

დავიდ რიკარდო სახელმწიფო ვალს ახასიათებდა, როგორც ერისთვის ყველაზე საშინელ მოვლენას. მან ცვლილებები შეიტანა ადამ სმიტისა და სეის არგუმენტებში, როცა აღნიშნა, რომ სახელმწიფო ვალის ტვირთი გამომდინარეობს წლიური პროცენტიდან.

სმიტი, სეი და რიკარდო გმობდნენ სახელმწიფო ვალს, რადგან მათი შეხედულებით ის ერეოდა ბუნებრივ წესრიგში, რომელიც წამყვან როლს ასრულებს მატერიალური დოვლათის შექმნასა და კეთილდღეობის ზრდაში (Richardo).

კლასიკოსების შეხედულებების კრიტიკა შესაძლებელია ორი მიმართულებით:

-პირველი, სახელმწიფო ხარჯები ყოველთვის არ არის არაპროდუქტიული, ამიტომ სახელმწიფო ვალი არ შეიძლება ყოველთვის ჩაითვალოს ტვირთად ეკონომიკისთვის;

-მეორე, ვალის გადავადება არასწორია. ვალი ტვირთად არ აწვება ეკონომიკას, თუ მომავალ თაობას მისგან რჩება არა მხოლოდ დასაფარი ვალდებულება მასზე დარიცხული საპროცენტო ხარჯით, არამედ გრძელვადიანი აქტივი.

სახელმწიფო ვალის ნეოკლასიკური თეორია – ნეოკლასიკოსებმა კიდევ უფრო განავრცეს კლასიკოსების შეხედულებები. ისინი ხაზს უსვამდნენ რესურსების გამოყენებას ადამიანების მოთხოვნების მაქსიმალური დაკმაყოფილების მიზნით. ნეო-კლასიკოსების მნიშვნელოვანი მიღწევა იყო კეთილდღეობის თეორიის შექმნა. ეკონომისტი ა. ს. პიგუ ასოცირდება კეთილდღეობის თეორიასთან. ნაშრომში „ეკონომიკა არის კეთილდღეობა“ ის აღნიშნავს, რომ ეკონომიკური კვლევების

მთავარი მოტივი ეს არის სოციალური წინსვლა. მთავარი იყო „იდეალური შედეგის“ კონცეფცია. პიგუ აღწერდა, რომ წარმოების სხვადასხვა დარგიდან მიღებული რესურსის ოპტიმალური გამოყენებით თავისთავად მიიღწეოდა იდეალური შედეგი. იმ შემთხვევაში, თუ ავცდებოდით „იდეალურ შედეგს,“ მაშინ იყო გამართლებული სახელმწიფოს ჩარევა. რაც შეეხება სახელმწიფოს ფუნქციების შესახებ დამოკიდებულებას, ნეოკლასიკური იდეოლოგია ეფუძნებოდა შეხედულებას, რომ ეკონომიკური სისტემა ფუნქციონირებს ბაზრის შესაბამისად, რომელსაც განსაზღვრავს მომხმარებელი. სახელმწიფოს ჩართულობა გამართლებული იყო მხოლოდ საზოგადოების ინტერესების დასაცავად და ის იყო მხოლოდ მარეგულირებელი. განსაკუთრებით აღსანიშნავია ნეოკლასიკოსების უარყოფითი დამოკიდებულება ტარიფების, საფასო მხარდაჭერის და სახელმწიფო დახმარების მიმართ. მათ მიაჩნდათ, რომ სახელმწიფო სერვისები, მიუხედავად მათი მნიშვნელობისა ეკონომიკურ პროგრესში, ვერ დაეხმარებოდა ცალკეული დარგის განვითარებას. მათ დანერგეს სახელმწიფო პრინციპი „ნეიტრალიტეტი,“ რომლის თანახმადაც სახელმწიფო არ უნდა ჩარეულიყო რესურსების განაწილების სქემაში, რომელიც მიიღწეოდა ბაზრის მეშვეობით. სახელმწიფოს ჩართულობა მხოლოდ არასასურველი შედეგის შემთხვევაში იყო გამართლებული, მაგ: როგორცაა მონოპოლიების წარმოშობის შემთხვევაში გადასახადის დაწესება სახელმწიფოს მხრიდან და სხვა. სახელმწიფოს უნდა უზრუნველყო განათლება, ტრანსპორტი, საზოგადოებრივი საშუალებები, როგორებიცაა: გზა, ტელეკომუნიკაცია და სხვა.

სახელმწიფო ვალის თანამედროვე თეორია – შეხედულებები სრულიად შეიცვალა 1930 წლის დიდი დეპრესიის შემდეგ. სახელმწიფო ვალის კლასიკურმა თეორიამ, რომელიც ამტკიცებდა სრული დასაქმების უზრუნველყოფას სახელმწიფო ხარჯების გარეშე, კრაზი განიცადა. ნელ-ნელა გამოიკვეთა ახალი თეორიები.

სახელმწიფო ვალის კეინზიანური თეორია – ეკონომიკურმა კრიზისმა, რომელიც წარმოიქმნა 1930 წელს, დიდი დეპრესიის დროს წვლილი შეიტანა სახელმწიფო ვალის თანამედროვე თეორიის შექმნაში. ტრადიციული მიდგომების თანახმად, მუდმივად დაუბალანსებელი ბიუჯეტი და სწრაფად მზარდი სახელმწიფო ვალი, რომელიც ხელს უწყობს ფინანსურ სტაბილურობას, ჩამოაყალიბებს კონცეფციას,

რომლის თანახმადაც სახელმწიფო ვალი უფრო აქტივია, ვიდრე ვალდებულება და რომ ხარჯების მუდმივი დეფიციტი მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ქვეყნის ეკონომიკისთვის (სახელმწიფო ვალი უზურნველყოფს სრულ დასაქმებას). კეინზიანელების შეტევა კლასიკოსების პრინციპების წინააღმდეგ ბიუჯეტისა და საჯარო ფინანსების შესახებ იყო მათი შეხედულების ლოგიკური გავრცობა სრული დასაქმების წინააღმდეგ.

ჯონ კეინზი მიიჩნევდა, რომ სახელმწიფო ვალის ზრდამ შეიძლება განაპირობოს ეროვნული შემოსავლის ზრდა. ის ამართლებდა სახელწიფოს მიერ ვალის აღებას ნებისმიერი მიზნობრიობით, რომელიც განაპირობებდა ეკონომიკაში მოთხოვნის ზრდას, სრულ დასაქმებას და წარმოების ზრდას. ის არ ავლებდა ზღვარს მწარმოებლურ და არამწარმოებლურ ხარჯებს შორის, როგორც ამას აკეთებდნენ კლასიკოსები. ვალდებულებების აღება მოხმარებისთვის ისევე გამართლებული იყო, როგორც ვალდებულებები ინვესტიციებისთვის საწარმოო საქონელში, რადგან სამომხმარებლო ხარჯები თავის მხრივ გამოიწვევდა ინვესტიციების ზრდას.

ჯ.მ. კეინზის ანალიზმა მიაღწია კულმინაციას ა.პ. ლერნერის „ფუნქციონალურ ფინანსებში“. მასში სახელმწიფო შემოსავალი და ხარჯები და სახელმწიფო ვალი განიხილებოდა, როგორც საზოგადოების ხარჯების მაკონტროლებელი ინსტრუმენტი. ის იყო სტაბილური დასაქმების მიღწევის საშუალება. შესაძლებელი იყო გადასახადების შემცირება ან ზრდა. ვალის ინსტრუმენტები ისე უნდა მიეყიდათ საზოგადოებისთვის, რომ ადვილად ემართათ მათი თავისუფალი ლიკვიდური სახსრები დეპრესიის პერიოდში.

ფუნქციონალური თეორიის თანხმად, ვალის სიდიდეს, მიუხედავად მასზე დარიცხული საპროცენტო სარგებლისა, არ აქვს მნიშვნელობა, რადგან ის არ აწვება ტვირთად საზოგადოებას. სახელმწიფო ვალის ეკონომიკური ეფექტი განისაზღვრება ხარჯვის ხასიათის მიხედვით, რა მიზეზითაც წარმოიშვა დავალიანება, ასევე შემოსავლის მიღების შესაძლებლობით. თეორია ამტკიცებს, რომ შემოსავლის დამატებითი ნაკადი, რომელიც გენერირდება ვალის ზრდის ხარჯზე, განაპირობებს ვალის მომსახურების გადასახადების გადახდას. უმუშევრობის პერიოდში ვალის ზრდა ემსახურება არსებული კაპიტალის ფორმირებას, რომელიც სხვა შემთხვევაში

ვერ იარსებებდა. ხელს უწყობს ისეთი ინსტიტუციური წყაროების განვითარებას, როგორებიცაა: ბანკები, საფონდო ბირჟები, კაპიტალის ბაზრები და სადაზღვევო კომპანიები.

ჯ. მ. ბიუკენენმა სახელმწიფო ვალის ამ თანამედროვე თეორიას უწოდა „ახალი მართლმადიდებლობა“, რომელიც ეყრდნობა 3 ძირითად პრინციპს:

1.სახელმწიფო ვალი არ გულისხმობს მომავალ თაობაზე ტვირთის გადაცემას;

2.სახელმწიფო და კერძო ვალის გაიგივება არასწორია;

3.არსებობს მკვეთრი და მნიშვნელოვანი განსხვავება საშინაო და საგარეო ვალს შორის.

სახელმწიფო ვალის პოსტკეინზიანური თეორია – პოსტკეინზიანური თეორია ჩამოყალიბდა მზარდი სახელმწიფო ვალის, ინფლაციის და ფასების ზრდის პერიოდში. ამ დროს ისევ დაიწყო კამათი სახელმწიფო ვალის ტვირთის არსებობასა და მისი გაზომვის საშუალებებზე. ჯ. მ. ბიუკენენის სახელმწიფო ვალის პრინციპების (1958 წ) თანახმად, სახელმწიფო ვალი არ წარმოადგენს ტვირთს ეკონომიკისთვის, მიუხედავად დაფინანსების ოდენობისა, ის არ გადაეცემა მომავალ თაობას.

მ. ბიუკენენი ცდილობდა დაემტკიცებინა, რომ უმეტეს შემთხვევაში

1.ვალის ტვირთი გადაეცემა მომავალ თაობას;

2.სახელმწიფო და კერძო ვალის გაიგივება სწორია;

3.საშინაო და საგარეო ვალი შინაარსობრივად ერთი და იგივეა.

პროფესორი მ. ბიუკენენი ნაშრომში „სახელმწიფო ვალის საჯარო პრინციპები“ „მომავალ თაობას“ განსაზღვრავდა, როგორც ხალხის ნებისმიერ ერთობლიობას, დროის იმ მონაკვეთში, როცა ვალი წარმოიშვა. ამ კონცეფციის თანახმად, ის ეწინააღმდეგებოდა დაშვებას, რომ სახელმწიფო ვალის ტვირთი არ გადაეცემა თაობას.

„ახალი მართლმადიდებლობა“ ამტკიცებდა, რომ ტვირთი აწვებოდა იმ თაობას, რომლის დროსაც წარმოიშვა ვალი, რადგან ეს თაობა ამ პერიოდში გადასახადების სახით ბიუჯეტს ავსებს, რომელიც თავის მხრივ ემსახურება ვალის დაფარვას. მ. ბიუკენენი ამის საწინააღმდეგოდ ამტკიცებდა, რომ გადასახადი თავისთავად ტვირთია, მიუხედავად საზოგადოების წევრების სოციალური ვალდებულებებისა.

მ. ბიუკენენის თეზისების მიხედვით, სახელმწიფო და კერძო ვალი გაიგივებულია ერთმანეთთან, რამდენადაც სესხის აღება ნებისმიერ შემთხვევაში გულისხმობს დამატებითი რესურსის მოპოვებას ზედმეტი მიმდინარე ხარჯების გარეშე. ხარჯი რეალურად გადადის დროის მომავალ პერიოდზე. ასევე მისი მტკიცებულება, იმის შესახებ, რომ საშინაო და საგარეო ვალი შინაარსობრივად ერთი და იგივეა, გამომდინარეობდა იქიდან, რომ ორივე მათგანს იღებენ მიმდინარე მოთხოვნების დაკმაყოფილებისთვის სამომავლოდ მათი დაბრუნების პირობით (Buchanan, 1958).

პრინსტონის უნივერსიტეტის ეკონომისტებმა: უილიამ ბოუენმა, რიჩარდ დევისმა და დევიდ კოფმა დააზუსტეს მოსაზრება ვალის ტვირთის შესახებ, რომ თუ ნასესხები თანხები იხარჯება კონკრეტული საზოგადოების მიერ პირადად მოხმარებული საქონლის სახით, მაშინ ვალის მომსახურების ხარჯებიც უნდა იკისროს იმ თაობამ, რომელიც არსებობს სესხების დროს.

ეფექტური მოთხოვნის პრინციპი იკავებს მნიშვნელოვან ადგილს კეინზის ანალიზში, რაც განაპირობებს მაქსიმალურ დასაქმებას, რომელიც თავის მხრივ დამოკიდებულია მოხმარებასა და ინვესტიციებზე. ადეკვატური ეფექტური მოთხოვნის შესანარჩუნებლად კეინზი მხარს უჭერდა სახელმწიფოს როლს როგორც მოხმარების რეგულირებაში, ასევე სახელმწიფო ინვესტიციების ზრდაში კერძო ინვესტიციების მხარდასაჭერად.

კეინზიანური ანალიზი ზრდიდა სახელმწიფოს როლს და აკისრებდა მას სრული დასაქმების, ეკონომიკის რეგულირების და სოციალური სამართლიანობის არსებობის პასუხისმგებლობას.

ეკონომიკურ ლიტერატურაში უამრავი თეორია არსებობს ვალის შესახებ, მაგრამ მნიშვნელოვანია გამოვყოთ უფრო გვიანი პერიოდის - ჭარბი ვალის თეორია, სადაც აქცენტი კეთდება საგარეო ვალის გავლენაზე ეკონომიკის ზრდაზე. ჭარბი ვალის თეორია განიხილა მაიერსმა 1977 წელს, ხოლო მოგვიანებით კრუგენმა და საჩსმა 80-90-იან წლებში განმარტეს თავიანთ კვლევებში. ყველა მათგანი ირწმუნებოდა, რომ ჭარბი ვალის პრობლემა წარმოიშობა მაშინ, როცა ქვეყანას უქვეითდება მისი დაფარვის უნარი, როცა ქვეყანას ვალის ძირითადი ნაწილი უფროვდება გარე

კრედიტორებისგან, ქვეითდება ინვესტირების მოტივაცია და საფრთხე ექმნება ეკონომიკურ ზრდას (Abdur R.Chowdhury). იმ ქვეყნის ეკონომიკებში, რომელთაც აქვთ დიდი მოცულობის ვალი, „ჭარბი ვალი“ ითვლება ეკონომიკური ზრდის შენელების ძირითად მიზეზად, რამდენადაც ქვეყანა კარგავს წვდომას გარე ინვესტირებზე, თუმცა ჭარბვალიანობის პრობლემა მხოლოდ დიდი მოცულობის ვალთან როდია დაკავშირებული, არამედ ის შეიძლება ეკონომიკური შოკების და ქვეყნის პოლიტიკის ცვლილების შედეგადაც წარმოიქმნას. ამ შემთხვევაში კრედიტორები დაინტერესებული არიან, მიიღონ ინვესტირებული თანხები და დააბანდონ სხვა უფრო მოგებიანი და უსაფრთხო მიმართულებით (Serkan Arslanalp).

მაშასადამე, სახელმწიფო ვალის ევოლუციის ყველა ეტაპზე იცვლებოდა მის შესახებ თეორიული მოსაზრებები, რაც თავის მხრივ კიდევ ერთხელ მიუთითებს იმაზე, რომ თაობათა განვითარების ყველა ეტაპზე და დღეს, უკვე გლობალიზაციის პერიოდში, მნიშვნელოვანია სახელმწიფო ვალის მართვის ისეთი სტრატეგიის შემუშავება, რომელიც უზრუნველყოფს ქვეყნის სახელმწიფოებრივ განვითარებასა და საზოგადოების კეთილდღეობას.

1.3. სახელმწიფო ვალის სიმძიმე და ვალის მდგრადობის მთავრობისეული ანალიზი

სესხის აღება საშუალებას აძლევს ქვეყნებს, დააფინანსონ განვითარების მნიშვნელოვანი პროგრამები და პროექტები, მაგრამ სესხის დაფარვის ტვირთი შეიძლება აჭარბებდეს ქვეყნის ფინანსებს, რაც უარეს შემთხვევაში იწვევს დეფოლტს.

დაბალშემოსავლიან ქვეყნებსა და განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნებში ბოლო წლების განმავლობაში გაზრდილმა ვალმა კითხვის ნიშნის ქვეშ დააყენა მათი უნარი, მართონ მიმდინარე დავალიანება. შედეგად სახელმწიფო ვალის ზრდა, სავარაუდოდ, გააძლიერებს დამაბულობას განვითარების მნიშვნელოვანი მიზნების მიღწევასა და ვალის მოწყვლადობის შესანარჩუნებლად.

როდის არის ვალი მდგრადი?

ქვეყნის სახელმწიფო ვალი ითვლება მდგრადად, თუ მთავრობას შეუძლია შეასრულოს ყველა არსებული და სამომავლო გადახდის ვალდებულება განსაკუთრებული ფინანსური დახმარების ან დეფოლტის გარეშე. ანალიტიკოსები ამოწმებენ, რამდენად განხორციელებადია პოლიტიკა, რომელიც უზრუნველყოფს ვალის სტაბილურობას და შეესაბამება თუ არა ზრდის პოტენციალის შენარჩუნებას ან განვითარების პროგრესს. როდესაც ქვეყნები სესხს იღებენ ფინანსური ბაზრებიდან, მნიშვნელოვანია იმ რისკების გათვალისწინება, რომლებიც დაკავშირებულია რეფინანსირებასთან.

ქვეყნის ვალის მდგრადობის სწორად შესაფასებლად მნიშვნელოვანია ყველა სახის ვალის შესწავლა, რომლებიც ქვეყნის სახელმწიფო ფინანსებს საფრთხეს უქმნის.

მოწინავე ეკონომიკურ ქვეყნებსა და განვითარებად ბაზრებზე სესხის მდგრადობის ანალიზისას ხშირად ყურადღება გამახვილებულია მთავრობის პოლიტიკაზე. საერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის მიერ განხორციელებული სესხის მდგრადობის შეფასება ფარავს როგორც შიდა, ასევე საგარეო სექტორებს.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, სახელმწიფო ვალი განვითარებისთვის ფინანსების მობილიზების ერთ-ერთი საშუალებაა. არსებობს დაფინანსების მობილიზების სხვა გზები: შიდა შემოსავლის ზრდა, ხარჯების ეფექტურობის გაუმჯობესება, კორუფციის შემცირება და ბიზნესგარემოს გაუმჯობესება, მაგრამ ამას შეიძლება დრო დასჭირდეს და შეიძლება არც იყოს საკმარისი.

ქვეყნები მზად უნდა იყვნენ, რომ შეინარჩუნონ ვალი იმ დონეზე, რომ მან საფრთხე არ შეუქმნას ზრდას და სტაბილურობას. არამდგრადმა ვალმა შეიძლება მიგვიყვანოს სავალო კრიზისამდე, როცა სახელმწიფოს არ შეუძლია ფინანსური ვალდებულებების დაფარვა და საჭიროა ვალის რესტრუქტურირება. დეფოლტის შემთხვევაში ქვეყანამ შეიძლება დაკარგოს წვდომა ბაზარზე, გაიზრდება ხარჯები და ამით ზიანი მიადგება ეკონომიკურ ზრდას და ინვესტიციებს.

ქვეყნები ვალის აღების წინ უნდა ამახვილებდნენ ყურადღებას შემდეგ საკითხებზე:

-ახალი ვალი უნდა შეესაბამებოდეს ფისკალური ხარჯების და დეფიციტის გეგმებს. ახალი ვალის აღებისას აუცილებელია სიფრთხილე, რათა სახელმწიფო ვალი დარჩეს მდგრადი;

-ქვეყნებმა უნდა შეიმუშაონ კომპლექსური მიდგომა და შეადარონ, რომელი უფრო მოგებიანია: ვალის შემცირება თუ აღება. ვალი, რომელიც აფინანსებს პროდუქტიულ სოციალურ და ინფრასტრუქტურულ ხარჯებს, შეიძლება ხელს უწყობდეს შემოსავლის ისეთ ზრდას, რომ ეს აბალანსებდეს ვალის მდგრადობის რისკს.

ქვეყნის სესხის გამტარუნარიანობა დამოკიდებულია რამდენიმე ფაქტორზე, მათ შორის, ინსტიტუციების ხარისხსა და სესხის მართვის შესაძლებლობებზე, პოლიტიკასა და მაკროეკონომიკურ საფუძვლებზე. ქვეყნის შესაძლებლობები შეიძლება შეიცვალოს დროთა განმავლობაში, რადგან მასზე გავლენას ახდენს გლობალური ეკონომიკური გარემოც (Hakura, 2020).

სახელმწიფო ვალის სიმძიმეზე საუბრისას მნიშვნელოვანია ყურადღება გამახვილდეს ვალის მდგრადობაზე, ფოკუსირება რისკებზე, რომლებიც პირდაპირ თუ ირიბად შეიძლება მოქმედებდეს ვალის მდგრადობაზე. ვალის მდგრადობის

ანალიზის მიზანს წარმოადგენს შეაფასოს ვალის მდგრადობის დონე, აჩვენოს, თუ სადამდე შეუძლია სხვადასხვა შოკს გაზარდოს ვალის დონე და გამოავლინოს შესაძლო რისკები, რომლებსაც შეუძლიათ ვალის ტვირთი არამდგრად დონემდე გაზარდონ (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2010).

საქართველოს ეკონომიკა მცირე ზომის ღია ეკონომიკაა, რომელიც ხასიათდება დოლარიზაციის ჯერ კიდევ მაღალი მაჩვენებლით, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტითა და საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებთან ინტეგრირებული ფინანსური სექტორით. ყოველივე ეს განაპირობებს საქართველოს ფინანსური სისტემის მოწყვლადობას გლობალური ეკონომიკური და ფინანსური ტენდენციების მიმართ. აღნიშნული სტრუქტურული გამოწვევების ფონზე საყურადღებოა გლობალური მაკროფინანსური გარემოდან მომდინარე რისკები: გლობალური ეკონომიკური ზრდის შენელება, რეგიონში გეოპოლიტიკური და ეკონომიკური სიტუაციის გამწვავება და განვითარებად ქვეყნებში ინვესტორებისთვის რისკის პრემიების ზრდის შესაძლებლობა.

რისკის პრემიის შესაძლო ზრდა და, შედეგად, ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურება ვალის მომსახურების ტვირთის ზრდაში აისახება, რაც ვალის მდგრადობასთან დაკავშირებულ პრობლემებს წარმოქმნის. ბოლო წლებში მთლიანი საგარეო ვალის მშპ-თან თანაფარდობა სტაბილურია, თუმცა ეს მაჩვენებელი მაღალია. საქართველოს საგარეო ვალი ძირითადად უცხოური ვალუტითაა დენომინირებული და, შესაბამისად, მნიშვნელოვნად მოწყვლადია გაცვლითი კურსის მერყეობის მიმართ. აღნიშნული რისკი თვალსაჩინო გახდა 2015-2016 წლებში რეგიონში არასტაბილური მდგომარეობის ფონზე ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურების დროს, თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ საქართველოს საგარეო ვალის მნიშვნელოვანი ნაწილი საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტებიდან შეღავათიანი პირობებითაა ნასესხები, რაც ამ ტიპის სესხებზე მომსახურების საბაზროსთან შედარებით დაბალ ტვირთს გულისხმობს. საგარეო ვალის ვადიანობის ხელსაყრელი სტრუქტურა ფინანსური პირობების გამკაცრების შემთხვევაში რეფინანსირების დაბალ რისკზე მიუთითებს. ვადიანობის ხელსაყრელი სტრუქტურისგან განსხვავებით, საგარეო ვალის ვალუტების მიხედვით შედგენილობა ნაკლებად

სახარბიელოა, რაც საგარეო მოწყვლადობას წარმოადგენს. უცხოური ვალუტის ვალის დაგროვებას ხელს უწყობს არა მხოლოდ არაფინანსური სექტორისა და მთავრობის მიერ საგარეო ვალის უცხოურ ვალუტაში აღება, არამედ მნიშვნელოვნად დოლარიზებული ადგილობრივი ფინანსური შუამავლობაც, როგორც ეს საქართველოს შემთხვევაშია. არ არსებობს დოლარიზაციის გასაზომი ერთი სრულყოფილი მაჩვენებელი, თუმცა მონეტარულ პოლიტიკასა და ფინანსურ სტაბილურობაზე დოლარიზაციის გავლენის შესაფასებლად სხვადასხვა ინდიკატორი შეიძლება იქნეს გამოყენებული. დეპოზიტების დოლარიზაცია საბანკო სისტემაში ლიკვიდობის რისკს იწვევს და მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმისთვის გამოწვევას წარმოადგენს. სესხების დოლარიზაცია კი საბალანსო უწყისის ეფექტს წარმოქმნის და საყურადღებოა ფინანსური სტაბილურობის კუთხით. ვინაიდან საბანკო სექტორის აქტივების ხარისხი დოლარიზებულ ეკონომიკაში მოწყვლადია გაცვლითი კურსის ცვლილებების მიმართ, სესხების დოლარიზაცია მაინც საყურადღებოა, იმის მიუხედავად, აქვთ თუ არა ბანკებს სავალუტო პოზიცია დაცული (საქართველოს ეროვნული ბანკი, 2019).

მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზის ჩატარების მთავარი მიზანია, შეფასდეს მთავრობის შესაძლებლობა, ასრულებდეს ვალდებულებებს საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში. ვალის მდგრადობის ანალიზი მნიშვნელოვანია საბიუჯეტო გამჭვირვალობის და ეფექტური საჯარო ფინანსების მართვის თვალსაზრისით. მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი მოიცავს სხვადასხვა შესაძლო რისკფაქტორის შეფასებას და მათ გავლენას მთავრობის ვალის პორტფელზე, ეხმარება მთავრობას შესაძლებელი ნეგატიური ფაქტორებიდან გამოწვეული შედეგების წინსწრებით იდენტიფიცირებაში, რომ შეიმუშაოს შესაბამისი სამოქმედო გეგმა. მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზში გამოყენებულია საბაზისო და ალტერნატიული (ნეგატიური) სცენარები და ამ სცენარებისთვის დაშვებები სხვადასხვა მაკროეკონომიკურ და ფისკალურ ცვლადზე - რეალური მშპ-ს ზრდა, ინფლაცია, გაცვლითი კურსი, საპროცენტო განაკვეთები, სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტი და სხვა. მოცემულ ანალიზში საბაზისო სცენარი წარმოადგენს ეკონომიკური განვითარების იმ მოსალოდნელ ვარიანტს, რომლის

მოხდენის ალბათობაც საშუალოვადიან პერიოდში ყველაზე მაღალია. შესაბამისად, აღნიშნული სცენარის საფუძველზე დგება სახელმწიფო ბიუჯეტის პროექტიც. ალტერნატიულ სცენარებში, სტრესტესტები ტარდება სხვადასხვა სიდიდის მაკროეკონომიკური და ფისკალური შოკის (რეალური მშპ-ს ზრდის შოკი, რეალური საპროცენტო განაკვეთის შოკი, სახელმწიფო ბიუჯეტის პირველადი ბალანსის შოკი, ნომინალური გაცვლითი კურსის შოკი, კომბინირებული შოკი და პირობითი ვალდებულებების შოკი) გათვალისწინებით და ფასდება მათი გავლენა მთავრობის ვალის მდგრადობაზე.

დღეისათვის ვალის მდგრადობის ზღვრად განისაზღვრება ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ კანონის თანახმად. სახელმწიფო ვალის თანაფარდობა მშპ-თან უნდა იყოს არაუმეტეს 60%-სა. ამ კანონის მიზნებისთვის საქართველოს მთავრობის ვალი მოიცავს:

ა) „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებულ სახელმწიფო ვალს, გარდა საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ აღებული ვალდებულებებისა;

ბ) საბიუჯეტო ორგანიზაციების სესხის სახით არსებულ ვალს, გარდა საბიუჯეტო ორგანიზაციებიდან აღებული ვალისა (**კანონი, 2011**).

დაბალშემოსავლიანი ქვეყნები ხშირად ებრძვიან დიდ საგარეო ვალებს. ფინანსური რესურსების მობილიზებისა და ჭარბვალიანობის თავიდან აცილების მიზნით სავალუტო ფონდმა და მსოფლიო ბანკმა შეიმუშავა ვალის მდგრადობის შეფასების მეთოდოლოგიური სახელმძღვანელო. რამდენადაც ქვეყნებს აქვს განსხვავებული პოლიტიკური და ინსტიტუციური უპირატესობები, განსხვავებული მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები და შოკების აცილების შესაძლებლობები, ვალის მდგრადობის სახელმძღვანელოში ქვეყნები კლასიფიცირებულია 3 მაჩვენებლის შესაბამისად (სუსტი, საშუალო, ძლიერი), რაც ეფუძნება ქვეყნის ისტორიულ მაჩვენებლებს და ზრდის პერსპექტივებს, საერთაშორისო რეზერვების დაფარვას, ფულადი ნაკადების მოძრაობას, მსოფლიო ბანკის ინდექსის მაჩვენებელს (CPIA). სესხის მდგრადობის სახელმძღვანელო შემოღებულია 2005 წლიდან, ამჟამინდელი სახელმძღვანელო დაამტკიცეს საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა და მსოფლიო

ბანკმა 2017 წლის სექტემბერში და ძალაშია 2018 წლის ივლისიდან. სახელმძღვანელო შექმნილია სესხის აღების გადაწყვეტილებების ისე წარსამართავად, რომ მათი დაფინანსების საჭიროებები შეესაბამებოდეს მიმდინარე და სამომავლო დაფარვის შესაძლებლობას.

სახელმძღვანელოს მიხედვით, ვალის მდგრადობის ანალიზი უნდა განხორციელდეს რეგულარულად. ის მოიცავს ვალის ტვირთის ანალიზს მომდევნო 10 წლისთვის; მის ცვალებადობას ეკონომიკური და პოლიტიკური შოკების შემთხვევაში საბაზისო და სტრესსცენარების გათვალისწინებით; საგარეო და ზოგადად სახელმწიფო ვალის რისკების შეფასებას. ეს უკანასკნელი ეფუძნება ვალის სიმძიმის განმსაზღვრელ მაჩვენებლებს, რომელიც თავის მხრივ ითვალისწინებს ქვეყნის მაკროეკონომიკურ და სხვა მაჩვენებლებს.

ვალის მდგრადობის მაჩვენებლები

ცხრილი N.1.3.1

მაჩვენებლები	საგარეო ვალი (%)		საგარეო ვალის მომსახურება (%)		სახელმწიფო ვალი (%)
	მშპ	ექსპორტი	ექსპორტი	შემოსავალი	მშპ
სუსტი	30	140	10	14	35
საშუალო	40	180	15	18	55
ძლიერი	50	240	21	23	70

წყარო: ცხრილი შედგენილია ავტორის მიერ საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მონაცემების საფუძველზე

<https://documents.worldbank.org/en/publication/documents-reports/documentdetail/539361468170971115/revi-sed-guidelines-for-public-debt-management>

ვალის მდგრადობის შესაფასებლად ყურადღება ექცევა სწორედ ზემოთ მოცემულ მაჩვენებლებს. რისკის ნიშნები ვლინდება ვალის სიმძიმის მაჩვენებლების შედარებით ზღვრულ მაჩვენებლებთან საპროგნოზო პერიოდისათვის. არსებობს ვალის სიმძიმის განსაზღვრის 4 დონე:

-დაბალი რისკი, როდესაც ვალის სიმძიმის არცერთი მაჩვენებელი არ აჭარბებს ზღვრულ მაჩვენებელს საბაზისო და სტრესსცენარებში;

-ზომიერი ანუ საშუალო რისკი, როდესაც არცერთი მაჩვენებელი არ აჭარბებს ზღვრულ მნიშვნელობას საბაზისო სცენარში, მაგრამ ერთი მაინც აჭარბებს სტრესსცენარებში;

-მაღალი რისკი, როცა რომელიმე მაჩვენებელი აჭარბებს ზღვრულ მნიშვნელობას საბაზისო სცენარში, მაგრამ მიმდინარე პერიოდში ქვეყანას არ უძნელდება დაფარვა;

-ან სავალო კრიზისის პერიოდში, როდესაც ქვეყანა განიცდის ვალის მომსახურების სირთულეებს, რაზეც შეიძლება მეტყველებდეს ვადაგადაცილებული ვალდებულებები, ან სავალო კრიზისის ნიშნები (როგორცაა ვალის მომსახურებაში შეინიშნება მსხვილი მოკლევადიანი დარღვევები ან მნიშვნელოვანი ან საყურადღებო გადახრები ზღვრული მაჩვენებლებიდან).

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მეთოდოლოგიის შესაბამისად (MAC DSA) სახელმწიფო ვალის მდგრადობა ფასდება რამდენიმე კრიტერიუმის მიხედვით. კერძოდ, განიხილება სახელმწიფო ვალი/მშპ-თან, სახელმწიფო ვალი/ექსპორტთან, სახელმწიფო ვალი/ბიუჯეტის შემოსავლებთან, სახელმწიფო ვალის მომსახურება/ექსპორტთან, სახელმწიფო ვალის მომსახურება/ბიუჯეტის შემოსავლებთან და ბიუჯეტის დეფიციტი/მშპ-თან თანაფარდობების მაჩვენებლები. მიჩნეულია, რომ ვალი არის მდგრადი, თუ ქვეყნისათვის აღნიშნული მაჩვენებლები საშუალოვადიან და გრძელვადიან პერიოდებში ინარჩუნებს სტაბილურ, კლებად და საკმარისად დაბალ დონეებს (მუჩიაშვილი, 2018).

აღნიშნული მეთოდოლოგიით გავაკეთეთ საქართველოს ვალის მდგრადობის მაჩვენებლები, რომლის მიხედვითაც საქართველო მიეკუთვნება საშუალო მდგრადობის მქონე ქვეყანას.

საქართველოს სახელმწიფო ვალის მდგრადობის მაჩვენებლები

ცხრილი N1.3.2

მაჩვენებლები	საგარეო ვალი (%)		საგარეო ვალის მომსახურება (%)		სახელმწიფო ვალი (%)
	მშპ	ექსპორტი	ექსპორტი	შემოსავალი	მშპ
საშუალო	47,7	124,1	7,2	10,1	59,9

წყარო: ცხრილი შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/images/File/2021-biujeti/12-01-2021/10.%20DSA%20-%202021%2029.11.2020.pdf>

საბოლოო რისკის შეფასების მისაღწევად საჭიროა ქვეყნისთვის დამახასიათებელი სპეციფიკური ფაქტორების გათვალისწინება, რომლებიც სრულად არ არის ასახული ზღვრულ მაჩვენებლებში. აღნიშნული სახელმძღვანელო

საშუალებას აძლევს სავალუტო ფონდსა და მსოფლიო ბანკს, უფრო ეფექტურად ჩაერთონ ვალის საკითხებში ქვეყნის პოლიტიკის შეფასებისას.

გარდა ამისა, სესხის მდგრადობის შეფასებებს ითვალისწინებენ სავალუტო ფონდის დაფინანსებაზე წვდომის დასადგენად, აგრეთვე ფონდის მიერ მხარდაჭერილ პროგრამებში სესხის ლიმიტების დასადგენად, ხოლო მსოფლიო ბანკი იყენებს მას გრანტებისა და სესხების წილის დასადგენად თითოეული ქვეყნისთვის. ჭარბვალუტის თავიდან ასაცილებლად დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ზღვრული მაჩვენებლების ფართო გამოყენებას როგორც მსესხებლების, ასევე კრედიტორების მიერ. კრედიტორებს ურჩევნია, სესხის მდგრადობის შეფასებები შეიტანონ თავიანთ გადაწყვეტილებებში. ამ გზით ეს ჩარჩო უნდა დაეხმაროს დაბალშემოსავლიან ქვეყნებს ფინანსების მოძიებაში, რაც მათ სჭირდებათ მდგრადი განვითარების მიზნების შესასრულებლად, მათ შორის გრანტების საშუალებით, როდესაც ვალის მომსახურების შესაძლებლობა შეზღუდულია (www.worldbank.org).

2021 წლის საქართველოს ბიუჯეტის პროექტით განისაზღვრა მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი 2021-2030 წლებისათვის, სადაც ჩანს საბაზისო სცენარისთვის დაგეგმილი სამომავლო მაჩვენებლები, დაგეგმილი შოკების მიუხედავად, ვალის ზღვრული დონე არ აჭარბებს 60,1% მშპ-თან, რაც ქვეყნის ზღვრულ მაჩვენებელზე მაღალია, თუმცა აღნიშნული მაჩვენებელი აიხსნება პანდემიასთან დაკავშირებული ხარჯების ზრდით, რომელსაც საერთაშორისო ორგანიზაციები არ მიიჩნევენ კრიტიკულად. დაგეგმილია, რომ ვალის მაჩვენებლის ზრდა 2022 წლიდან დაიწყებს რადიკალურ კლებას და დაუბრუნდება პანდემიამდელ ნიშნულს.

მეთოდური სახელმძღვანელო გარკვეულ ბუნდოვნებას გვიქმნის, ვინაიდან არ არის ახსნილი, ვალის მომსახურების მდგრადობის განმსაზღვრელი მაჩვენებლების ზღვრული ნორმები ცალკეული დონის შემთხვევაში რით არის განპირობებული. ვფიქრობთ, ამ ნაწილში უფრო მეტი კონკრეტიზაციაა შესატანი.

თავი II. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის სტრუქტურა და დინამიკა

2.1. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის კლასიფიკაცია

სახელმწიფო ვალის და, მათ შორის, საგარეო ვალის კლასიფიკაციამდე მნიშვნელოვანია, განისაზღვროს მისი შინაარსი სახელმწიფო ვალის შესახებ კანონის თანახმად და შეუდარდეს საერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის მიერ მოცემულ განსაზღვრებებს.

საქართველოს „სახელმწიფო ვალის შესახებ კანონის“ თანახმად, „საქართველოს სახელმწიფო ვალის განმარტება არ შეესაბამება საერთაშორისო სტანდარტებით განსაზღვრულ განმარტებას, სახელმწიფო ვალი არ მოიცავს სახელმწიფო საწარმოების ვალს, მაშინ როცა საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტები სახელმწიფო საწარმოების ვალს აღრიცხავენ სახელმწიფო ვალში (კანონი, 1998).

თუ ვალის მდგრადობის შეფასებისას საერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის მეთოდოლოგიით ვხელმძღვანელობთ, ვალის მდგრადობასთან დაკავშირებით რეალური სურათის მისაღებად მიგვაჩნია, რომ კანონით განსაზღვრული განმარტებაც უნდა შეესაბამებოდეს საერთაშორისო ორგანიზაციების მიერ ვალის შესახებ მოცემულ განსაზღვრებას.

საქართველოს „სახელმწიფო ვალის შესახებ კანონის თანახმად, „საქართველოს სახელმწიფო ვალი საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და მისი გარანტიით სხვა ორგანოების/დაწესებულებების მიერ დადებული ხელშეკრულებებით აღებული, ეროვნული ვალუტით გამოსახული, აგრეთვე საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ ეროვნული ან უცხოურ კონვერტირებად ვალუტაში დენომინირებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსებიდან მიღებული და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ საქართველოსთვის დამტკიცებული საფინანსო რესურსიდან მიღებული სახელმწიფო სამინაო და საგარეო ვალების ჯამური თანხაა.“ კანონის თანახმად, იმისათვის, რომ ვალდებულება აღირიცხოს სახელმწიფო ვალად, აუცილებელია, რომ ფინანსთა სამინისტრო ვალდებულების წარმოქმნის პროცესში მონაწილეობდეს, თუმცა ინფორმაცია იმის შესახებ, თუ რომელი ინსტიტუტების ვალდებულებები ითვლება სახელმწიფო ვალად, არ არის კლასიფიცირებული. აღნიშნული ვალის განმარტების

თანახმად, სახელმწიფო ვალი მოიცავს ცენტრალური მთავრობის, ეროვნული ბანკის და სახელმწიფოს მიერ გარანტირებული კერძო სექტორის ვალს.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (IMF) სახელმწიფო ვალს განმარტავს, როგორც სამთავრობო სექტორის და სახელმწიფო კორპორაციების ვალის ჯამს, სადაც სამთავრობო სექტორის ვალი მოიცავს ადგილობრივი ხელისუფლების, ცენტრალური მთავრობის და ავტონომიური რესპუბლიკების მთავრობის ვალს; ხოლო სახელმწიფო კორპორაციების ვალი მოიცავს სახელმწიფო არასაფინანსო კორპორაციების და სახელმწიფო ფინანსური კორპორაციების ვალს. სახელმწიფო არასაფინანსო კორპორაციები წარმოადგენენ რეზიდენტ ორგანიზაციებს, რომელთაც აკონტროლებენ სამთავრობო უწყებები. შესაბამისად, სწორედ ეს პუნქტი მოიცავს სახელმწიფო საწარმოების ვალს (IMF, 2011).

მსოფლიო ბანკის (WB) განმარტებით სახელმწიფო ვალი მოიცავს სახელმწიფოს მიერ კონკრეტული თარიღისთვის გადაუხდელ ვალდებულებებს, რომლებიც გულისხმობს როგორც პირდაპირ სახელმწიფო ვალს (მთავრობის, მის დაქვემდებარებაში მყოფი უწყებების, სახელმწიფო წილობრივი მონაწილეობით შექმნილი საწარმოების მიერ აღებულ პირდაპირ ვალდებულებებს), ასევე სახელმწიფოს მიერ გარანტირებულ ვალს, რომელიც წარმოადგენს კერძო სექტორის მიერ აღებულ იმ ვალდებულებათა ჯამს, რომლებიც გარანტირებულია სახელმწიფოს მიერ. მსოფლიო ბანკის განმარტებით, სახელმწიფო საწარმოების ვალები სახელმწიფო ვალის პორტფელში გაითვალისწინება (www.worldbank.org).

საქართველოს ეკონომიკა, როგორც მცირე ზომის ღია ეკონომიკა, მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული გარე ფაქტორებზე და, შესაბამისად, უცხოურ ინვესტიციებზე. ამიტომ განსაკუთრებით საყურადღებოა საქართველოს მსგავსმა ქვეყნებმა მოზიდული რესურსი მიმართონ გრძელვადიანი განვითარების პროექტებზე. მნიშვნელოვანია იმის გაანალიზება, თუ რა წყაროებიდან შეიძლება მოვიზიდოთ სახსრები. კლასიკური გაგებით, ქვეყანას აქვს შიდა და გარე წყაროებიდან თანხების მოზიდვის შესაძლებლობა, რაც შესაბამისად კლასიფიცირდება ქვეყნის შიდა და გარე ვალებად.

საქართველოს დამოუკიდებლობის გამოცხადებისას სახელმწიფო ვალი პრაქტიკულად არ ჰქონია. ამასთან, კარგად არის ცნობილი, რა რთულ გეოპოლიტიკურ თუ ინსტიტუციურ პრობლემებს უკავშირდებოდა თანამედროვე ქართული სახელმწიფოს ფორმირება.

გასათვალისწინებელია, რომ მსოფლიოში ქვეყანა არ არის, ვალი რომ არ ჰქონდეს. მეტიც, მსოფლიოში ვალების ჯამური სიდიდე გლობალური ეროვნული პროდუქტის მოცულობაზე თითქმის სამჯერ მეტია, ამიტომ სახელმწიფო ვალს არ უნდა შევხედოთ როგორც საფრთხეს, რომლისგანაც აუცილებლად თავი უნდა დავიცვათ, რადგან ეს არის შესაძლებლობა, ქვეყნის მიმდინარე და გრძელვადიანი ინტერესები რაც შეიძლება მოკლე დროში დაკმაყოფილდეს.

საქართველოს კანონი სახელმწიფო ვალის შესახებ განმარტავს: საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი არის უცხოური კონვერტირებადი ვალუტით გამოსახული საქართველოს სახელმწიფო ვალის შემადგენელი ნაწილი; იმ ძირითადი თანხების ერთობლიობა, რომლებიც წარმოიქმნა საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და მისი გარანტიით სხვა ორგანოების/ დაწესებულებების მიერ დადებული ხელშეკრულებებით განსაზღვრული შეუსრულებელი პირდაპირი ვალდებულებებით, აგრეთვე საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ უცხოურ კონვერტირებად ვალუტაში დენომინირებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსებიდან მიღებული თანხებითა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ საქართველოსთვის დამტკიცებული საფინანსო რესურსიდან მიღებული თანხებით. მაშასადამე, სახელმწიფო საგარეო ვალი მოიცავს მთავრობის საგარეო ვალს და ეროვნული ბანკის საგარეო ვალს. პროპორცია საშინაო და საგარეო ვალებს შორის დიდია.

საქართველოს სახელმწიფო ვალის კლასიფიკაცია

ცხრილი N2.1.1

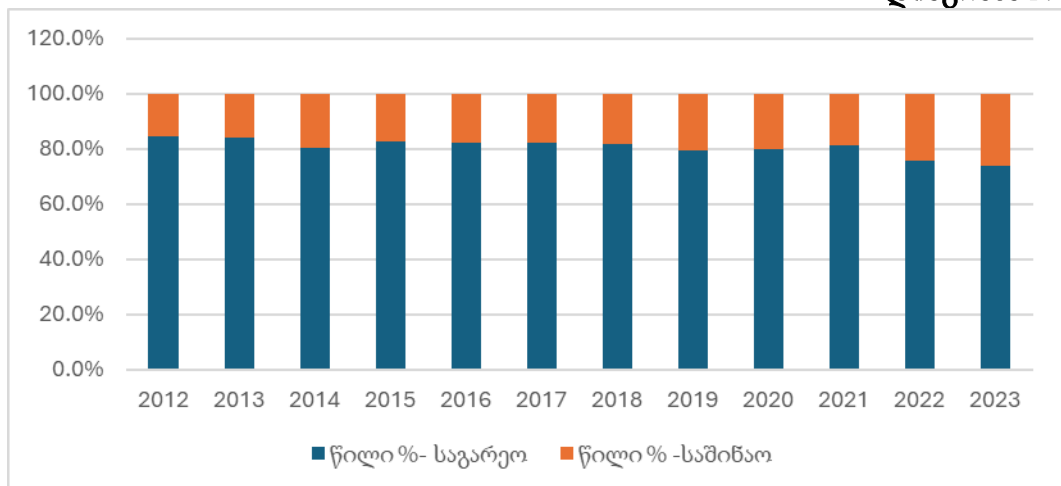
მონ'ლარი	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
სულ სახელმწიფო ვალი	7.852	8.441	9.725	12.521	14.494	16.319	17.811	20.670	30.891	31.255	29.719	32.410
მშპ-თან თანაფარდობა	31,0%	29,6%	30,6%	36,1%	39,5%	39,4%	39,2%	41,5%	61,9%	51,4%	40,7%	40,5%
სახელმწიფო საგარეო ვალი	6.622	7.096	7.827	10.334	11.952	13.421	14.545	16.463	24.690	25.417	22.550	23.957
წილი %- საგარეო	84,3%	84,1%	80,5%	82,5%	82,5%	82,2%	81,7%	79,6%	79,9%	81,3%	75,9%	73,9%
მშპ-თან თანაფარდობა - გარე	26,5%	25,0%	24,7%	29,9%	32,7%	32,5%	32,1%	33,1%	49,6%	41,9%	30,9%	29,9%
სახელმწიფო საშინაო ვალი	1.230	1.345	1.898	2.187	2.542	2.898	3.266	4.207	6.201	5.838	7.169	8.453
წილი %-საშინაო	16%	16%	20%	17%	18%	18%	18%	20%	20%	19%	24%	26%
მშპ-თან თანაფარდობა-შიდა	4,5%	4,6%	5,9%	6,2%	6,8%	6,9%	7,1%	8,4%	12,3%	9,5%	9,8%	10,6%

წყარო: წყარო: ცხრილი შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს და საქსტატის მონაცემების საფუძველზე https://mof.ge/saxelmwifo_valis_statistika; <https://www.geostat.ge/>

ბოლო 10 წლის მონაცემებით საგარეო ვალის წილი მთლიან სახელმწიფო ვალში 74-84% მერყეობს.

სახელმწიფო ვალის კომპოზიცია

დიაგრამა N 2.1.1

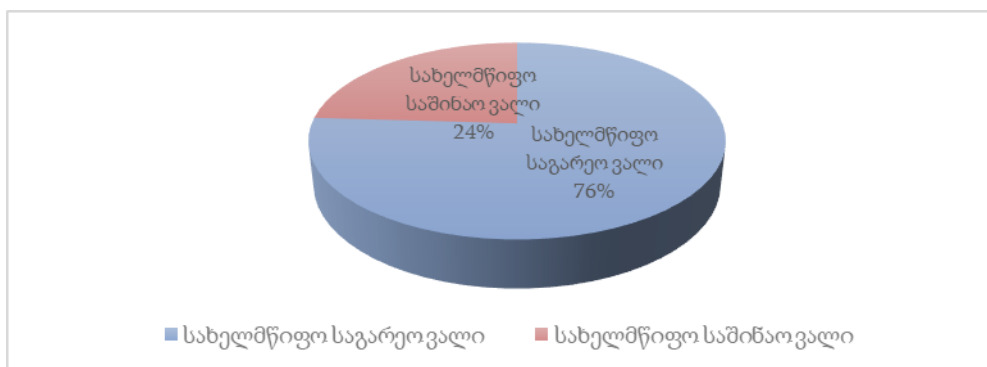


წყარო: დიაგრამა შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე https://mof.ge/saxelmwifo_valis_statistika

2023 წლის ბოლოსთვის სახელმწიფო საგარეო ვალის წილი მთლიან მაჩვენებელში 74%-ს შეადგენს.

სახელმწიფო ვალის კომპოზიცია (2023 წ.)

დიაგრამა N2.1.2

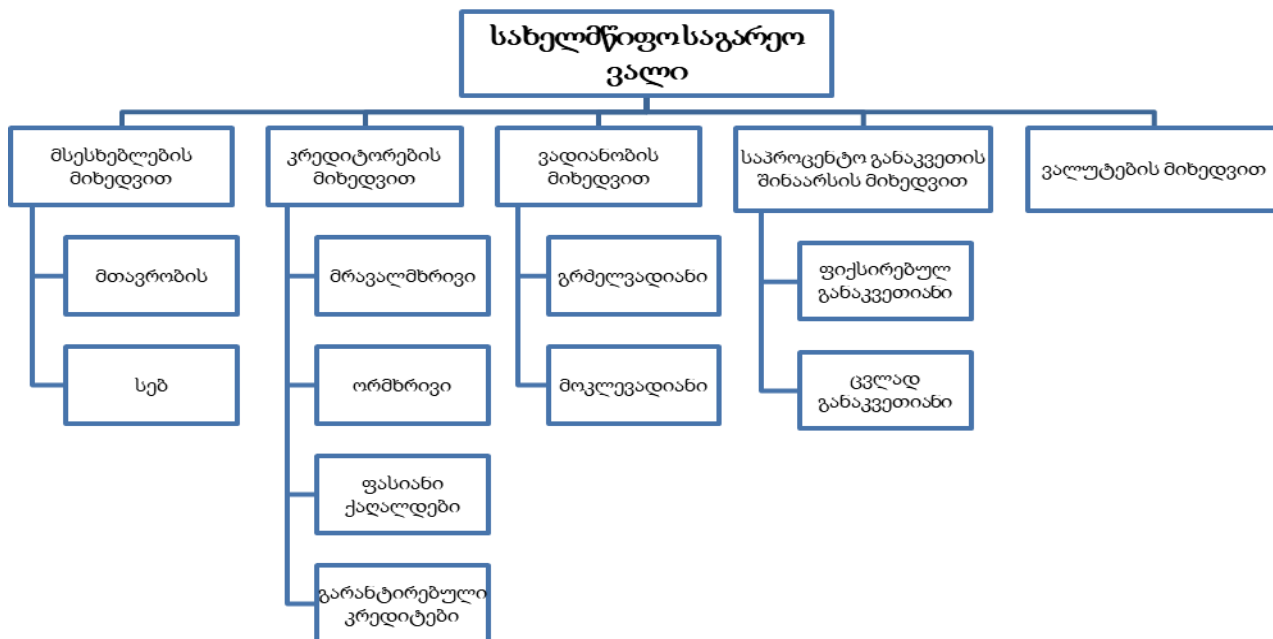


წყარო: <https://mof.ge/> ავტორის მიერ შედგენილი

სტატისტიკური წყაროების საფუძველზე სხვადასხვა ნიშნის გათვალისწინებით საგარეო სახელმწიფო ვალის ხუთი ჯგუფი გამოყავით მსესხებლების, კრედიტორების, ვადიანობისა და საპროცენტო განაკვეთის შინაარსის მიხედვით (სქემა N 2.1.1).

სახელმწიფო საგარეო ვალის კლასიფიკაცია

სქემა N 2.1.1



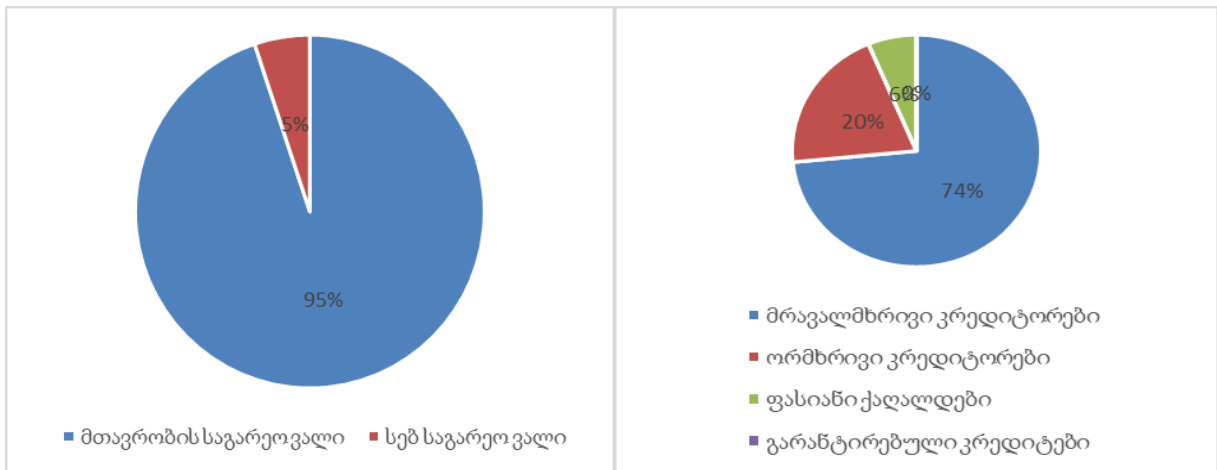
წყარო: სქემა აგებულია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/>

მსესხებლების/კრედიტორების მიხედვით კლასიფიკაცია – სახელმწიფო საგარეო ვალის აღება ხდება მთავრობის და საქართველოს ეროვნული ბანკის მიმართულებით 95%- 5% პროპორციით, თავის მხრივ მთავრობის ვალი კლასიფიცირდება კრედიტორების მიხედვით:

- მრავალმხრივ კრედიტორებად, რომელზეც მოდის მთლიანი ვალის 74%;
- ორმხრივ კრედიტორებზე – 20%;
- ფასიანი ქაღალდები და გარანტირებული კრედიტები ჯამში 6%.

**საგარეო სესხების კლასიფიკაცია
მსესხებლების/კრედიტორების მიხედვით (2023 წელი)**

დიაგრამა N2.1.3



წყარო: აგებულია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/>

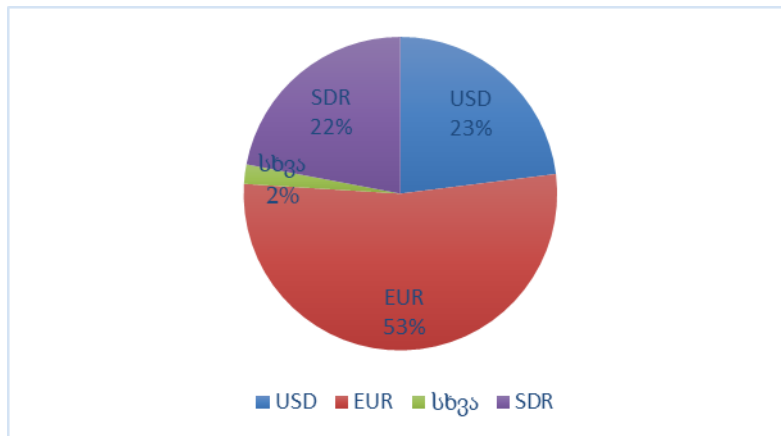
საპროცენტო განაკვეთის მიხედვით კლასიფიკაცია – სახელმწიფო საგარეო ვალის პორტფელის 49 % ფიქსირებულ საპროცენტო განაკვეთშია წარმოდგენილი. ეს იცავს საქართველოს საგარეო მთავრობის ვალის მომსახურების პარამეტრებს ეგზოგენური საპროცენტო განაკვეთის რყევებისგან და უზრუნველყოფს, რომ მთავრობის საგარეო ვალის მომსახურების ხარჯები დაბალი და ხელმისაწვდომი დარჩეს გლობალური ეკონომიკური გარემოს მიუხედავად.

ვადიანობის მიხედვით კლასიფიკაცია – საგარეო ვალის საშუალო ვადიანობა შეადგენს 20.8 წელს, მათ შორის საშუალო შეღავათიანი პერიოდი 7,9 წელს, ხოლო საშუალო შეწონილი ვადიანობა დაფარვამდე – 8,7 წელს.

ვალუტების მიხედვით კლასიფიკაცია – 2023 წლის მდგომარეობით, მთავრობის საგარეო ვალის 22% დენომინირებულია SDR-ში, 23% აშშ დოლარში, 53% ევროში, ხოლო დარჩენილი 2% სხვა ვალუტებში. მთავრობის საგარეო ვალის საკმაოდ მაღალი დივერსიფიკაციის მიუხედავად, იგი მაინც მოწყვლადია გაცვლითი კურსის შოკების მიმართ. მთავრობის ვალის 78% დენომინირებულია უცხოურ ვალუტაში, რაც იმას ნიშნავს, რომ ლარის უცხოური ვალუტების მიმართ გაუფასურება უარყოფით გავლენას მოახდენს მთავრობის ვალის მნიშვნელოვან ნაწილზე.

საგარეო ვალის ვალუტების მიხედვით დეკომპოზიცია

დიაგრამა N 2.1.4



წყარო: დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/>

როგორც კომპოზიციიდან, ჩანს საგარეო სესხების ძირითადი ნაწილი დენომინირებულია ევროში, მისი ზრდა ემსახურება საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში ვალის პორტფელში სავალუტო რისკების შემცირებას. ევროში სესხების წილის ზრდას საფუძვლად უდევს შემდეგი მნიშვნელოვანი ფაქტორები:

- საქართველოს ეკონომიკური ურთიერთობა ევროზონის ქვეყნებთან სწრაფად იზრდება, შესაბამისად, ევროში სესხების ქონა უფრო დაზღვეული იქნება სავალუტო რისკისგან;
- საქართველოს სავაჭრო პარტნიორების ეკონომიკური ურთიერთობა ევროზონის ქვეყნებთან მაღალია, რაც თავის მხრივ მეტად ამყარებს ვალდებულების ევროში აღების საჭიროებას;
- ვალუტის ნომინალური კურსების მერყეობის შედარებისას ჩანს, რომ ევრო საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში გაცილებით მყარია, რაც

ასევე ამართლებს ევროში ვალდებულების ზრდის აუცილებლობას (სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია 2017-2020 წლებისთვის (mof.ge)).

აღსანიშნავია, რომ საგარეო ვალდებულების არც თუ უმნიშვნელო ნაწილი – 22% დენომინირებულია SDR-ში, ბოლო 10 წლის ანალიზი აჩვენებს, რომ მისი მოცულობა მეტნაკლებად სტაბილურია. SDR წარმოადგენს სავალუტო ფონდის მიერ 1969 წელს შექმნილ საერთაშორისო სარეზერვო აქტივს, რომელიც ემსახურება წევრი ქვეყნების რეზერვების შევსებას საჭიროების შემთხვევაში. მისი გამოყოფა უკავშირდება მსოფლიო კრიზისებს, ჯამში გამოყოფილია 1,116 მილიარდი SDR, მათ შორის ყველაზე დიდი მოცულობა დამტკიცდა 2021 წელს COVID-19 პანდემიის გავლენის შესამცირებლად. SDR-ის ღირებულება განისაზღვრება ხუთი ვალუტის კალათით: აშშ დოლარი, ევრო, ჩინური იუანი, იაპონური იენი და ბრიტანული ფუნტი სტერლინგი. ის არის ხელოვნური სავალუტო ინსტრუმენტი. SDR-ები გამოყოფილია თითოეული წევრი ქვეყნის კვოტის თანხების საფუძველზე. რაც უფრო მაღალია კვოტა, მით უფრო დიდია SDR გამოყოფა, რომელსაც ქვეყანა მიიღებს. ზოგადად, უფრო ძლიერ ეკონომიკებს აქვთ უფრო მაღალი კვოტები. SDR-ები შეიძლება გამოყენებულ იქნეს სხვა ვალუტის გაცვლის, სესხების დაფარვის, ვალდებულებების, სესხის პროცენტის გადახდის ან კვოტის თანხების ზრდისთვის. SDR შეიქმნა, რათა გამხდარიყო საერთაშორისო რეზერვების მთავარი ელემენტი, ოქროსა და სარეზერვო ვალუტებთან ერთად. რამდენადაც აშშ დოლარისა და ოქროს საერთაშორისო მიწოდება: ორი ძირითადი სარეზერვო აქტივი არ იყო საკმარისი გლობალური ვაჭრობის ზრდისა და მასთან დაკავშირებული ფინანსური გარიგებების მხარდასაჭერად, მიიღეს გადაწყვეტილება საერთაშორისო სარეზერვო აქტივის შექმნასთან დაკავშირებით. SDR-ების გასანაწილებლად, „რომ დააკმაყოფილოს გრძელვადიანი გლობალური საჭიროება არსებული სარეზერვო აქტივების შესავსებად“. ქვეყანა უნდა აკმაყოფილებდეს IMF-ის მიზანს. SDR ითვლება საერთაშორისო სარეზერვო ვალუტად და, როგორც ასეთი, შეიძლება ტექნიკურად შეცვალოს დოლარი გლობალური ტრანზაქციების თვალსაზრისით, თუმცა

საერთაშორისო მასშტაბით დოლარის სიძლიერისა და ფართო გამოყენების გათვალისწინებით, ეს, სავარაუდოდ, მალე არ მოხდება (www.investopedia.com).

COVID-19 პანდემიის პირობებში გაზრდილი რისკის პრემია და ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურება ვალის მომსახურების ტვირთის ზრდაში აისახა. ამასთან, პანდემიით გამოწვეული რეცესიის შესარბილებლად მობილიზებულმა ფინანსურმა რესურსებმა საგარეო ვალი გაზარდა. ბოლო წლებში მთლიანი საგარეო ვალის მშპ-თან თანაფარდობა სტაბილურია, თუმცა ეს მაჩვენებელი კვლავ მაღალია. რამდენადაც, საქართველოს საგარეო ვალში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სახსრების წილი გაცილებით მეტია, მიუხედავად იმისა, რომ საგარეო ვალში მოკლევადიანი რესურსის წილი დაბალია, მსოფლიო მოვლენებმა გლობალურად გამოიწვია საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, შესაბამისად აისახა ვალის ტვირთის და რისკის პრემიის ზრდაში, რაც ზრდის მოწყვლადობას გაცვლითი კურსის მიმართ. აღნიშნული რისკი განსაკუთრებით გამოიკვეთა კოვიდ პანდემიის შემდგომ, როცა საგარეო ეკონომიკური მდგომარეობის გაუარესებას შედეგად მოყვა ვალუტის გაუფასურება. შედეგად, აქტიურად დაიწყო მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება და ლარიზაციის პროცესი. რამდენადაც საქართველოს საგარეო ვალში უცხოურ ვალუტაში მობილიზებული სახსრები წილობრივად სხვა ანალოგიურ ქვეყნებთან შედარებით დიდია, ვალუტის კურსის გაუფასურება აისახება ვალის ტვირთის ზრდაში, მიუხედავად იმისა, რომ საერთაშორისო ინსტიტუტებიდან მიღებული რესურსის წილი დიდია და შესაბამისად შეღავათიანი პირობებითაა მიღებული.

2.2. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის დინამიკა და გადახდისუნარიანობის თანმხლები რისკფაქტორები

სახელმწიფო ვალმა მაქსიმუმს მიაღწია 2021 წელს, როცა მისი შესაბამისობა მშპ-ს მიმართ ნორმირებულ 60%-ს გასცდა და მან შეადგინა 62%, საიდანაც მთავრობის საგარეო ვალი 93%-ზე მეტი იყო, ხოლო დანარჩენი მოდიოდა ეროვნული ბანკის და სახელმწიფო საწარმოების ვალდებულებებზე.

ფინანსური სტაბილურობის რისკები ბოლო წლებში განსაკუთრებით გაიზარდა, პირველ რიგში 2020 წლიდან კოვიდ პანდემიის ეფექტით, ხოლო შემდგომ 2022 წლიდან რუსეთ-უკრაინის ომის გავლენით. საქართველოს ეკონომიკის ფინანსური სისტემა მოწყვლადია გლობალური ეკონომიკური და ფინანსური ტენდენციების მიმართ, რამდენადაც მისი დამოკიდებულება ძალიან დიდი საერთაშორისო ფინანსებზე შესაბამისად ეს გამოხატულებას ჰპოვებს დოლარიზაციის მაღალ მაჩვენებელში.

რუსეთ-უკრაინის კონფლიქტის ვადაში გაგრძელება ასახვას ჰპოვებს რეგიონში ინვესტორების ქცევაზე, რამაც გრძელვადიან პერსპექტივაში შეიძლება გამოიწვიოს ქვეყნიდან კაპიტალის გამოდინება, არათუ დამატებითი რესურსის მობილიზება, რაც შესაბამისად აისახება ვალუტის რყევებზე, შესაბამისად პირდაპირ პროპორციულად გამოიხატება ინფლაციის ზრდაში და გადახდისუნარიანობის გაუარესებაში.

2020 წლიდან ისე როგორც ყველა მიმართულებით, გლობალურ ფინანსებშიც დიდი გამოწვევები დაიწყო. პირველ რიგში პანდემიის შემდგომ მოთხოვნის დაჩქარებულად აღდგენამ, შემდგომ მსოფლიოში რამდენიმე ფრონტზე საომარი მოქმედებების დაწყებამ, გამოიწვია საქონელსა და ენერგომატარებლებზე ფასების მომატება, მიწოდების არხების გადალაგება, შესაბამისად მოთხოვნა-მიწოდების შეფერხება, რაც აისახა გლობალური ინფლაციის ზრდაში, შესაბამისად ფასების მომატება და ფინანსური ფონის გაუარესება უარყოფითად ისახება ინფლაციურ მოლოდინებზე, შესაბამისად დადგა ცენტრალური ბანკების ჩართულობის აუცილებლობა, რაც მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებაში გამოიხატა, რაც რა თქმა უნდა გამოიწვევს ფინანსური ბაზრების რისკების გადაფასებას და შესაბამისად

შეზღუდავს ხელმისაწვდომობას ფინანსურ რესურსებზე, შესაბამისად აისახება საინვესტიციო გარემოზე და საგარეო ვალის ტვირთის ზრდაზე.

მიმდინარე ეტაპზე არა მხოლოდ რუსეთ-უკრაინის ომი, უკვე ისრაელის საომარი მდგომარეობაც ამძაფრებს მსოფლიო დაძაბულობას და მკაფიო მოლოდინების ჩამოყალიბებას ფინანსურ სექტორში, რამდენადაც პირდაპირ აისახება ომში პირდაპირ თუ ირიბად ჩართული ქვეყნების საგარეო ვაჭრობაზე, ფინანსური რესურსის ბრუნვაზე (იზღუდება ფულადი მოძრაობები-გზავნილები, გადარიცხვები სხვადასხვა ტიპის სანქციების გამო), ამძაფრებს ეკონომიკურ სირთულეებს და დროში კიდევ უფრო წელავს აღდგენასთან დაკავშირებულ პოზიტიურ ეფექტს.

რამდენადაც ყველა ომში ჩართულ ქვეყანასთან საქართველო მჭიდრო სავაჭრო ურთიერთობებშია, შესაბამისად განსაკუთრებით მძაფრად აისახება ჩვენი ქვეყნის ეკონომიკაზე რეგიონში არსებული არასტაბილურობა.

საგარეო ვალის დინამიკა წლების კრილში კრედიტორების მიხედვით

ცხრილი N 2.2.1

კრედიტორი (ლარი'000)												
პერიოდი	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
სახელმწიფო საგარეო ვალი		7,295,978	7,826,743	10,333,776	11,952,199	13,420,829	14,544,890	16,463,505	24,689,731	25,416,875	22,549,885	23,956,573
მთავრობის საგარეო ვალი	6,622,328	7,095,134	7,747,363	10,287,315	11,937,255	13,199,331	14,098,180	15,749,710	23,467,463	23,966,690	21,391,992	22,875,891
მრავალმხრივი კრედიტორები	4,457,361	4,844,099	5,428,611	7,354,836	8,640,838	9,759,740	10,275,032	11,262,298	16,417,127	17,177,887	15,712,867	17,193,811
აზიის განვითარების ბანკი (ADB)	703,334	821,099	1,126,941	1,814,388	2,457,584	2,744,258	3,058,682	3,583,829	4,729,898	5,747,254	5,599,372	6,135,735
აზიის ინფრასტრუქტურის საინვესტიციო ბანკი (AIIB)						24,022	38,617	76,471	522,695	604,394	529,869	569,131
ევროსაბჭოს განვითარების ბანკი (CEB)								2,893	10,832	16,442	25,072	41,654
ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი (EBRD)	165,298	184,633	179,005	199,105	240,573	348,196	332,313	377,210	652,617	733,403	640,936	639,641
ევროპის საინვესტიციო ბანკი (EIB)	189,959	342,570	450,837	558,660	709,091	981,333	1,283,953	1,628,977	2,425,650	2,527,840	2,484,897	3,076,641
ევროგაერთიანება (EU)				26,169	27,940	71,401	116,664	121,961	535,099	466,032	383,625	395,715
მსოფლიო ბანკი, რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკი (IBRD)	579,277	688,986	905,322	1,516,331	1,803,555	2,224,505	2,382,690	2,610,932	3,705,583	3,745,078	3,526,080	4,101,812
მსოფლიო ბანკი, განვითარების საერთაშორისო ასოციაცია (IDA)	2,142,453	2,339,354	2,395,347	2,904,601	3,046,441	3,012,502	2,850,607	2,763,258	3,015,254	2,573,909	1,888,777	1,596,668
სოფლის მეურნეობის განვითარების საერთაშორისო ფონდი (IFAD)	40,518	45,348	55,731	70,087	71,000	76,650	81,215	94,447	117,377	118,495	99,973	100,690
საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (IMF)	636,522	422,109	315,428	265,495	284,654	276,873	130,291		693,720	637,301	528,603	530,418
სკანდინავიური გარემოსდაცვის საფინანსო კორპორაცია (NEFCO)								2,320	8,402	7,739	5,663	5,706
ორმხრივი კრედიტორები	1,224,276	1,377,617	1,382,219	1,729,871	1,967,639	2,138,103	2,479,879	3,048,746	5,406,472	5,135,568	4,324,815	4,337,378
სომხეთი	25,400	25,113	25,162	29,809	29,888	25,992	23,133	20,452	17,973	11,440	7,723	5,290
აზერბაიჯანი	21,469	21,297	21,454	25,613	25,968	22,953	20,927	19,211	17,992	12,968	8,755	5,997
აგსტრია	14,313	26,113	24,763	28,603	30,538	39,364	55,047	53,854	62,880	50,732	38,443	34,629
ჩინეთი	7,976	7,734	7,213	7,750	6,861	5,975	4,675	3,694	3,013	1,458		
საფრანგეთი	85,528	128,656	114,513	144,508	238,383	360,287	577,710	949,061	1,901,955	2,166,562	1,988,059	2,112,621
გერმანია	548,899	603,716	551,908	627,705	670,666	742,555	869,580	1,076,423	2,396,709	2,098,099	1,692,481	1,687,679
ირანი	16,756	16,607	16,707	19,906	20,126	17,717	16,057	14,607	13,480	9,459	6,386	4,374
იაპონია	140,559	190,206	259,834	414,016	504,974	545,170	575,116	608,766	712,596	580,242	424,305	372,913
ყაზახეთი	46,013	48,224	51,760	66,516	73,512	56,373	47,083	38,060	28,769	14,106	9,523	6,523
კუვეიტი	39,131	37,088	34,553	38,288	37,019	31,831	28,339	26,228	30,634	34,921	33,256	30,925
ნიდერლანდები	6,421	3,401	2,975	3,112	2,934	2,778	2,218	1,704	1,285	302	192	136
რუსეთი	176,176	174,370	175,051	207,932	209,292	183,052	164,326	147,275	132,552	88,642	68,728	40,990
თურქეთი	41,045	40,727	41,043	49,025	49,745	44,019	40,200	36,995	34,786	25,252	17,047	11,677
თურქმენეთი	350	366	393	505	559	547	565	605	692	654	570	568
უკრაინა	475	465	458	530	513	422	343	258	154	-		
ამერიკა	53,245	53,025	53,930	65,472	66,099	58,606	54,184	51,271	50,833	40,731	29,347	23,056
უზბეკეთი	520	509	502	581	562	462	376	282	169	-		
ფასიანი ქაღალდები	935,621	868,150	931,800	1,197,450	1,323,400	1,296,100	1,338,300	1,433,850	1,638,300	1,548,800	1,351,000	1,344,700
ევროობონდი 2021	935,621	868,150	931,800	1,197,450	1,323,400	1,296,100	1,338,300	1,433,850	1,638,300	1,548,800	1,351,000	1,344,700
გარანტირებული კრედიტები	5,072	5,271	4,732	5,158	5,178	5,389	4,968	4,816	5,564	4,434	3,311	-
გერმანია	5,072	5,271	4,732	5,158	5,178	5,389	4,968	4,816	5,564	4,434	3,311	
საქართველოს ეროვნული ბანკის საგარეო ვალი	596,069	200,843	79,380	46,462	14,944	221,498	446,711	713,795	1,222,269	1,450,185	1,157,893	1,080,682
საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (IMF)	596,069	200,843	79,380	46,462	14,944	221,498	446,711	713,795	1,222,269	1,450,185	1,157,893	1,080,682

წყარო: https://mof.ge/saxelmwifo_valis_statistika ავტორის მიერ შედგენილი

როგორც ცხრილიდან ჩანს საქართველოს საგარეო ვალში 70%-მდე მოდის მრავალმხრივი კრედიტორებისგან აღებულ სესხებზე.

სახელმწიფო საგარეო ვალის დინამიკა კრედიტორების მიხედვით

ცხრილი N 2.2.2

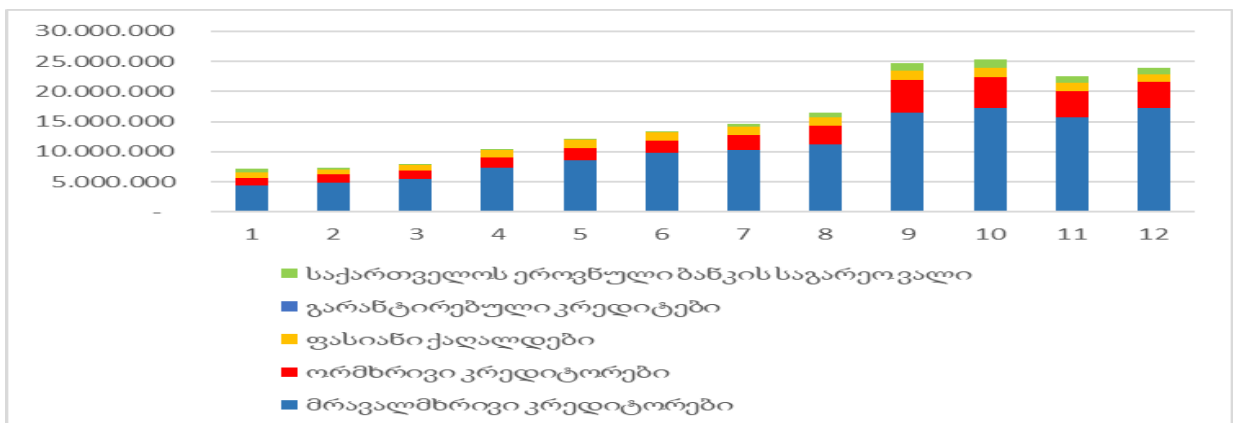
პერიოდი (მონ ლარი)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
სახელმწიფო საგარეო ვალი	-	7.296	7.827	10.334	11.952	13.421	14.545	16.464	24.690	25.417	22.550	23.957
მთავრობის საგარეო ვალი	6.622	7.095	7.747	10.287	11.937	13.199	14.098	15.750	23.467	23.967	21.392	22.876
მრავალმხრივი კრედიტორები	4.457	4.844	5.429	7.355	8.641	9.760	10.275	11.262	16.417	17.178	15.713	17.194
ორმხრივი კრედიტორები	1.224	1.378	1.382	1.730	1.968	2.138	2.480	3.049	5.406	5.136	4.325	4.337
ფასიანი ქაღალდები	936	868	932	1.197	1.323	1.296	1.338	1.434	1.638	1.549	1.351	1.345
გარანტირებული კრედიტები	5	5	5	5	5	5	5	5	5,6	4,4	3,3	-
სებ საგარეო ვალი	596	201	79	46	15	221	447	714	1.222	1.450	1.158	1.081

წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე https://mof.ge/saxelmwifo_valis_statistika

თავის მხრივ, ყველაზე მსხვილი კრედიტორებისგან-მრავალმხრივი კრედიტორებისგან ყველა დიდი დავალიანება საგარეო ვალში მოდის მსოფლიო ბანკისგან მიღებულ კრედიტებზე-37% და აზიის ბანკისგან-34%. საქართველოს საგარეო ვალში ასევე დიდი წილი მოდის ორმხრივ კრედიტორებზე, მათ შორის იაპონიაზე, საფრანგეთსა და გერმანიაზე.

საგარეო ვალის დინამიკა კრედიტორების მიხედვით (ლარი)

დიაგრამა N 2.2.1



წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე https://mof.ge/saxelmwifo_valis_statistika

ყურადღება გავამახვილეთ საგარეო ვალის ტოპ 5 კრედიტორზე, რომელთა წინაშე არსებული ვალდებულებები ბოლო 10 წლის სტატისტიკით განსაკუთრებით მზარდია და ყველაზე დიდი წილი აქვს მთლიან ვალდებულებებში:

სახელმწიფო საგარეო ვალის დინამიკა ტოპ ხუთი კრედიტორის მიმართ

ცხრილი N 2.2.3

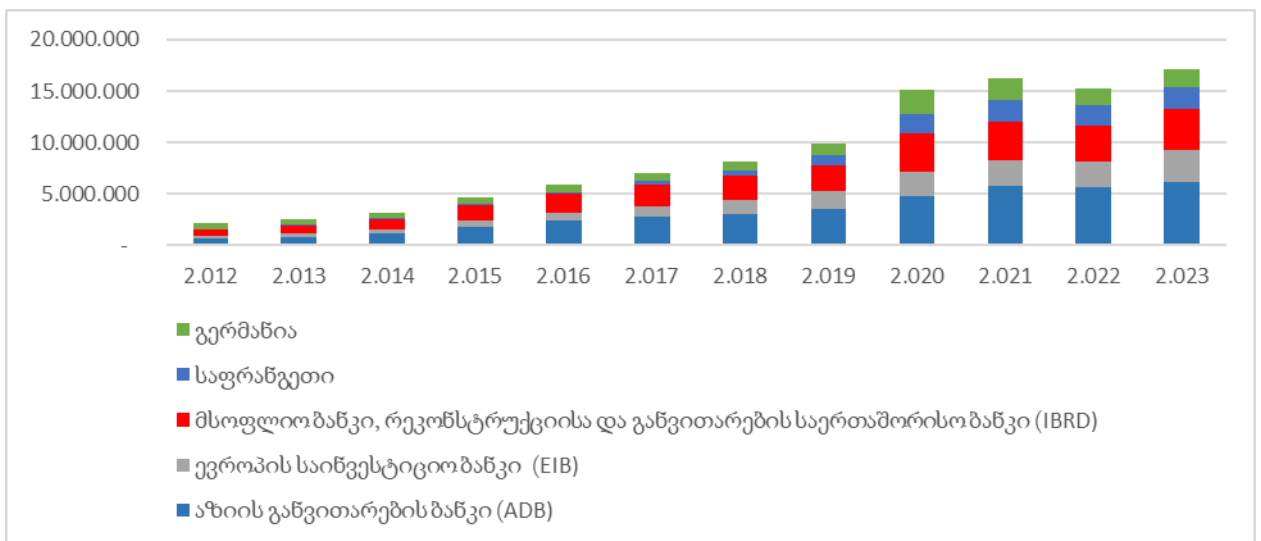
პერიოდი (მლნ ლარი)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
სახელმწიფო საგარეო ვალი	-	7.296	7.827	10.334	11.952	13.421	14.545	16.464	24.690	25.417	22.550	23.957
მთავრობის საგარეო ვალი	6.622	7.095	7.747	10.287	11.937	13.199	14.098	15.750	23.467	23.967	21.392	22.876
მრავალმხრივი კრედიტორები	4.457	4.844	5.429	7.355	8.641	9.760	10.275	11.262	16.417	17.178	15.713	17.194
აზიის განვითარების ბანკი	703	821	1.127	1.814	2.458	2.744	3.059	3.584	4.730	5.747	5.599	6.136
ევროპის საინვესტიციო ბანკი	190	343	451	559	709	981	1.284	1.629	2.426	2.528	2.485	3.077
მსოფლიო ბანკი	579	689	905	1.516	1.804	2.225	2.383	2.611	3.706	3.745	3.526	4.102
ორმხრივი კრედიტორები	1.224	1.378	1.382	1.730	1.968	2.138	2.480	3.049	5.406	5.136	4.325	4.337
საფრანგეთი	86	129	115	145	238	360	578	949	1.902	2.167	1.988	2.113
გერმანია	549	604	552	628	671	743	870	1.076	2.397	2.098	1.692	1.688

წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე

https://mof.ge/saxelmwifo_valis_statistika

სახელმწიფო საგარეო ვალის დინამიკა ტოპ ხუთი კრედიტორის მიმართ

დიაგრამა N 2.2.2



წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე

https://mof.ge/saxelmwifo_valis_statistika

წლების განმავლობაში ყველაზე დიდი საგარეო დავალიანება საქართველოს დაუგროვდა მრავალმხრივი კრედიტორების: აზიის განვითარების ბანკის (ADB), ევროპის საინვესტიციო ბანკი (EIB), ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი (EBRD) და ორმხრივი კრედიტორების: გერმანიის და საფრანგეთის წინაშე. მიღებული რესურსი მიმართულია ისეთი მსხვილი ინფრასტრუქტურული პროექტების დასაფინანსებლად, როგორებიცაა საავტომობილო გზების მშენებლობა და რეაბილიტაცია, წყალმომარაგებისა და წყალარინების სისტემების მშენებლობა-რეაბილიტაცია, ენერგეტიკის სფეროს ხელშეწყობა, გვირაბების გაყვანა, ავტობუსების შეძენა, ნარჩენების მართვის პროექტის განხორციელება, ადამიანური კაპიტალის გაძლიერება.

აზიის განვითარების ბანკი (ADB)- საქართველოსა და ADB-ს შორის ურთიერთობა 2007 წლიდან იწყება და ის უმსხვილესი პარტნიორია. სესხების ჯამური მოცულობა 2 მლრდ აშშ დოლარს აღწევს. აზიის განვითარების ბანკის ხელშეწყობით საქართველოში მსხვილი ინფრასტრუქტურული პროექტები ფინანსდება, გარდა ამისა, 2020 წელს პანდემიის პერიოდში 300 მლნ აშშ დოლარი გამოიყო მთავრობის მიერ ფისკალური დაბრკოლებების გადასალახავად, ყველაზე დაუცველი სოციალური ჯგუფების დაცვისა და ეკონომიკური აქტივობის შენარჩუნებისთვის.

აზიის განვითარების ბანკის დაფინანსებით მიმდინარეობს საავტომობილო გზების მშენებლობისა და რეაბილიტაციის ისეთი მნიშვნელოვანი პროექტები, როგორებიცაა აღმოსავლეთ-დასავლეთის ჩქაროსნული მაგისტრალის შემადგენელი რიკოთის უღელტეხილის ხევი-უბისას და შორაპანი-არგვეთას მონაკვეთების, ბათუმის შემოვლითი მაგისტრალური გზის, ქვეშეთი-კობის გზისა და 9 კმ-იანი გვირაბის, წნორის შემოვლითი გზის, ფოთის ხიდის და მისასვლელი გზის მშენებლობა.

დიდია ბანკის მხარდაჭერა ქვეყანაში წყალმომარაგებისა და წყალარინების სისტემების მშენებლობა-რეაბილიტაციაში. მათ შორისაა თელავის წყალმომარაგების სისტემების რეაბილიტაცია, წყალმომარაგების კომპანიის ინსტიტუციური გაძლიერების პროგრამა.

ADB-ის მხარდაჭერით შენდება ქუთაისის ოლიმპიური აუზი, ზუგდიდის, რუსთავისა და ახალციხის სპორტული კომპლექსები. მიმდინარეობს 20 საბავშვო ბაღის მშენებლობა ქუთაისში, ფოთში, სენაკში, სუფსაში, რუხში, ძველ ანაგაში, ვარდისუბანში, წინწყაროსა და სხვა სოფლებსა თუ ქალაქებში. ახლახან კი დაიწყო კახეთში ველისციხის სრული ურბანული განახლების პროექტის განხორციელება.

წლების განმავლობაში აზიის განვითარების ბანკის მხარდაჭერით განხორციელდა ისეთი მსხვილი ინფრასტრუქტურული პროექტები, როგორებიცაა: ზუგდიდის, ურეკის, წყალმომარაგების სისტემებისა და წყალარინების გამწმენდი ნაგებობის, ქუთაისისა და ჭიათურის წყალმომარაგების სისტემის მშენებლობა-რეაბილიტაცია, ბათუმის ნაპირდაცვისა და მეტროსადგურ „უნივერსიტეტის“ მშენებლობა და სხვა.

ევროპის საინვესტიციო ბანკი (EIB) საქართველოსთან 2007 წლიდან (პირველი ხელმოწერა 2010 წელს) ქვეყანაში ეკონომიკური და სოციალური განვითარების მხარდასაჭერად მუშაობს. ევროპის საინვესტიციო ბანკის ძირითადი ამოცანები მიმდინარე საგარეო დაკრედიტების მანდატის ფარგლებში არის სოციალური და ეკონომიკური ინფრასტრუქტურის განვითარება, კერძო სექტორის განვითარების მხარდაჭერა, განსაკუთრებით მცირე ბიზნესი და კლიმატის ცვლილების შერბილება. მნიშვნელოვანი ინვესტიციები განხორციელდა სატრანსპორტო ინფრასტრუქტურის გასაუმჯობესებლად, გზების განახლება აუმჯობესებს უსაფრთხოებას და კავშირებს აღმოსავლეთ პარტნიორობის ქვეყნებსა და ევროკავშირთან. მისი მხარდაჭერით განხორციელდა ვარდნილი-ენგურჰესის კასკადის რეაბილიტაცია, სამუშაო ადგილების შექმნის მხარდაჭერა და განახლებადი ენერჯის გამოყენების გაზრდა, გარდაბნის ჩამდინარე წყლების გამწმენდი ნაგებობის რეაბილიტაცია (www.eib.org).

ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი (EBRD) საქართველოში წარმოდგენილია 200-ზე მეტი პროექტით, ჯამში გამოყოფილი თანხა შეადგენს 4 მლრდ აშშ დოლარზე მეტს. ფინანსირება გათვლილია ენერჯეტიკის სფეროს, ინფრასტრუქტურული პროექტებისათვის, მათ რიგებშია გვირაბების გაყვანა, ავტობუსების შექმნა, ნარჩენების მართვის პროექტის განხორციელება, ადამიანური კაპიტალის გაძლიერება.

თავის მხრივ საქართველო წარმოადგენს EBRD-ის დონორს. 2014 წელს საქართველომ ხელი მოაწერა 1 მილიონი ევროს ოდენობის შენატანის ხელშეკრულებას აღმოსავლეთი ევროპის ენერგოეფექტურობისა და გარემოს დაცვის პარტნიორობის ფონდში, ხოლო მეორე შენატანის ხელშეკრულება 2 მილიონ ევროდ 2020 წელს გაფორმდა (www.ebrd.com).

საქართველო ერთ სულ მოსახლეზე გაანგარიშებით, EBRD-ის, ინვესტიციების ერთ-ერთი ყველაზე მსხვილი ბენეფიციარია.

ევროკავშირმა Covid-19 პანდემიასთან ბრძოლაში საქართველოს დასახმარებლად დაახლოებით 1.5 მილიარდი ლარის მობილიზება მოახდინეს, ახალი სახსრების მოზიდვისა და არსებულის გადანაწილების გზით. საიდანაც 2/3 გრანტის სახითაა წარმოდგენილი, დანარჩენი კი შეღავათიანი სესხის სახით. ეს ევროკავშირის მიერ მსოფლიოს ნებისმიერი უცხო ქვეყნისთვის ერთ სულ მოსახლეზე გაწეული დახმარების ერთ-ერთი ყველაზე მაღალი მაჩვენებელია, რაც უპრეცედენტო კრიზისის დროს ევროკავშირის მიერ საქართველოსთვის გამოხატულ მტკიცე სოლიდარობას ადასტურებს. პანდემიის პერიოდში გამოყოფილი სახსრები მოიცავდა COVID 19-ის წინააღმდეგ ჯანდაცვის სექტორის მხარდაჭერას, საზოგადოებრივი ჯანმრთელობის ცენტრების ეპიდემიოლოგიური შესაძლებლობების გაძლიერებას, ზოგადი ტესტირების შესაძლებლობის გაზრდასა და კრიტიკული სამედიცინო საშუალებებისა და აღჭურვილობის ხელმისაწვდომობის გაფართოებას; ასევე, COVID 19-ით უშუალოდ, თუ ირიბად დაზარალებული პირების სოციალურ და ფინანსურ მხარდაჭერას.

KfW განვითარების ბანკი საქართველოში 1993 წლიდან აქტიურად მოქმედებს. გერმანიის ფედერალური მთავრობის სახელით, იგი მხარს უჭერს პროექტებს: მდგრადი ეკონომიკური განვითარება, ტრენინგი და დასაქმება, კლიმატი და ენერჯია, მდგრადი ურბანული განვითარება, ბუნებრივი რესურსების დაცვა. გერმანიის ფედერალური მთავრობის მიერ KfW-ის მეშვეობით გამოყოფილი რესურსების წყალობით საქართველომ შეძლო ელექტროენერჯის მიწოდების სტაბილიზაცია და ახლა არის ევროკავშირის ენერჯეტიკის კავშირის წევრი. მრავალი წლის განმავლობაში გერმანულ-ქართული თანამშრომლობა ორიენტირებული იყო

ბათუმში სასმელი წყლისა და საკანალიზაციო სისტემების განახლებასა და გაფართოებაზე. გერმანიის მთავრობას განვითარების ბანკის მეშვეობით საქართველოში მნიშვნელოვან წვლილი შეაქვს განვითარების პოლიტიკის სხვადასხვა გამოწვევის დაძლევაში და ამით ხელს უწყობს ენერგეტიკულ უსაფრთხოებას, ცხოვრების უკეთეს პირობებს და გარემოს დაცვას საქართველოში (kfw-entwicklungsbank.de).

საფრანგეთის განვითარების სააგენტო – AFD ჯგუფი მხარს უჭერს საქართველოს საზოგადოების მდგრადი და ინკლუზიური მოდელის შექმნაში, რომელიც დაფუძნებულია იმ ღირებულებებზე, რომლებსაც ის იზიარებს ევროკავშირთან. მიუხედავად იმისა, რომ საქართველომ შთამბეჭდავ შედეგებს მიაღწია საერთო კეთილდღეობის გაუმჯობესების მიზნით, ადამიანები კვლავ დაუცველი არიან და დიდია ემიგრაციის ცდუნების საფრთხე. მთავრობას გაეწია დახმარება საქართველოს საპენსიო სააგენტოს შექმნასა და ფსიქიკური ჯანმრთელობის პოლიტიკის განახლებაში.

AFD ასევე მუშაობს საქართველოს მაკროეკონომიკური სტაბილურობის უზრუნველ-საყოფად. Covid-19-ის კრიზისის დროს მოხდა სააგენტოს ხელშეწყობა საბიუჯეტო დანიშნულებით, რაც ხელს უწყობს საჯარო საწარმოების რეფორმებს და საჯარო ინვესტიციების პრიორიტეტს. 2022 წლიდან AFD-მა და მსოფლიო ბანკმა მხარი დაუჭირეს საქართველოს ადამიანური კაპიტალის განვითარების პროგრამას, რათა ხელი შეუწყონ მოქალაქეებს ხარისხიანი განათლებისა და ჯანმრთელობის, უნარების განვითარებასა და დასაქმებაში.

ერთ სულ მოსახლეზე სახელმწიფო ვალის სიდიდით საქართველოს სამეზობლოში ყველაზე დაბალი მაჩვენებელი აქვს, უნივერსალური პრინციპია - თუ ეროვნული ვალუტის კურსი მყარდება, ვალის მომსახურება უფრო იოლდება და პირიქით, თუ ეცემა, მაშინ ვალუტის მომსახურებაზე უფრო მეტი თანხა უნდა იყოს ლარში გადახდილი. კიდევ ერთი გარემოებაა გასათვალისწინებელი – ჩვენ ვალს ქვეყნის შიდა საჭიროებისთვის ვიღებთ და ეროვნული ვალუტის კურსის დაცემის შემთხვევაში ქვეყნის გარეთ აღებული სესხის შიდა სავალუტო ეფექტიანობა იზრდება. მარტივად რომ ვთქვათ, საგარეო სახსრებიდან მოზიდული 1 მილიონი

დოლარის გამოყენებითი ღირებულება ქვეყნის შიგნით იმატებს. ვალის მომსახურება გვიჭირს ლარის დევალვაციისას, მაგრამ ამავე დროს ეს თანხა უცხოურ ვალუტაში უფრო მეტ საქმეს აკეთებს ქვეყანაში, უფრო მეტ საბიუჯეტო ვალდებულებას ემსახურება, ვიდრე მისი გამყარების შემთხვევაში.

ეროვნული ბანკის მიერ პანდემიამდე გატარებული ზომების, პანდემიის პერიოდში და მეზობელ ქვეყნებში კონფლიქტურ პერიოდის შემდეგ დასახული და განხორციელებული ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკამ საშუალება მისცა ფინანსურ სექტორს შეენარჩუნებინა მდგრადობა და წარმატებით გაეგრძელებინა ეკონომიკის შეუფერხებელი დაფინანსება, რასაც ასევე ხელი შეუწყო ბანკების აქტივების ხარისხმა, რაც უფრო ადრეულ პერიოდში ფინანსური სექტორის მიერ დაწყებულმა რიგმა ღონისძიებებმა განაპირობა, ისეთებმა როგორცაა პასუხისმგებლიანი დაფინანსება, სესხების ლარიზაცია და სხვა. ფინანსური სექტორის მიერ გატარებულმა ოპტიმალურმა ღონისძიებებმა შესაძლებლობა მისცა ქვეყნის ეკონომიკას სწრაფად აღედგინა ფინანსური მაჩვენებლები. რეგიონში დაწყებულმა საომარმა ვითარებამ ისევ გამოწვევის ქვეშ დააყენა ფინანსური მდგრადობა და ისევ აქტუალური გახადა დოლარიზაციაზე დამოკიდებულება, საერთაშორისო ფინანსებზე დამოკიდებულება.

2.3. სახელმწიფო ვალის წარმოშობისა და მართვის უცხოური პრაქტიკა და გამოცდილება

გლობალური ვალი არის მთავრობის, ბიზნესის და მოსახლეობის ვალის ერთობლიობა და ის სახიფათოდ მაღალ დონეზეა. 2021 წელს გლობალურმა ვალმა 303 ტრილიონ დოლარს გადააჭარბა. 2020 წელს ვალი 226 ტრილიონ დოლარს შეადგენდა. ეს ზრდა იყო ყველაზე დიდი ნახტომი მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ.

მსოფლიო ბანკის 2022 წლის სტატისტიკის ანგარიშის მიხედვით, ბევრი განვითარებადი ქვეყანა მივიდა სახიფათო ნიშნულამდე.

Covid-19-მა გამოიწვია ხარჯების ზრდა სამუშაო ადგილების, სასიცოცხლო და საარსებო ხარჯების დასაფინანსებლად. ამას დაემატა „რუსეთ-უკრაინის კონფლიქტი“, რაც ასევე გამოიწვევს ვალის ზრდას.

მსოფლიო ბანკის კვლევამ აჩვენა, რომ განვითარებადი ეკონომიკები ყველაზე მეტად დაზარალებულნი იქნნენ სავალ კრიზისისგან. სავალუტო ფონდის შეფასებით, ვალის გადახდის მიზნით, მინიმუმ 100 ქვეყანას მოუწევს ჯანდაცვის, განათლებისა და სოციალური დაცვის ხარჯების შემცირება. თუ ქვეყნები დაიწყებენ ვალის დეფოლტის გამოცხადებას, ეს თავის მხრივ გამოიწვევს პანიკას ფინანსურ ბაზრებზე და, შესაბამისად, ეკონომიკურ შენელებას. ბიზნესისთვის ვალის დაფარვა ნიშნავს, რომ ნაკლები თანხაა ხელმისაწვდომი სამუშაო ადგილებისა და გაფართოებისთვის. გადახდისუუნარობა ასევე არის რისკი იმ ბიზნესებისთვის, რომლებიც ვერ ახერხებენ სესხების დაბრუნებას. შინა მეურნეობებისთვის ვალების მაღალმა დონემ შეიძლება გამოიწვიოს მათ მიერ ხარჯების შემცირება ისეთ სფეროებში, როგორებიცაა საკვები ან საწვავი.

როდესაც დაბალშემოსავლიანი ქვეყნები ხვდებიან სავალ კრიზისში, ეს ასოცირდება „გაჭიანურებულ რეცესიებთან, მაღალ ინფლაციასა და ნაკლებ რესურსებთან, რომლებიც მიემართება ისეთ სექტორებს, როგორებიცაა ჯანდაცვა, განათლება და სოციალური უსაფრთხოება, რაც არასასურველ გავლენას ახდენს სიღარიბის ზღვარზე“, – ამბობს მსოფლიო ბანკი. სავალ სიღარიბე არის, როდესაც ქვეყანას არ შეუძლია შეასრულოს თავისი ფინანსური ვალდებულებები, დაფაროს

ვალი. საერთაშორისო სავალუტო ფონდი და მსოფლიო ბანკი თვლიან, რომ დაბალი შემოსავლის მქონე ქვეყნების 60% ამ ეტაპზე ან ზღვარზეა. სავალუტო ფონდის თქმით, საკვებისა და საწვავის ფასების მატებასთან ერთად, მთავრობებს შეიძლება დასჭირდეთ მეტი გრანტების გაცემა შინა მეურნეობებზე, რათა დაეხმარონ მათ ხარჯების დაფარვაში, განსაკუთრებით დაბალი შემოსავლის მქონე ქვეყნებში. ფასების ზრდა ნიშნავს ინფლაციის მკვეთრ ზრდას, ამიტომ ცენტრალური ბანკები ზრდიან საპროცენტო განაკვეთებს ამის შეკავების მიზნით. საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, თავის მხრივ, ნიშნავს სესხის მომსახურებისთვის მეტი რესურსის მობილიზებას. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის პროგნოზით, ყველაზე დიდი დავალიანების მქონე მთავრობებს, შინამეურნეობებს და ბიზნესს ყველაზე მეტად დააზარალებს საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, ამიტომ ქვეყნები ფრთხილად უნდა იყვნენ, რათა დაიცვან „ოპტიმალური ბალანსი“.

იმისათვის, რომ მონეტარული პოლიტიკის სწრაფმა გამკაცრებამ არ გამოიწვიოს დიდი და პოტენციურად გრძელვადიანი შეფერხებები, მთავრობებმა დიდი ყურადღება უნდა მიაქციონ ფინანსურ სექტორში არსებულ უარყოფით მოვლენებს. ეს განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია იმ ქვეყნებში, სადაც გაკოტრების ტალღა იმ სექტორებშია, რომლებიც პანდემიით ძლიერ დაზარალდა, შეიძლება გავრცელდეს დანარჩენ ეკონომიკაზე. ამ ქვეყნების მთავრობებს შეუძლიათ, წახალისონ რესტრუქტურისაცია ლიკვიდაციის ნაცვლად და, საჭიროების შემთხვევაში, გააძლიერონ გადახდისუნარიანობის მხარდაჭერა.

მთელ მსოფლიოში მთავრობებმა მიიღეს შესაბამისი ზომები პანდემიის ზემოქმედების შესამცირებლად თავიანთი ქვეყნების ეკონომიკაზე, დაზარალებული მხარეებისთვის საჭირო მოცულობის ლიკვიდური საკრედიტო გარანტიების მიწოდებით, საშელავათო პერიოდების და მორატორიუმების დაწესებით გადახდებზე. მიუხედავად იმისა, რომ ეს პოლიტიკა იყო ეფექტური, ამან გამოიწვია გლობალური კერძო ვალის ზრდა. გლობალური ვალი გაიზარდა 13%-ით 2020 წელს, უფრო სწრაფად, ვიდრე გლობალური ფინანსური კრიზისის დროს. მსოფლიო ბანკის პროგნოზით ვალის აღნიშნულმა დონემ შეიძლება შეანელოს ეკონომიკური აღდგენა

0,9%-ით განვითარებულ ქვეყნებში და 1,3%-ით განვითარებად ქვეყნებში მომდევნო 3 წლის განმავლობაში.

ხელისუფლებამ ასევე უნდა გააძლიეროს რესტრუქტურისა და გადახდისუნარიობის მექანიზმები (მაგალითად, სპეციალური სასამართლოს გარე რესტრუქტურის გზით), რათა ხელი შეუწყოს კაპიტალისა და შრომის სწრაფადანაწილებას ყველაზე პროდუქტიული ფორმებისკენ. მოკლედ, შინამეურნეობებისა და ფირმების დავალიანების ზრდა საფრთხეს უქმნის აღდგენის ტემპს, თუმცა ეს რისკი თანაბრად არ არის განაწილებული. დაბალი შემოსავლის მქონე შინამეურნეობებისა და დაუცველი ფირმების ბალანსის ფრთხილად, რეალურ დროში მონიტორინგი არის მთავარი მხარდაჭერის ზომების გაუქმების კალიბრაციისთვის. ამან შეიძლება თავიდან ააცილოს უეცარი გაღარიბება, როცა ფინანსური პირობები გამკაცრებულია.

სახელმწიფო ვალის მშპ-ს თანაფარდობა ევრო ზონაში 2021 წლის ბოლოს 95,6 %-მდე შემცირდა, 2020 წლის 97,2 %-დან. ევროკავშირის მასშტაბით, სახელმწიფო ვალი მშპ-ს მიმართ 90%-დან 88,1%-მდე შემცირდა. სახელმწიფო ვალის მშპ-ს მიმართ ყველაზე დაბალი კოეფიციენტები დაფიქსირდა ესტონეთში (18.1%), ლუქსემბურგში (24.4%), ბულგარეთში (25.1%), დანიასა და შვედეთში (ორივე 36.7%). 14 წევრ სახელმწიფოს ჰქონდა სახელმწიფო ვალის კოეფიციენტები მშპ-ს 60%-ზე მაღალი, მათ შორის ყველაზე მაღალი იყო საბერძნეთში (193.3%), იტალიაში (150.8%), პორტუგალიაში (127.4%), ესპანეთში (118.4%), საფრანგეთში (112.9%), ბელგიასა (108,2%) და კვიპროსში (103,6%) (EUROSTAT).

2021 წელს მშპ-სთან შედარებით ყველაზე მაღალი გლობალური ვალის მქონე ქვეყნები იყვნენ იაპონია (257%), სუდანი (210%), საბერძნეთი (207%), ერიტრეა (175%) და კაბო ვერდე (161%).

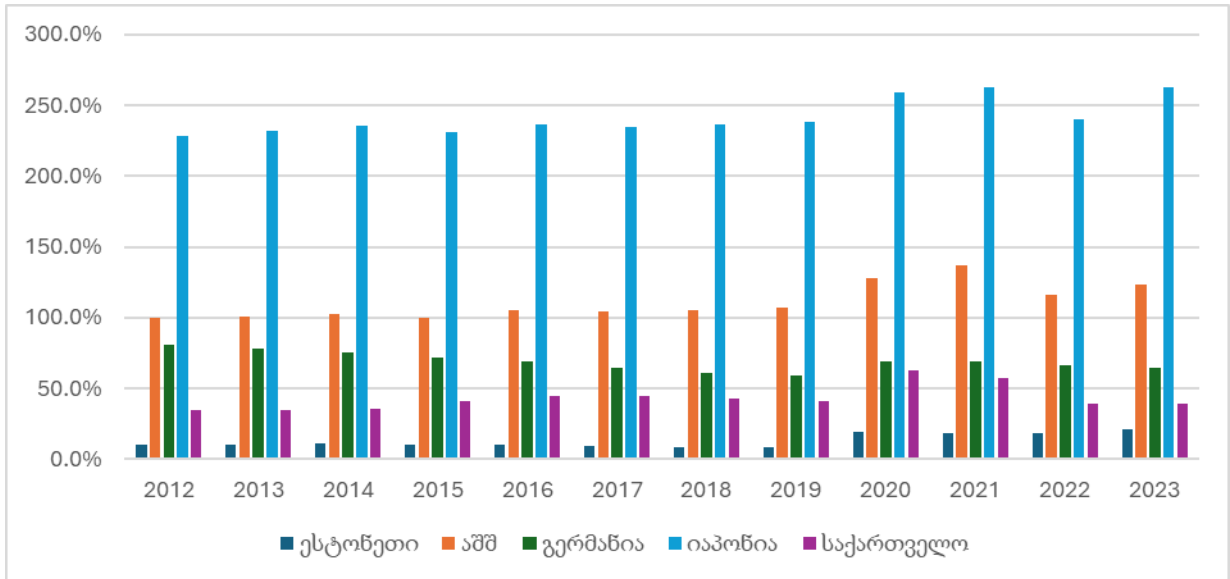
ნაშრომში გაანალიზებული გვაქვს შერჩეული ქვეყნების, კერძოდ, გერმანიის, აშშ, იაპონიის და ესტონეთის სახელმწიფო ვალის წარმოშობასა და მართვასთან დაკავშირებული თავისებურებები. ქვეყნები შეირჩა რამდენიმე კრიტერიუმით, კერძოდ, აშშ და იაპონია – მათი მაღალი დავალიანების მაჩვენებლის გამო და შესწავლილ იქნა თითოეული მათგანის ვალის მართვის თავისებურება. გერმანია

შეირჩა, როგორც ევროპის მასშტაბით ერთ-ერთი ყველაზე სტაბილური ეკონომიკის მქონე ქვეყანა, ხოლო ესტონეთი, როგორც ერთ-ერთი ყველაზე სტაბილურად დაბალი დავალიანების მქონე ქვეყანა.

შერჩეული ქვეყნების ვალის თანაფარდობა მშპ-თან მიმართებით:

სახელმწიფო ვალის მშპ-თან თანაფარდობის დინამიკა ქვეყნების მიხედვით

დიაგრამა N 2.3.1



წყარო: დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ საქართველოს და შერჩეული ქვეყნების ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე https://mof.ge/saxelmwifo_valis_statistika, <https://www.ceicdata.com/>, <https://www.usdebtclock.org/>, <https://tradingeconomics.com/germany/>

ესტონეთი

ესტონეთის ვალის თანაფარდობა მშპ-თან მიმართებით 2021 წლის მონაცემებით შეადგენს 18.1%-ს. ესტონეთის ვალი ერთ-ერთი დაბალია ქვეყნებს შორის, ამის ერთ-ერთი მიზეზი არის მთავრობის პოლიტიკა, რაც შეიძლება სწრაფად დაფაროს ნებისმიერი სესხები. დიდი ხნის განმავლობაში ესტონეთის ფინანსური რეზერვები გროვდებოდა, ხოლო დაუფარავი სავალო ვალდებულება რჩებოდა დაბალ დონეზე, რაც გამოიხატა იმაში, რომ 2019 წელს ლიკვიდური რეზერვები 1.4-ჯერ აღემატებოდა ვალის ოდენობას. სახელმწიფო ვალდებულებები გაიზარდა კორონავირუსის პანდემიის პერიოდში საგადასახადო შემოსავლების შემცირების და შიდა ხარჯების ზრდის ხარჯზე. ესტონეთის ფინანსთა სამინისტრო პასუხისმგებელია სახელმწიფო ბიუჯეტის დაგეგმვაზე, რომელიც ექვემდებარება პარლამენტს. ვალს მართავს

სახაზინო დეპარტამენტი. სახელმწიფო ხაზინა არ ამართლებს ვალის აღებას ტრადიციული სავალო ინსტრუმენტების გაყიდვის გზით. ესტონეთის ისტორიაში ობლიგაციების გამოშვების მხოლოდ 3 შემთხვევა იყო:

- 1993 წელს 19 მლნ ევროს ობლიგაციების გამოშვება ბანკების რეკაპიტალიზაციის მიზნით, რომელიც დაიფარა 2004 წელს;

- 2004 წელს გამოუშვეს 100 მლნ ევროს ობლიგაციები რადარის სისტემების შესაძენად და მიმდინარე უცხოური ვალუტის სესხების დასაფარავად. ვადა იყო 2007 წლამდე;

- 2020 წელს საერთაშორისო ევროობონდები გამოუშვეს 1.5 მილიარდი ევროს ოდენობით COVID-19-ით გამოწვეული ფულადი სახსრების უარყოფითი ბალანსის დასაფარავად და ლიკვიდურობის უზრუნველსაყოფად. ობლიგაციები 2030 წლის ივნისში იფარება.

მკაცრი სესხის პოლიტიკა - საჯარო მოხელეები, რომლებიც მართავენ ესტონეთის ვალს, უპირატესობას ანიჭებენ სესხის აღებას ევროპის საინვესტიციო ბანკიდან. კრედიტის ეს საშუალება მთავრობას აძლევს უკეთეს საპროცენტო განაკვეთებს, ვიდრე მას შეიძლება ჰქონდეს ობლიგაციებზე, რომლებიც შეიძლება გასცეს. EIB-გან სესხების აღების ხარჯები მინიმალურია და ბევრად უფრო იაფია, ვიდრე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გაყიდვების სისტემის ადმინისტრირება. წლიური ბიუჯეტის დეფიციტი მშპ-ს-ზე - 1%-ზე მეტი იყო მხოლოდ 2-ჯერ 2000-2016 წლების შუალედში.

ესტონეთის მთავრობის პოლიტიკა გულისხმობს სესხების მაქსიმალურად სწრაფად დაფარვას. ესტონეთის მთავრობა არა მხოლოდ ევროკავშირთან დაკავშირებული ფინანსური ინსტიტუტების მსესხებელია, ეს ასევე ერთ-ერთი მათგანის კრედიტორია. ეს არის ევროპის ფინანსური სტაბილურობის ფონდი, რომელსაც ევროკავშირის ყველა წევრმა უნდა მისცეს გარანტიები (www.commodity.com).

ესტონეთის წარმატება განპირობებულია შემდეგი ფაქტორებით: ესტონეთი არის ქვეყანა, რომლის ეკონომიკური პოლიტიკა ლიბერალურია, მისი საგადასახადო რეჟიმი ინვესტიციებისთვის ხელსაყრელია და მისი კანონმდებლობა გამჭვირვალეა,

ჰარმონიზებულია ევროკავშირის კანონებთან. გაუნაწილებელი მოგება, პროცენტი და დივიდენდი არ იბეგრება. ესტონეთს აქვს 61 ქვეყანასთან ორმაგი დაბეგვრის შეთანხმება, რაც ხელს უწყობს ეფექტურ ტრანზაქციებს და საშუალებას აძლევს ბიზნესის გრძელვადიან დაგეგმვას.

2020 წელს კორუფციის ინდექსის მიხედვით 75 ქულით ესტონეთი ერთ-ერთია მსოფლიოში იმ 20 ქვეყნიდან, რომლის ჯამური ქულები სტატისტიკურად მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა 2012 წლიდან. წინა წელთან შედარებით ესტონეთმა შედეგი 1 პუნქტით გააუმჯობესა და ახლა მე-17 ადგილს იკავებს 180 ადგილიდან ისლანდიასთან ერთად (2020, საერთაშორისო გამჭვირვალობა). ესტონეთის ეროვნული ვალი 2020 წელს 9,5 პროცენტით გაიზარდა 2019 წლის მესამე კვარტალთან შედარებით, მაგრამ იმავე დონეზე დარჩა, თუ კვარტლის ჭრილში შევადარებთ. 2020 წლის მესამე კვარტლის ბოლოს ესტონეთის ეროვნულმა ვალმა მშპ-ს 18,5 % შეადგინა, რაც ჯერ კიდევ ყველაზე დაბალია ევროკავშირში. ესტონეთის საინვესტიციო კლიმატი მეგობრულია უცხოელი ინვესტორებისთვის და არ დიფერენცირდებიან ადგილობრივი და უცხოელი ინვესტორები. ევროპული სტრუქტურული ფონდები თანაბრად ხელმისაწვდომია ადგილობრივი და უცხოური კომპანიებისთვის. უცხოური ინვესტიციები დაცულია კანონებითა და საერთაშორისო ხელშეკრულებებით და ინვესტიციების დაცვის უზრუნველსაყოფად ესტონეთმა დადო ხელშეკრულებები ბევრ ქვეყანასთან, მათ შორის გერმანიასა და შვეიცარიასთან. გარდა ამისა, ესტონეთი გვთავაზობს ძალიან პროგრესულ ბიზნესგარემოს ეფექტური და თავსებადი ინფრასტრუქტურით. ეს შესანიშნავი ქვეყანაა კომპანიებისთვის, რათა გამოსცადონ და განახორციელონ თავიანთი იდეები. ესტონეთის პატარა საზოგადოება არის შესანიშნავი საცდელი ადგილი პროექტებისთვის, რომლებიც მოიცავს ახალ ტექნოლოგიურ გადაწყვეტილებებს; ინოვაციური ბიზნესებისთვის, რომლებსაც სჭირდებათ სწრაფი გამოხმაურება. რაც შეეხება ახალ ტექნოლოგიებს, ესტონელები ძალიან მოქნილი არიან და მათ სურთ მიიღონ ახალი გადაწყვეტილებები. Enterprise Estonia უცხოური საინვესტიციო ცენტრის მონაცემებით, 2021 წელს ესტონურ ბიზნესში სულ 173 მილიონის ინვესტიცია განხორციელდა.

ესტონეთს ჰყავს კვალიფიციური სპეციალისტები, რომლებიც ამყოფენ ენის, ფინანსების და IT უნარებით. ესტონელები ასევე ცნობილი არიან ერთგული თანამშრომლებით. 2021 წელს ესტონეთში უცხოური ინვესტიციებით 1000 ახალი სამუშაო ადგილი შეიქმნა.

სექტორები ხელსაყრელი პერსპექტივით: ICT; ხის და ქაღალდის მრეწველობა; ფინანსური და სადაზღვევო; დამწყები ელექტრონული და ელექტრომომწობილობების წარმოება.

ესტონეთის ძირითადი ექსპორტი მოიცავს მანქანებს და აღჭურვილობებს, მინერალურ პროდუქტებს, ხეს და ხის პროდუქტებს, ავეჯს, ხის სახლებს, ლითონებს და ლითონის პროდუქტებს, სატრანსპორტო საშუალებებს.

ესტონეთის ძირითადი იმპორტი მოიცავს მანქანებს და აღჭურვილობებს, მინერალურ პროდუქტებს, სატრანსპორტო საშუალებებს, ლითონებს და ლითონის პროდუქტებს, ქიმიურ პროდუქტებს, საკვებს და სასმელებს (www.roedl.com).

გერმანია

გერმანიის სახელმწიფო ვალი მოიცავს გერმანიის ფედერალური მთავრობის მიერ სავალო ინსტრუმენტების გამოშვების გზით მოზიდულ ფულს. გერმანიის მთავრობა იძულებული გახდა, 2008 წლის ფინანსური კრიზისის დროს დახმარებოდა ზოგიერთ ბანკს. მთავრობა კვლავ ფლობს ამ ბანკებს და, შესაბამისად, ეს ვალებიც შესულია ქვეყნის სახელმწიფო ვალის მოცულობაში.

ფინანსთა ფედერალური სამინისტრო პასუხისმგებელია გერმანიის ეროვნული ვალის მართვაზე, მათ შორის, სახსრების მოზიდვაზე. ფინანსური ბაზრის პოლიტიკის დეპარტამენტი არის კონკრეტულად პასუხისმგებელი მთავრობის სახელით ვალების მართვის ყველა საკითხის ზედამხედველობაზე. გერმანიის საფინანსო სააგენტო გამოსცემს ობლიგაციებს და სხვა ინსტრუმენტებს სახელმწიფო სახსრების მოზიდვის მიზნით. სააგენტო ასევე აგროვებს თანხებს სასესხო ინსტრუმენტების მეშვეობით გერმანიის ყველა მიწის სახელით. გერმანიის სახელმწიფო სავალო ინსტრუმენტები იყოფა ორ კატეგორიად: მოკლევადიან და გრძელვადიან სავალო ინსტრუმენტებად.

2010 წლიდან ვალის თანაფარდობა მშპ-თან შემცირდა 82%-დან 69%-მდე. ვალის დონის დაცემა კარგი მაჩვენებელია ინვესტორებისთვის. ეს აჩვენებს, რომ მთავრობას აქვს შესაძლებლობა, დაფაროს სავალო ინსტრუმენტები. ასეთი მაჩვენებელი ზოგადად ზრდის სახელმწიფო ობლიგაციების ღირებულებას და საშუალებას აძლევს მთავრობას, დააკისროს უფრო დაბალი პროცენტი ახალი ობლიგაციების გამოშვებისას. მაასტრიხტის ხელშეკრულების თანახმად, ევროკავშირის ყველა მთავრობა პირობას დებს, რომ შეამციროს ვალს მშპ-ს მიმართ 60%-მდე. ბევრი ქვეყანა უგულებელყოფს ამ ვალდებულებას, ან ცდილობს, გადადოს ვალის შემცირება.

ბოლო სტატისტიკით გერმანიის მშპ 3,95 ტრილიონი დოლარია, რაც მას მეოთხე უმსხვილეს ეკონომიკად აქცევს მსოფლიოში შეერთებული შტატების, ჩინეთისა და იაპონიის შემდეგ. 2008-2018 წლებში გერმანიის მშპ 5,83%-ით გაიზარდა.

კორონავირუსის პანდემიის მეორე წელს გერმანიის ვალი 162 მილიარდი ევროთი გაიზარდა და მან 2,476 ტრილიონ ევრომდე შეადგინა. ვალის კოეფიციენტი გაიზარდა 68.7%-დან 69.3%-მდე 2021 წელს და, შესაბამისად, მნიშვნელოვნად აღემატება მაასტრიხტის ხელშეკრულების 60%-ს, როგორც ეს იყო გასულ წელს.

ვალის მნიშვნელოვანი ზრდის მიუხედავად, ვალის კოეფიციენტი მხოლოდ 0,6 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა წლის განმავლობაში. ეს ასახავდა ნომინალური მშპ-ს ძლიერ ზრდას, 2021 წელს დაფიქსირდა 6%-იანი ზრდა ნაწილობრივ ფასების ზრდის გამო. მშპ-ს ძლიერმა ზრდამ დიდწილად აანაზღაურა ვალის ზრდის ეფექტი.

ვალეების ზრდის ძირითადი წილი, 132 მლრდ ევრო, მიეკუთვნებოდა ზოგადი მთავრობის დეფიციტს. მთავრობამ დარჩენილი ახალი ვალი გამოიყენა ფინანსური აქტივების დაგროვების დასაფინანსებლად. ამ აქტივების დიდ ნაწილს საბანკო სისტემაში დეპოზიტების სახით შენახული ლიკვიდურობის რეზერვები შეადგენდა.

სახელმწიფო ვალი, როგორც ეს განსაზღვრულია მაასტრიხტის ხელშეკრულებით ბუნდესბანკის მიერ, არის მაასტრიხტის შეტყობინების შემადგენელი ნაწილი. ევროკავშირის წევრი ქვეყნები ყოველწლიურად მარტის ბოლოს და სექტემბრის ბოლოს აწვდიან ინფორმაციას ევროკომისიის გენერალური მთავრობის ფისკალური ბალანსისა და დავალიანების შესახებ. ამ მიზნით

ფედერალური სტატისტიკური სამსახური ითვლის გერმანიის ბალანსს. 2009 წელს გერმანიის კონსტიტუციაში შევიდა ცვლილება ე.წ. ვალის ზღვარის დაწესების შესახებ. რომლის მიხედვითაც მკაცრად განისაზღვრა ბიუჯეტის დეფიციტის ზღვარი არა უმეტეს მშპ-ს 0,35%-ის ოდენობით ფედერალური მთავრობისთვის და 0% - მიწებისთვის. ის ძალაში შევიდა ფედერალური მთავრობისთვის 2016 წლიდან, ხოლო მიწების მთავრობებისთვის – 2020 წლიდან.

აშშ

აშშ-ს ვალი არის მთლიანი ფედერალური ფინანსური ვალდებულება, რომელიც ეკისრება საჯარო და შიდასახელმწიფო დეპარტამენტებს. სახელმწიფო ვალი იზრდება, რადგან კონგრესი აგრძელებს გადასახადების შემცირებას, რაც ზრდის დეფიციტს. თუ დროულად არ გადაიდგა გარკვეული ნაბიჯები, ვალის დაფარვის შესაძლებლობა კითხვის ქვეშ დადგება, რაც აისახება გლობალურ ეკონომიკაზე.

1989 წლიდან აშშ-ს სახელმწიფო ვალი გაიზარდა 800%-ით, 2022 წლის ოქტომბერში სახელმწიფო ვალმა 30 ტრილიონ დოლარს გადააჭარბა, ეს მაჩვენებელი მოიცავს როგორც საჯარო, ასევე შიდასახელმწიფო ვალს.

არსებობს რამდენიმე მნიშვნელოვანი მიზეზი იმისა, თუ რატომ არის სახელმწიფო ვალი ასე დიდი. სახელმწიფო ვალი თავის მხრივ წარმოიშვა ფედერალური ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდასთან ერთად. ყოველი ახალი ხარჯვითი პროგრამა და გადასახადების შემცირება იწვევს ვალის ზრდას. ბარაკ ობამას პრეზიდენტობის დროს ვალი გაიზარდა 70%-ით, ეს დაკავშირებული იყო 2008 წლის ფინანსური კრიზისის აღმოსაფხვრელად რიგი ღონისძიებების დაფინანსებასთან. მან ასევე შეამცირა გადასახადები და გაზარდა სამხედრო ხარჯები. მეორე ზრდა დონალდ ტრამპის პრეზიდენტობის დროს აღინიშნა. 2 ტრილიონ დოლარზე მეტი მიმართეს COVID-19 პანდემიით დაზარალებული ოჯახებისა და ბიზნესის აღსადგენად.

ჩინეთი და იაპონია ყიდულობენ სახაზინო ობლიგაციებს, რათა დააბანდონ მათი საექსპორტო შემოსავლები, რომლებიც დენომინირებულია აშშ დოლარში. ისინი სიამოვნებით აძლევენ სესხს ამერიკას, მათს უმსხვილეს მომხმარებელს, რათა მან გააგრძელოს მათი ექსპორტის ყიდვა. აშშ-ს მთავრობა სარგებლობს დაბალი

საპროცენტო განაკვეთებით, რადგან სახაზინო ობლიგაციების მყიდველები დარწმუნებულნი არიან, რომ აშშ-ს აქვს ეკონომიკური ძალა, დაფაროს ისინი.

კონგრესი ადგენს ვალის ზედა ზღვარს, მაგრამ ხშირად ზრდის მას. 1960 წლიდან კონგრესმა აშშ-ს ვალის ლიმიტი 78-ჯერ შეცვალა. მოკლევადიან პერსპექტივაში ეკონომიკა და ამომრჩევლები სარგებლობენ დეფიციტური ხარჯებით, რადგან ის განაპირობებს ეკონომიკურ ზრდას და სტაბილურობას. ფედერალური მთავრობა იხდის თავდაცვის აღჭურვილობის, ჯანდაცვის, შენობების მშენებლობას და კერძო ბიზნესებთან კონტრაქტებს. შემდეგ ახალ თანამშრომლებს ასაქმებენ და ისინი თავიანთ ხელფასს ხარჯავენ ისეთ საჭიროებებზე, როგორებიცაა: გაზი, სასურსათო პროდუქტები, ახალი ტანსაცმელი და სხვა. ეს სამომხმარებლო ხარჯები ამლიერებს ეკონომიკას. როგორც მშპ-ს კომპონენტების ნაწილი, ფედერალური მთავრობის ხარჯები შეადგენს დაახლოებით 7%-ს. გრძელვადიან პერსპექტივაში ვალის მფლობელებს შეუძლიათ, მოითხოვონ უფრო დიდი პროცენტის გადახდა, რადგან ვალის თანაფარდობა მშპ-თან იზრდება და ეს მაჩვენებელი მიუთითებს ინვესტორებს, რომ ქვეყანას შეიძლება ჰქონდეს პრობლემები მათი დაფარვისას. სახაზინო ობლიგაციებზე მოთხოვნის შემცირება დამავალ ზეწოლას ახდენს დოლარზე, რადგან მისი ღირებულება დაკავშირებულია სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ღირებულებასთან. დოლარის ღირებულების კლებასთან ერთად უცხოელი მფლობელები იღებენ ანაზღაურებას ვალუტაში, რომელიც უფრო ნაკლებია, ვიდრე ინვესტიციის დროს, რაც კიდევ უფრო ამცირებს მოთხოვნას. ამ უცხოელ მფლობელთაგან ბევრი ინვესტირებას უფრო მეტად განახორციელებს საკუთარ ქვეყნებში. ამ დროს აშშ-ს უფრო მაღალი პროცენტის გადახდა მოუწევდა. კონგრესმა იცის, რომ ვალის კრიზისი გარდაუვალია. 20 წელზე ნაკლებ დროში საპენსიო ფონდს მოუწევს პენსიების დაბრუნება 1946 წლიდან 1964 წლამდე დაბადებულთათვის, ხოლო სახსრები არ იქნება საკმარისი. ეს აისახება გადასახადების ზრდაში, ხოლო აშშ-ს მაღალი ვალი გამორიცხავს სხვა ქვეყნებიდან დამატებით ინვესტირებას (www.thebalancemoney.com).

იაპონია

2022 წლის სექტემბრის მდგომარეობით, იაპონიის სახელმწიფო ვალი შეფასებულია დაახლოებით 9,2 ტრილიონ აშშ დოლარად, ანუ მშპ-ს 266% და არის ყველაზე მაღალი ნებისმიერ განვითარებულ ქვეყანას შორის. ამ ვალის 43,3% ფლობს იაპონიის ბანკი. იაპონიის აქტივების ფასების ბუმტის კოლაფსმა 1991 წელს გამოიწვია ეკონომიკური სტაგნაციის პერიოდის გახანგრძლივება, რომელიც ცნობილია, როგორც „დაკარგული ათწლეული“, რადგან მშპ მნიშვნელოვნად შემცირდა რეალური თვალსაზრისით 1990-იან წლებში. საპასუხოდ, იაპონიის ბანკმა 2000-იანი წლების დასაწყისში წამოიწყო ეკონომიკური ზრდის წახალისება რაოდენობრივი შემსუბუქების არატრადიციული პოლიტიკის მეშვეობით. იაპონიის სახელმწიფო ვალი იზრდებოდა მრავალი მიზეზით, კერძოდ, გლობალური ფინანსური კრიზისით 2007-2008 წლებში, ტოკიოს მიწისძვრით 2011 წელს და COVID-19 პანდემიით, ტოკიოს 2020 წლის ზაფხულის ოლიმპიური თამაშების მასპინძლობით. იაპონიის ბიუჯეტის დეფიციტის შესამცირებლად და მზარდი ეროვნული ვალის პრობლემის გადასაჭრელად იაპონიის მთავრობამ 2012 წელს მიიღო კანონპროექტი, რომელიც გააორმაგებდა ეროვნული მოხმარების გადასახადს 10%-მდე. საგადასახადო შემოსავლები ბიუჯეტის მხოლოდ 50%-ს შეადგენს, ამიტომ ხარჯების დასაფარად მთავრობა იძულებულია, გამოუშვას სავალო ობლიგაციები.

მიუხედავად იმისა, რომ იაპონიას აქვს ყველაზე დიდი მოცულობის ვალი მშპ-ს მიმართ მისი უპირატესობა სხვა ქვეყნებთან შედარებით არის ის, რომ მისი დიდი ნაწილი ფინანსდება შიდა დანაზოგებით, კრედიტორების 96% შიდაა და არა გარე. ვალის ბაზარს ეხმარება მთავრობის პოლიტიკა, რომელიც ინარჩუნებს საპროცენტო განაკვეთებს შედარებით დაბალ დონეზე. იაპონიის სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარი მსოფლიოში ყველაზე დიდია. ის ასევე ერთ-ერთი ყველაზე ნაკლებად საერთაშორისოა. სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების დაახლოებით 96 % შიდა მფლობელობაშია, ამიტომ კაპიტალის გადინების საფრთხე არ არსებობს. იაპონია დიდი ხანია ახერხებს სესხის აღებას დაბალი ნომინალური განაკვეთებით, ადგილობრივი ინვესტორების წყალობით იაპონია მართავდა თავის უზარმაზარ ვალს, ობლიგაციების მყიდველები მზად იყვნენ, თანხა ესესხებინათ სახელმწიფოსთვის მსოფლიოში ყველაზე დაბალი საპროცენტო განაკვეთებით. ეს

ქვეყანას ნაკლებად დაუცველს ხდის გარე ზეწოლის მიმართ, რამაც შეიძლება გამოიწვიოს დეფოლტი. თეორიულად ის მთავრობას თავისუფლებას ანიჭებს ფულის დასაბეჭდად. მხარდაჭერის პრეროგატივა მას საერთო აქვს შეერთებულ შტატებთან.

ობლიგაციებზე დაბალი განაკვეთი მიუთითებს იმაზე, რომ კრედიტორები თვლიან იაპონიას გადამხდელუნარიანად. იაპონიას შეუძლია დეფიციტი დაფაროს თვითონვე. ბევრი ანალიტიკოსი ამბობს, რომ იაპონიამ უნდა შეამციროს უსარგებლო ხარჯები და დაიწყოს სახელმწიფო ვალის შემცირება, რათა თავიდან აიცილოს საპროცენტო განაკვეთის ზრდა და რეფინანსირების რისკები; პრობლემა, რომელიც სწრაფად უნდა გაკონტროლდეს ძლიერი ხელმძღვანელობით, თუ იაპონია აპირებს წინსვლას (JNTO).

მოცემულ თავში მიმოვიხილეთ რა აღნიშნული ქვეყნების სავალო პოლიტიკა, ვთვლით, რომ ამ ეტაპზე საქართველოს მიერ სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის შემუშავების პროცესში სასურველია ესტონური პრაქტიკის გათვალისწინება, რამდენადაც საქართველო და ესტონეთი ერთნაირი წარსულის და მასშტაბის მქონე ქვეყნებია.

თავი III. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის მართვის პრობლემები და ვალის ეფექტური გამოყენების ღონისძიებები

3.1. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის მართვის სტრატეგია

იმისათვის, რომ ვნახოთ, თუ როგორ მიმდინარეობს ვალის მართვის საკითხთან დაკავშირებული პროცესები, აუცილებელი ხდება მისი შედარება დაგეგმილ, არსებულ და საპროგნოზო მაჩვენებლებთან.

ქვემოთ მოცემული გვაქვს ორი პერიოდის დასახული გეგმები და განხორციელების შედეგები, კერძოდ, თვალსაჩინოებისთვის წარმოდგენილია უახლოესი წარსულის პერიოდები: 2019-2021 წლების მოცემულობა და მიღწეული და სამომავლოდ 2026 წლამდე დასახული სტრატეგია.

2019-2021 წწ. სახელმწიფოს მიერ საგარეო ვალის მართვის მიზანია როგორც აუცილებელი ფინანსების მოზიდვა ლოგიკური რისკების და ხარჯების ფარგლებში, ასევე ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება. სტრატეგიის დოკუმენტში ასახულია მთავრობის ვალის მართვის მიმართულებებიც და სამოქმედო გეგმაც სასურველი შედეგის მისაღწევად. ვალის აღება ეფუძნება თაობათა შორის რესურსების სამართლიანი გადანაწილების პრინციპს, რომელიც გულისხმობს სესხის აღებით მისაღები სარგებლის შესაბამისობას სესხის მომსახურებისთვის საჭირო ხარჯებთან. მთავრობა ფინანსურ რესურსებს მოიზიდავს ინფრასტრუქტურული კაპიტალური დანიშნულების პროექტებისა და მთავრობის მიერ საპროგნოზო რეფორმების მხარდასაჭერად. ის მოზიდული ფინანსური რესურსებით აფინანსებს მხოლოდ კაპიტალური დანიშნულების ხარჯებს და ფარავს არსებულ ფინანსურ ვალდებულებებს.

ბიუჯეტის საოპერაციო სალდო მუდმივად დადებითია. 2019-2021 წლებისთვის საოპერაციო სალდო შეადგენს 2.7 მლრდ ლარს (მშპ-ის 5.6%), რაც გულისხმობს, რომ არსებული შემოსავლები სრულად აფინანსებს მიმდინარე ხარჯებს. აღნიშნული თანხიდან ნაწილი (საშუალოდ 1.3 მლრდ ლარი) მიემართება სესხის ძირითადი თანხის დასაფარავად, დარჩენილი თანხა (საშუალოდ 1.4 მლრდ ლარი) კი სრულად ხმარდება კაპიტალური ხარჯების დაფინანსებას, თუმცა ქვეყნის განვითარების საჭიროებიდან გამომდინარე და მთავრობის მიერ დასახული ეკონომიკური მიზნის

მისაღწევად მეტი მოცულობის ინვესტიციის განხორციელებაა საჭირო. სწორედ ამ მიზნით იღებენ დამატებით საგარეო და საშინაო სესხებს. გასათვალისწინებელია, რომ საქართველო დღეისათვის არის საშუალოზე დაბალი შემოსავლის მქონე ქვეყანა, თუმცა არის მოლოდინი, რომ საშუალოვადიან პერიოდში საქართველო დაწინაურდება საშუალოზე მაღალი შემოსავლის მქონე ქვეყნად. რაც გულისხმობს, რომ მას შეღავათიან დაფინანსებაზე წვდომა ექნება მხოლოდ საშუალოვადიანი პერიოდის განმავლობაში, ხოლო გრძელვადიან პერიოდში ქვეყნის ეკონომიკის ზრდასთან ერთად შეღავათიანი სესხების მოცულობები თანდათან შემცირდება. საგარეო კრედიტორებისგან ფინანსურ რესურსებზე წვდომის შემცირებასთან ერთად უნდა ისინი უნდა ჩანაცვლდეს ადგილობრივ ბაზარზე საბაზრო ინსტრუმენტებით მოზიდული ფულადი სახსრებით ადგილობრივი ბაზრის მეშვეობით. ასევე მნიშვნელოვანია, პარალელურად შენარჩუნდეს საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე ცნობადობა.

ვალის მართვის სტრატეგიის ძირითადი მიზნები 2019-2021 წლებში იყო:

- მთავრობის ვალის მდგრადობის შენარჩუნება ადეკვატური რისკების ფარგლებში საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში;
- მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება, რაც თავის მხრივ მოიაზრებს მიმოქცევაში არსებული ფასიანი ქაღალდების მოცულობის ზრდას, ინვესტორების დაინტერესებას აღნიშნული პროდუქტით. ეს შექმნის ლარში დენომინირებულ დამატებით ფინანსურ რესურსს, შეამცირებს ბიუჯეტისთვის სესხებზე მომსახურების ხარჯებს და სავალუტო რისკს საშუალო და გრძელვადიან პერსპექტივებში.

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიით დასახული მიზნების მისაღწევად დაგეგმილი იყო შემდეგი აქტივობები:

- მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობის ზრდა ორი მიმართულებით: ა) ბენჩმარკ ბონდების მოცულობის და მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოცულობის ეტაპობრივი ზრდა და ბ) ახალი ინსტრუმენტების დანერგვის მიზნით საერთაშორისო პრაქტიკის შესწავლა,

- რაც ასევე გულისხმობს საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების ტექნიკურ დახმარებას;
- მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების მიზნით პირველადი დილერების (PD) სისტემის დანერგვა, საჭირო საკანონმდებლო ცვლილებების განხორციელება;
 - მთავრობის ვალის პორტფელის ეფექტური მართვის მიზნით ვალდებულებების მართვის ოპერაციების დანერგვა;
 - მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიცირების მიზნით
 - ინვესტორებთან კომუნიკაციის გაუმჯობესება;
 - მთავრობის ვალის პორტფელის რისკების ეფექტური მართვის მიზნით ევრობონდის
 - რეფინანსირების გეგმის შემუშავება;
 - ფიზიკური პირებისთვის მთავრობის ფასიანი ქაღალდებზე წვდომის გამარტივება;
 - 2019-2021 წლის მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის მიზნების მისაღწევად განხორციელდა შემდეგი ძირითადი ქმედებები:
 - მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობის ზრდის ხელშეწყობა ბენჩმარკ ბონდების მოცულობის ზრდის ხარჯზე, ბენჩმარკ ბონდი წარმოადგენს ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს მომავალში საქართველოს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მიმართ ინვესტორების ინტერესის გაზრდის და ბაზრის განვითარებისთვის;
 - გამოსყიდვის ოპერაციების (Buy-back) დანერგვა;
 - დაინერგა პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა; 2019 წელს შეიქმნა პირველადი დილერების სისტემის სამუშაო ჯგუფი, რომლის ფარგლებშიც შემუშავდა ურთიერთგაგების მემორანდუმი და შესაბამისი სამართლებრივი ჩარჩო. შედეგად, 2020 წლის ნოემბერში ამოქმედდა პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა.

- ევროში დენომინირებული სესხების წილის ზრდა საგარეო ვალის პორტფელში; ბოლო წლების განმავლობაში საგარეო სესხების აღებისას უპირატესობა ენიჭება ევროში დენომინირებულ ოფციებს, ვინაიდან აღნიშნული ხასიათდება უფრო ნაკლები საპროცენტო განაკვეთით და რყევებით.

2019 წლის ბოლოს დაწყებულმა გლობალურმა პანდემიამ მნიშვნელოვანი უარყოფითი გავლენა მოახდინა მსოფლიოს ყველა ქვეყანაზე, მათ შორის საქართველოზეც. შედეგად, 2020 წელს ეკონომიკა შემცირდა 6.8 პროცენტით, ნაერთი ბიუჯეტის დეფიციტის მშპ-სთან ფარდობა გაიზარდა 9.3 პროცენტამდე, ლარი გაუფასურდა მთავრობის ვალის პორტფელში არსებულ ძირითად სესხის ვალუტებთან მიმართებით. შედეგად, მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობამ, რომელიც 2019 წლის ბოლოს მდგომარეობით შეადგენდა 40.4 პროცენტს, გადააჭარბა საქართველოს კანონმდებლობით განსაზღვრულ კრიტიკულ ნიშნულს, 60.0%-ს. ზემოხსენებულიდან გამომდინარე, მთავრობის ვალის მართვა დადგა ახალი გამოწვევების წინაშე. შედეგად, გამოიკვეთა მისი მართვის შემდეგი სტრატეგიული მიმართულებები:

- მთავრობის ვალის მშპ-თან თაფარდობის შემცირება;
- მთავრობის ვალის პორტფელში ლარში დენომინირებული ვალის წილის ზრდა;
- საგარეო სესხების განვითარებაზე ორიენტირებულობის ზრდა;
- მთავრობის ვალის პორტფელის ხარჯის და რისკის ოპტიმიზაცია;
- სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.
- მთავრობის ვალის თანაფარდობის შემცირება მშპ-ს მიმართ მნიშვნელოვანი ამოცანაა, რაც ფისკალური დეფიციტის შემცირებით არის დაგეგმილი. სტრატეგიაში მიზნობრივ მაჩვენებლად განსაზღვრულია 2025 წლის ბოლოსათვის წმინდა ვალის მშპ-თან ფარდობის 45- პროცენტის დონის მიღწევა.
- მეორე მნიშვნელოვანი ამოცანა არის უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალდებულებების შემცირება. მთავრობის ვალის პორტფელში საგარეო ვალის

მაღალი წილი პარალელურად აფერხებს ვალის მართვის პოლიტიკის ეფექტიანობას. ვალის მშპ-თან ფარდობის გრძელვადიანი მიზნობრივი მაჩვენებლის მისაღწევად საჭიროა ის გახდეს მეტად მართვადი, პორტფელში საშინაო ვალის წილი გაიზარდოს. აღნიშნული მიმართულებით ვალის მართვის სტრატეგიის მიზნობრივ მაჩვენებლად 2025 წლისთვის განსაზღვრულია ვალის პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილის 72 პროცენტამდე შემცირება.

- ორივე მაჩვენებლის მიღწევა მთავრობის ამბიციურ გეგმას წარმოადგენს. ამასთანავე უნდა აღინიშნოს, რომ 2026 წლისთვის საქართველოს 500 მლნ აშშ დოლარის მოცულობის ევროობლიგაციებს ეწურება ვადა, თუ ის ჩანაცვლდება ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ვალით, ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ვალის რეფინანსირებით საგარეო ვალის წილი პორტფელში 65%-მდე შემცირდება.
- საგარეო წყაროებიდან მიღებული რესურსი ორი მიმართულებით ნაწილდება: საინვესტიციო პროექტების და რეფორმების განხორციელების მიმართულებით. პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხების მაღალი წილის გამო და ვალის ლარიზაციის მიზნიდან გამომდინარე, ვალის მართვის სტრატეგიის მიზანს წარმოადგენს ფოკუსირება მხოლოდ მაღალი ტრანსფორმაციული ეფექტის მქონე სესხებზე. აღნიშნულის მისაღწევად სესხი აიღება შემდეგი პრინციპების დაცვით:

საინვესტიციო სესხებისათვის: მხოლოდ დიდი და კომპლექსური პროექტებისთვის, რომელთა ფარგლებშიც სამუშაოების შესასრულებლად საჭიროა პარტნიორების მხარდაჭერა და რომელთაც თან ახლავს ცოდნის გაზიარება. საინვესტიციო სესხის აღების მთავარი სარგებელი არის არა მხოლოდ ფინანსური რესურსის მოზიდვა, არამედ ის მხარდაჭერა, რომელმაც ხელი უნდა შეუწყოს პროექტის შესაბამისი სტანდარტებით განხორციელებას. მთავრობა არ აიღებს საინვესტიციო სესხს იმ პროექტებისათვის, რომელთა განხორციელებაც იმავე წარმატებით და ეფექტიანობით არის შესაძლებელი ბიუჯეტის საკუთარი რესურსების გამოყენებით;

პროგრამული სესხებისათვის 2022 წლიდან სესხი აიღება მხოლოდ მნიშვნელოვანი ტრანსფორმაციული რეფორმებისათვის, რომლის შედეგი წინასწარ იქნება შეფასებადი და მთავრობის მიერ დამტკიცებული. 2022-2025 წლებისთვის პროგრამულ სესხებზე დაწესდება წლიური ლიმიტი 250 მლნ აშშ დოლარის ოდენობით.

სტრატეგიის ეს ნაწილი გაურკვეველია, არ არის გამჭვირვალე, თუ რატომ არის შეზღუდვა გამოხატული კონკრეტულ ციფრებში, რა ფაქტორებით არის განსაზღვრული 250 მლნ-იანი ლიმიტი, ბუნდოვანია.

- საგარეო სესხების განვითარებაზე ორიენტირებულობის ზრდა–აღნიშნული მიმართულება მოიცავს ვალის რეფინანსირების რისკის მართვის საკითხებს და საგარეო სესხების აღებისას გასათვალისწინებელ მნიშვნელოვან ფაქტორებს. რეფინანსირების რისკის სამართავად მნიშვნელოვანია ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი ვადიანობის მაქსიმიზაცია, მოკლევადიანი სესხების კონტროლი. მნიშვნელოვანია, რომ მთავრობის მთლიანი ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი ვადიანობა არ ჩამოსცდეს 5.5 წელს, ხოლო საშინაო ვალის პორტფელისთვის აღნიშნული მაჩვენებელი შენარჩუნდეს 3 წელზე ზევით; ერთ წელიწადში დასაფარი ვალის ნაწილი არ უნდა აღემატებოდეს ვალის პორტფელის 15%-ს. აღნიშნული მიმართულება საგარეო სესხების ნაწილში გულისხმობს სესხის პირობების შერჩევას სესხზე გასაწევი ხარჯების და მასთან დაკავშირებული რისკების ოპტიმალური დონის მიღწევას. ამ მიზნის მისაღწევად ძირითადი ფაქტორები, რომელთაც სესხის პირობების შერჩევასს ყურადღება ექცევა, მოიცავს გრანტის კომპონენტს, სესხის ვალუტას, საპროცენტო განაკვეთის ტიპს. გრანტის კომპონენტი წარმოადგენს განვითარების პარტნიორებისგან შეღავათიანი პირობებით მისაღებ სესხსა და საბაზრო პირობებით ალტერნატიულ სესხზე მომსახურების მიმდინარე ღირებულებებს შორის სხვაობას. რაც უფრო მაღალია გრანტის კომპონენტი, მით უფრო შეღავათიანია სესხი. სესხის პირობების შერჩევასს პრიორიტეტი ენიჭება მაღალი გრანტის კომპონენტის მქონე ვარიანტს, რაც უმეტეს შემთხვევაში ვადიანობის და შეღავათიანი პერიოდის მაქსიმალური მაჩვენებლის შერჩევით

მიიღწევა; მთავრობის ვალის პორტფელის ძირითად ვალუტებთან ლარის გაცვლითი კურსის დინამიკის გრძელვადიანი ანალიზი გვიჩვენებს, რომ ლარი ევროსთან ნაკლები მერყეობით ხასიათდება. ამავდროულად, ევროზონასთან მიმდინარე ეკონომიკური და პოლიტიკური დაახლოების პროცესიდან გამომდინარე, საგარეო ვალის პორტფელში ევროს სესხების წილის ზრდა ამცირებს სავალუტო რისკს. შესაბამისად, სესხის ვალუტის შერჩევისას უპირატესობა ენიჭება ევროში დენომინირებულ სესხებს;

საპროცენტო განაკვეთის რისკის მართვის მიზნებიდან გამომდინარე, მნიშვნელოვანია, რომ საგარეო ვალის პორტფელში ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე ვალი არ ჩამოსცდეს 50%-ს.

- **სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.** საერთაშორისო გამოცდილების მიხედვით, ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების განვითარებული ბაზარი ამცირებს ბიუჯეტისთვის სესხების მომსახურებაზე გაწეულ ხარჯებს და რისკებს საშუალო და გრძელვადიანი პერიოდისთვის. განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მთავრობას საშუალებას აძლევს, სწრაფი რეაგირება მოახდინოს ფინანსურ საჭიროებებზე და ეფექტიანად მართოს ფულადი სახსრები. 2025 წლისთვის სახაზინო ფასიანი ქაღალდების მფლობელებში არარეზიდენტი ინვესტორების წილი 25 %-ია;

2022-2025 წლის მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის მიზნების მისაღწევად განხორციელდა შემდეგი ძირითადი ქმედებები:

- პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამის გაფართოება: გაფარდოვდა პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა, თუ მასში ჩართული იყო 5-წლიანი სახაზინო ობლიგაციები, 2022 წლის ნოემბერში ამას დაემატა 2-წლიანი სახაზინო ობლიგაციები. ასევე, 2023 წლის 1 იანვრიდან პროგრამას დაემატა 10-წლიანი სახაზინო ობლიგაციები;
- ინვესტორებთან ურთიერთობის სტრატეგიის შემუშავება: კერძოდ, 2022 წელს საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ შეიმუშავა ინვესტორებთან ურთიერთობის სტრატეგია, რომელიც გულისხმობს ინვესტორებთან რეგულარულ კომუნიკაციას. ამ მიზნით ფინანსთა სამინისტრო აქვეყნებს

მთავრობის ვალის ყოველთვიურ ანგარიშს; 2022 წლიდან საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ დაიწყო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების წლიური გეგმის მაჩვენებლების გამოქვეყნება.

საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო არის წამყვანი უწყება საერთაშორისო დონორებთან თანამშრომლობის კუთხით. მისი ამოცანაა დონორთა მხარდაჭერის ეფექტიანობის გაზრდა და დონორების მიერ დაფინანსებული პროექტების და პროგრამების მორგება ქვეყნის ეკონომიკური და სოციალური განვითარების პრიორიტეტებზე. ამასთანავე, ფინანსური რესურსის მოზიდვა მაქსიმალურად შეღავათიანი პირობებით, რათა შენარჩუნდეს მთავრობის ვალის სასურველი პარამეტრები. 2008 წელს ფინანსთა სამინისტრომ განახორციელა ევროობლიგაციების სადებიუტო გამოშვება. მოცემულმა ტრანზაქციამ ქვეყანა გააცნო საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებს და მსხვილ ინსტიტუციურ ინვესტორებს, რაც შესაბამისად აისახა ქვეყანაში დივერსიფიცირებული კაპიტალის შემოდინებაზე. 2011 წელს საქართველომ წარმატებით გამოუშვა მეორე, 10-წლიანი ევროობლიგაცია, რომლის ფინანსური პარამეტრები მიმზიდველობის თვალსაზრისით გაუთანაბრდა უფრო მაღალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე სუვერენული სახელმწიფოების ფასიან ქაღალდებს. ამ ტრანზაქციის ფარგლებში 2008 წელს გამოშვებული 5-წლიანი ევროობლიგაცია წინსწრებით გამოისყიდეს. 2021 წელს, 500 მლნ აშშ დოლარის ღირებულების 5-წლიანი ევროობლიგაციების ემისია განხორციელდა. სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები არის ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოშვებული ლარში დენომინირებული მთავრობის ფასიანი ქაღალდები. სამინისტრო აწარმოებს სახაზინო ვალდებულებების და ობლიგაციების ემისიას შიდა ფინანსური და კაპიტალის ბაზრების განვითარების ხელშეწყობის მიზნით. ფასიანი ქაღალდების ემისია აგრეთვე უზრუნველყოფს ბიუჯეტის დაფინანსების წყაროების დივერსიფიცირებას ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული მაღალი სანდოობის მქონე კაპიტალის მოზიდვის გზით. ძირითადად კომერციული ბანკები ფლობენ მთავრობის ფასიან ქაღალდებს, თუმცა იმისათვის, რომ განვითარდეს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, უნდა დავაინტერესოთ და მოვიზიდოთ ადგილობრივი და უცხოელი ინვესტორები. უცხოელი ინვესტორებისთვის ერთ-

ერთი შემაფერხებელი ფაქტორია მცირე ზომის და განუვითარებელი მეორადი ბაზარი. ამასთანავე, ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების არსებული მოცულობები ვერ უზრუნველყოფს მსხვილი საინვესტიციო ფონდების დაინტერესებას. შესაბამისად, რაც უფრო გაიზრდება თითოეული ტრანზაქციის მოცულობა და მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ჯამური ემისია, მით უფრო გაიზრდება უცხოელი ინვესტორების მოთხოვნა, შემცირდება საპროცენტო განაკვეთები და ვალის მომსახურებასთან დაკავშირებული რისკები. როგორც უკვე ზევით ითქვა, დაწყებულია 2018 წლიდან მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პირველად ბაზარზე ე.წ. ბენჩმარკ ბონდების რეგულარული ემისია; 2019 წლიდან განხორციელდა გამოსყიდვის (Buy-Back) ოპერაციები. მეორადი ბაზრის განვითარების მიზნით 2020 წელს საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ ეროვნულ ბანკთან ერთად მსოფლიო ბანკსა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან თანამშრომლობით დაიწყო პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამის დანერგვა. 2019 წელს საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ პირველად გამოაქვეყნა მთავრობის ვალის მართვის საშუალოვადიანი სტრატეგია. აღნიშნული დოკუმენტი განახლდება ყოველწლიურად და მოიცავს მთავრობის პოლიტიკას მთავრობის ვალის მართვის მიზნების მიმართულებით და ვალის მართვის სტრატეგიით გათვალისწინებული მიზნების და ამოცანების მისაღწევად განსახორციელებელი ღონისძიებების სამოქმედო გეგმას მთავრობის ვალის პორტფელის სასურველი კომპოზიციის მისაღწევად.

2019 წლიდან ვალის მართვის სტრატეგიაში განსაკუთრებული ადგილი უჭირავს საგარეო წყაროებიდან მოზიდული სახსრების ჩანაცვლების საკითხს შიდა წყაროებით, რისი მიღწევაც მთავრობის მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ხელშეწყობაში გამოიხატება. ადგილობრივ ვალუტაში ვალდებულებების ზრდა წარმოადგენს ერთ-ერთ მნიშვნელოვან პრიორიტეტს, რადგან შესაძლებელი იქნება სავალუტო რისკის ეტაპობრივი შემცირება. 2019 წლამდე ფასიანი ქაღალდების მყიდველები არიან ძირითადად ბანკები. საერთაშორისო ინვესტორების წილი შეადგენდა მხოლოდ 1.9%-ს, რაც ზრდის რეფინანსირების რისკს, ამიტომ საჭირო გახდა ინვესტორთა დივერსიფიკაცია.

საერთაშორისო ცნობადობაზე დაწყებულია მუშაობა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების მიზნით, რადგან საქართველო მსოფლიო ბანკის კლასიფიკაციის მიხედვით გადასულია საშუალოზე მაღალი შემოსავლის მქონე ქვეყანათა ჯგუფში და მოსალოდნელია გრძელვადიან პერსპექტივაში შეღავათიან სესხებზე ხელმისაწვდომობის თანდათან შემცირება. კრედიტორებისგან ფინანსური რესურსის შემცირებასთან ერთად ქვეყანა მზად უნდა შეხვდეს ადგილობრივი ბაზრის ინსტრუმენტებით მათს ჩანაცვლებას.

მთავრობის ვალის ეფექტიანად მართვისა და საერთაშორისო სტანდარტებთან დაახლოების მიზნით მიმდინარეობს „საქართველოს კანონი სახელმწიფო ვალის შესახებ“ **კანონის განახლება**. კანონის განახლების პროცესის დასრულების შემდეგ დაიწყება შესაბამისი კანონქვემდებარე აქტების შექმნის და განახლების პროცესი (www.mof.ge).

უკვე 2023 წლის ბოლოს გამოქვეყნდა მთავრობის ვალის მართვის ახალი სტრატეგია 2024-2027 წლებისთვის, სადაც კვლავ გამოწვევად რჩება:

- ვალის მშპ-თან შეფარდების უსაფრთხო დონეზე შენარჩუნება;
- ვალის პორტფელში ლარში დენომინირებული სესხის წილის გაზრდა;
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება;
- ვალის პორტფელის ხარჯისა და რისკების ოპტიმიზაცია.

მთავრობის ვალი მშპს-თან მიმართებაში პანდემიის შემდეგ სტაბილურად განაგრძობს შემცირებას, უკვე 2022 წელს მისი მაჩვენებელი 39,5%-ია, ხოლო 2023 წელს 38,2%, საგარეო ვალის მაჩვენებელი მშპ-თან მიმართებაში 2022 წელს უკვე 29,6%-ია, ხოლო 2023 წელს 27,5%. პანდემიის შემდგომ პერიოდში საქართველოს ეკონომიკური ზრდა ორნიშნა მაჩვენებლით ხასიათდებოდა, 2022 წელს 10,4% შეადგინა, ბიუჯეტის დეფიციტი კი 3%-მდე შემცირდა, უკვე 2023 წელს კი 2,8%-მდე. ვალის ნიშნულის შემცირება ძირითადად მაღალმა ეკონომიკურმა ზრდამ და ვალუტის სტაბილურობამ განაპირობა. თუმცა, მაინც მნიშვნელოვალ გამოწვევად რჩება დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებელი. როგორც ზევით ითქვა, მიმდინარეობს მთავრობის მიერ მუშაობა საშინაო ვალის ზრდის მიმართულებით, შესაბამისად საგარეო ვალის წილი მთლიანი ვალის პორტფელში პანდემიის შემდგომ პერიოდში

შემცირებულია 79,1%-დან უკვე 2022 წელს 75%-მდე, ხოლო 2023 წელს 72,1%-მდე. თუმცა კვლავ ერთ-ერთი ყველაზე მაღალი მაჩვენებელია რეგიონის სხვა შესადარის ქვეყნებთან მიმართებაში. 2022 წლის მონაცემებით მაშინ როცა საქართველოში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილი იყო 75%, იგივე მაჩვენებელი სომხეთს ქონდა - 62,1%, მოლდოვას -63,6%, თურქეთს - 65,5%, სერბეთს - 71%, ჩრდ.მაკედონიას - 76%. მთავრობის ვალის პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირების მაღალი წილი უარყოფითად მოქმედებს ქვეყნის სუვერენულ რეიტინგზე.

კვლავ გამოწვევად რჩება საინვესტიციო სესხების აღება მხოლოდ კომპლექსური პროექტებისთვის, ხოლო პროგრამული სესხების აღება წლიური ლიმიტის 250 მლნ აშშ დოლარის ფარგლებში. ვალის პორტფელის ხარჯისა და რისკის ოპტიმიზაციის მიზნით, პორტფელის მართვა ხდება იმგვარად, რომ პორტფელის საშუალო შეწონილი ვადიანობა არ იყოს 5,5 წელზე ნაკლები, ხოლო შიდა ვალისთვის 3 წელზე ნაკლები. ერთ წელში დასაფარი ვალის მოცულობა არ უნდა აღემატებოდეს 15%-ს (მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2024-2027). საგარეო ვალის აღებისას უპირატესობა ენიჭება:

- სესხში წილობრივად გრანტის კომპონენტის მაქსიმიზაციას;
- ვალუტის შერჩევას;
- ფიქსირებულ განაკვეთიან სესხზე კონცენტრირებას;
- ვალის ანალიტიკას.

ვალის მართვის სამიზნე ინდიკატორები

ცხრილი N 3.1.1

რისკის სახე	ინდიკატორები	2022 წლის მონაცემები	2023 წლის პროგნოზი	2027 წლის პროგნოზი
რეფინანსირება	1 წ-ში ძირის დაფარვა	9,2%	9,9%	მაქ. 15%
	ვადიანობა-საგარეო ვალისთვის	7,4	7,0	მინ. 5,5
	ვადიანობა - საშინაო ვალისთვის	2,8	2,9	მინ. 3,0
საპროცენტო განაკვეთი	ფიქსირებულ განაკვეთიანი სესხების წილი	52%	50,2%	მინ. 50%
სავალუტო რისკი	საშინაო ვალის წილი	25 %	27,9%	მინ. 35%
გადახდისუნარიანობის რისკი	მთავრობის ვალი მშპ-თან მიმართებაში	39,5%	38,2%	მაქს. 40%

*წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე
<https://mof.ge/>*

2020 წლის თებერვალში მსოფლიო ბანკმა საქართველოს მთავრობის ვალის მართვის შესაძლებლობები შეისწავლა. მისი მიზანი იყო ძლიერი და სუსტი მხარეების იდენტიფიცირება ვალის მართვის გაუმჯობესების მიზნით ვალის მართვის ეფექტურობის შეფასების მეთოდოლოგიის გამოყენებით (DeMPA). DeMPA-ს მისიამ ტექნიკური დახმარება გაუწია სახელმწიფო ვალის მართვის სამართლებრივი, ინსტიტუციური და მარეგულირებელი ჩარჩოს შეფასებას. 2013 წლის შემდეგ უდიდესი პროგრესი იყო მიღწეული ვალის მართვის კუთხით. ძირითადი გაუმჯობესება მოიცავს ვალის მართვის სტრატეგიის (DMS) შემუშავებას და გამოქვეყნებას 2019 წლიდან, სახელმწიფო ვალის სტატისტიკის გამოქვეყნებას, ვალის მართვის აუდიტის გაძლიერებულ ხარისხს, ვალის განახლებულ ინსტიტუციურ სტრუქტურას, წლიურ DSA ანალიზს, ვალის აღრიცხვას და შიდა ბაზრის გაძლიერებულ ოპერაციებს, თუმცა მიღწევები ვალის მართვის ყველა სფეროში არ ყოფილა. სამუშაო არის სამართლებრივი ჩარჩოს დახვეწის, ასევე მთავრობის მიერ გარანტიების ანალიზისა და გაცემის კუთხით, ფულადი ბუფერის შექმნის მეთოდოლოგიის მიმართულებითაც.

DeMPA - ვალის მართვის ეფექტიანობის შეფასების მეთოდოლოგია იყენებს ვალის შესრულების 14 ინდიკატორს (DPI), რომელიც მოიცავს მთავრობის ვალის მართვის ოპერაციების სრულ სპექტრს, ასევე იმ გარემოს, რომელშიც ეს ოპერაციები ხორციელდება. მიუხედავად იმისა, რომ DeMPA პირდაპირ არ იძლევა რეკომენდაციებს პოლიტიკის რეფორმების, შესაძლებლობების განვითარების ღონისძიებების ან ინსტიტუციური განახლებისთვის, შესრულების ინდიკატორები განსაზღვრავს მინიმალური კრიტერიუმების ერთობლიობას. ამ კრიტერიუმების შეუსრულებლობა მიუთითებს იმაზე, რომ განხორციელებული პოლიტიკა მოითხოვს ყურადღებას და უნდა ჩაითვალოს რეფორმის პრიორიტეტად. DeMPA ყურადღებას ამახვილებს ცენტრალური მთავრობის ვალის მართვის საქმიანობასა და მჭიდროდ დაკავშირებულ ფუნქციებზე, როგორებიცაა სესხის/გარანტიების გაცემა, სესხის აღება, ფულადი ნაკადის პროგნოზირება და ფულადი სახსრების მენეჯმენტი.

მეთოდოლოგია აფასებს ვალის მართვის თითოეულ განზომილებას და ანიჭებს მას A, B, C, ან D ქულას კრიტერიუმების ჩამონათვალის საფუძველზე. A ქულა მიუთითებს იმაზე, რომ განზომილება შეესაბამება საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკას, B მიუთითებს შესრულებაზე გაუმჯობესების პერსპექტივით. C ქულა მიუთითებს, რომ მინიმალური მოთხოვნები, რომლებიც საჭიროდ ითვლება ვალის მართვის ეფექტური შესრულებისთვის, დაკმაყოფილდა. თუ მინიმალური მოთხოვნები არ დაკმაყოფილდება, ენიჭება D ქულა, რაც მიუთითებს იმაზე, რომ კონკრეტული ზომები აუცილებელია ხარვეზების გამოსასწორებლად.

ქვემოთ მოცემულ ცხრილში ჩანს წინა 2013 წელს და ბოლოს 2020 წელს ჩატარებული შეფასების საფუძველზე გაუმჯობესების მაჩვენებლები კონკრეტულ ინდიკატორებში:

**2013 და 2019 წლის ვალის მართვის ეფექტიანობის გაუმჯობესების
ინდიკატორების შედარებითი ანალიზი**

ცხრილი N 3.1.2

მაჩვენებლები	2013	2019
სამართლებრივი ჩარჩო	C	C
მენეჯერული სტრუქტურა	C	C
გადაწყვეტილების მიღების პროცესი	D	D
ვალის აღრიცხვის პროცესი	D	C
აუდიტი	D	A
ფისკალური პოლიტიკა	D	C
მონეტარული პოლიტიკა	D	C
შიდა სესხების პროცესი	A	A
გარე სესხების პროცესი	D	B
საგარანტიო პროცესი	D	B
ფულადი სახსრების ეფექტური ხარჯვა	D	B
ვალის ადმინისტრირება	D	D
ადამიანური რესურსების მართვა	D	C
აღრიცხვის სისრულე და დროულობა	A	A

წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/>

მნიშვნელოვნად წინგადადგმული ნაბიჯებია სახელმწიფო ვალის მართვის ეფექტიანობის ამალგების მიმართულებით, მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია ყოველწლიურად უფრო გაუმჯობესებული და შედეგზე ორიენტირებულია. რეფინანსირების რისკის მართვის მიზნით დაინერგა გამოსყიდვის ოპერაციები. დაინერგა პირველადი დილერების პროგრამა, საგარეო ვალის პორტფელში უპირატესობა ევროში დენომინირებულ სესხებს ენიჭება.

დადგენილია ვალის მართვის სტრატეგიული მიზნობრივი მაჩვენებლები, თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ ვალის პორტფელის 80%-ს და მეტს შეადგენს უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალი. ისტორიულად ამ მაჩვენებლის კლების ტენდენცია არ შეიმჩნევა. სახელმწიფო ვალის პორტფელში საგარეო ვალის მაღალი წილი კი ნეგატიურ გავლენას ახდენს ქვეყნის რეიტინგზე.

სახელმწიფო საგარეო ვალის წილი სახელმწიფო ვალის პორტფელში მიუხედავად ბევრი წინგადადგმული ნაბიჯისა, მაინც რჩება მაქსიმალურ ნიშნულზე, რაც მიუთითებს სავალო სტრატეგიის გადახედვის საჭიროებასა და უფრო ეფექტური სამოქმედო გეგმის შემუშავების აუცილებლობაზე.

საგარეო თუ საშინაო ვალის ზრდის საჭიროება ახსნილია ქვეყნის განვითარებისა და ეკონომიკური მიზნების მიღწევისათვის უფრო მეტი ინვესტიციების განხორციელების აუცილებლობით, თუმცა ვთვლით, რომ მეტი გამჭვირვალობის მიზნით სტრატეგიაში დეტალურად უნდა იკითხებოდეს ვალის აღების საჭიროებათა კვლევის შედეგები.

3.2. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის პორტფელი და ვალის მომსახურების ტენდენციები

აღნიშნულ თავში გაანალიზებული გვაქვს სახელმწიფო საგარეო ვალის პორტფელი სხვადასხვა მაჩვენებლის მიხედვით, საგარეო ვალის მომსახურების მდგომარეობა, საგარეო ვალის 2013-2022 წლების ვალის მომსახურების სტატისტიკური მონაცემები.

სახელმწიფო საგარეო ვალის პორტფელის მაჩვენებლების მიხედვით 2024 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით საგარეო ვალის სტრუქტურაში 52,1% წილი ცვლად განაკვეთიან სესხებს უკავია, ხოლო 47,9% ფიქსირებულ განაკვეთიანს, სესხების საშუალო ვადიანობა 21 წელია, მათ შორის საშეღავათო პერიოდი 8 წელია, წლიური საპროცენტო განაკვეთი შეადგენს 3,5%-ს.

სახელმწიფო საგარეო ვალის პორტფელის მაჩვენებლები

ცხრილი N 3.2.1

პორტფელის მაჩვენებლები:	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
საშუალო შეწონილი საკონტრაქტო ვადიანობა (წელი)	21,7	22,7	23,4	21,4	21,4	22,2	21,9	21	20,7	20,8	21
საშუალო შეღავათიანი პერიოდი (წელი)	6,7	7	7,2	7,7	7,8	8,1	8	8	8	7,9	8,2
საშუალო შეწონილი ვადიანობა დაფარვამდე (წელი)	8,7	8,1	8,8	8,4	8,3	8,3	8,3	8,7	8,8	8,7	8,7
საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთი (წლიური)	1,9%	1,9%	1,9%	2,0%	2,0%	2,2%	2,0%	1,3%	1,0%	2,3%	3,5%
ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხები (% წილი)	27%	26%	29%	30%	36%	41%	48%	50%	49%	51%	52%
ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთიანი სესხები (% წილი)	73%	74%	71%	70%	65%	59%	52%	50%	51%	49%	48%

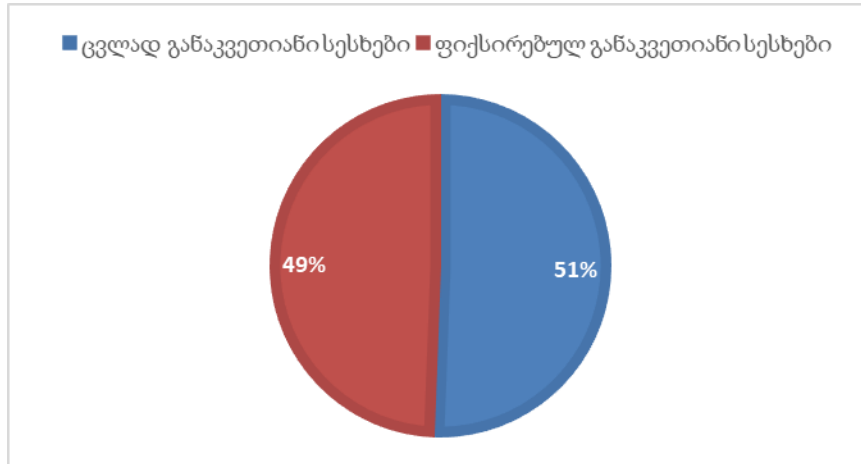
წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/>

სახელმწიფო საგარეო ვალის პორტფელის 48% (31 დეკემბერი 2023) ფიქსირებულ საპროცენტო განაკვეთშია წარმოდგენილი. ეს იცავს საქართველოს საგარეო მთავრობის ვალის მომსახურების პარამეტრებს ეგზოგენური საპროცენტო განაკვეთის რყევებისგან და უზრუნველყოფს, რომ მთავრობის საგარეო ვალის მომსახურების ხარჯები დაბალი და ხელმისაწვდომი დარჩეს გლობალური ეკონომიკური გარემოს მიუხედავად.

ცვლადგანაკვეთიანი სესხების ასეთი მაჩვენებელი არც თუ სახარბიელო მდგომარეობად მიიჩნევა, ვინაიდან ასეთი სესხების შემთხვევაში ვალდებულებათა ცვლილების და ვალის მომსახურების ხარჯის ზრდის რისკი ყოველთვის დგას, მით

უმეტეს, თუ გავითვალისწინებთ, რომ მსოფლიოში ბოლო პერიოდში სულ უფრო მკაცრდება მონეტარული განაკვეთები, შესაბამისად, ცვლად განაკვეთზე მიბმული კრედიტების პროცენტის მომსახურება გაძვირების რისკის ქვეშ დგება.

დიაგრამა N 3.2.1 სახელმწიფო საგარეო ვალის სტრუქტურა საპროცენტო განაკვეთების შინაარსის მიხედვით (2023 წელი):



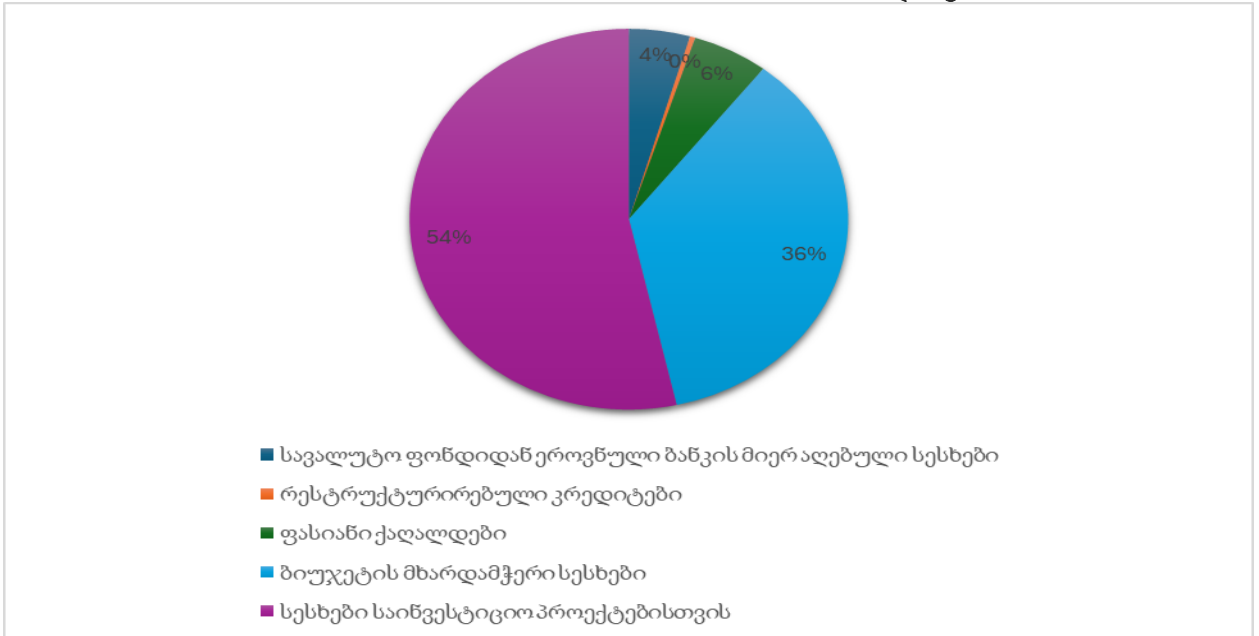
წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/>

საყურადღებოა, რომ ბოლო წლებში ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების წილი მთავრობის საგარეო ვალში იზრდება და 2023 წლის დეკემბრის მდგომარეობით 48%-ს შეადგენს. ვალის პორტფელში აღნიშნული ტიპის სესხების მაღალი წილი მონეტარული პოლიტიკის გლობალური გამკაცრების პირობებში ვალის მომსახურების (პროცენტის) ხარჯის ზრდას იწვევს,“ - ნათქვამია სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის დასკვნაში. საგარეო ვალის პროცენტის მომსახურების საფასურის მატებასთან ერთად ზრდადი ტენდენცია აქვს შიდა ვალის პროცენტის ღირებულებასაც.

საქართველო საგარეო ვალებს ძირითადად მსხვილი ინფრასტრუქტურული პროექტების დასაფინანსებლად იღებს. ისეთი პროექტები, როგორებიცაა აღმოსავლეთ- დასავლეთის, ან ჩრდილოეთ-სამხრეთის მაგისტრალები, ძირითადად ვალებით ფინანსდება.

საქართველომ ყველაზე დიდი მოცულობით ახალი საგარეო ვალები 2020-2021 წლებში, კოვიდპანდემიის დროს, აიღო, რაც ძირითადად ბიუჯეტის მხარდამჭერი კრედიტების მოზიდვაში გამოიხატებოდა.

სახელმწიფო საგარეო ვალის სტრუქტურა დანიშნულების მიხედვით (2023 წელი)
 დიაგრამა N 3.2.2

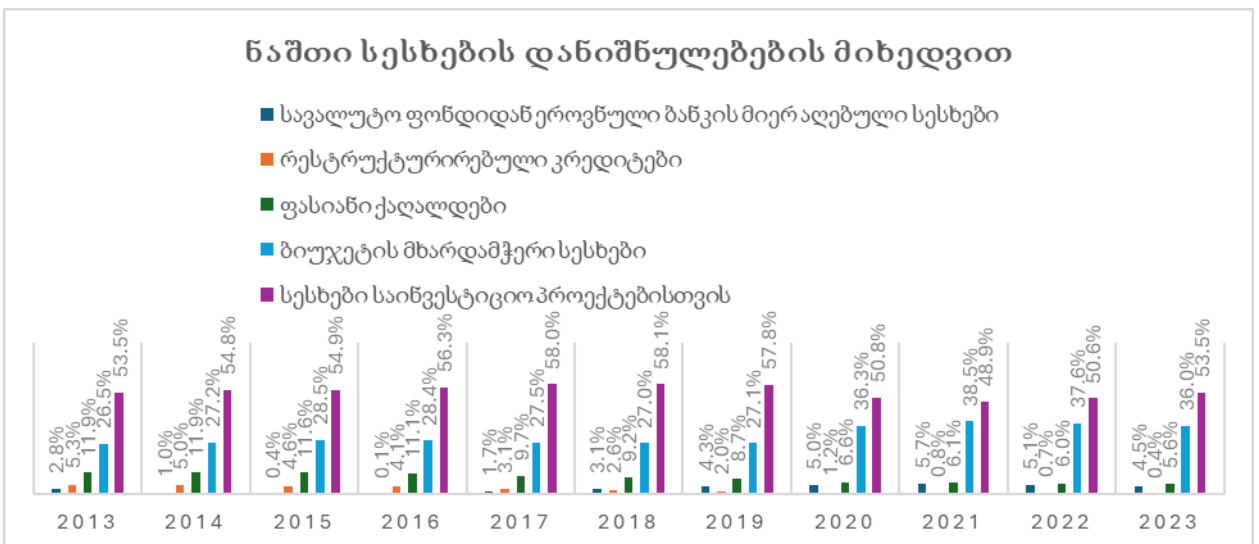


წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/>

დანიშნულების მიხედვით საგარეო ვალის სტრუქტურაში 51%-იანი წილი უჭირავს საინვესტიციო პროექტების დასაფინანსებლად აღებულ სესხებს და 38% ბიუჯეტის მხარდამჭერ სესხებს.

ნაშთი სესხების დანიშნულებების მიხედვით

დიაგრამა N 3.2.3



წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/>

წლების კრილში ბიუჯეტის შესრულების ანგარიშებიდან ამოღებული ინფორმაციით ვიღებთ ისტორიულ მონაცემებს საგარეო ვალის სახით ბიუჯეტში შემოსავლებისა და მისი მომსახურების მოცულობის შესახებ. ბოლო ანგარიში წარდგენილია 2022 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის შესრულების თაობაზე, საიდანაც ჩანს, რომ 2022 წლის ბოლოს ვალის მოცულობა შემცირებულია, რაც გამოწვეულია ვალუტის გამყარებით.

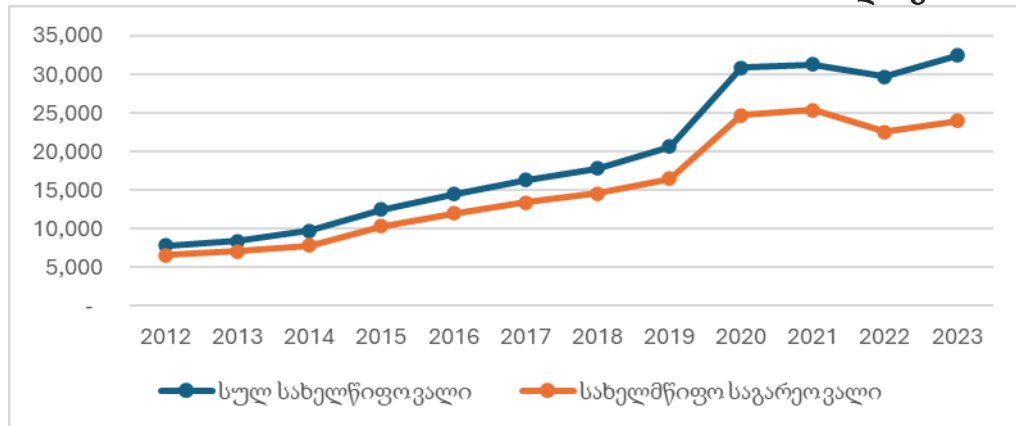
პოზიტიურად უნდა შეფასდეს, რომ ფინანსთა სამინისტროს მიერ მოხდა აუდიტის სამსახურის რეკომენდაციის გათვალისწინება და შემუშავდა ვალის მართვის ახალი სტრატეგია, რომლითაც დაწესდა მიზნობრივი ზღვრები რისკების შეფასების ინდიკატორების მიმართ.

სახელმწიფო აუდიტის დასკვნის საფუძველზე 2023 წელს საგარეო ვალის მომსახურება მაღალ ნიშნულზეა, შესაბამისად ბიუჯეტში გათვალისწინებულია 1.6 მლრდ ლარი ვალის მომსახურებისთვის, სადაც 1.1. მლრდ ლარი სესხის ძირია, ხოლო 0.5 მლრდ ლარი საპროცენტო ხარჯი. (სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის მიერ წარმოდგენილი სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის მოხსენება „2021 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის შესრულების წლიური ანგარიშის შესახებ“ მთავრობის ანგარიშზე).

ბოლო 10 წლის განმავლობაში საქართველომ 23.2 მილარდი ლარის ახალი საგარეო ვალი აიღო და 9.5 მილიარდი ლარის ვალი დაფარა. თავად ვალის ნაშთი 2023 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით შეადგენს 22,5 მლრდ ლარს, რაც 10 წლის წინანდელ მაჩვენებელთან შედარებით 16 მლრდ ლარითაა გაზრდილი.

სახელმწიფო ვალის დინამიკა (მლნ ლარი)

დიაგრამა N3.2.4



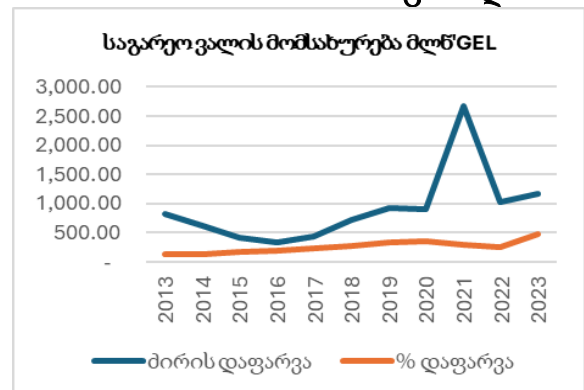
წყარო: დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/>

ათწლიანი დინამიკიდან ყველაზე დინამიკური სურათი 2018 წლიდან იწყება, 2017 წელთან შედარებით 62 %-ით გაიზარდა საგარეო ვალის დაფარვა, ხარჯი კი 14 %-ით, 2021 წელს სახელმწიფო ვალის მომსახურებასა და დაფარვაზე (გარდა IMF-ის მიმართ ეროვნული ბანკის ვალის მომსახურებისა და დაფარვისა) მიიმართა 5.1 მლრდ ლარი, რაც კანონით განსაზღვრული გეგმის 95.2%-ს შეადგენს. სახელმწიფო ვალის მომსახურებისა და დაფარვისთვის გაწეული ხარჯების უდიდესი ნაწილი (57.3%) საგარეო ვალის მომსახურებისა და დაფარვის ხარჯებზე მოდის. საგარეო ვალის ძირითადი თანხის დაფარვის მაჩვენებელმა 2.7 მლრდ ლარი, ასეთი მაღალი მაჩვენებელი განპირობებული იყო 2011 წელს გამოშვებული 10-წლიანი ევროობლიგაციის დაფარვით, საიდანაც 1.7 მლრდ ლარი მოხმარდა საშინაო ვალის მომსახურებას და ხარჯმა კი შეადგინა 301,4 მლნ. ლარი

საგარეო ვალის მომსახურება

ცხრილი N3.2.2

მლნ 'GEL	ძირის დაფარვა	% დაფარვა	სულ:
2013	821.40	137.90	959.30
2014	622.46	140.02	762.48
2015	418.20	174.30	592.50
2016	339.70	195.00	534.70
2017	441.00	239.40	680.40
2018	715.20	274.50	989.70
2019	917.40	335.30	1,252.70
2020	902.40	348.30	1,250.70
2021	2,664.30	301.40	2,965.70
2022	1,017.80	263.30	1,281.10
2023	1,170.00	480.00	1,650.00



წყარო: შედგენილია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/>

2023 წლის ბიუჯეტით საგარეო ვალზე გამოყოფილია 1.65 მილიარდი ლარი, რაც 2022 წლის მონაცემთან შედარებით 380 მილიონი ლარით მეტია. ვალის მომსახურების თანხაში 1.17 მილიარდი ლარი ვალის ძირის შემცირებაზე მიიმართება, 480 მილიონი კი პროცენტს მოხმარდება, რაც 2022 წელთან შედარებით 217 მილიონი ლარით მეტია. ბოლო 10 წლის მონაცემთა შორის საპროცენტო ხარჯების ყველაზე მაღალი მაჩვენებელი 2023 წელში ფიქსირდება, რაც განპირობებულია საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთის ზრდით. მაშასადამე, საბიუჯეტო შემოსავლები და ყოველწლიური გადასახდელები, მიუხედავად მათი სტაბილურობისა და ზრდის ტენდენციურობისა, საგარეო ვალის მომსახურების მაჩვენებლების დაბალ ნიშნულზე შენარჩუნების მთავარი ფაქტორებად ვერ ჩაითვლებიან. შესაბამისად, სახელმწიფო საგარეო ვალის სტრატეგია ძირითადად მიმართული უნდა იყოს ფიქსირებული განაკვეთის მქონე სესხების მოპოვებაზე.

საქართველოს სახელმწიფო ვალის და, კერძოდ, სახელმწიფო საგარეო ვალის მასშტაბებისა და ტენდენციურობის შესწავლის მიზნით ჩავატარეთ 2000-2021 წლების დინამიკური ანალიზი (დანართი N1). ქვეყნის კრედიტუნარიანობის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი მაჩვენებელია ვალის მშპ-სთან თანაფარდობა და სახელმწიფო საგარეო ვალის უცხოურ ვალუტაში დენომინირების ხარისხი, რაც ასევე გამოყენებული გვაქვს ანალიზში.

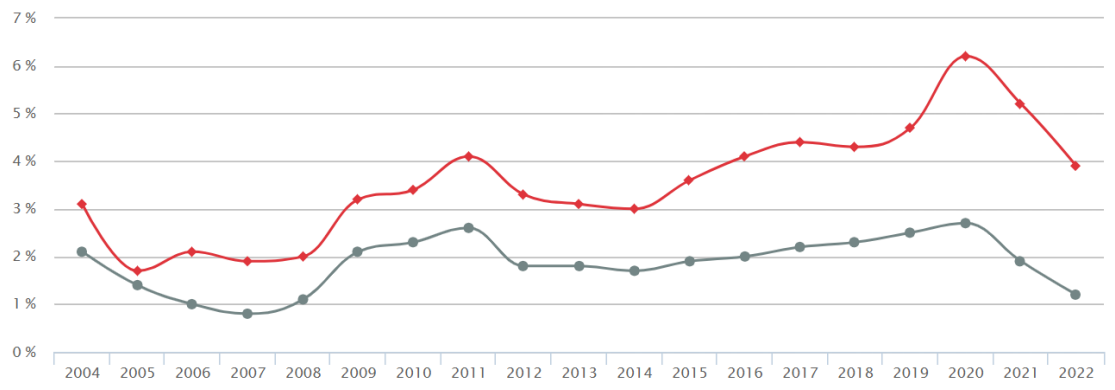
სახელმწიფო ვალის მოცულობა 2000 წლისათვის შეადგენდა 3,540 მლნ ლარს. მათ შორის უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მოცულობა – 2,955 მლნ ლარს. საგარეო ვალის წილი პორტფელში 83,47% იყო, ხოლო მშპ-თან თანაფარდობა – 48,92%. მომდევნო 3 წელი 2004 წლამდე საგარეო ვალის წილი საერთო პორტფელში თითქმის არ შეცვლილა. 2004-2007 წლებში 79-75% ფარგლებში მერყეობდა, ხოლო მშპ-სთან თანაფარდობა 29%-დან 14%-დე შემცირდა, ასევე კლების ტენდენციურობა შეიმჩნეოდა სახელმწიფო ვალის მშპ-თან თანაფარდობის მაჩვენებელზეც, იგი 37%-დან 19 %-მდე შემცირდა, რაც იმ პერიოდისათვის მშპ-ს მაჩვენებლის ზრდით აიხსნება (მშპ-ს ზრდის ტემპი 6%-დან 13%-ზე ავიდა). 2008-2010 წლებისათვის, მართალია, მთლიანი შიდა პროდუქტი 3-4 პროცენტული მაჩვენებლით გაიზარდა, მაგრამ როგორც სახელმწიფო ვალი, ასევე საგარეო ვალის წილიც საგრძნობლად

იზრდება (83,64%), გაიზარდა ასევე საგარეო ვალის თანაფარდობა მშპ-თან – 26,7%. განსაკუთრებული ზრდის ტენდენციურობით გამოირჩევა 2015 წლის შემდგომი პერიოდი, საგარეო ვალის წილი სახელმწიფო ვალის პორტფელში 2021 წლისათვის 81%-იან ნიშნულს დაუბრუნდა, სახელმწიფო ვალის თანაფარდობა მშპ-თან ყველაზე მაღალი მაჩვენებლით 2020 წელში გამოირჩეოდა, როცა ეკონომიკური თავისუფლების აქტით განსაზღვრულ 60%-იან კრიტიკულ ზღვარს გასცდა და მან 62,4% შეადგინა, ხოლო საგარეო ვალის მშპ-თან თანაფარდობამ 50% მოგვცა.

2019-2020 წლებში საგარეო ვალის ზრდა გამოწვეულია COVID19-ის პანდემიით. პანდემიამ, როგორც საყოველთაო რისკფაქტორმა, მთელი მსოფლიო მოიცვა და მნიშვნელოვანად იმოქმედა ყველა მაკროეკონომიკურ მაჩვენებელზე. ქვეყნის ეკონომიკური ზრდა თითქმის 7%-მდე დავიდა, დიდი ზარალი განიცადეს განსაკუთრებით ტურიზმისა და კვების მომსახურების სფეროებმა, შემცირდა ექსპორტ-იმპორტის მაჩვენებლები და გაიზარდა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი. ყველაზე დიდი ფინანსური რესურსები მიემართა ჯანდაცვისა და სოციალური უზრუნველყოფის სფეროში. არსებული გარემოება ნამდვილად ამართლებს სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდას, თუმცა სამომავლოდ გასათვალისწინებელი რისკფაქტორია და სახელმწიფოს უნდა ჰქონდეს ასეთი შოკებისგან დაღწევის ეფექტიანი სტრატეგიული გეგმა, მაქსიმალური სიზუსტით გათვლილი ხარჯების პროგნოზითა და ადეკვატური დანაზოგებით, ვინაიდან გრძელვადიან პერსპექტივაში ვალის ტვირთი სავარაუდოდ იმოქმედებს მშპ-ს ზრდაზე, ინვესტიციებსა და კაპიტალის ფორმირებაზე, სავალო კრიზისის პირობებში ინვესტიცია ქვეყნებსა და ბიზნესში ინვესტორებისათვის არ არის მიმზიდველი, რაც ამცირებს ფულად შემოდინებებს; წარმოქმნის გადასახადების განაკვეთის ზრდის საჭიროებას, რათა მეტი თანხა გამოუმუშავდეს ვალების მომსახურებისთვის.

სახელმწიფო ვალის მომსახურების მაჩვენებელი სახელმწიფო ბიუჯეტში

დიაგრამა N3.2.5



● საგარეო ვალის მომსახურების მაჩვენებელი საბიუჯეტო შემოსავლებთან მიმართებაში; ● სახელმწიფო ვალის მომსახურების მაჩვენებელი საბიუჯეტო შემოსავლებთან მიმართებაში

წყარო: დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემების საფუძველზე <https://mof.ge/>

სწრაფად მზარდი საბიუჯეტო შემოსავლები, დაბალი საპროცენტო განაკვეთები და ყოველწლიური გადასახდელების მეტ-ნაკლებად სტაბილური მოცულობა გახდა საგარეო ვალის მომსახურების მაჩვენებლების დაბალ ნიშნულზე შენარჩუნების მთავარი ფაქტორები. ბიუჯეტის შემოსავლების მხოლოდ ძალიან მცირე ნაწილი არის გათვალისწინებული ვალის მომსახურებისთვის ნებისმიერ ფისკალურ წელს, რაც საშუალებას იძლევა, საბიუჯეტო ასიგნებების ძირითადი ნაწილი მიიმართოს ეროვნული განვითარების პრიორიტეტების მოგვარებასა და სოციალური დახმარების პროგრამების დაფინანსებისკენ (www.parliament.ge, 2021).

3.3. საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალის რეგრესული ანალიზი და პროგნოზი

სახელმწიფო ვალის არსებული მდგომარეობის შესწავლისა და პროგნოზირების ჩატარების მიზნით პირველ რიგში შეირჩა სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპზე მოქმედი ფაქტორები, რომლებიც ჩვენ მიერ შესწავლილი მასალებისა და სტატისტიკური მონაცემების მიხედვით ყველა ფაქტორზე მეტად ახდენს გავლენას. შერჩეული ფაქტორების მონაცემებისა და შერჩეული საანალიზო დროის პერიოდის მიხედვით მომზადდა ცხრილი (დანართი N2).

პირველ ეტაპზე დამოკიდებული და დამოუკიდებელი ცვლადების მონაცემების დროში ცვლილების დასადგენად აგებული გრაფიკები ვიზუალურად აჩვენებს, რომ არცერთი მათგანი არ არის სეზონური და მას არ აქვს ტრენდი. დანართი N3 -ის გრაფიკებიდან ჩანს, რომ დროითი სერიები უფრო სტაციონარულია, ვიდრე არასტაციონარული. დარწმუნებისათვის მონაცემები შემოწმებდა ერთეული ფესვის არსებობაზე დიკი-ფულერის ტესტის გამოყენებით. აღმოჩნდა, რომ ყველა ცვლადის დროითი სერია არის სტაციონარული, რადგან ნულოვანი ჰიპოთეზა უარყოფილია (დანართი N4).

ანალიზისათვის უპირველესად საჭიროა დადგინდეს შერჩეულ ცვლადებს შორის კორელაციის არსებობა, რაც კარგად ჩანს ცხრილი N 3.3.1-დან:

ცხრილი N 3.3.1 ცვლადების კორელაცია

	y	x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7
y	1							
x1	-0.268222831	1						
x2	-0.707045599	0.227283	1					
x3	-0.027764304	0.1187	-0.131218899	1				
x4	0.466544451	0.034361	-0.501144282	-0.1156011	1			
x5	-0.298058353	0.063674	0.266075949	-0.1956975	-0.173622515	1		
x6	0.261177527	-0.23959	-0.534952616	0.11129083	-0.041008775	-0.21037102	1	
x7	0.085278961	0.110403	0.145026028	-0.4512014	-0.131410838	-0.08326341	-0.191487	1

წყარო: ავტორის შედგენილი

სახელმწიფო ვალზე მოქმედი ფაქტორები დამოუკიდებელია, რაც მოდელის ხარისხს ამაღლებს. ინფლაციის ზრდის ტემპისა და უმუშევრობის ზრდის ტემპი თითქმის ვერ ახდენენ გავლენას ვალის ზრდის ტემპზე. მოდელის ხარისხის შემოწმება დაგვარწმუნებს თითოეული ცვლადის სტატისტიკურ მნიშვნელოვნებაში. სახელმწიფო საგარეო ვალის, როგორც საკვლევი მაჩვენებლის, ფაქტორთა

მონაცემების მიხედვით, სახეზე გვაქვს წრფივი მრავლობითი რეგრესია. კვლევა ჩატარდა რეგრესული მოდელის აგებით, მისი ხარისხის შემოწმებით და პროგნოზირების მოდელების გამოყენებით.

რეგრესული მოდელი: $y = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_2 X_2 + \alpha_3 X_3 + \alpha_4 X_4 + \alpha_5 X_5 + \alpha_6 X_6 + \alpha_7 X_7$

H0-დროითი სერიები არ არის სტაციონარული.

ფაქტორთა სწორად შერჩევის დადგენისათვის ყველა ფაქტორი შემოწმდა ასევე მიზეზ-შედეგობრივ კავშირზე სახელმწიფო ვალთან მიმართებაში გრეინჯერის ტესტით.

გრეინჯერის მიზეზ-შედეგობრივი ტესტის შედეგები

ცხრილი N 3.3.2

Null Hypothesis:	Lag m=2		Lag m=3		Lag m=6	
	F-Statistic	Prob.	F-Statistic	Prob.	F-Statistic	Prob.
X1 does not Granger Cause Y	2.25572	0.1415	1.36789	0.3035	34.1079	0.0288
Y does not Granger Cause X1	0.15486	0.8580	0.78061	0.5291	0.38900	0.8438
X2 does not Granger Cause Y	0.28078	0.7594	0.16316	0.9189	0.71812	0.6814
Y does not Granger Cause X2	2.08815	0.1608	1.17123	0.3648	0.73178	0.6757
X3 does not Granger Cause Y	0.26783	0.7689	0.24040	0.8664	0.46390	0.8030
Y does not Granger Cause X3	2.71129	0.1011	1.95025	0.1801	0.89237	0.6141
X4 does not Granger Cause Y	0.59408	0.5654	0.18026	0.9076	0.63805	0.7166
Y does not Granger Cause X4	0.46098	0.6399	0.23983	0.8668	0.02867	0.9995
X5 does not Granger Cause Y	0.91181	0.4244	0.77978	0.5295	0.48527	0.7917
Y does not Granger Cause X5	0.02460	0.9757	0.11699	0.9483	1.99876	0.3704
X6 does not Granger Cause Y	0.63838	0.5428	0.53352	0.6687	1.11814	0.0542
Y does not Granger Cause X6	0.01327	0.9868	0.61889	0.6172	6.48795	0.1396
X7 does not Granger Cause Y	0.51014	0.6112	0.13769	0.9354	0.07966	0.0428
Y does not Granger Cause X7	1.18853	0.3336	4.68063	0.0242	8.12940	0.1136

წყარო: ავტორის შედგენილი

გრეინჯერის მიზეზობრიობის ტესტის მიხედვით საგარეო ვალის მომსახურება ბიუჯეტის მიმართ, ბიუჯეტის დეფიციტი და უმუშევრობის ზრდის ტემპი არის სახელმწიფო ვალის ზრდის მიზეზი, ხოლო დანარჩენი ცვლადები არ წარმოადგენენ სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის მიზეზებს.

$X_1 \rightarrow$	Y
X2 კავშირი არაა	Y
X3 კავშირი არაა	Y
X4 კავშირი არაა	Y
X5 კავშირი არაა	Y
$X_6 \rightarrow$	Y
$X_7 \rightarrow$	Y

როგორც გრეინჯერის მიზეზობრიობის ტესტმა აჩვენა, სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპზე გავლენას ახდენს მხოლოდ ვალის მომსახურების ზრდის ტემპი, ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდის ტემპი და უმუშევრობის ზრდის ტემპი. აქედან გამომდინარე რეგრესული მოდელი იცვლება და იღებს შემდეგ სახეს: $y = \alpha_0 + \alpha_1 X_1 + \alpha_6 X_6 + \alpha_7 X_7$

გადავდივართ მოდელის ხარისხის შემოწმებაზე ანალიზის ჩატარებით.

რეგრესული ანალიზი

ცხრილი N 3.3.3

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
X1	-1.469414	1.494191	-0.983418	0.0392
X6	0.028465	0.028399	1.002328	0.0302
X7	0.210526	0.311089	0.676741	0.0577
C	0.160054	0.068664	2.330970	0.0323
R-squared	0.736346	Mean dependent var		0.119697
Adjusted R-squared	0.616063	S.D. dependent var		0.171599
S.E. of regression	0.172972	Akaike info criterion		-0.701732
Sum squared resid	0.508628	Schwarz criterion		-0.302776
Log likelihood	9.268189	Hannan-Quinn criter.		-0.458554
F-statistic	0.894606	Durbin-Watson stat		2.736168
Prob(F-statistic)	0.044089			

წყარო: ავტორის შედგენილი

როგორც რეგრესული ანალიზიდან ჩანს, დეტერმინირებული $R^2 = 0,73$, ეს მაჩვენებელი არ არის ძალიან მაღალი, მაგრამ შერჩეული ფაქტორების გავლენას სახელმწიფო ვალის ზრდის ტემპზე ადასტურებს. ნულოვანი ჰიპოთეზის ალბათობაც აჩვენებს მის უარყოფას, ე.ი. სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპი უკავშირდება ვალის მომსახურებას ბიუჯეტის მიმართ, ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდის ტემპსა და უმუშევრობის ზრდის ტემპთან.

$$y = 0.160054 + (-1.469414)X_1 + 0.028465 X_6 + 0.210526 X_7$$

როგორც რეგრესული ანალიზიდან ჩანს, Akaike info criterion საინფორმაციო კრიტერიუმი უდრის 0.701732-ს. კრიტერიუმის შეფასების წესის მიხედვით, რაც უფრო დაბალია, მით უფრო მაღალი ხარისხისაა რეგრესული მოდელი. Durbin Watson-ის სტატისტიკური მონაცემი გამორიცხავს ავტოკორელაციას ცვლადების ნაშთებს შორის. ეს მოდელის სწორად შერჩევის კიდევ ერთი დადასტურებაა.

რადგან შეფასების კრიტერიუმებით დგინდება ცვლადების შერჩევის სისწორე და გავლენის ხარისხი სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპზე, შესაძლებელია პროგნოზირებისათვის გამოყენებულ იქნეს ავტორეგრესული მოდელი ARIMA.

ცვლადების ავტორეგრესული მოდელის მონაცემები

ცხრილი N 3.3.4

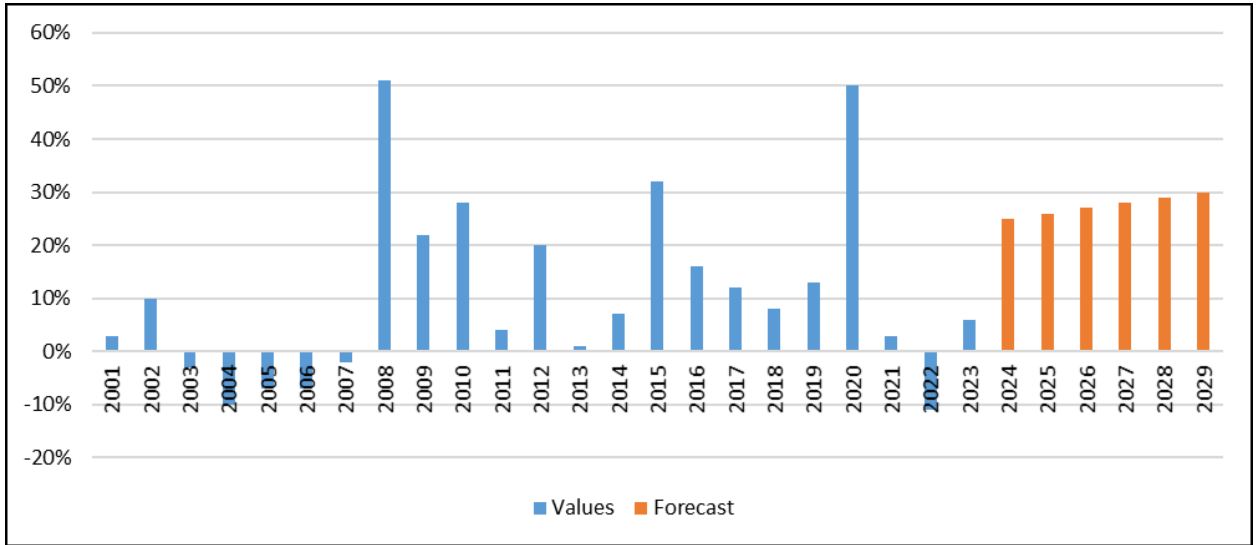
	Autoregressive model	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob	Adjusted R-squared	F-statistic	Akaike info criterion
Y	AR(1)	-0.610128	0.213326	-2.860076	0.0113	0.489478	9.629004	-0.607132
	MA(3)	-0.894553	0.047583	-18.79986	0.0000			
X1	AR(4)	-0.381266	0.129150	-2.952129	0.0112	0.945168	130.2809	-9.705730
	MA(7)	0.973242	0.009819	99.12220	0.0000			
X6	AR(1)	-0.466184	0.192342	-2.423721	0.0276	0.737428	26.27628	3.347185
	MA(6)	-0.905069	0.037789	-23.95072	0.0000			
X7	AR(4)	-0.438698	0.148007	-2.964037	0.0110	0.420397	6.439889	-0.920773
	MA(4)	0.975893	0.094753	10.29934	0.0000			

წყარო: ავტორის შედგენილი

ავტორეგრესული სრიალა საშუალოს ინტეგრირებული მოდელი ARIMA ზომავს დამოუკიდებელი ცვლადის კავშირს სხვა ცვლადებთან და იძლევა პროგნოზირების საშუალებას. ჩვენს შემთხვევაში ამ მოდელის გამოყენების ყველა პირობა დაცულია: დროითი სერიები არ შეიცავს სეზონურობას და არის სტაციონარული. რაც შეეხება თითოეულ ცვლადს, სახელმწიფო ვალის ზრდის ტემპი (y), ბიუჯეტის ვალის მომსახურების ზრდის ტემპი, უმუშევრობის ზრდის ტემპი და ბიუჯეტის დეფიციტის ავტორეგრესული პარამეტრები ადასტურებს, რომ ისინი სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია (prob. < 0.05) და პროგნოზირების საფუძველს წარმოადგენს. პროგნოზირებისათვის გამოყენებულია Excel კომპიუტერული პროგრამის პროგნოზის ბრძანება.

γ- სახელმწიფო საგარეო ვალი (ზრდის ტემპი)

დიაგრამა N 3.3.1



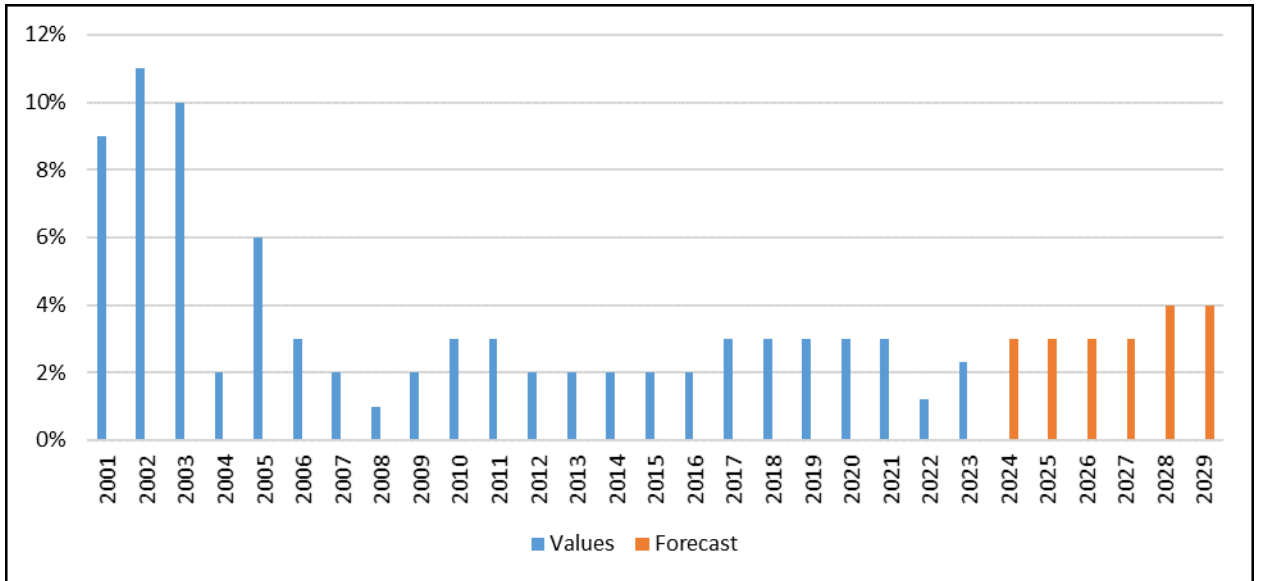
Timeline	Values	Forecast	Confidence Interval
2001	3%		
2002	10%		
2003	-3%		
2004	-10%		
2005	-7%		
2006	-7%		
2007	-2%		
2008	51%		
2009	22%		
2010	28%		
2011	4%		
2012	20%		
2013	1%		
2014	7%		
2015	32%		
2016	16%		
2017	12%		
2018	8%		
2019	13%		
2020	50%		
2021	3%		
2022	-11%		
2023	6%		
2024		25%	31%
2025		26%	31%
2026		27%	31%
2027		28%	31%
2028		29%	31%
2029		30%	31%

როგორც პროგნოზის დიაგრამიდან და საპროგნოზო მაჩვენებლებიდან ჩანს სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპი 2024 წლიდან სტაბილურად ზრდადია და 2029 წლის ბოლომდე იზრდება 30%-მდე.

წყარო ისტორიული მონაცემების პროგნოზი Excel პროგრამის გამოყენებით

X1-ვალის მომსახურება - პროცენტი, ბიუჯეტთან მიმართებაში

დიაგრამა N 3.3.2

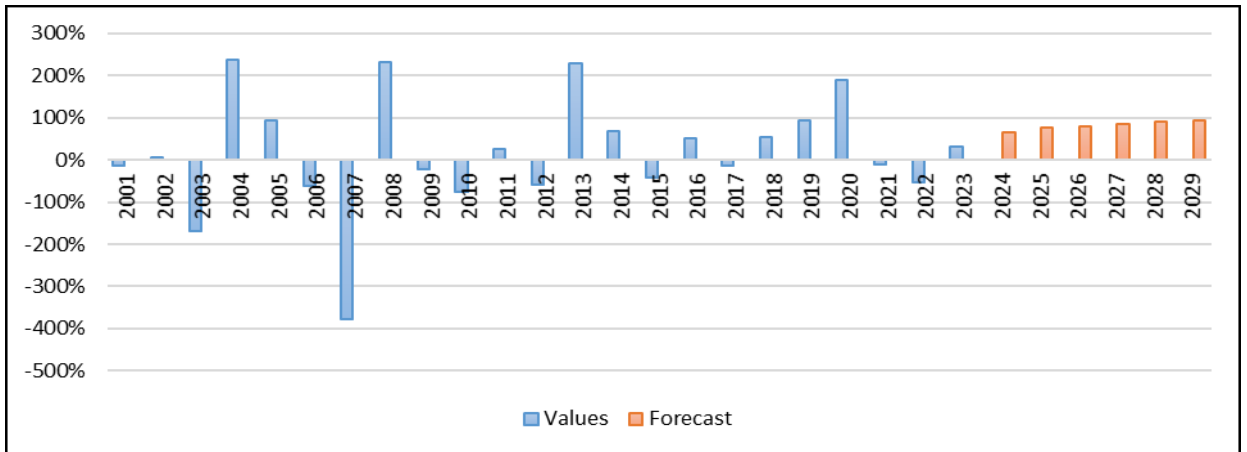


Timeline	Values	Forecast	Confidence Interval
2001	9%		
2002	11%		
2003	10%		
2004	2%		
2005	6%		
2006	3%		
2007	2%		
2008	1%		
2009	2%		
2010	3%		
2011	3%		
2012	2%		
2013	2%		
2014	2%		
2015	2%		
2016	2%		
2017	3%		
2018	3%		
2019	3%		
2020	3%		
2021	3%		
2022	1%		
2023	2%		
2024		3%	4%
2025		3%	5%
2026		3%	6%
2027		3%	8%
2028		4%	10%
2029		4%	12%

რაც შეეხება სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდაზე მოქმედ ფაქტორებს: ვალის მომსახურება ბიუჯეტთან მიმართებაში თითქმის უცვლელი რჩება 6 წლის განმავლობაში. როგორც საპროგნოზო მაჩვენებლებიდან ჩანს 3-4% -ის ფარგლებში ვარირებს. საინტერესოა ვალთან მიმართებაში მომსახურების დამოკიდებულება, ანუ მაშინ, როდესაც სახელმწიფო ვალი იზრდება 11-13%-მდე, მომსახურების ნაწილი ბიუჯეტში მხოლოდ 1 პროცენტთან სხვაობით პროგნოზირდება. რაც გვადლევს იმის ვარაუდის საშუალებას, რომ ვალის მომსახურება სამომავლოდ არ იქნება დამოკიდებული ახალ ვალებზე.

წყარო: ისტორიული მონაცემების პროგნოზი Excel პროგრამის გამოყენებით

X6-ბიუჯეტის დეფიციტი - ზრდის ტემპი
დიაგრამა N 3.3.3



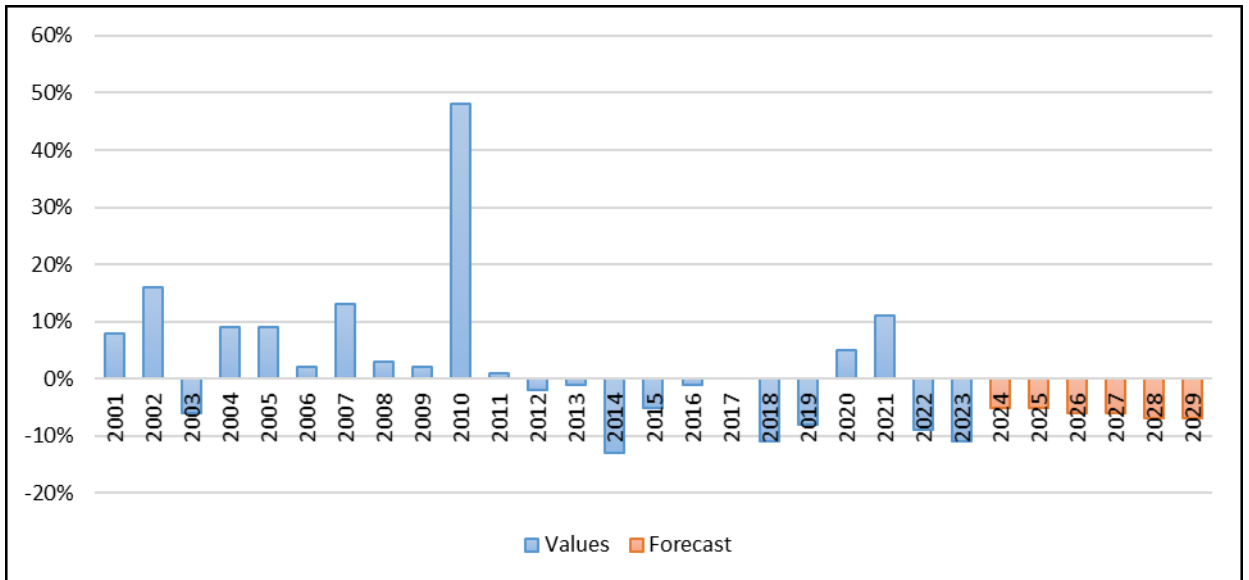
Timeline	Values	Forecast	Confidence Interval
2001	-14%		
2002	7%		
2003	-169%		
2004	237%		
2005	95%		
2006	-62%		
2007	-379%		
2008	231%		
2009	-23%		
2010	-75%		
2011	27%		
2012	-59%		
2013	228%		
2014	67%		
2015	-43%		
2016	52%		
2017	-14%		
2018	53%		
2019	93%		
2020	191%		
2021	-11%		
2022	-53%		
2023	32%		
2024		65%	268%
2025		76%	268%
2026		79%	268%
2027		85%	268%
2028		90%	268%
2029		95%	268%

სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდაზე მიზეზ-შედეგობრივი გრეინჯერის ტესტის თანახმად, გავლენას ახდენს ბიუჯეტის დეფიციტი. ეკონომიკური თვალსაზრისით ბიუჯეტის დეფიციტის შემთხვევაში სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდას უნდა ჰქონდეს ადგილი. გავანალიზოთ პროგნოზის შედეგები: პროგნოზის დიაგრამა და მონაცემები აჩვენებს ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდას საბაზისო მონაცემებთან მიმართებაში მომავალ 6 წელიწადში 65-95%-ით. სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდასაც დაახლოებით 30%-იანი ნიშნული აქვს. შეიძლება ითქვას, რომ ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდა პირდაპირპროპორციულად აისახება სახელმწიფო საგარეო ვალზე. რათქმაუნდა პროგნოზი არ იძლევა 100%-იან დადასტურებას, რადგან სახელმწიფო საგარეო ვალზე გარდა გაანალიზებული

ფაქტორებისა, არსებობს სხვა ფაქტორებიც, რომლებიც ამცირებენ ამ ფაქტორის გავლენის ხარისხს.

წყარო: ისტორიული მონაცემების პროგნოზი Excel პროგრამის გამოყენებით

X7 - უმუშევრობის ზრდის ტემპი დიაგრამა N 3.3.4



Timeline	Values	Forecast	Confidence Interval
2001	8%		
2002	16%		
2003	-6%		
2004	9%		
2005	9%		
2006	2%		
2007	13%		
2008	3%		
2009	2%		
2010	48%		
2011	1%		
2012	-2%		
2013	-1%		
2014	-13%		
2015	-5%		
2016	-1%		
2017	0%		
2018	-11%		
2019	-8%		
2020	5%		
2021	11%		
2022	-9%		
2023	-11%		
2024		-5%	24%
2025		-5%	24%
2026		-6%	24%
2027		-6%	24%
2028		-7%	24%
2029		-7%	24%

გრენჯერის ტესტმა ასევე დაადასტურა, რომ სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდაზე გავლენას უმუშევრობის ზრდაც ახდენს. პროგნოზის ანალიზიდან ვლედულობთ, რომ 6 წლის განმავლობაში უმუშევრობა კლებადია 11 %-იანი ნიშნულიდან 2024-2029 წლების განმავლობაში -5%--7%-მდე დაიწევს. ეკონომიკური არსის მიხედვით უმუშევრობის შემცირება მშპ-ს ზრდასთან უნდა იყოს დაკავშირებული, რაც გამორიცხავს დეფიციტს და ვალის მომსახურების ზრდის შესაძლებლობას მისცემს ქვეყანას.

წყარო: ისტორიული მონაცემების პროგნოზი Excel პროგრამის გამოყენებით

დავუკავშიროთ პროგნოზის შედეგები რეგრესული ანალიზის შედეგად მიღებულ კოეფიციენტებს:

$$y = 0.160054 + (-1.469414)X_1 + 0.028465 X_6 + 0.210526 X_7$$

როგორც რეგრესული მოდელიდან ჩანს, რომელიც ყველა კრიტერიუმით დასტურდება, რომ არის ხარისხიანი, სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპზე ვალის მომსახურების პროცენტი ბიუჯეტის მიმართ არის უარყოფითი, ე.ი. მომსახურების შემცირება ზრდის ვალის ზრდის ტემპს. ეს დამოკიდებულება

შესაბამისია პროგნოზით მოცემული დამოკიდებულებისა. ე.ი. კიდევ ერთხელ დასტურდება შერჩეული ფაქტორების სტატისტიკური მნიშვნელოვნება.

ბიუჯეტის დეფიციტი (ზრდის ტემპი) რეგრესულად ადასტურებს, რომ ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდა გამოიწვევს სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდას, ასევე შეესაბამება საპროგნოზო მონაცემებს. ე.ი. სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპი და ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდის ტემპი პირდაპირპროპორციულია, უფრო ზუსტად, ბიუჯეტის დეფიციტის 1%-იანი ზრდა გამოიწვევს სახელმწიფო საგარეო ვალის ტემპს დაახლოებით 0.028%-ით გაზრდის. აქაც დასტურდება შერჩეული ფაქტორის სტატისტიკური მნიშვნელოვნება.

უმუშევრობა ის მაკროეკონომიკური ფაქტორია, რომელმაც შესაძლებელია სრულიად შეცვალოს ქვეყნის ეკონომიკის მდგომარეობა და მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინოს სახელმწიფო საგარეო ვალის პოლიტიკაზე. ჩვენ შემთხვევაში რეგრესული ანალიზის თანახმად, უმუშევრობის დამოკიდებულება სახელმწიფო საგარეო ვალის მომსახურებასთან არის დადებითი და ხასიათდება რეგრესიის 0.210526 კოეფიციენტით. ცვლადებს შორის ყველაზე მაღალი კოეფიციენტია. ე.ი. უმუშევრობის ზრდა 1%-ით სახელმწიფო ვალის ზრდის ტემპს გაზრდის 0, 21 %-ით. პროგნოზის მონაცემების მიხედვით 2021 წელთან შედარებით 2027 წლისათვის უმუშევრობა მცირდება 7%-ით. ამ შემთხვევაში ლოგიკურია ახსნა: ვალის ზრდასთან ერთად უმუშევრობა შემცირდება; უმუშევრობის შემცირება ეკონომიკური აქტივობის შედეგია, ეკონომიკური აქტივობა საჭიროებს ფინანსურ რესურსებს, რომლისთვისაც სავსებით შესაძლებელია სახელმწიფომ მიმართოს ვალის ზრდის პოლიტიკას.

დასკვნები და რეკომენდაციები

ჩვენს მიერ ჩატარებული კვლევების, თეორიული და პრაქტიკული მასალების გაცნობისა და ანალიზის საფუძველზე შეგვიძლია ჩამოვყალიბოთ შემდეგი დასკვნითი წინადადებები:

1. სახელმწიფო ვალის, როგორც ცნების ჩამოყალიბების ორ ისტორიულ ეტაპს გამოვყოფთ: პირველი ეტაპი პირველი მსოფლიო ომისა და დიდი დეპრესიის პერიოდები, როცა სახელმწიფოების მიერ ვალის აღების განმაპირობებელ ფაქტორად, მიჩნეულია ხშირი ომებით გამოწვეული საბიუჯეტო დეფიციტი და მეორე ეტაპი მეორე მსოფლიო ომის შემდგომი პერიოდი, როცა ვალის აღების ფაქტორს კვლავ ბიუჯეტის დეფიციტის შევსება წარმოადგენდა, ოღონდ ამჯერად ქვეყნების ომის შემდგომი რეაბილიტაციის მიზნით. საკმარისია მხოლოდ ამ ისტორიულ ასპექტებზე დაყრდნობით დავასკვნათ, რომ სახელმწიფო ხარჯების ვალით დაფინანსების ძირითად მიზეზს წარმოადგენს დამატებითი ფინანსური რესურსების მობილიზების საჭიროება, საზოგადოების მოთხოვნილებათა დაკმაყოფილების მიზნით, მითუმეტეს, თუ გავითვალისწინებთ, რომ მთავრობას პოლიტიკურად ხარჯების გადაფარვა ვალით უფრო აწყობს, ვიდრე გადასახადების გაზრდით. მაშასადამე, სახელმწიფო ვალი, როგორც ქვეყნის ეკონომიკის რეგულირების მთავარი ინსტრუმენტი სახელმწიფოს საბიუჯეტო პოლიტიკაში ერთ-ერთ მთავარ როლს ასრულებს.
2. თუ ვალი იხარჯება ისეთ სფეროებში, როგორებიცაა ომი, სოციალური პროექტები, რომლებიც არ მონაწილეობენ ეკონომიკის პოტენციალის ზრდაში, წარმოადგენს არაპროდუქტიულ ვალს, რამდენადაც სახელმწიფო იხდის ვალის ძირს და პროცენტს ფარავს, ის ტვირთად აწევს საზოგადოებას. სახელმწიფო ვალის ღირებულება, ესაა მომსახურებაზე გაწეული ხარჯები- კრედიტორებისთვის გადასახდელი პროცენტი, რომელიც შეიძლება შედარდეს სესხით დაფინანსებული ხარჯების მოგების მაჩვენებელთან, რათა ადვილად წარმოვიდგინოთ, ღირს თუ არა მსგავსი დაფინანსება. მსხვილი ვალდებულებების აღების მნიშვნელოვან კონტრარგუმენტს, რომელიც ხშირად გადაწონის უპირატესობებს, წარმოადგენს რისკი იმისა, რომ პროლონგაციის ხარჯებმა შეიძლება მკვეთრად გაიზარდოს ფინანსური სტრესის პერიოდი და შესაძლოა ფინანსური კრიზისიც კი გამოიწვიოს.

დავალიანებამ ასევე შეიძლება შეზღუდოს ფისკალური სტიმულის შესაძლო ზომა და ეფექტურობა. და ბოლოს, დიდმა დავალიანებამ შეიძლება შეაჩეროს ზრდა, გრძელვადიან პერსპექტივაში შეასუსტოს ინვესტიციების მოზიდვა პროდუქტიულობის გაზრდის მიზნით.

3. თანამედროვე პერიოდში სწრაფად მზარდმა საერთაშორისო ურთიერთობებმა გაზარდა საგარეო დავალიანების მნიშვნელობა. ნაკლებად განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნები იძულებული არიან, მიმართონ საგარეო სესხები მათი ეკონომიკური განვითარებისათვის. ამ ქვეყნების განვითარებისთვის შესაბამისი კაპიტალის ბაზრის, ტექნიკური რესურსის და პერსონალის არარსებობა მოითხოვს გარე რესურსებს. შიდა და გარე ვალი უარყოფითად პროგრესირებს განვითარებად და ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებში. შესაბამისად, განვითარებულ ქვეყნებში დომინირებს შიდა ვალი, ხოლო განვითარებად და ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებში – საგარეო ვალი, რადგან განვითარებული ქვეყნები უზრუნველყოფენ საჭირო რესურსის შიდა წყაროებიდან მობილიზებას. მნიშვნელოვანია, თუ როგორ ხდება ქვეყნის ეკონომიკიდან დაფინანსების რესურსის მობილიზება და შემდგომში მისი დაბრუნება ეკონომიკაში. როგორც ცნობილია, საგარეო ვალს აქვს მზარდი გავლენა ეროვნულ შემოსავალზე მისი აღების დროს, ხოლო კლებადი გავლენა – მისი გადახდის დროს. ამ მახასიათებლების გამო მნიშვნელოვანია საგარეო ვალის მიზნობრივად გამოყენება.

4. სახელმწიფო ვალის ევოლუციის ყველა ეტაპზე იცვლებოდა მის შესახებ თეორიული მოსაზრებები, რაც თავის მხრივ მიუთითებს იმაზე, რომ თაობათა განვითარების ყველა ეტაპზე და დღეს უკვე გლობალიზაციის პერიოდში მნიშვნელოვანია სახელმწიფო ვალის ისე მართვა, რომ უზრუნველყოს ქვეყნის სახელმწიფოებრივი განვითარება და საზოგადოების კეთილდღეობა. სესხის აღება საშუალებას აძლევს ქვეყნებს, დააფინანსონ განვითარების მნიშვნელოვანი პროგრამები და პროექტები, მაგრამ სესხის დაფარვის ტვირთი შეიძლება აჭარბებდეს ქვეყნის ფინანსებს, რაც უარეს შემთხვევაში იწვევს დეფოლტს. დაბალშემოსავლიან ქვეყნებსა და განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნებში ბოლო წლების განმავლობაში გაზრდილმა ვალმა კითხვის ნიშნის ქვეშ დააყენა მათი

უნარი, მართონ მიმდინარე დავალიანება. შედეგად სახელმწიფო ვალის ზრდა, სავარაუდოდ, გააძლიერებს დაძაბულობას განვითარების მნიშვნელოვანი მიზნების მიღწევასა და ვალის მოწყვლადობის შესანარჩუნებლად.

5. მსოფლიო მასშტაბით ჭარბი ვალის დაგროვების 4 დიდ ტალღას გამოვყოფთ, რომლებმაც გლობალურ ეკონომიკას ძლიერი დარტყმა მიაყენა. მათ შორის ბევრია როგორც მსგავსება, ასევე განსხვავება, თუმცა მათ გამომწვევ მთავარ მიზეზს ვფიქრობთ რომ წარმოადგენდა რბილი, ლოიალური საკრედიტო პოლიტიკა, დაბალი საპროცენტო განაკვეთებით; ფინანსური ინოვაციები, რომელთაც თან სდევს ახალი, არაიდენტიფიცირებადი რისკები, რაც თავის მხრივ ყოველ ჯერზე წარმოქმნის ვალის მართვის ახალი სტრატეგიის შემუშავების აუცილებლობას. ფინანსური კრიზისები, როგორც წესი, იწვევს დიდ ეკონომიკურ ჩავარდნებს. ხშირ შემთხვევაში მას უფრო მძიმე შედეგები აქვს. მაგალითად, რეცესიის საშუალო ხანგრძლივობა, რომელიც დაკავშირებულია ფინანსურ კრიზისთან, გრძელდება 6 კვარტალს, 2 კვარტალით უფრო მეტ ხანს, ვიდრე სხვა შემთხვევაში. ასევე, როგორც წესი, წარმოების მოცულობა განსაკუთრებით ეცემა. მრავალი კრიზისული ქვეყანა უცხოურ ვალუტაში იღებდა სესხს. ისინი ცდილობდნენ, შეესრულებინათ სესხის მომსახურების ვალდებულებები, თუმცა ვალუტის გაუფასურების შედეგად კოეფიციენტები მნიშვნელოვნად გაუუარესდათ (ინდონეზია, მექსიკა და ტაილანდი). მაგალითად, ურუგვაიში, თითქმის ყველა სახელმწიფო ვალი დენომინირებულია აშშ დოლარით 1990-იანი წლების შუა პერიოდში. ზოგიერთი ქვეყანა ეყრდნობოდა მოკლევადიან სესხებას და სირთულეების წინაშე აღმოჩნდა პროლონგაციის მოთხოვნისას, როდესაც ინვესტორების განწყობა გაუარესდა (ინდონეზია, კორეა, ფილიპინები და რუსეთი 1990-იანი წლების ბოლოს). 2000-იან წლებში ECA-ში ქვეყნები არარეზიდენტი კრედიტორებისგან იღებდნენ სესხებს და საკრედიტო კრიზისი განიცადეს მას შემდეგ, რაც ლიკვიდურობის პირობები გამკაცრდა გლობალური ბანკებისთვის, რომლებიც ამ სესხების წყაროა (ხორვატია, უნგრეთი და ყაზახეთი 2000- იანი წლების ბოლოს).

6. სახელმწიფო ვალის მდგრადობის შეფასებისას საერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის მეთოდოლოგიით ვხელმძღვანელობთ, ვალის მდგრადობასთან დაკავშირებით რეალური სურათის მიღების მიზნით, მიგვაჩნია, რომ კანონით განსაზღვრული განმარტება ვალის შესახებ შესაბამისობაში უნდა იყოს საერთაშორისო ორგანიზაციების მიერ ვალის შესახებ მოცემულ განსაზღვრებასთან. ქვეყნები მზად უნდა იყვნენ, რომ შეინარჩუნონ ვალი იმ დონეზე, რომ მან საფრთხე არ შეუქმნას ზრდას და სტაბილურობას. არამდგრადმა ვალმა შეიძლება მიგვიყვანოს სავალო კრიზისამდე, როცა სახელმწიფოს არ შეუძლია ფინანსური ვალდებულებების დაფარვა და საჭიროა ვალის რესტრუქტურირება. დეფოლტის შემთხვევაში ქვეყანამ შეიძლება დაკარგოს წვდომა ბაზარზე, გაიზრდება ხარჯები და ამით ზიანი მიადგება ეკონომიკურ ზრდას და ინვესტიციებს. სახელმწიფო ვალის სიმძიმეზე საუბრისას მნიშვნელოვანია ყურადღება გამახვილდეს ვალის მდგრადობაზე, ფოკუსირება რისკებზე, რომლებიც პირდაპირ თუ ირიბად შეიძლება მოქმედებდეს ვალის მდგრადობაზე. ვალის მდგრადობის ანალიზის მიზანს წარმოადგენს შეაფასოს ვალის მდგრადობის დონე, აჩვენოს, თუ სადამდე შეუძლია სხვადასხვა შოკს გაზარდოს ვალის დონე და გამოავლინოს შესაძლო რისკები, რომლებსაც შეუძლიათ ვალის ტვირთი არამდგრად დონემდე გაზარდონ. საქართველოს ეკონომიკა მცირე ზომის ღია ეკონომიკაა, რომელიც ხასიათდება დოლარიზაციის ჯერ კიდევ მაღალი მაჩვენებლით, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტითა და საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებთან ინტეგრირებული ფინანსური სექტორით. ყოველივე ეს განაპირობებს საქართველოს ფინანსური სისტემის მოწყვლადობას გლობალური ეკონომიკური და ფინანსური ტენდენციების მიმართ. აღნიშნული სტრუქტურული გამოწვევების ფონზე საყურადღებოა გლობალური მაკროფინანსური გარემოდან მომდინარე რისკები: გლობალური ეკონომიკური ზრდის შენელება, რეგიონში გეოპოლიტიკური და ეკონომიკური სიტუაციის გამწვავება და განვითარებად ქვეყნებში ინვესტორებისთვის რისკის პრემიების ზრდის შესაძლებლობა. მიმდინარე ეტაპზე არა მხოლოდ რუსეთ-უკრაინის ომი, უკვე ისრაელის საომარი მდგომარეობაც ამდაფრებს მსოფლიო დაძაბულობას და

მკაფიო მოლოდინების ჩამოყალიბებას ფინანსურ სექტორში, რამდენადაც პირდაპირ აიასახება ომში პირდაპირ თუ ირიბად ჩართული ქვეყნების საგარეო ვაჭრობაზე, ფინანსური რესურსის ბრუნვაზე (იზღუდება ფულადი მოძრაობები-გზავნილები, გადარიცხვები სხვადასხვა ტიპის სანქციების გამო), ამბაფრებს ეკონომიკურ სირთულეებს და დროში კიდევ უფრო წელავს აღდგენასთან დაკავშირებულ პოზიტიურ ეფექტს. რამდენადაც ყველა ომში ჩართულ ქვეყანასთან საქართველო მჭიდრო სავაჭრო ურთიერთობებშია, შესაბამისად განსაკუთრებით მძაფრად აისახება ჩვენი ქვეყნის ეკონომიკაზე რეგიონში არსებული არასტაბილურობა.

7. სადისერტაციო ნაშრომის ამოცანა იყო სახელმწიფო საგარეო ვალზე მოქმედი ფაქტორების გავლენის ანალიზი და პროგნოზირების მოდელის შექმნა. სახელმწიფო ვალის არსებული მდგომარეობის შესწავლისა და პროგნოზირების ჩატარების მიზნით პირველ რიგში შეირჩა სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპზე მოქმედი ფაქტორები, რომლებიც ჩვენ მიერ შესწავლილი მასალებისა და სტატისტიკური მონაცემების მიხედვით ყველა ფაქტორზე მეტად ახდენს გავლენას. პირველ ეტაპზე დამოკიდებული და დამოუკიდებელი ცვლადების მონაცემების დროში ცვლილების დასადგენად აგებული გრაფიკები ვიზუალურად აჩვენებს, რომ არცერთი მათგანი არ არის სეზონური და მას არ აქვს ტრენდი. დადგინდა, რომ დროითი სერიები უფრო სტაციონარულია, ვიდრე არასტაციონარული. დარწმუნებისათვის მონაცემები შემოწმდა ერთეული ფესვის არსებობაზე დიკი-ფულერის ტესტის გამოყენებით. აღმოჩნდა, რომ ყველა ცვლადის დროითი სერია არის სტაციონარული, მაშასადამე ნულოვანი ჰიპოთეზა უარყოფილია.

8. სახელმწიფო ვალზე მოქმედი ფაქტორები დამოუკიდებელია, რაც მოდელის ხარისხს ამაღლებს. ინფლაციის ზრდის ტემპისა და უმუშევრობის ზრდის ტემპი თითქმის ვერ ახდენენ გავლენას ვალის ზრდის ტემპზე. მოდელის ხარისხის შემოწმება დაგვარწმუნებს თითოეული ცვლადის სტატისტიკურ მნიშვნელოვნებაში. სახელმწიფო საგარეო ვალის, როგორც საკვლევი მაჩვენებლის, ფაქტორთა მონაცემების მიხედვით, სახეზე გვაქვს წრფივი მრავლობითი რეგრესია.

კვლევა ჩატარდა რეგრესული მოდელის აგებით, მისი ხარისხის შემოწმებით და პროგნოზირების მოდელების გამოყენებით. რეგრესული მოდელიდან ვადასტურებთ, რომ სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპზე ვალის მომსახურების პროცენტი ბიუჯეტის მიმართ არის უარყოფითი, ე.ი. მომსახურების შემცირება ზრდის ვალის ზრდის ტემპს. ეს დამოკიდებულება შესაბამისია პროგნოზით მოცემული დამოკიდებულებისა. ე.ი. კიდევ ერთხელ დასტურდება შერჩეული ფაქტორების სტატისტიკური მნიშვნელოვნება.

9. ფაქტორთა სწორად შერჩევის დადგენისათვის ყველა ფაქტორი შემოწმდა ასევე მიზეზ-შედეგობრივ კავშირზე სახელმწიფო ვალთან მიმართებაში გრეინჯერის ტესტით. გრეინჯერის მიზეზობრიობის ტესტის მიხედვით საგარეო ვალის მომსახურება ბიუჯეტის მიმართ, ბიუჯეტის დეფიციტი და უმუშევრობის ზრდის ტემპი არის სახელმწიფო ვალის ზრდის მიზეზი, ხოლო დანარჩენი ცვლადები არ წარმოადგენენ სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის მიზეზებს. სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპზე გავლენას ახდენს ისეთი სტაციონარული ფაქტორები, როგორცაა ვალის მომსახურების წილი ბიუჯეტთან მიმართებაში, მშპ, ინფლაცია, გაცვლითი კურსი, ბიუჯეტის დეფიციტი და უმუშევრობა. თუმცა გრეინჯერის ტესტით მიზეზ-შედეგობრივი ანალიზით დავადგინეთ, რომ ცვლადებს შორის ყველაზე მაღალი ხარისხით საგარეო ვალის ცვლილებაზე გავლენას ახდენს ვალის მომსახურების კოეფიციენტი, ბიუჯეტის დეფიციტი და უმუშევრობის ზრდის ტემპი.

10. შერჩეული ფაქტორების გავლენას სახელმწიფო საგარეო ვალზე ადასტურებს რეგრესული ანალიზიდან მიღებული დეტერმინაციის კოეფიციენტი 0,75, რაც ადასტურებს, რომ მოდელი სწორად არის შერჩეული. Akaike info criterion საინფორმაციო კრიტერიუმი ტოლია -0.701732, კრიტერიუმის შეფასების წესის მიხედვით, რაც უფრო დაბალია, მით უფრო მაღალი ხარისხისაა რეგრესული მოდელი. Durbin Watson-ის სტატისტიკური მონაცემი გამორიცხავს ავტოკორელაციას ცვლადების ნაშთებს შორის. ეს მოდელის სწორად შერჩევის კიდევ ერთი დადასტურებაა. როგორც რეგრესული ანალიზიდან ჩანს, დეტერმინირებული $R^2 = 0,73$, ეს მაჩვენებელი არ არის ძალიან მაღალი, მაგრამ

შერჩეული ფაქტორების გავლენას სახელმწიფო ვალის ზრდის ტემპზე ადასტურებს. ნულოვანი ჰიპოთეზის ალბათობაც აჩვენებს მის უარყოფას, ე.ი. სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპი უკავშირდება ვალის მომსახურებას ბიუჯეტის მიმართ, ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდის ტემპსა და უმუშევრობის ზრდის ტემპთან.

9. სახელმწიფო ვალის ზრდის ტემპი, ბიუჯეტის ვალის მომსახურების ზრდის ტემპი, უმუშევრობის ზრდის ტემპი და ბიუჯეტის დეფიციტის ავტორეგრესული პარამეტრები ადასტურებს, რომ ისინი სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია (prob. < 0.05), რაც ARIMA-ს ავტორეგრესული მოდელით პროგნოზირების საფუძველს წარმოადგენს. ავტორეგრესული სრიალა საშუალოს ინტეგრირებული მოდელი ARIMA ზომავს დამოუკიდებელი ცვლადის კავშირს სხვა ცვლადებთან და იძლევა პროგნოზირების საშუალებას. ჩვენს შემთხვევაში ამ მოდელის გამოყენების ყველა პირობა დაცულია: დროითი სერიები არ შეიცავს სეზონურობას და არის სტაციონარული. რაც შეეხება თითოეულ ცვლადს, სახელმწიფო ვალის ზრდის ტემპი (y), ბიუჯეტის ვალის მომსახურების ზრდის ტემპი, უმუშევრობის ზრდის ტემპი და ბიუჯეტის დეფიციტის ავტორეგრესული პარამეტრები ადასტურებს, რომ ისინი სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია (prob. < 0.05) და პროგნოზირების საფუძველს წარმოადგენს. პროგნოზირებისათვის გამოყენებულია Excel კომპიუტერული პროგრამის პროგნოზის ბრძანება.

10. საპროგნოზო მაჩვენებლებიდან ვადგენთ, რომ სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპი 2024 წლიდან 2029 წლის ბოლომდე 30%-მდე იზრდება, ვალის მომსახურება ბიუჯეტთან მიმართებაში 3-4%-ის ფარგლებში ვარირებს. პროგნოზის მონაცემები აჩვენებს ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდას მომავალ 6 წელიწადში დაახლოებით 95%-ით. შეიძლება ითქვას, რომ ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდა პირდაპირპროპორციულად აისახება სახელმწიფო საგარეო ვალზე. რაც შეეხება უმუშევრობა 11 %-იანი ნიშნულიდან 2024-2029 წლების განმავლობაში კლებულობს -5% - -7%-მდე. ეკონომიკური არსის მიხედვით უმუშევრობის შემცირება მშპ-ს ზრდასთან უნდა იყოს დაკავშირებული, რაც გამორიცხავს დეფიციტს და ვალის მომსახურების ზრდის შესაძლებლობას მისცემს ქვეყანას.

უმუშევრობა ის მაკროეკონომიკური ფაქტორია, რომელმაც შესაძლებელია სრულიად შეცვალოს ქვეყნის ეკონომიკის მდგომარეობა და მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინოს სახელმწიფო საგარეო ვალის პოლიტიკაზე. ჩვენ შემთხვევაში რეგრესული ანალიზის თანახმად, უმუშევრობის დამოკიდებულება სახელმწიფო საგარეო ვალის მომსახურებასთან არის დადებითი და ხასიათდება რეგრესიის 0.210526 კოეფიციენტით. ცვლადებს შორის ყველაზე მაღალი კოეფიციენტია. ე.ი. უმუშევრობის ზრდა 1%-ით სახელმწიფო ვალის ზრდის ტემპს გაზრდის 0, 21 %-ით. პროგნოზის მონაცემების მიხედვით 2021 წელთან შედარებით 2027 წლისათვის უმუშევრობა მცირდება 7%-ით. ამ შემთხვევაში ლოგიკურია ახსნა: ვალის ზრდასთან ერთად უმუშევრობა შემცირდება; უმუშევრობის შემცირება ეკონომიკური აქტივობის შედეგია, ეკონომიკური აქტივობა საჭიროებს ფინანსურ რესურსებს, რომლისთვისაც სავსებით შესაძლებელია სახელმწიფომ მიმართოს ვალის ზრდის პოლიტიკას.

11. პროგნოზის შედეგების რეგრესული ანალიზის შედეგად მიღებულ კოეფიციენტებთან დაკავშირებით დასტურდება, რომ მოდელი ყველა კრიტერიუმით არის ხარისხიანი. ბიუჯეტის დეფიციტი (ზრდის ტემპი) რეგრესულად ადასტურებს, რომ ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდა გამოიწვევს სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდას, ასევე შეესაბამება საპროგნოზო მონაცემებს. ე.ი. სახელმწიფო საგარეო ვალის ზრდის ტემპი და ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდის ტემპი პირდაპირპროპორციულია, უფრო ზუსტად, ბიუჯეტის დეფიციტის 1%-იანი ზრდა გამოიწვევს სახელმწიფო საგარეო ვალის ტემპს დაახლოებით 0.028%-ით გაზრდის. აქაც დასტურდება შერჩეული ფაქტორის სტატისტიკური მნიშვნელოვნება.
12. საქართველოს, როგორც საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრის სრულუფლებიანი წევრის საგარეო ვალის მართვის სისტემა, შესაბამისობაში უნდა მოდიოდეს საერთაშორისო სტანდარტებთან და პრინციპებთან. ვალის მართვის არსებულ სისტემას აქვს გარკვეული სუსტი მხარეები, რომელთა აღმოფხვრისა და სავალო პოლიტიკის ეფექტიანობის ამაღლების მიზნით, მიზანშეწონილად მიგვაჩნია შემდეგი ღონისძიებების გატარება:

- სახელმწიფო საგარეო ვალის ოდენობა შესაბამისობაში უნდა იქნეს მოყვანილი სახელმწიფოს მიერ ვალის მომსახურებისა და დაფარვის რეალურ შესაძლებლობებთან.
- საგარეო და საშინაო ვალების მომსახურების სტაბილურობის უზრუნველყოფა.
- საგარეო ვალის გრაფიკში გადახდების პიკების აღმოფხვრა.
- საგარეო ვალის სტრუქტურის ოპტიმიზაცია, მასში ბაზრის კომპონენტის წილის გაზრდით.
- სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ხარისხის გაუმჯობესება მისი ლიბერალიზებით, ინვესტორთა წრის გაფართოებით და ლიკვიდურობის გაზრდით.
- ფინანსურ ბაზრებზე ზედმეტი კონკურენციისა და სავალო ვალდებულებათა შეუსრულებლობის რისკის თავიდან აცილების მიზნით, სახელმწიფო საგარეო სავალო პოლიტიკის კოორდინაცია კორპორაციათა საგარეო სავალო პოლიტიკასთან.
- სახელმწიფო საგარეო ვალის მართვის ერთიანი ინტეგრირებული სისტემის შექმნა, საგარეო სესხის აღების მიზნობრიობის საკანონმდებლო დონეზე დამტკიცება.
- მიღებულ გადაწყვეტილებებზე პასუხისმგებლობისა და ანგარიშვალდებულების ხარისხის ამაღლება.
- საგარეო ვალის ხარჯვის გამჭვირვალობისა და საჯაროობის გაზრდა და ვალის ხარჯვის ეფექტიანობის აუდიტის მეთოდების პრაქტიკაში დანერგვა.
- ვალის მართვის რაციონალიზაცია პრაქტიკაში დანერგვა აღრიცხვის ერთიანი მეთოდოლოგიისა და სავალო ვალდებულებათა ცალკეული სახეების მიხედვით ერთიანი ინტეგრირებული მონაცემთა ბაზის საფუძველზე.
- სახელმწიფო საგარეო ვალის სტრუქტურასთან დაკავშირებული რისკების ანალიზისა და შეფასების სამეცნიერო სისტემის შექმნა ჩამოყალიბება.
- საგარეო ვალის აღების დაგეგმვის საიმედო და გამჭვირვალე მექანიზმის დანერგვა.

გამოყენებული ლიტერატურა:

ქართული ბიბლიოგრაფია:

1. გამსახურდია გივი, „ფინანსების როლი საქართველოს გარდამავალ ეკონომიკაში“, თბილისი. 1997;
2. გრიშკაშვილი ამბროსი, „გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნები“, თბილისი. 1998;
3. გრიშკაშვილი ამბროსი, „გზა ევროკავშირისკენ“, თბილისი. 2003;
4. თოდუა გრიგოლ, ვეშაპიძე შოთა, „მსოფლიო ეკონომიკა“, თბილისი. 2001;
5. მუჩიაშვილი მარინა, საქართველოს სახელმწიფო ვალის მდგრადობის სტატისტიკური ანალიზი, თბილისი. 2018;
6. პაპავა ვლადიმერ, ჭარაია ვახტანგ, საქართველოს სახელმწიფო ვალის ზრდის პრობლემა COVID-19-ის პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური კრიზისის პირობებში. 2021;
7. ჯიბუტი ამირან, ლლონტი ივანე, საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი, თბილისი. 2003;
8. ევრობონდი-პროსპექტუსი, <https://www.mof.ge/images/File/2021/evrobondi/20-04-21/Argo%20-%20Final%20OC.pdf>;
9. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2023) მაკროეკონომიკური სცენარების ანალიზი;
10. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2022) <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/05/05/Georgia-Sixth-Review-Under-the-Extended-Arrangement-and-Requests-for-a-Waiver-of-49394>
11. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2023) <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2020/12/18/Georgia-Seventh-Review-Under-the-Extended-Fund-Facility-Arrangement-and-Request-for-49973>

12. ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში, 2020 წელი, 26-27 გვ.
https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/finstability/2020/finstability_2020_geo.pdf)
13. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2020) მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი 2021-2030 წლებისთვის 11.2020
14. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2018) მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი 2019-2028 წლებისთვის 11/2018
15. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2010) ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010 წ., გვ.21.
16. კანონი (2011) საქართველოს კანონი ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ 01/07/2011
17. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2019) ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2019 წ., გვ.18;
18. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2020) საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი N14 06, 2020
წ.https://mof.ge/images/File/2020/biuletenebi/N14_GE.pdf;
19. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2014) საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი - ივნისი, 2014;
20. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2015) საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი - დეკემბერი, 2015;
21. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2016) საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი - დეკემბერი, 2016;
22. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2017) საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი - დეკემბერი, 2017;
23. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2017) სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია 2017-2020 წლებისთვის
24. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2019) მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-2021 წლებისთვის;

25. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2020) მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2023-2026 წლებისთვის;
26. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2020) ვალის მართვის ეფექტიანობის შეფასება, 2020 წელი [DeMPA Report 2020.pdf \(mof.ge\)](#);
27. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2023) მთავრობის ვალის ყოველთვიური ანგარიში - მარტი/2023;
28. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2022) მთავრობის ვალის ყოველთვიური ანგარიში - დეკემბერი/2022;
29. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2022) მთავრობის ვალის ყოველთვიური ანგარიში - ივლისი/2022;
30. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2022) საგარეო საკრედიტო რესურსებიდან გაცემული სესხები, 2022 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით
31. კანონი - საქართველოს კანონი სახელმწიფო ვალის შესახებ
32. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2022) ურთიერთგაგების მემორანდუმი - 2022, საქართველოს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა
33. საქართველოს ბიზნეს ასოციაცია (2017) საქართველოს საგარეო ვალი, 2017 წელი
34. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2023) საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი №19 https://www.mof.ge/images/File/2023/biuletenebi/30-03-2023/N19_GE.pdf
35. სახელმწიფო აუდიტი (2021) სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის მოხსენება „2021 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის შესრულების წლიური ანგარიშის შესახებ“ მთავრობის ანგარიშზე (რეგისტრაციის № 1-6198/22/10, ბიუროზე განხილული დოკუმენტი, დანართი) ([parliament.ge](#));
36. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2020)- საქართველოს ეროვნული ბანკი. წლიური ანგარიში 2020 წელი [annual-report-2020-geo.pdf](#), 72 გვერდი;

37. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2020) საქართველო COVID-19-ზე რეაგირების საგანგებო ღონისძიებათა პროექტი, 04/2020, <https://www.mof.ge/images/File/Covid-19/draft-COVID-19-ESCP-GEO.pdf>;
38. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2014) საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი N2, 06/2014, [Public Sector Debt Statistical Bulletin N2 Fin.pdf \(mof.ge\)](https://www.mof.ge/images/File/Public_Sector_Debt_Statistical_Bulletin_N2_Fin.pdf);
39. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2017) საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი N7, 03/2017, [https://mof.ge/images/File/საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი - დეკემბერი, 2017.pdf](https://mof.ge/images/File/საქართველოს_სახელმწიფო_ვალის_სტატისტიკური_ბიულეტენი_-_დეკემბერი,_2017.pdf);
40. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2019) საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი N12, 06/2019, https://mof.ge/images/File/2019/biuletenebi/30.09.2019/N12_GE.pdf;
41. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2012) საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი N18, 06/2022, https://mof.ge/images/File/2022/biuletenebi/30-09-2022/N18_GE;
42. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2020)- ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში, 26-27 გვ. https://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/finstability/2020/finstability_2020_geo;
43. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2010) ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010 წ., გვ.21.
44. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2019) ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2019 წ., გვ.18.
45. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2020) საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი N14 06, 2020 წ. https://mof.ge/images/File/2020/biuletenebi/N14_GE;
46. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2013) ვალის მართვის ეფექტიანობის შეფასება, DeMPA Report 2013;

47. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2013) 2009-2013 წლების სტრატეგია და სამოქმედო გეგმები;
48. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2014) 2014-2017 წლების სტრატეგიის დოკუმენტი, 2014-2017 წლების სტრატეგია და სამოქმედო გეგმები;
49. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2018) 2018-2022 წლების სტრატეგია და სამოქმედო გეგმები;
50. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2023) 2023-2026 წლების სტრატეგიის პროექტი;
51. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო (2023) მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2024-2027
52. ბერიძე სოფიო, მსოფლიო დავალიანების პრობლემა და სავალო კრიზისის საფრთხეები, საერთაშორისო სამეცნიერო კონფერენციის მასალების კრებული, 564 გვ. 2021;
53. ბერიძე სოფიო, ბერიძე ლია, „კორპორატიული სოციალური პასუხისმგებლობის მნიშვნელობა Covid-19-ის პირობებში“, საერთაშორისო სამეცნიერო პრაქტიკული კონფერენცია Covid-19-ის პრობლემები და მათი გადაჭრის გზები ეკონომიკაში, ბიზნესსა და მედიცინაში, ქუთაისი. 2021;

უცხოენოვანი ბიბლიოგრაფია:

54. Arslanalp S., Blair H.P. (2004) Is Debt Relief Efficient? Nber Working Paper N10217, p. 7;
55. Aybarc S., Theory of Public Debt and Current Reflections, DOI: <http://dx.doi.org/10.5772/intechopen.82730>;
56. Buchanan M. (1958) "Public Principles of Public Debt: A Defense & Restatement" Richard. D., Irwin, Illinois, p. 1; Buchana. M. "Principles of Public Debt, Preface – VIII, მოძიებულია 19.02.2020 წ.

57. **Beridze S., Tsintsadze A., Oniani L. (2023)** „STATE DEBT PORTFOLIO AND ITS MANAGEMENT TRENDS“, ჟურნალი INNOVATIVE ECONOMICS AND MANAGEMENT, DOI: <https://doi.org/10.46361/2449-2604.10.1.2023>, Batumi;
58. **Beridze S., Oniani L. (2023)** „Regressive analysis and forecast of state debt“, ჟურნალი INNOVATIVE ECONOMICS AND MANAGEMENT, DOI: <https://doi.org/10.46361/2449-2604.10.2.2023.47-62>, Batumi;
59. **Calderón and Servén (2010)** Égert, Kozluk and Sutherland 2009;
60. **Chowdhury R.A. (2001)** External debt and Growth in developing countries, UNU/Wider, p.95;
61. **Hakura D. (2020)** <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/09/what-is-debt-sustainability-basics.htm>, what is debt sustainability ?
62. **Debt-clock** <https://commodity.com/data/estonia/debt-clock>
63. **Georgia - Credit Rating** (tradingeconomics.com);
64. **Georgia KfW (2022)** Development Bank (kfw-entwicklungsbank.de), <https://www.kfw-entwicklungsbank.de/International-financing/KfW-Development-Bank/Local-presence/Europe/Georgia/>;
65. **Georgia AFD (2022)** <https://www.afd.fr/en/page-region-pays/georgia> Georgia | AFD - Agence Française de Développement
66. **Georgia and the EIB**, <https://www.eib.org/en/projects/regions/eastern-neighbours/georgia/index.htm>
67. **IMF (2011)** - Public Sector Debt Statistics – Guide for Compilers and Users, pp 6.;
68. **Muley R. (2018)** Public Debt: Meaning, Classification and Method of Redemption. Available from: www.economicdiscussion.net/debt-2/public-debt-meaning-classificationand-method-of-edemption/17472 [Accessed: Oct 10, 2018]
69. **Richardo D.**, “Principles of Political Economy and Taxation ‘works and correspondence of D. Richarda, Vol. 1, pp. 243; მოძიებულია 25.04.2018 წ
70. **Say J. B.**, “A Treatise on Political Economy (Translated by C. E. Princsep), p. 442, მოძიებულია 25.04.2018 წ.

71. **Smith A**, “Wealth and Nations ,Book-V, Chapter-I, Part-III(quoted in A. A. Dange, unpublished Ph. D. Thesis; მოძიებულია 14.06.2019
72. **THEORETICAL ASPECTS OF PUBLIC DEBT**, II chapter, pp 20; მოძიებულია 18.09.2019
73. **World Bank (2020)**, Gobal Waves of Debt;
74. **World Bank (2001)** “Guidelines for Public Debt Management.” Washington, DC;
75. **World Bank (2018)** “Revised Guidelines for Public Debt Management.” Washington, DC;
76. **World Bank (2018)** Debt Vulnerabilities in Emerging and Low-Income Economies. Meeting of the Development Committee. Washington DC;
77. **World Bank (2018)** “G-20 Note: Strengthening Public Debt Transparency: The Role of the IMF and the World Bank.” Washington, DC;
78. **The EBRD in Georgia: overview**, <https://www.ebrd.com/where-we-are/georgia/overview.html>;
79. **World Bank-IMF (2021)** Debt Sustainability Framework for Low-Income Countries, March 17,2021; <https://www.imf.org/en/About/Factsheets/Sheets/2016/08/01/16/39/Debt-Sustainability-Framework-for-Low-Income-Countries>);
80. **World Bank**, Glossary.databank.worldbank.org
81. **roedl.com** Successfully investing in Estonia | Rödl & Partner;
82. **thebalancemoney.com** How Did the U.S. National Debt Get So Big? ;
83. **New York Times, Washington Post, Los Angeles Times, Daily Yomiuri, Times of London, Japan National Tourist Organization (JNTO), National Geographic, The New Yorker, Time, Newsweek, Reuters, AP, Lonely Planet Guides, Compton’s Encyclopedia** and various books and other publications;
84. **Алехин Б.И. (2004)** Государственный долг, Москва;
85. **Воложинская М. (1999)** Государственная долговая политика в условиях кризиса

ინტერნეტრესურსები:

86. [https://www.mof.ge/;](https://www.mof.ge/)
87. <https://www.tradingeconomics.com;>
88. <https://commodity.com/data/estonia/debt-clock;>
89. <https://www.parliament.ge;>
90. <https://www.ebrd.com;>
91. <https://www.kfw-entwicklungsbank.de;>
92. <https://www.afd.fr/en/>
93. <https://www.worldbank.org;>
94. <https://www.nbg.gov.ge;>
95. [https://www.eib.org/en/;](https://www.eib.org/en/)
96. <https://www.roedl.com;>
97. <https://www.thebalancemoney.com.>

დანართები:

დანართი N1. სახელმწიფოს ვალის პორტფელი:

მაჩვენებლები (მლნ ლარი)/ წელი	სახელმწიფო ვალი	სახ.საგარეო ვალი	საგარეო ვალის წილი პორტფელში (%)	სახ.ვალი/მშპ-თან (%)	სახ.საგარეო ვალი/მშპ-თან (%)
2001	3,740	3,035	81,15	56,03	45,50
2002	4,130	3,342	80,92	55,45	44,80
2003	3,900	3,246	83,23	45,51	37,92
2004	3,630	2,906	80,06	36,92	29,59
2005	3,400	2,692	79,18	29,23	23,17
2006	3,180	2,504	78,74	23,09	18,16
2007	3,260	2,452	75,21	19,20	14,43
2008	4,480	3,711	82,83	23,47	18,49
2009	5,550	4,542	81,84	30,86	24,01
2010	6,960	5,821	83,64	31,89	26,67
2011	8,909	6,025	67,63	36,60	23,65
2012	9,121	7,218	79,14	34,80	26,51
2013	9,306	7,296	78,40	34,70	25,52
2014	10,375	7,827	75,44	35,70	25,15
2015	13,160	10,334	78,53	41,30	30,45
2016	15,123	11,952	79,03	44,40	33,35
2017	16,956	13,421	79,15	44,20	32,93
2018	17,795	14,545	81,74	43,00	32,61
2019	20,623	16,463	79,83	41,20	33,43
2020	30,835	24,690	80,07	61.9	49.6
2021	31,216	25,417	81,42	51.4	41.9
2022	29,719	22,550	75.9	40.7	30.9
2023	32,410	23,957	73.9	40.5	29.9

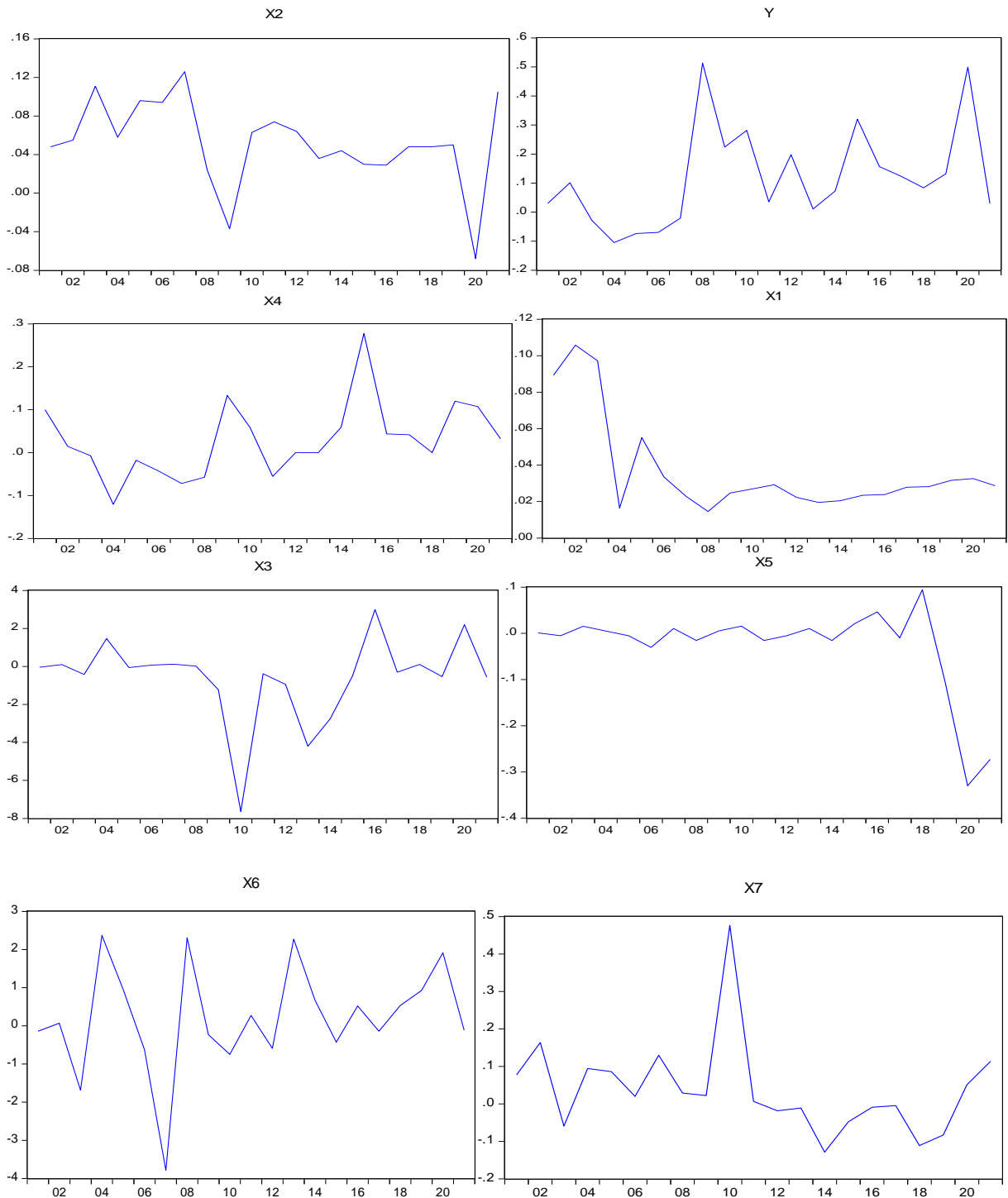
წყარო: <https://mof.ge/>; <https://www.geostat.ge/> ავტორის მიერ შედგენილი

დანართი N2: სახელმწიფო ვალის ზრდის ტემპზე მოქმედი ფაქტორები

მაჩვენებლები (მლნ ლარი)/ წელი	სახელმწიფო საგარეო ვალი (ზრდის ტემპი)	ვალის მომსახურება % ბიუჯეტთან მიმართებაში	შპპ-ზრდის ტემპი	ინფლაციის ზრდის ტემპი	გაცვლითი კურსის ზრდა	საპროცენტო განაკვეთის ზრდა	ბიუჯეტის დეფიციტი -ზრდის ტემპი	უმუშევრობის ზრდის ტემპი
2001	3%	9%	4,8%	-4%	10%	0,1%	-14%	8%
2002	10%	11%	5,5%	10%	1%	-0,5%	7%	16%
2003	-3%	10%	11,1%	-42%	-1%	1,5%	-169%	-6%
2004	-10%	1,6%	5,8%	146%	-12%	0,5%	237%	9%
2005	-7%	5,5%	9,6%	-6%	-2%	-0,5%	95%	9%
2006	-7%	3,4%	9,4%	7%	-4%	-3,0%	-62%	2%
2007	-2%	2,3%	12,6%	12%	-7%	1,0%	-379%	13%
2008	51%	1,5%	2,4%	1%	-6%	-1,5%	231%	3%
2009	22%	2,5%	-3,7%	-122%	13%	0,5%	-23%	2%
2010	28%	2,7%	6,3%	-764%	6%	1,6%	-75%	48%
2011	4%	2,9%	7,4%	-39%	-6%	-1,5%	27%	1%
2012	20%	2,2%	6,4%	-94%	0%	-0,5%	-59%	-2%
2013	1%	2,0%	3,6%	-420%	0%	1,0%	228%	-1%
2014	7%	2,0%	4,4%	-275%	6%	-1,6%	67%	-13%
2015	32%	2,3%	3,0%	-50%	28%	2,1%	-43%	-5%
2016	16%	2,4%	2,9%	300%	4%	4,6%	52%	-1%
2017	12%	2,8%	4,8%	-30%	4%	-1,0%	-14%	0%
2018	8%	2,8%	4,8%	10%	0%	9,5%	53%	-11%
2019	13%	3,2%	5,0%	-53%	12%	-10,5%	93%	-8%
2020	50%	3,3%	-6,8%	220%	11%	-33,0%	191%	5%
2021	3%	2,9%	10,5%	-56%	3%	-27,3%	-11%	11%
2022	-11%	1,2%	17%	24%	-9%	142%	-53%	-9%
2023	6%	2,3%	11%	-77%	-8%	51%	32%	-11%

წყარო: <https://mof.ge/>; <https://www.geostat.ge/> ავტორის მიერ შედგენილი

დანართი 3: დამოუკიდებელი და დამოკიდებული ცვლადების დროითი სერიების გრაფიკები:



წყარო: ავტორის მიერ აგებული კომპიუტერული უზრუნველყოფის პროგრამის გამოყენებით

დანართი N4: მონაცემთა სტაციონარულობის შემოწმების შედეგი დიკი-ფულერის ტესტით

Variable	Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=4)										
	Augmented Dickey-Fuller test statistic --- t-Statistic -3.623702 prob---0.0148.										
	Coefficient	Prob.*	R-squared	F-statistic	Prob(F-statistic)	Akaike info criterion	Durbin-Watson stat	Std. Error	t-Statistic	ADF t-Statistic -	ADF-Prob.
Y(-1)	-0.843695	0.0019	0.421802	1.313.122	0.001942	-0.526489	1.984.376	0.232827	-3.623.702	-1.068.541	0.0149
X1(-1)	-1.046.064	0.0000	0.911586	4.811.514	0.000000	-6.787.473	1.133.080	0.097896	-1.068.541	-1.068.541	0.0000
X2(-1)	-0.991449	0.0007	0.477283	1.643.544	0.000745	-3.158.738	1.927.540	0.244557	-4.054.065	-4.054.065	0.0059
X3(-1)	-0.828439	0.0022	0.415053	1.277.204	0.002170	4.570.638	1.982.733	0.231809	-3.573.799	-3.573.799	0.0164
X4(-1)	-0.732832	0.0041	0.375197	1.080.906	0.004091	-1.946.998	1.904.028	0.222900	-3.287.713	-3.287.713	0.0295
X5(-1)	-5.117.441	0.0018	0.671760	6.139.652	0.006292	-2.721.096	2.311.244	1.284.202	-3.984.919	-3.984.919	0.0082
X6(-1)	-1.222.300	0.0000	0.611265	2.830.408	0.000047	3.690.722	2.117.846	0.229749	-5.320.158	-5.320.158	0.0004
X7(-1)	-0.927468	0.0010	0.460332	1.535.384	0.001007	-1.100.152	1.964.684	0.236696	-391.839	-3.918.397	0.0079

წყარო: ავტორის შედგენილი