

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო  
უნივერსიტეტი  
ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი  
ეკონომიკის სამაგისტრო პროგრამა  
მაკროეკონომიკის მიმართულება



ვ ა ს ო ო ჩ ი გ ა ვ ა

ეკონომიკის მაგისტრის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად წარმოდგენილი ნაშრომი  
თემაზე:

სახელმწიფო ვალი და ფისკალური პოლიტიკა

მეცნიერ ხელმძღვანელი:  
ასოცირებული პროფესორი,  
ნაზირა კაკულია

თბილისი

2019

## ანოტაცია

ფისკალური პოლიტიკის მდგრადობა მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მიზნის მიღწევის ერთ-ერთი ფუნდამენტური ფაქტორია. საბიუჯეტო ხარჯების ზრდა, რომელიც ვალის აღების პარალელურად მიმდინარეობს, ხშირად აჩენს მოლოდინს, რომ მომავალში მდგრადობის და გადახდისუნარიანობის შესანარჩუნებლად საჭირო იქნება საბიუჯეტო კონსოლიდაცია: ხარჯების შეკვეცა ან გადასახდების ზრდა ვალის სტაბილურობის შესანარჩუნებლად.

გონივრული ფინანსური მმართველობის პირობებში, სახელმწიფო ვალი შეიძლება განხილულ იქნეს, როგორც ეკონომიკური ზრდის მასტიმულირებელი ერთ-ერთი ინსტრუმენტი. თუმცა, სახელმწიფო ვალის არაეფექტიანმა მართვამ შესაძლოა ქვეყანა ეკონომიკური ზრდის ნაცვლად კრიზისამდე მიიყვანოს. გამომდინარე აქედან, ქვეყნის მდგრადი განვითარების უზრუნველსაყოფად მნიშვნელოვანია სახელმწიფო ვალის გონივრული მართვა.

ნაშრომის პირველ თავში განხილულია ძირითადი მაკროეკონომიკური თეორიები სახელმწიფო ვალთან დაკავშირებით ნეგატიური და პოზიტიური ეფექტების ასპექტში.

მეორე ნაწილში განხილულია ფისკალური მდგრადობის თანამედროვე გამოწვევები, ვალის მდგრადობის ანალიზის ინსტრუმენტები და კავკასიისა და ცენტრალური აზიის ქვეყნების ფისკალური მდგომარეობა.

მესამე ნაწილში განხილულია საქართველოში არსებული მდგომარეობა სახელმწიფოს შიდა და საგარეო ვალის ტენდენციები, საშუალოვადიანი ვალის მართვის სტრატეგია და ვალის მდგრადობის ანალიზი.

## Abstract

Sustainability Fiscal Policy is one of the fundamental factors for achieving macroeconomic stability. Increase in budgetary expenditures, which is taking place in parallel with debt level rising, often leads to anticipation that budgetary consolidation will be necessary to maintain sustainability and solvency in the future: Cutting costs or tax increases to maintain debt stability.

Under reasonable financial governance, the state debt can be considered as one of the tools to stimulate economic growth. However, the inefficient governance of the state debt may lead to a crisis rather than economic growth. Therefore, it is important to implement prudential management of public debt to ensure sustainable development of the country.

In the first chapter of the work the main macroeconomic theories are discussed in the aspect of negative and positive effects of public debt.

The second part examines modern challenges of fiscal sustainability, tools for debt sustainability analysis, and fiscal situation in the Caucasus and Central Asian countries.

The third part discusses current state of the internal and external debt trends of the republic of Georgia, medium-term debt management strategy and debt sustainability analysis.

## სარჩევი

შესავალი .....	5
თავი I. სახელმწიფო ვალის არსი და გამომწვევი მიზეზები .....	14
1.1 თეორიული შეხედულებები სახელმწიფო ვალზე .....	14
1.2 სახელმწიფო ვალის ნეგატიური და პოზიტიური ეფექტები.....	21
1.3 სახელმწიფო ვალის სტაბილურობა.....	25
თავი II. ფისკალური მდგრადობის თანამედროვე გამოწვევები .....	29
2.1 ვალის მდგრადობის ანალიზი ღია ფინანსურ ბაზრებთან წვდომის მქონე ქვეყნებისთვის(MAC DSA) და ვალის მდგრადობის ჩარჩო დაბალი შემოსავლების მქონე ქვეყნებისთვის(LIC DSF).....	34
2.2 კავკასიისა და ცენტრალური აზიის ქვეყნების ფისკალური ანალიზი.....	44
თავი III. საქართველოს სახელმწიფო ვალის მართვა .....	51
3.1 საქართველოს სახელმწიფო ვალის პორტფელის აღწერა და მდგომარეობის ანალიზი ..	55
3.2 საქართველოს ვალის მდგრადობის ანალიზი და მართვის სტრატეგია .....	73
დასკვნა .....	82
გამოყენებული ლიტერატურა.....	84

## შესავალი

საჯარო ფინანსების ფუნდამენტურ კითხვებზე ჯერჯერობით პოლიტიკოსებსა და ეკონომისტებს შორის კონსენსუსი არ მიღებულა. სახელმწიფო ხარჯების ზრდის და დეფიციტური ხარჯვის მხარდამჭერები გარკვეულ სიტუაციებში მიუთითებენ ამ პოლიტიკის მნიშვნელოვან ეკონომიკურ სარგებელზე. მათი ოპონენტები კი იმ საფრთხის გამო აფრთხილებენ, რომელიც შეიძლება მსგავსმა პოლიტიკამ გამოიწვიოს .

პოლიტიკურ დებატებში გაკეთებული პოზიტიური და ნორმატიული არგუმენტები ძლიერ ჰგავს დევიდ რიკარდოს მოსაზრებებს.რაც გვიჩვენებს, რომ რიკარდოს მოსაზრებები სახელმწიფო ვალის შესახებ მნიშვნელოვანი ნაბიჯი იყო თანამედროვე საჯარო ფინანსების თეორიის ევოლუციის პროცესში და დღემდე ინარჩუნებს აქტუალურობას.<sup>1</sup>(Ricardo, 2001)

ეკონომიკური ანალიზის ევოლუციამ ხელი შეუწყო სახელმწიფო სესხების შედეგების განხილვას. რასაც მოჰყვება ამ საკითხების შესახებ სხვადასხვა მოაზროვნების მსჯელობის მოკლე შეფასებები.

**საკვლევი საგნისა და ობიექტის ფორმულირება:** ქვეყნის ეკონომიკის მდგომარეობის და ფისკალური ეკონომიკური პოლიტიკის ეფექტიანობის შეფასებისთვის მნიშვნელოვან ეკონომიკურ კატეგორიას წამოადგენს სახელმწიფო ვალი. სახელმწიფო ვალი იყოფა ორ კომპონენტად: საგარეო სახელმწიფო ვალი და შიდა სახელმწიფო ვალი. მათი ჯამი იძლევა მთავრობის საერთო დავალიანებას. შიდა ვალი ქვეყნის დავალიანებაა თავისი მოქალაქეების წინაშე, რაც შეეხება საგარეო ვალი, ქვეყნის დავალიანებაა უცხოელების წინაშე.

განვითარების არათანაბარი დონე, ქვეყნების დაყოფა განვითარებულ და განვითარებად ქვეყნებად, კაპიტალის მოძრაობის ნაკადს ცალმხრივ მიმართულებას აძლევს, ანუ ფული მიემართება მდიდარი ქვეყნებიდან ღარიბი ქვეყნებისაკენ. XX საუკუნის მიწურულს კი მსოფლიო პოლიტიკური რუკის ტრანსფორმაციამ და

---

<sup>1</sup> David Ricardo on Public Debt – Nancy Churchman, 2001.

პოსტსოციალური და პოსტსაბჭოური დამოუკიდებელი ქვეყნების აღმოცენებამ მათ წინაშე დააყენა ინვესტიციების გადიდების, ბიუჯეტის დეფიციტის დაფარვის, სოციალურ-ეკონომიკური გარდაქმნების და სხვა ხასიათის ურთულესი პრობლემები, რომელთა დაძლევა უცხოური კრედიტების გარეშე თითქმის შეუძლებელი გახდა. ამის ფონზე არ უნდა გაგვიკვირდეს, რომ გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში საგარეო დავალიანების მოცულობა ძირითადად მაღალი ტემპებით იზრდება.

სახელმწიფო ვალის მნიშვნელოვანი ნაწილი მსოფლიოს სხვადასხვა ქვეყანაში სხვადასხვა დროს წარმოქმნილი იყო სახმედრო დანახარჯებით, ეკონომიკის ციკლური დაქვეითებით ან გადასახადების შემცირების მიზეზებით. დეფიციტი წარმოიქმნება არა მხოლოდ ომის დროს, არამედ იმ პერიოდებშიც, როცა სახელმწიფო ხარჯები განსაკუთრებით მაღალია. სახელმწიფო ხარჯების ზრდის დაფინანსებისთვის უნდა გაიზარდოს გადასახადები. ძალიან მაღალ საგადასახადო განაკვეთებს კი შეუძლია ეკონომიკური აქტივობის დაქვეითება გამოიწვიოს.

**თემის აქტუალობა:** მიუხედავად იმისა, რომ წლების განმავლობაში სახელმწიფო ვალის მიმართ ყურადღება თანდათანობით შენეულა, ის განსაკუთრებით ინტენსიური გახდა XX საუკუნის ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში. თანამედროვე ეტაპზე საგარეო ვალის პრობლემამ მეტად გლობალური ხასიათი მიიღო. იგი დესტაბილიზაციით ემუქრება არა მარტო განვითარებადი, არამედ განვითარებული ქვეყნების ფინანსურ სისტემებსაც. სავალო კრიზისი კრედიტორებისათვის ნიშნავს დიდ მატერიალურ დანაკარგებს, ხოლო განვითარებადი ქვეყნებისათვის იმ პროცესებისკენ დაბრუნებას, რომელთაც მათ თავი დააღწიეს.

სახელმწიფო ვალის ქვეყნის ეკონომიკურ სტაბილურობაზე ზემოქმედების შესაწვლა და კვლევა დაეხმარება ეკონომიკური პოლიტიკის გამტარებლებს დაგეგმონ სწორი ღონისძიებები სავალო კრიზისების თავიდან ასაცილებლად. მსგავსი ტიპის ნაშრომები შესაბამის სახელმწიფო ორგანოებს დაეხმარება სავალო პოლიტიკა შეუსაბამონ ეკონომიკური ზრდის ამოცანებს. ბოლო პერიოდში საქართველოს ეკონომიკას მძიმე ტვირთად აწევს სახელმწიფო ვალის მზარდი დონე

მთლიან შიდა პროდუქტთან მიმართებაში, ამიტომ დღის წესრიგში დგას ამ პრობლემის მეცნიერული ანალიზი და გადაჭრის გზების ძიება.

**ნაშრომის მიზანია** სახელმწიფო ვალის, როგორც უმნიშვნელოვანესი ეკონომიკური კატეგორიის ზემოქმედების შესწავლა ქვეყნის ფისკალურ სტაბილურობაზე და ეკონომიკური ზრდის ტემპებზე, ადგილობრივი და საზღვარგარეთის ქვეყნების მეცნიერთა, ეკონომისტთა და მკვლევართა თეორიული და გამოყენებითი ხასიათის გამოკვლევების მიხედვით.

მთავრობის მიერ დეფიციტური ხარჯვის გამამართლებელი მთავარი არგუმენტი არის ის რომ სახელმწიფო ხარჯების მაღალი დონე, მოქმედებს როგორც ავტომატური სტაბილიზატორი. მიუხედავად იმისა, რომ კერძო ხარჯები პროციკლურია, სახელმწიფო ხარჯები ჩვეულებრივ რეცესიის პერიოდში იზრდება უმუშევრობის, სადაზღვევო ხარჯებისა და სხვა შემოსავლების მხარდაჭერის პროგრამების გამო, რომელიც შემუშავებულია კერძო შემოსავლების შემცირების გასაწესებლად. კერძო შემოსავლების შემცირება გამოიწვევს ნაკლებ მიღებულ გადასახადებს. ამგვარად, რეცესიული პერიოდის დეფიციტი, რომელიც იწვევს სახელმწიფო ხარჯების გაზრდას და საგადასახადო შემოსავლების შემცირებას, ზოგადად, ანტიციკლურია. მთავრობას შეუძლია შეასრულოს სტაბილიზატორის როლი ზუსტად იმიტომ, რომ მას შეუძლია შეინარჩუნოს სასურველი ხარჯების დონე სესხის აღებით და დეფიციტური ხარჯვით.

მეორე არგუმენტი დეფიციტური ხარჯვის მხარდასაჭერად გულისხმობს მულტიპლიკატორის კონცეფციას. ერთი ადამიანის ხარჯვა წარმოადგენს მეორის შემოსავალს. ასე რომ, ხარჯების გაზრდა, შემოსავლების ზრდას იწვევს, რაც იწვევს სიმდიდრის გადანაწილებას საზოგადოებაში და ეს პროცესი განუწყვეტლივ გრძელდება.

ბევრ ქვეყანაში სახელმწიფო ვალი სტაბილურად იზრდება და მათ მაკროეკონომიკური სტაბილურობის საფრთხის წინაშე აყენებს. მიუხედავად უარყოფითი შედეგებისა პარადოქსულია ის რომ გადასახადების ზრდასთან შედარებით მთავრობები უპირატესობას სახელმწიფო ვალს ანიჭებენ .

XIX საუკუნეში სახელმწიფოს როლი მინიმუმამდე იყო დაყვანილი. კლასიკური სკოლის წარმომადგენლები, რომელთაც თავისუფალი საბაზრო სისტემის სწამდათ მიიჩნევდნენ რომ ინდივიდუალურ ინტერესებს საბოლოო ჯამში მივყავართ სახელმწიფო ინტერესებთან. როცა სახელმწიფოს ფუნქციები მცირეა, სახელმწიფო ხარჯებისა და შემოსავლების ზრდის საჭიროება არ იკვეთება და შესაბამისად არც სახელმწიფო ვალის. მათი აზრით, მთავრობის ხარჯები არაპროდუქტიულია, რადგან ფულის მიწოდება ფიქსირებულია და სახსრები რომლებიც იქნება გამოყენებული განაწილდება არაპროდუქტიული არხების მეშვეობით. სახელმწიფო ვალის მომსახურების სიმძიმე საზოგადოების მხრებზე გადაწილდება.<sup>1</sup>(Smith, 2007)

ჟან ბატისტ სეი სახელმწიფო ვალის წარმოშობის იდეას უწევდა ოპონირებას და აღნიშნავდა რომ „ მნიშვნელოვანი განსხვავებაა ინდივიდუალურ მსესხებელსა და სახელმწიფოს შორის, ეს უკანასკნელი სესხულობს კაპიტალს უნაყოფო მოხმარებისა და ხარჯვის მიზნით. სახელმწიფო სესხება უნაყოფოა არა მხოლოდ არაპროდუქტიულობის გამო, რადგან კაპიტალი მოიხმარება და იკარგება, არამედ იმიტომაც რომ სახელმწიფო ვალდებულია ყოველწლიურად განახორციელოს საპროცენტო განაკვეთის გადახდა“.<sup>2</sup>(Say, 2002)

დევიდ რიკარდო მიიჩნევს , რომ სახელმწიფო ვალი არის ყველაზე საშინელი წყარო რისი გამოგონებაც კი შეიძლებოდა სახელმწიფოსთვის პრობლემების შესაქმნელად. „როცა წლიური ხარჯებისთვის ოცი მილიონია საჭირო და მისი აკუმულირება ხდება სესხის საშუალებით, ეს ის ოცი მილიონი ხდება ,რომელიც აკლდება სახელმწიფო კაპიტალის პროდუქტიულობას. ვალის გადახდა გადასახადების მეშვეობით დაეტყობა იმ გადამხდელების ჯიბეს რომელთაც არ ჰქონდათ შეხება სესხის გამოყენებისას მიღებულ ბენეფიტებთან. გადასახადების გაზრდამ კი შეიძლება კაპიტალის გადინება გამოიწვიოს სხვა ქვეყნებში“.<sup>3</sup>(Richards, 2001)

---

<sup>1</sup> Adam Smith (2007), *An Inquiry into the Causes and Nature of the Wealth of Nations, Volume 5, Chapter 3, Page 410*

<sup>2</sup> Say J. B.(2002), “ *A Treatise on Political Economy* (Translated by C. E. Princsep), p. 442

<sup>3</sup> Richardo D., “ *Principles of Political Economy and Taxation ‘works and correspondence of D. Richarda*, Vol. 1, pp. 243-49, pp 228.



სახელმწიფო ვალი მალთუსის მიხედვით არც ისე ცუდი იყო ქვეყნისთვის. მისი აზრით, ვინც ცხოვრობდა სახელმწიფო ვალის მომსახურების გადახდის პერიოდში წვლილი შეჰქონდა ქვეყნის განვითარებაში, თანაბარ გადანაწილებასა და ეფექტურ მოხმარებაში. თუმცა, გრძელვადიან პერიოდში საკუთარი შეხედულებების მოდიფიკაციას ახორციელებს და მოსაზრებებით უახლოვდება კლასიკოსების თეორიას, რომ გადასახადების სამომავლოდ ზრდა შესაძლოა საზიანო აღმოჩნდეს მოსახლეობისთვის.<sup>1</sup>(Malthus, 2003)

კლასიკური თეორია ძირითადად გაკრიტიკებულია ორი მოსაზრების გამო. პირველ რიგში, ყველა სახელმწიფო ხარჯი არ არის ყოველთვის არაპროდუქტიული და შესაბამისად, სახელმწიფო სესხი ეკონომიკურად ყოველთვის არ უნდა იყოს ტვირთი და, მეორე მხრივ, ვალის მომავალ თაობებზე გადასვლის შესახებ ტრადიციული შეხედულება არ არის სწორი.

რეალური ტვირთი უნდა წარმოიშვას იმ პერიოდში, როდესაც სახელმწიფო ხარჯები გაწეულ იქნა მთავრობის სესხების პროგრამის მეშვეობით, რადგან რესურსები არ არის ამოღებული კერძო სარგებლობისაგან და მხოლოდ მიმდინარე პერიოდში პროექტების განხორციელებისთვის გახარჯული. მომავალი თაობა არა მხოლოდ ვალდებულებებს და გადასახდელებს იღებს მემკვიდრეობით, არამედ აქტივებსაც, რომლებით სარგებლის მიღების უფლების სახით შეუძლიათ ისარგებლონ გარკვეული ბენეფიტებით. ასე რომ არ არსებობს შუალედური გადაცემა თაობებს შორის, არამედ ხორციელდება გადაცემა იმავე თაობის ფარგლებში.

1930-იანი წლების დიდი დეპრესიით შექმნილი ეკონომიკური კრიზისი ნაწილობრივ პასუხისმგებელი იყო სახელმწიფო ვალის თანამედროვე თეორიის განვითარებაზე. ტრადიციული შეხედულება, რომ მუდმივი დაუბალანსებელ ბიუჯეტს და სწრაფად მზარდ ფინანსურ არასტაბილურობას, თანდათანობით მივყავართ კონცეფციამდე, რომელშიც ნათქვამია, რომ დიდი სახელმწიფო ვალი არის უფრო ეროვნული აქტივი, ვიდრე ვალდებულება და უწყვეტი დეფიციტური ხარჯვა აუცილებელია ხალხის ეკონომიკური საკუთრების გაფართოებისთვის. კეინზის მოსაზრებით, ეკონომიკა სრული დასაქმების პირობებში წონასწორობისკენ მიისწრაფვის. თუ არსებობენ უმუშევრები, რომელთა დასაქმება კერძო სექტორს არ

---

<sup>1</sup> Malthus T. R. *“Principles of Political Economy”*, (II<sup>nd</sup> ed) William Pickering, P-209 quoted by J. Burkhead in *Balanced Budgets*, A. P. Leaner, *Economics of Employment* (1955), p. 274

მაღუმს მისი გამოყენება შეიძლება ბიუჯეტის დასაბალანსებლად. ჯონ მეინარდ კეინზის აზრით, სახელმწიფო ვალის მოცულობის ზრდა გავლენას ახდენს ეროვნული შემოსავლის ზრდაზე. მან სახელმწიფო სესხება ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსებას დაუკავშირა, ისე რომ ეფექტიანი მოთხოვნა ეკონომიკაში იზრდება მზარდი დასაქმებისა და გამოშვების ხარჯზე. კლასიკოსებისგან განსხვავებით კეინზს არ მოუხდენია ხარჯების არაპროდუქტიულ და პროდუქტიულ ხარჯებად კლასიფიცირება. სესხება მოხმარებისთვის ისეთივე სასურველი იყო, როგორც სესხება ინვესტირებისთვის, რადგან მოხმარების ზრდა გამოწვეულია ინვესტიციების ზრდით პროდუქტიულ საქონელზე.

კეინზიანურმა ანალიზმა კულმინაციას მიაღწია ლერნერის „ფუნქციონალური ფინანსებში“. ეს უკანასკნელი სახელმწიფო ვალს საგადასახადო ხარჯების კონტროლის ინსტრუმენტად მიიჩნევს. რათა მივაღწიოთ სტაბილური დასაქმების მიზანს. გადასახადები და ხარჯები უნდა გაიზარდოს ან შემცირდეს. ფუნქციონალური ფინანსების თეორია ემყარება იმ მოსაზრებას, რომ სახელმწიფო ვალის აბსოლუტური მოცულობა საერთოდ არ არის მნიშვნელოვანი და დიდი ოდენობის საპროცენტო გადასახადელები, რომელიც უნდა გადაიხადოს, ეს არ არის საზოგადოების ტვირთი. სახელმწიფო ვალის ეკონომიკური ეფექტი უნდა შეფასდეს იმ ხარჯების ხასიათის ფონზე, რომლისთვისაც არის დავალიანება და მისი შემოსავლის მომტანი პოტენციალიდან გამომდინარე.<sup>1</sup>(Lerner, 1994)

თანამედროვე თეორია მნიშვნელოვნად მხოლოდ სახელმწიფო ვალის მომსახურების წმინდა ტვირთს მიიჩნევს. შემოსავლების დამატებითი ნაკადი, რომელიც გაზრდილია ვალის მიერ დაფინანსებული ხარჯების საშუალებით, გადასახადების გადახდის ვალდებულებაა.

უმუშევრობის არსებობისას, სახელმწიფო ვალის ზრდა ხელს უწყობს სახელმწიფოს მიმდინარე კაპიტალის ზრდას, რაც ვალის არ არსებობის პირობებში არ განხორციელდებოდა. გარდა ამისა, თანამედროვე თეორია ასევე აღნიშნავს, რომ სახელმწიფო სესხები ხელს უწყობს ბანკების, საფონდო და კაპიტალის ბაზრის

---

<sup>1</sup> <https://www.jstor.org/stable/40981939>

განვითარებას. სახელმწიფოს დანაზოგების ინვესტირება შეუძლია მოახდინოს სახელმწიფო ობლიგაციებში.

ჯ. მ. ბიუკენენმა ამ ტერმინს "ახალი ორთოდოქსულობა" უწოდა, რომელიც, მისი აზრით, ეფუძნება სამ ძირითად დაშვებას<sup>1</sup>: (TEMPELMAN, 2002)

- სახელმწიფო ვალის წარმოშობა არ გულისხმობს მომავალი თაობისთვის რეალური ტვირთის გადაცემას;
- კერძო ვალისა და სახელმწიფო ვალის ანალოგია არასწორია;
- არსებობს შიდა და საგარეო ვალს შორის მკვეთრი და მნიშვნელოვანი განსხვავება.

ჯეიმს ბიუკენენის „სახელმწიფო ვალის პრინციპები“ (1958), ეწინააღმდეგებოდა თანამედროვე თეორიების მოსაზრებას, რომ სახელმწიფო ვალი არ არის ეკონომიკაზე ტვირთი და არ აქვს მნიშვნელობა, თაობათა შორის ტვირთის გადანაწილებას . მოგვიანებით მედე და მასგრეივი, აღმოჩნდნენ ბიუკენენის იდეის მხარდამჭერები. ეს უკანასკნელი კი ცდილობდა დაემტკიცებინა, რომ

- სახელმწიფო ვალის ძირითადი რეალური ტვირთი მომავალ თაობას გადაეცემა.
- სახელმწიფო ვალის და კერძო ვალის ანალიზი ფუნდამენტურად სწორია
- საგარეო და შიდა ვალი ფუნდამენტურად ანალოგიურია.

"სახელმწიფო ვალის საჯარო პრინციპებში" ჯეიმს ბიუკენენმა „მომავალ თაობას“ სახელმწიფო ვალის თავისებური განმარტება მისცა. განმარტავს, როგორც ნებისმიერ ინდივიდს, რომელიც ცხოვრობს ვალის წარმოშობის შემდეგ და დროის ფაქტობრივი ხანგრძლივობა არ არის არსებითი . თუ ავირჩევთ ნებისმიერ წელს და თუ შემდგომ წელს აღვნიშნავთ პერიოდად როდესაც სესხების ოპერაცია ხდება,  $t_0$ , მაშინ პირები, რომლებიც ცხოვრობენ ,  $t_1, t_2, t_3, \dots, t_n$ , წლებში განისაზღვრება, როგორც მომავალი თაობა. მისი აზრით პრობლემას ის კი არ წარმოადგენს გადანაწილება თუ არა სახელმწიფო ვალის ტვირთი შვილებსა და შვილიშვილებზე , არამედ გახანგრძლივდება თუ არა ვალის მომსახურება სამომავლოდ დაგეგმილზე მეტი

<sup>1</sup> JERRY H. TEMPELMAN (2002) - James M. Buchanan on Public-Debt Finance

დროით. "ახალი ორთოდოქსული თეორია" ამტკიცებს, რომ ტვირთი ეკისრება ვალის შექმნის დროს მცხოვრებ თაობებს, რადგან ეს არის თაობა, რომელიც თავისი მოხმარების ხარჯზე ხელს უწყობს მომავალი თაობებისთვის უკეთესი პირობების შექმნას.<sup>1</sup>(Buchanan, 1958)

ბიუკენენის დამატებითი თეზისი ეხება კერძო და სახელმწიფო ვალის ანალოგიას. სესხება ორივე შემთხვევაში ინსტრუმენტია მიმდინარე ხარჯების ზრდის ხარჯზე მიმდინარე მსყიდველობითი უნარის გასაძლიერებლად. მესამე მოსაზრება გულისხმობს საგარეო და შიდა ვალის ფუნდამენტურ იგივეობას. ის აცხადებს, რომ საგარეო ვალი უფრო მძიმეა ქვეყნისთვის, მთლიანი ეროვნული შემოსავალი ყოველთვის მეტი უნდა იყოს საგარეო ვალზე და ხაზს უსვამს ისეთ ფაქტს, რომ ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა უცხოელებზე ყოველთვის ქმნის დამატებით პრობლემებს. ბიუკენენის ჰიპოტეზების სიცრუე მდგომარეობს შემდეგში ის ყოველთვის არ განმარტავს რეალურ ტვირთს და მის მიერ გამოყენებული თაობის განმარტება ისე არის ჩამოყალიბებული, რომ ერთი ინდივიდი შეიძლება რამდენიმე სხვადასხვა თაობის წარმომადგენლად მოგვევლინოს.

გლობალიზაციისა და თანამედროვე ეკონომიკური პოლიტიკის ეპოქაში, საერთაშორისო სარეიტინგო სააგენტოების რეიტინგებსა და განვითარებული ქვეყნების საგარეო ვალის ზრდას შორის ძლიერი კორელაცია შეინიშნება. უცხოური კაპიტალის მოსაზიდად, პორტფელური ინვესტიციების სახით, აუცილებელია, რომ საგარეო ვალის ზრდა მდგრადი გახდეს და, შესაბამისად, ფისკალური რეფორმების შედეგად მიღებული საგარეო ვალის მდგრადობა დიდ მნიშვნელობას იღებს. ამ კონტექსტში, განვითარებადი ქვეყნების საგადასახდელი ბალანსი დიდ როლს თამაშობს და დამოკიდებულია საერთაშორისო სასაქონლო ფასებზე. საერთაშორისო სასაქონლო ფასებში მერყეობა და პირველადი სასაქონლო ფასების ტენდენცია იყოს დაბალი, მოქმედებს განვითარებად ქვეყნებში ექსპორტიდან მიღებულ მოგებაზე.

სახელმწიფოები მთლიანად პასუხისმგებელნი არიან ფისკალური მდგომარეობისთვის, რომელშიც ისინი აღმოჩნდებიან. მაკროეკონომიკური

---

<sup>1</sup> Buchanan M. (1958). *Public Principles of Public Debt: A Defense & Restatement* "Richard. D., Irwin, Illinois, p. 11

კონტროლის საბოლოო პასუხისმგებლობა ეროვნულ დონეზე მთავრობას ეკისრება. ზემოთ ჩამოთვლილი არსებითი მდგომარეობა, არის ის, რომ ფისკალური დისბალანსი უნდა იყოს ნულოვანი ან ნაკლები, თუ ვალის მშპ-სთან თანაფარდობა სტაბილურია ან დაეცემა.

ჯონ სტიუარტ მილი სახელმწიფო ვალს ყველა გარემოში ტვირთის სახით არ განიხილავს და საპროცენტო განაკვეთს მოიაზრებს, როგორც დამადასტურებელს. საპროცენტო განაკვეთის ზრდა მისთვის პოზიტიური მაჩვენებელია იმისა, რომ სახელმწიფო კონკურენტად გვევლინება კერძო სექტორის და ფინანსურ საქმიანობას ეწევა, რომელიც ქვეყნის შიგნით პროდუქტიული დასაქმების საშუალებას იძლევა. მიიჩნევს, რომ სახელმწიფო ვალი მისაღებია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როდესაც იგი დამატებით დანაზოგებს გამოიმუშავებს, რადგან თუ დამატებითი გადახდების განხორციელებისთვის საჭირო ხდება ხელფასის ფონდიდან თანხის ამოღება და ამით გავლენას მოახდენს საყოფაცხოვრებო პირობებსა და მუშების ეფექტიანობაზე.<sup>1</sup>(Mill, 1929)

ისეთი ეკონომისტები, როგორცაა ლერნერი, იზიარებენ აზრს, რომ "შიდა ვალს არ აქვს ტვირთის სახე საზოგადოებისთვის, რადგან ეს არის ერთი ჯიბიდან მეორე ჯიბეში თანხის გადანაწილება". ეს უკანასკნელი ქვეყანას მეტი მოხმარების და ინვესტიციების გაზრდის საშუალებას აძლევს, ვიდრე ის იღებს ან აწარმოებს. სესხის გადახდის შემდეგ, მან უნდა გაატაროს ე.წ „ქამრების შემოჭერის პოლიტიკა“ - შეამციროს მოხმარება .

---

<sup>1</sup> Mill J. S. (1929), *Principles of Political Economy*; Ashley ed. Longman's Green and Co., London, Book-V Chapter-1

## თავი I. სახელმწიფო ვალის არსი და გამომწვევი მიზეზები

### 1.1 თეორიული შეხედულებები სახელმწიფო ვალზე

სახელმწიფო ვალი წარმოადგენს დროის გარკვეული მომენტისათვის სახელმწიფო სექტორის მიერ გამოყენებულ, მაგრამ დაუფარავ სავალო ვალდებულებათა ჯამს. სახელმწიფოს მიერ აღებული ყველა სესხი მათზე დარიცხული გადასახდელებით, რომლებიც მომცემული მომენტისთვის არ არის დაფარული, ქმნის ქვეყნის სახელმწიფო ვალს. მოცემულ პერიოდში ვალი წარმოადგენს წარსული პერიოდების დეფიციტების ჯამს. წარსული საბიუჯეტო დეფიციტის დასაფინანსებლად. დეფიციტი წარმოიქმნება მაშინ, როდესაც ქვეყანა ხარჯავს იმაზე მეტს, ვიდრე ღებულობს გადასახადების სახით. ბიუჯეტის დეფიციტი ეს არის ნაკადი, რომელიც მუდმივად ზრდის სახელმწიფო ვალის სიდიდეს, რადგან მისი დაფინანსება უმრავლეს შემთხვევაში ვალის ხარჯზე ხორციელდება.<sup>1</sup> (ბლანშარი, 2010)

უკანასკნელი ოთხი ათწლეულის განმავლობაში, განვითარებადმა ქვეყნებმა დიდი მოცულობის თანხები ისესხეს, ხშირ შემთხვევაში, უაღრესად შეღავათიანი საპროცენტო განაკვეთებით. მათ იმედი ჰქონდათ იმისა, რომ ეს სესხები საშუალებას მისცემდნენ, დამდგარიყვნენ სწრაფი განვითარების გზაზე გაზრდილი ინვესტიციებითა და სწრაფი ზრდით. მაგრამ ვინაიდან და რადგანაც 1980-იან წლებში ვალის კოეფიციენტებმა მიაღწიეს ძალიან მაღალ დონეს, ნათელი გახდა, რომ ამ ქვეყნების უმრავლესობისთვის, დაფარვა არა მხოლოდ შეუძლებელი ეკონომიკურ მოწყობას, არამედ პრაქტიკულად შეუძლებელი იქნებოდა. ამდენად, 1980-იან წლებში, რამდენიმე საშუალო-შემოსავლის მქონე ქვეყანა - განსაკუთრებით, ლათინურ ამერიკაში - დადგა სასტიკი ვალის კრიზისის წინაშე და, შუა 1990-იან წლებში, საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა და მსოფლიო ბანკმა დაიწყეს მძიმედ ჩაფლული ღარიბი ქვეყნების ინიციატივა (Heavily Indebted Poor Countries Initiative - HIPC)<sup>2</sup>, რათა დაბალშემოსავლიანი ქვეყნების - რომელთა უმეტესობა საპარის სამხრეთით მდებარე აფრიკაშია - ვალი შეენარჩუნებინათ მდგრად დონეებზე.

<sup>1</sup> ოლივიე ბლანშარი - "მაკროეკონომიკა" მეხუთე გამოშვება

<sup>2</sup> <http://www.imf.org/en/Debt-Relief-Under-the-Heavily-Indebted-Poor-Countries-Initiative>

სახელმწიფო ვალის გონივრული დონეები, რომელიც ხელს უწყობს პროდუქტიული ინვესტიციების დაფინანსებას, მოსალოდნელია, რომ გაზრდის ეკონომიკურ ზრდას, მაგრამ გარკვეული დონის მიღმა დამატებით დავალიანებას შეუძლია, რომ შეამციროს ზრდა. ბევრი კვლევის მიხედვით, განვითარებად ქვეყნებს, რომლებიც ეწევიან სესხებას ზომიერ დონეებზე, სავარაუდოდ, უნდა მიაღწიონ გაუმჯობესებას ეკონომიკურ ზრდაში. ითვლება, რომ ამგვარი გაუმჯობესება უნდა მოხდეს კაპიტალის ფორმირებისა და გამოშვების გაზრდის მეშვეობით.

სახელმწიფო ვალის ძირითადი განმსაზღვრელებია:

1. ვალის მომსახურებაზე გაწეული წლიური ხარჯები;
2. ეკონომიკის ფარგლებში სახელმწიფო ვალის მფლობელობის სტრუქტურა;
3. საგადასახადო სისტემის ტიპი;
4. სახელმწიფოს განვითარების დონე.

უპირველეს ყოვლისა უნდა განვასხვავოთ საშინაო და საგარეო ვალი. შიდა ვალი არის თანხა, რომელსაც მთავრობა სესხულობს ეროვნულ ვალუტაში საკუთარი მოქალაქეებისა და ბიზნეს სექტორიდან, რაც ძირითადად ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით ხდება.

საგარეო ვალი არის თანხა, რომელსაც მთავრობა სესხულობს სხვა ქვეყნებიდან სხვა ვალუტაში. მსესხებლები შეიძლება იყვნენ სხვა ქვეყნის მთავრობები, ბანკები, მოქალაქეები თუ საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტები, როგორებიცაა: მსოფლიო ბანკი ან საერთაშორისო სავალუტო ფონდი. ეს ვალი გულისხმობს რესურსების გადინებას მოვალე ქვეყნებიდან კრედიტორი ქვეყნებისკენ.

მძიმე საგარეო ვალი არ განაპირობებს აუცილებლად ნელ ეკონომიკურ ზრდას. ესაა ქვეყნის უუნარობა, შეასრულოს თავისი სავალო მოვალეობები, რომლებიც გაღრმავებულია საგარეო ვალის ბუნებაზე, სტრუქტურასა და მასშტაბზე ინფორმაციის ნაკლებობით. ქვეყნებს შესაძლოა, ჰქონდეთ მძიმე საგარეო ვალი ექსპორტის შედარებით მაღალ დონესთან ერთად, რაც მათ დაეხმარებათ თავიანთი საგარეო ვალი დონეების შენარჩუნებაში. მაგრამ საგარეო ვალი, თუკი არაა მდგრადი, ეკონომიკურ კეთილდღეობას აკისრებს უფრო მაღალ რისკს, რადგან მისმა

მომსახურებამ, რომელიც ასევე არის მიმდინარე ანგარიშის უფრო მაღალი დეფიციტის მაჩვენებელი, შესაძლოა, გამოიწვიოს ქვეყანაში ვალზე დაკიდება.

იმ არხების შესწავლის დროს, რომელთა გავლითაც საგარეო ვალმა შეიძლება, რომ გავლენა მოახდინოს ეკონომიკურ ზრდაზე, ლიტერატურაში მნიშვნელოვანი ყურადღება ეთმობა ორ თეორიას, ანუ, **ჭარბვალთანობის** თეორიასა (Debt Overhang) და **ლიკვიდურობის შეზღუდვის ჰიპოთეზაზე/განდევნის ეფექტზე** (Crowding-out). რომელთაგან პირველი აცხადებს, რომ საგარეო ვალის მიმდინარე მოცულობა შეანელებს ეკონომიკურ ზრდას მაშინ, როცა მეორე ორიენტირებულია კერძო სექტორის კერძო კრედიტორების განდევნაზე.

ჭარბვალთანობის თეორია პირველად განიხილა ალბერტ მაიერმა (Albert Myer)<sup>1</sup> 1977 წელს. მისი კონცეფცია ეფუძნებოდა კომპანიის გადაწყვეტილებას სესხებაზე. მოგვიანებით, ისეთმა ცნობილმა მეცნიერებმა, როგორებიც იყვნენ პოლ კრუგმანი (Paul Krugman)<sup>2</sup> (1995) და ჯეფრი საქსი (Jeffrey Sachs)<sup>3</sup> (1984, 1986), მოიწონეს იგი ქვეყნის ვალის სიტუაციასთან და მის შესაძლებლობასთან მიმართებაში, რომ შეხვდეს ვალის მომსახურების ვალდებულებებს და ისიც, ვალის მომსახურება რეალურად თუ როგორ მიაღებინებს სარგებელს კრედიტორს, რომელიც იღებს გარკვეულ გადასახადს. საგარეო ვალის მოცულობა ქვეყანაში აჭარბებს ქვეყნის მიერ მისი დაფარვის უნარს გარკვეული მომავლის ალბათობით, ისევე როგორც, მოსალოდნელი ვალის მომსახურება უფრო მეტადაა დამოკიდებული ქვეყნის გამოშვების დონეზე. ჭარბვალთანობა მაშინ არსებობს, როცა ქვეყნის ვალის მომსახურების ტვირთი ისეთი მძიმეა, რომ მიმდინარე გამოშვების დიდი ნაწილი გროვდება საგარეო კრედიტორების მიმართ და წარმოქმნის ინვესტირებისთვის სტიმულების არარსებობას. ვალის მომსახურება ამიტომ ითვლება, როგორც პირობითი გადასახადი, რითაც ხელი ეშლება ინვესტირებასა და ეკონომიკურ ზრდას, რაც ართულებს ქვეყნებისთვის სიღარიბიდან თავის დაღწევას.

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, საგარეო ვალის მომსახურებას შეუძლია, ასევე გავლენა მოახდინოს ზრდაზე „განდევნის ეფექტის“ (კერძო ინვესტიციების განდევნის გზით. სხვა თანაბარ პირობებში, გაზრდილ ვალის მომსახურებას

<sup>1</sup> <https://www.nytimes.com/1983/11/02/obituaries/albert-j-meyer.html>

<sup>2</sup> <https://www.forbes.com/sites/timworstall/2016/10/23/paul-krugmans-strange-argument-that-we-dont-have-to-worry-about-the-national-debt/#5749586949bc>

<sup>3</sup> <http://www.nber.org/chapters/c8985.pdf>



შეუძლია, რომ გაზარდოს ბიუჯეტის დეფიციტი, ეროვნული დანაზოგების შემცირებით; ამან, თავის მხრივ, შეიძლება, ან გაზარდოს საპროცენტო განაკვეთები ან განდევნოს კერძო ინვესტიციებისთვის ხელმისაწვდომი კრედიტი, რაც ასუსტებს ეკონომიკურ ზრდას. გაზრდილი ვალის მომსახურების გადასახადებს შეუძლიათ ასევე, ჰქონდეთ უარყოფითი ზეგავლენა საჯარო ხარჯების შემადგენლობაზე ინფტასტრუქტურისა და ადამიანური კაპიტალისთვის ხელმისაწვდომი რესურსების ოდენობის შეკუმშვით. მართლაც, ზოგიერთი აარასამთავრობო ორგანიზაციის თვალსაზრისით, მაღალი ვალის მომსახურება ერთ-ერთი მთავარი დაბრკოლებაა განვითარებად ქვეყნებში ძირითად ადამიანურ საჭიროებებთან შესახვედრად<sup>1</sup> (Delano, 2007). ამგვარად, ვალის ნაკადებს შეუძლიათ, დაანგრიონ მოვალეთა ეკონომიკური მდგომარეობა.

არსებობს გაზრდილი სამთავრობო ხარჯების დაფინანსების სამი ვარიანტი:

- გადასახადების ზრდა
- საჭირო რაოდენობაზე მეტი ფულის ბეჭდვა და მიმოქცევაში გაშვება
- სახელმწიფოს მიერ შიდა და საგარეო ვალის აღება.

ჩვეულებრივ, გადასახადების გადიდების ხარჯზე ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსება ძირს უთხრის ქვეყანაში შრომის და მეწარმეობის სტიმულებს, ხოლო ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარავად ფულის დამატებითი მასის გამოყენებამ შეიძლება გამოიწვიოს ეკონომიკაზე მძლავრი ინფლაციური ზეწოლა. ამდენად სახელმწიფოები სამთავრობო ხარჯების ძირითადი ნაწილის დაფინანსებას უპირატესად ახორციელებენ სახელმწიფო შიდა და საგარეო ვალის აღების გზით.

არსებობს მოსაზრება, რომ საგარეო ვალთან შედარებით შიდა ვალი ქვეყნისთვის ნაკლები ტვირთია, რადგან იგი შეიძლება განხილული იქნეს როგორც ვალი, რომლის დაფარვის დროს ქვეყანაში შექმნილი პროდუქციის გატანა არ ხდება. თუ ამ მოსაზრებას გავიზიარებთ მაშინ შიდა ვალი საშიში არ არის. საინტერესოა შესაძლებელია თუ არა მზარდმა შიდა ვალმა სახელმწიფოს დაუკარგოს ფინანსური ვალდებულებების დაფარვის უნარი და მთავრობა გააკოტროს? პასუხი ცალსახაა :

---

<sup>1</sup> Delano P. Villanueva and Roberto S. Mariano, "External Debt, Adjustment, and Growth", in *Fiscal Policy and Management in East Asia*, eds. Takatoshi Ito and Andrew K. Rose (United States of America: The University of Chicago Press, 2007), pp. 203-204.

არა, რადგან სახელმწიფოს აქვს ა) შიდა სესხის რეფინანსირების ბ)გადასახადების განაკვეთების გადიდების და გ) საჭიროზე მეტი რაოდენობის ფულის მასის დაბეჭდვის შესაძლებლობები. ეს დამაიდებელი მოტივები სრულიად არ ნიშნავს შიდა სახელმწიფო ვალის გამართლებას, მისი არსებობა ნამდვილად აყენებს ზოგიერთ რეალურ და პოტენციურ პრობლემას. როცა შიდა ვალით ვერ მიიღწევა სასურველი შედეგები, ქვეყნის შიგნით მაკროეკონომიკური არასტაბილურობის თავიდან ასაცილებლად მთავრობები საგარეო სესხებას მიმართავენ. უცხოური კრედიტები ქვეყანას აძლევს საშუალებას მოიხმაროს ან დააბანდოს მასზე მეტი თანხა, ვიდრე ამას შიდა ვალით შეძლებდა ე.ი საგარეო ვალი, მისი მიზნობრივად და ეფექტიანად გამოყენების შემთხვევაში, საშუალებას იძლევა თავიდან იქნას აცილებული ქვეყნის ეკონომიკაში არასასურველი შედეგები, მიუხედავად იმისა, რომ სახელმწიფოში შექმნილი პროდუქციის მეტი ნაწილის გატანა ხდება უცხო ქვეყნების ვალის დასაფარავად.

მაშასადამე, საგარეო ვალის აღება გამართლებულია იმ შემთხვევაში, თუ ადგილი აქვს ეკონომიკურ ზრდას და აქედან გამომდინარე, ასევე სწრაფად იზრდება ექსპორტიდან მიღებული შემოსავალი - ეს უზრუნველყოფს ქვეყანაში საკმარისი რაოდენობით უცხოური ვალუტის შემოსვლას, რის ხარჯზეც უნდა დაიფაროს მუდმივად მზარდი საგარეო ვალის საპროცენტო გადასახდელები და ძირითადი თანხა. მაგრამ, თუ გადასახადები საგარეო ვალის მომსახურებისთვის იზრდება უფრო სწრაფად, ვიდრე შემოსავალი უცხოურ ვალუტაში, მაშინ წარმოიქმნება საგადასახდელო ბალანსისა და სახელმწიფო ბიუჯეტის პრობლემები.<sup>1</sup>(ხადური,2009)

შიდა ვალის დიდი წილი იმის მანიშნებელია რომ ქვეყანაში განვითარებულია კაპიტალის ბაზარი, არსებობს ძლიერი კერძო სექტორი და ეკონომიკა განვითარების კუთხით კარგ მდგომარეობაშია. თუმცა შიდა ვალის აღებისას ეს თანხა აკლდება ბიზნესის სექტორს და ხელს უშლის მის განვითარებას. ეს თანხა თავისუფალ მიმოქცევაში რომ დარჩეს, ეკონომიკის განვითარებას ხელს შეუწყობს და ქვეყანაში კრედიტის ღირებულებაც უფრო დაბალ დონეზე შენარჩუნდება. საგარეო ვალის დიდი წილი კი მიუთითებს იმაზე რომ, ქვეყანაში სუსტად არის განვითარებული

---

<sup>1</sup> ნოდარ ხადური, მალხაზ ჩიქობავა, ნაზირა კაკულია - მაკროეკონომიკა ,თბილისი,2009 წელი.

კაპიტალის ბაზარი, კერძო სექტორი იმ დონეზე არაა განვითარებული რომ სახელმწიფოს ასესხოს ფული და ამ შემთხვევაში მთავრობა იძულებულია სხვა ქვეყნებისგან ისესხოს ფული უცხოურ ვალუტაში. ვალუტის კურსის ცვლილების შემთხვევაში შესაძლოა გამძვირდეს ვალის მომსახურება.

საგარეო დავალიანების პრობლემის კვლევა ითვალისწინებს განსაზღვრული კრიტერიუმების გამოყენებას. მათ შორის მნიშვნელოვანია: ქვეყნის გადახდისუნარიანობა და ლიკვიდურობა.

გადახდისუნარიანობაში იგულისხმება დებიტორი ქვეყნის უნარი და შესაძლებლობა აღებული სესხების მაღალეფექტიანი გამოყენების გზით უზრუნველყოს ეკონომიკის ზრდის მაღალი და სტაბილური ტემპი, რაზეც უშუალოდ დამოკიდებულია ვალის დროული გადახდა. ეკონომიკური ზრდის დასადგენად გამოიყენება მთლიანი ეროვნული პროდუქტისა და მთლიანი შიდა პროდუქტის მოცულობა.

რაც შეეხება ლიკვიდურობას, აქ იგულისხმება განსაზღვრული პერიოდის შემდეგ ქვეყანაში საკმარისი ფულადი სახსრების არსებობა, რათა მან დროულად დაფაროს მიმდინარე სავალო ვალდებულებები. ლიკვიდურობის შეფასება ხდება საგარეო ვალის მიმდინარე გადასახდელების სიდიდესა და ქვეყანაში ლიკვიდური სახსრების არსებულ მოცულობას შორის შეფარდების გზით.

საგარეო დავალიანების შეფასების ზემოთ აღნიშნულ კრიტერიუმებთან ერთად განსაკუთრებული მნიშვნელობა აქვს ვალის მომსახურების კოეფიციენტს, ანუ ნორმას, იგი ასახავს ვალის დაფარვის მიზნით წლიურ გადასახადებსა და საქონლისა და მომსახურების კოეფიციენტს, ანუ ნორმას. იგი ასახავს ვალის დაფარვის მიზნით წლიურ გადასახადებსა და საქონლისა და მომსახურების წლიური ექსპორტის ღირებულებას შორის თანაფარდობას.

გერმანელი ეკონომისტის, პეტერსონის მიხედვით განსაზღვრულია 7 ძირითადი მაჩვენებელი:

- საგარეო ვალის რაოდენობის შეფარდება წლიური ექსპორტის მოცულობასთან;
- საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტის შეფარდება წლიური ექსპორტის მოცულობასთან;
- სავალუტო რეზერვების ზრდა;

- უცხოური კაპიტალდაბანდებებიდან მიღებული წლიური მოგების შეფარდება წლიური ექსპორტის მოცულობასთან;
- სავალუტო რეზერვების მოცულობის შეფარდება თვიური იმპორტის მოცულობასთან;
- ინფლაციის ტემპი;
- მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის ტემპი;

მისი აზრით ქვეყანა ფაქტობრივად მაშინ იმყოფება სავალო კრიზისში, თუ სამი ან მეტი მაჩვენებელი აღემატება კრიტიკულ დონეს.

ამოსავალ წერტილს თეორიებში წარმოადგენს გარემოება იმის შესახებ სახელმწიფო ვალი შიდას წარმოადგენს თუ საგარეოს. სასურველია, თუ სახელმწიფო ვალს ამ ორ ასპექტის მიხედვით ცალ-ცალკე განვიხილავთ. საგარეო სახელმწიფო ვალი ბუნებით უფრო მოწყვლადია ვიდრე შიდა ვალი, რადგან ვალის მომსახურების თანხების ოდენობით მთლიანი შიდა პროდუქტი მცირდება, ხოლო შიდა ვალის შემთხვევაში პირდაპირი ფულადი გადახდები საპროცენტო განაკვეთის ოდენობით არ არის სახეზე და შეგვიძლია შევადაროთ თანხის საკუთარ თავზე სესხებას. ის დამოკიდებულია საგადასახადო განაკვეთებზე იმ შემთხვევაშიც კი, თუ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მფლობელები არიან იგივე ადამიანები, რომლებიც გადასახადის გადამხდელნი არიან, მათზე ნაწილდება ვალის მომსახურების ტვირთიც; მაშინ გადასახადის გადამხდელის სურვილია მეტი მუშაობა, დაზოგვა და ინვესტიციების შემცირება.

თუ გადასახადები უფრო პროგრესულია, ვიდრე სახელმწიფო ვალის მფლობელობა, შემოსავლების გადანაწილება თანასწორობის მიმართულებით ხდება. მაგრამ თუ გადასახადები ნაკლებად პროგრესულია, ვიდრე ვალის მფლობელობა უფრო მაღალი შემოსავლის მქონე ჯგუფების სასარგებლოდ ზრდის უთანასწორობას. სახელმწიფო ვალი რომელიც წარმოიშობა იმ მიზნით რომ გაუმჯობესდეს მოხმარება, დასაქმება, კაპიტალური აქტივების რაოდენობა და ა.შ იწვევს შედარებით მცირე დატვირთვას მოსახლეობაზე.

## 1.2 სახელმწიფო ვალის ნეგატიური და პოზიტიური ეფექტები

მე-19 საუკუნის დასაწყისში, სახელმწიფო ვალის მიმართ კლასიკური სკოლის წარმომადგენლებს უარყოფითი დამოკიდებულება გააჩნდათ და დიდი წინააღმდეგობა გაუწიეს მას, როგორც საფრთხეს ეკონომიკისათვის. თანამედროვე ფინანსური თეორიებში კი ფუნდამენტურად შეიცვალა დამოკიდებულება სახელმწიფო ვალისადმი. ამ თვალსაზრისით, სახელმწიფო ვალი გამოიყენება არა მარტო ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფინანსებლად, არამედ სტაბილურობის, განვითარებისა და რედისტრიბუციის ფუნქციაც შეიძინა. თანამედროვე ეკონომიკური თეორიები სახელმწიფო ვალს აღიქვამს შემოსავლის წყაროდ და გადასახადების თანასწორად. თუმცა, უთანხმოება ეკონომისტებს შორის სახელმწიფო ვალის ნეგატიურ და პოზიტიურ ეფექტებზე დღემდე გრძელდება.<sup>1</sup>(Alberto,1990)

ჯონ ჰოულენდ ქოქრენი<sup>2</sup> მიუთითებს იმაზე, რომ სახელმწიფო ვალის უარყოფითი ზეგავლენა ბევრად უფრო მაღალი იქნებოდა, თუ მაღალი სახელმწიფო ვალი მომავალში გაურკვევლობის ზრდას ან ინფლაციისა და ფინანსური რეცესიების წახალისებას გამოიწვევდა. (Svaljek,2011)

უილიამ გრინის<sup>3</sup> თანახმად, სახელმწიფო ვალის აღების ნებაყოფლობითი პოლიტიკა გამოიწვევს სახელმწიფო ვალსა და სტაბილურ ეკონომიკურ ზრდას შორის უარყოფით დამოკიდებულებას. სახელმწიფო ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენა დამოკიდებულია ეკონომიკაში ხისტი ხელფასებისა და უმუშევრობის სიმძიმის არსებობაზე. გრინმა აჩვენა, რომ ელასტიური სამუშაო ძალის მიწოდების და ხისტი ხელფასების მქონე ეკონომიკის მოდელში სახელმწიფო ვალს ნეგატიური ეფექტი აქვს სამუშაო ძალის მიწოდებაზე, ინვესტიციებზე და ეკონომიკურ ზრდაზე. მისი აზრით, სახელმწიფო ვალი უნდა გამოიყენებოდეს მხოლოდ სტაბილიზაციის მიზნებისთვის, კერძოდ, ძირითადი კრიზისების, ომებისა და პოლიტიკური არეულობის დროს, რათა შესაძლებელი გახდეს შემოსავლების მოსალოდნელი

<sup>1</sup> Alesina alberto.1990, "A Positive Theory of budget Deficits and Government Debt", Review of Economic studies, 57,403-414

<sup>2</sup> <https://hrcak.srce.hr/file/9649> - PUBLIC DEBT BOUNDARIES: A REVIEW OF THEORIES AND METHODS OF THE ASSESSMENT OF PUBLIC DEBT SUSTAINABILITY- Sandra Švaljek;

<sup>3</sup> William H. Greene - (*Econometrics analysis*, New York University,2012წ,გვ,65, 325- 335)

შემცირების უარყოფითი შედეგების თავიდან არიდება. შედარებით მშვიდობიან დროს, მთლიანი შიდა პროდუქტის მზარდი ტენდენციით, არ არის საჭირო ვალის აღება, რაც არ უნდა ხელსაყრელი პირობებით იყოს ის წარმოდგენილი. ყოველი სესხი სამომავლოდ უნდა გადაიხადოს ქვეყანამ, ამიტომ, თუ მომავალში მიზნად ისახავს მოსახლეობის საგადასახადო ტვირთის შემსუბუქებას, მაშინ მიმდინარე სესხი ირაციონალურია.(Green,2012)

აქედან გამომდინარე, განვითარებადმა ეკონომიკებმა აუცილებლად უნდა მიმართონ თავიანთი საგარეო რესურსები პროდუქტიულობის გაზრდაზე ისე, რომ ეს მათ დაეხმაროს ინვესტირების ახალი შესაძლებლობების შექმნასა და მეტი ინვესტორის მოზიდვაში.

საბოლოო ჯამში, მთავრობას უნდა ახსოვდეს, რომ "სესხების დაუწერელი ლიმიტებიც" არსებობს, როდესაც მოსახლეობა ვალს აღიქვამს როგორც ბოროტებას<sup>1</sup>. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, დემოკრატიული სისტემის პირობებში ამომრჩეველმა უნდა განსაზღვროს სახელმწიფო ვალის ზღვარი და არა სამთავრობო ინსტიტუციებმა.

სახელმწიფო ვალის მდგრადობა ყოველთვის არ ყოფილა ცენტრალური თემა სახელმწიფო ვალის შესწავლაში. სახელმწიფო ვალთან დაკავშირებული კლასიკური კვლევითი სფეროები იყო ვალის ტვირთი და ინტერტემპორალური დროთაშორისი ეფექტები. ბოლო პერიოდში აქცენტი გაკეთდა სახელმწიფო ვალის დეტერმინანტების განსაზღვრაზე და ამ დეტერმინანტების განმარტებამ ორი მიმართულება მიიღო, ერთი იყენებს ნორმატიულ მიდგომას და მეორე პოზიტიურ მიდგომას. მდგრადობის საკითხების განხილვა არის პოზიტიური მიდგომის ნაწილი.

სახელმწიფო ვალის ნორმატიული მიდგომის ძირითად წარმომადგენლად გვევლინება რობერტ ბარო<sup>2</sup>. ბარო და მისი მიმდევრები სახელმწიფოს ადარებენ

---

<sup>1</sup> Friedrich Heinemann-Sustainability of national debt in Europe,1994წ.

<sup>2</sup> Barro, Robert J., 1979, "On the Determination of the Public Debt", *Journal of Political Economy*, 87(5), 940-971.

"კეთილგანწყობილ სოციალურ მგეგმავს" , რომლის მიზანია საზოგადოების კეთილდღეობის გაზრდა. ისინი მიიჩნევენ, რომ ფისკალური პოლიტიკის ეფექტი (ეს არის - დაბეგვრა) მხოლოდ მცირედით არის დამახინჯებული, თუ საგადასახადო განაკვეთები სტაბილურად ერთი და იმავე დონეზეა შენარჩუნებული. (Barro,1979)

მას შემდეგ, რაც ეკონომიკა გაივლის ექსპანსიისა და რეცესიის პერიოდს, მუდმივი საგადასახადო განაკვეთებით გაივლიან ბიუჯეტის დეფიციტის და ბიუჯეტის პროფიციტის ალტერნატიულ პერიოდს. ამრიგად, ვალის გამოყენება მოხდება სახელმწიფო ხარჯების დროებითი ზრდის პერიოდში (განსაკუთრებით ომის და დიდი კრიზისის პერიოდში), ხოლო ომის შემდგომ პერიოდში (პოსტკრიზისული) უცვლელი განაკვეთები გამოიმუშავებს ბიუჯეტის სიჭარბეს, რომელიც მის კომპენსაციას ახდენს ამჟამინდელი ღირებულებით.<sup>1</sup>

სახელმწიფო ხარჯების სახელმწიფო ვალითა და გადასახადებით დაფინანსებას ბაროს თეორიის მიხედვით თანაბარი ეფექტი აქვთ. ბაროს განცხადებით, ვალის აღება გავლენას არ ახდენს სიმდიდრეზე, ერთობლივ მოთხოვნაზე, საპროცენტო განაკვეთებზე და კაპიტალის ფორმირებაზე, მისი ერთადერთი ფუნქციაა, რომ მთავრობას უფრო მეტი მოქნილობა მოუტანოს მიმდინარე შემოსავლებისა და სახელმწიფო ხარჯების დასაბალანსებლად<sup>2</sup>.

პოზიტიური მიდგომის მომხრეებს შორის შეიძლება გამოვყოთ "საზოგადოებრივი არჩევანის სკოლის" წარმომადგენლები (ბიუკენენი, ბრენანი, ტალოკი და ნიკსანენი). მათ მიაჩნიათ, რომ გადაჭარბებული დეფიციტის ტენდენციები შეიძლება წარმოიშვას პოლიტიკოსებისა და ბიუროკრატების თვითნებური ქცევისგან, რომლის მიზანიცაა არჩევნებში გამარჯვება და ძალაუფლების შენარჩუნება.

პოზიტიური მიდგომის საფუძველზე დაფუძნებული მოდელები ემპირიულად უფრო მეტად შეესაბამება რეალობას, ვიდრე ნორმატიული მიდგომის მოდელები, სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, თანამედროვე სამყაროში პოლიტიკოსები,

---

<sup>1</sup> Fiscal Expansions and Fiscal Adjustments in OECD Countries - Alberto Alesina, Roberto Perotti(1995)

<sup>2</sup> Robert Barro and Vittorio Grilli - European Macroeconomics (2007)

ნებისმიერი სხვა მოქალაქის მსგავსად იქცევიან, სოციალური კეთილდღეობის ნაცვლად საკუთარი სარგებლის მიღება აქვთ პრიორიტეტად. პოზიტიური მიდგომით ასეთი პოლიტიკა ვალს პოლიტიკურად მიმზიდველს ხდის, შესაბამისად, ხშირ შემთხვევაში სესხის მოცულობა ცდება ზღვრებს და ლიმიტებს. ეს კიდევ ერთხელ ადასტურებს სესხის დინამიკის მონიტორინგის საჭიროებას .



### 1.3 სახელმწიფო ვალის სტაბილურობა

სწორედ სახელმწიფო ვალის მართვის აუცილებლობა, რომელიც ეკონომიკურ მეცნიერებას სტიმულს აძლევდა ვალის ფენომენის, მისი მიზეზების, შედეგების და ვალის ოპტიმალური დონის, მდგრადი საზღვრების შექმნისთვის. მიუხედავად იმისა, რამდენად ნაყოფიერი იყო ეს შესწავლა, დღეს მისმა მიღწევებმა მხოლოდ ვალთან დაკავშირებული პრობლემების გაგება შეძლო, ფისკალური პოლიტიკის გატარების პრინციპების გარეშე, მაგ: სესხების პოლიტიკა.

ისტორიამ აჩვენა, რომ სხვადასხვა ეკონომიკა ვალის ტვირთთან გამკლავებას სხვადასხვა გზით ახერხებს. ზოგჯერ კრიზისი დგება ისეთ ქვეყნებშიც სადაც მთლიანი შიდა პროდუქტთან მიმართებაში სახელმწიფო ვალის დაბალი მაჩვენებელია, ხოლო ზოგი ეკონომიკა კარგად მოქმედებს მაშინაც კი, როდესაც მათი სახელმწიფო ვალი მნიშვნელოვნად აჭარბებს ქვეყანაში ერთი წლის მთლიანი შიდა პროდუქტის ღირებულებას. აქედან გამომდინარე, ჩვენ არ შეგვიძლია საუბარი სახელმწიფო ვალის აბსოლუტური და უნივერსალური საზღვრების არსებობაზე. თუმცა, შეიძლება ითქვას, რომ ეს საზღვრები მიღწეულია, როდესაც ფისკალური პოლიტიკის შედეგები საფრთხეს უქმნის ეკონომიკას. ზოგადად, ნათქვამია, რომ სახელმწიფო ვალის ოპტიმუმი არ არის მიღწეული, ვიდრე სახელმწიფო ხარჯების (საერთო ან ზოგადი სახსრების კონკრეტული ფორმა, მაგალითად, საზოგადოებრივი ინვესტიციები), რომელიც დაფინანსებულია ვალის მიერ:

- ზრდის წარმოების შესაძლებლობებს,
- ახორციელებს სიმდიდრის სასურველ განაწილებას საზოგადოებაში

სესხება მიზანშეწონილია, თუ ის შეესაბამება ქვეყნის მაკროეკონომიკურ მიზნებს (მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი, კერძო ინვესტიციების ზრდა, ინფლაციის კონტროლი, საგარეო ნდობის შენარჩუნება). შესაბამისად, ახალი სესხის სიდიდე დამოკიდებულია კერძო დანაზოგების დონეზე, კერძო ინვესტიციების სასურველ დონეზე და სასურველ მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტზე.

ვინაიდან ზემოთ აღნიშნული კრიტერიუმით სესხების მიზანშეწონილობის რაოდენობრივად დადგენა რთულია, შედარებით მარტივი კოეფიციენტები

გამოიყენება, როგორცაა დავალიანების სიმძიმის შეფასების განმსაზღვრელი შემდეგი სტანდარტული კრიტერიუმები:

- ეკონომიკური ზრდის ტემპები;
- საგარეო ვალის რაოდენობის შეფარდება მთლიანი შიდა პროდუქტის მოცულობასთან;
- საგარეო ვალის მომსახურებისათვის გადასახდელების თანხის შეფარდება ბიუჯეტის შემოსავლებთან;
- საგარეო ვალის მომსახურებისთვის გადასახდელების თანხის შეფარდება წლიური ექსპორტის მოცულობასთან.
- საპროცენტო განაკვეთის მთლიან შიდა პროდუქტთან თანაფარდობა;
- ახალი სესხის წილი მთლიან შიდა პროდუქტში;
- სახელმწიფო ვალის თანაფარდობა მთლიან შიდა პროდუქტთან.<sup>1</sup>

ბოლო ორი ყველაზე ხშირად გამოყენებადია. მართალია ეს მაჩვენებლები არ აჩვენებს მიღწეულია თუ არა სახელმწიფო ვალის მოცულობა ზღვრამდე; თუმცა, თუ მათ გრძელვადიან პერიოდში განვიხილავთ, ისინი შეიძლება გამოყენებულ იქნეს სესხების დინამიკის მონიტორინგისთვის. გარდა ამისა, ეს მაჩვენებლები გამოიყენება საერთაშორისო შედარებებისთვის.

სახელმწიფო ვალი შეიძლება დაიყოს შიდა და გარე სახელმწიფო ვალად. როდესაც ქვეყანაში სესხების შესაძლებლობები ამოწურულია, მთავრობა საზღვარგარეთის ქვეყნებს მიმართავს სესხის ასაღებად. საგარეო ვალის მომსახურება შესაძლებელია მხოლოდ ექსპორტის საშუალებით, საგარეო ვალის ექსპორტთან თანაფარდობა გამოიყენება საგარეო ვალის მდგრადობის მაჩვენებლად.

არ არსებობს უნიკალური და ზოგადად მისაღები ვალის მდგრადობის შეფასების განმარტება. მაგალითად, თუ კრედიტორები, ექვექვემ აყენებენ ქვეყნის სანდოობას, ანუ სესხის დაფარვის შესაძლებლობას, შეაჩერებენ სესხების შემდგომ გაცემას და მოითხოვენ რისკის მაღალ პრემიას. ადგილობრივ კრედიტორებს შეიძლება ჰქონდეთ გადასახადების ზრდის და ფულის მასის ზრდის მოლოდინი, ისევე როგორც ინფლაციისა და დევალვაციის, რამაც შეიძლება გამოიწვიოს ქვეყნის შემოსავლების

<sup>1</sup> [https://www.mof.ge/saxelmwifo\\_valis\\_martva](https://www.mof.ge/saxelmwifo_valis_martva)

შემცირება, კაპიტალის საზღვარგარეთ გადინება, საბოლოოდ ფინანსური კრიზისი ან საგადასახდელო ბალანსის კრიზისი.

ეს სცენარი საერთოა განუვითარებელი ფინანსური ბაზრების მქონე ქვეყნებისთვის<sup>1</sup>. განუვითარებული ფინანსური ბაზრების მქონე ქვეყნებში კი არამდგრადი სესხების პოლიტიკამ შეიძლება გამოიწვიოს სახელმწიფო ობლიგაციების მიწოდების ზრდა, რაც იწვევს მათი ფასების ვარდნას და საპროცენტო განაკვეთის ზრდას. სახელმწიფო კრედიტორები მოითხოვენ საპროცენტო განაკვეთის კიდევ უფრო მაღალ ზრდას იმ შემთხვევაში, თუ ობლიგაციები არ არის ინდექსირებული და ასევე შეეცდებიან შესაძლო დანაკარგის გამო რისკების დაზღვევას. უკეთ გასაგებად განვიხილავ რამდენიმე ტერმინს:

- გადახდისუნარიანობა

რიკარდოს იგივეობა ხაზს უსვამს მთავრობის შუალედურ საბიუჯეტო შეზღუდვებს, რომლებიც ადრე თუ გვიან იწვევს გადასახადების ზრდას, როდესაც მაღლდება დანახარჯები, სესხის აღება არის მხოლოდ ხარჯების გადიდება სამომავლოდ. თუმცა, საოჯახო მეურნეობისგან განსხვავებით მთავრობები თვლიან, რომ მათ უსასრულო სიცოცხლის ციკლი აქვთ, ასე რომ მათ ვალი არასდროს ექნებათ ბოლომდე ასანაზღაურებელი. უფრო სწორად რომ ვთქვათ, ვალის გასვლასთან მიახლოებული ვალის გადახდა მოხდება ახალი სესხების გზით, რადგანაც მისაღებია ვარაუდი, რომ მომავალ თაობებს, როდესაც მათი დრო მოვა, ექნებათ დანაზოგების დახარჯვის სურვილი ფასიანი ქაღალდების შესაძენად.

ვალის მქონე ქვეყნის დამოკიდებულება კრედიტორების მიმართ დამოკიდებულია მის მიერ ვალზე უარის თქმის სარგებელსა და დანახარჯებზე. სარგებელი შეიძლება იყოს ვალისა და მასთან დაკავშირებული პროცენტის ჩამოწერა, დანახარჯი კი, როგორც წესი, რეპუტაციას ეხება: ქვეყანა შეიძლება გამოეთიშოს ფინანსურ ბაზრებს, ან სულ მცირე მომავალში დაეკისროს უფრო მაღალი რისკის პრემია. თუმცა, ისტორია გვიჩვენებს, რომ ხშირია ვალზე უარის თქმის შემთხვევები და განსაკუთრებით ამ ბოლო დროს, ქვეყნები შედარებით სწრაფად აღადგენენ წვდომას ფინანსურ ბაზრებზე.

---

<sup>1</sup> 1993 წ., საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ინსტიტუტი.

## გადახდისუნარიანობიდან მდგრადობამდე

გადახდისუნარიანობა არის სახელმწიფო ფინანსების მდგომარეობა მოცემული მომენტისათვის, მაგრამ სახელმწიფო დანახარჯებისა და შემოსავლების ინერციის თვალსაზრისით ყოველთვის მნიშვნელოვანია იმის უნარი, რომ წინასწარ მოხდეს ნებისმიერი სამომავლო პერიოდისათვის შესაძლო განჭვრეტა, სწორედ ამას შეეხება მდგრადობის კონცეფცია.

სახელმწიფო ფინანსები ითვლება არამდგრადად, თუკი მიმდინარე ეკონომიკურ პოლიტიკასა და ხელმისაწვდომ წინანსწარ გათვლებზე დაყრდნობით, სახელმწიფო ვალის მოსალოდნელი განვითარება აუცილებლად გამოიწვევს გადახდისუნარიანობის მდგომარეობას. შესაბამისად, ფისკალური პოლიტიკა შეიძლება იყოს არამდგრადი მაშინაც კი, თუკი გადახდისუნარიანობის პრობლემა დაუყოვნებლივ არ იჩენს თავს. მათ გადასაჭრელად მთავრობები დახმარებას საერთაშორისო სავალუტო ფონდს თხოვენ. თუმცა, როდესაც საერთაშორისო სავალუტო ფონდი ეხმარება ქვეყანას, ის მოითხოვს მარეგულირებელი პროგრამის დაგეგმვასა და განხორციელებას, რომლის მიზანიც უნდა იყოს საგარეო ვალის მდგრადობის აღდგენა.

ხშირად დახმარება, რეგულირება და ხელახალი დაგეგმარება არ არის ეფექტიანი გზა მდგრადობის აღსადგენად, რაც მთავრობას უბიძგებს იმისაკენ, რომ ხელახლა განიხილოს ვალის შემცირება მის სახელმწიფო და კერძო კრედიტორებთან. ეს მოლაპარაკებები ტარდება პარიზის კლუბში, ლონდონის კლუბში ან სპეციალურ ფორუმებზე.

- ვალის მდგრადობის შეფასება

არ არსებობს სახელმწიფო ვალის შეფასების უნივერსალური კრიტერიუმი. პირველი და საკმაოდ არაზუსტი ხერხი ეყრდნობა ვალისა და მთლიანი შიდა პროდუქტის თანაფარდობის სტაბილურობას. შედეგად, დაკვირვების ძირითადი ბალანსი შედარებულია ძირითად ბალანსთან, რომლის საშუალებითაც ვალის ფარდობა მუდმივი იქნება, რასაც ეწოდება ვალის სტაბილიზაციის დეფიციტი. ეს უკანასკნელი დამოკიდებულია ვალის თანაფარდობაზე და განსხვავებაზე მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდასა და საპროცენტო განაკვეთს შორის.



ამიტომაც ფისკალური პოლიტიკისთვის კიდევ უფრო აქტიური როლის მინიჭებაა საჭირო:

- სახელმწიფომ გრძელვადიანი ფისკალური მდგრადობა უნდა უზრუნველყოს: მდგრადი ფისკალური პოზიცია სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანია გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდის ხელშესაწყობად. განვითარებულ ქვეყნებს დროთა განმავლობაში სახელმწიფო ვალის მაღალი მაჩვენებლების შემცირებაზე ესაჭიროებათ აქცენტის გაკეთება, განვითარებად ქვეყნებს მაღალი ფისკალური დეფიციტის აღმოფხვრაზე ზრუნვა. ფისკალური კონსოლიდაცია უნდა ითვალისწინებდეს მუდმივ და სტრუქტურულ რეფორმებს. ვალის შემცირებას დრო სჭირდება, რაც კიდევ უფრო ზრდის მოწყვლადობას შოკების შემთხვევაში.
- სახელმწიფომ მხარი უნდა დაუჭიროს ზრდის გრძელვადიან ამოცანებს და განთავისუფლოს ფისკალური სივრცე ანუ ქვეყნის შესაძლებლობა, მოკლევადიან პერიოდში იფუნქციონიროს მაღალი ფისკალური დეფიციტით, ისე რომ არ შეექმნას დაფინანსების მოძიების საჭიროება და არ გამოიწვიოს კერძო სექტორის მდგომარეობის გაუარესება. ქვეყანა ადეკვატური ფისკალური სივრცით უფრო რბილად უმკლავდება შოკებს და იყენებს ავტომატურ სტაბილიზატორებს ეკონომიკაში ოპერირებისთვის. ფისკალური სივრცე უნდა განთავისუფლდეს აღმავლობის პერიოდში რომ ეკონომიკა მზად იყოს რეცესიის დროს მატერიალიზებულ ფისკალურ რისკებთან გასამკლავებლად.<sup>1</sup>

ფისკალური რისკები ზოგადად განმარტებულია, როგორც ნეგატიური გადახრები ფისკალური პროგნოზებისგან. ისინი ხელს უშლიან სახელმწიფოებს ეფექტურად გაატარონ ფისკალური პოლიტიკა: როცა რისკი მატერიალიზდება, ძნელია ფისკალური წესების დაცვა და ამავდროულად ზრდის წახალისება.

სტანდარტულ ფისკალურ ინდიკატორებში ყველა რისკი არ არის ასახული: რისკები შესაძლოა სახელმწიფო სექტორს გარეთაც იყოს ( მაგ: კერძო დაწესებულებები, სახელმწიფო-კერძო პარტნიორობა და ა.შ). ასევე რისკების

<sup>1</sup> International Monetary Fund (2015a): “Fiscal Policy and Long Term Growth”, IMF Policy Paper, June 2015

შემცველია სახელმწიფო ინსტიტუციებიც, რომლებიც ხშირ შემთხვევაში ფისკალურ ანგარიშებში არ არის ასახული (ეროვნული ბანკი, სახელმწიფოს საკუთრებაში არსებული საწარმოები.) 2008-09 წლის გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა ეკონომისტებს ყურადღება უძრავი ქონების ბაზრიდან წარმოშობილ რისკებზეც გაამახვილებინა

ზოგადი ფისკალური რისკების კლასიფიკაცია:

- საერთო ეკონომიკური რისკები (სასაქონლო ფასები, მშპ-ს ზრდის ტემპი, გაცვლითი კურსი.)
- სტრუქტურული ან ინსტიტუციური რისკები (სუსტი ინსტიტუციები)
- სპეციფიური ფისკალური რისკები (ფინანსური სექტორი, სახელმწიფოს საკუთრებაში არსებული საწარმოები, კერძო-სახელმწიფო პარტნიორობა, ბუნებრივი კატასტროფები) სწორედ აქედან მოდის პირობითი ვალდებულებების რისკი, რომელიც წარმოიშობა, როცა სპეციფიური რისკი მატერიალიზდება.

ამ თავში განვიხილავ კონსოლიდაციის აუცილებლობასა და საჭიროების მიზეზებს და რა ახასიათებს კონსოლიდაციას დროის, ზომისა და შემადგენლობის მიხედვით. განვიხილავ სიმწიფეებს მის იმპლემენტაციისას ისევე როგორც მაკროეკონომიკურ ზეგავლენას.

ქვეყნები ძირითადად მაშინ ახდენენ კონსოლიდაციას, როცა სხვა გამოსავალი არ არსებობს. არამდგრადი სახელმწიფო ვალი ხშირად ინვესტორებისთვის ნეგატიური სიგნალია და საპასუხოდ იწვევს დაფინანსების შემცირებას. ასე რომ, სახელმწიფოს საპროცენტო გადასახდელების სახით უზარმაზარი რესურსების მობილიზება მოუწევს. ისეთ დროსაც კი როცა ვალის აბსოლუტური მოცულობა დაბალია, ინვესტორების აპეტიტის შეცვლამ შეიძლება სახელმწიფოს საგარეო დაფინანსების შესაძლებლობის შემცირება გამოიწვიოს. ხშირად საბანკო კრიზისის შემდეგ ინვესტორები ადგილობრივი ვალუტის მიმართ ნდობას კარგავენ, რაც ფატალური შედეგებით მთავრდება ადგილობრივი ეკონომიკისთვის. საბოლოოდ, თუ შემოსავლები კოლოსალურად მცირდება, მაგალითად: ნავთობის ექსპორტიორი ქვეყნისთვის ნავთობზე საერთაშორისო ფასების დაცემის გამო ფისკალური

კონსოლიდაციის საჭიროება დგება. სახელმწიფოები რომლებიც წინასწარ ჭკრეტენ მოსალოდნელ საფრთხეს ბიუჯეტის შედგენისას (პენსიების ზრდა , გარემოს დაცვის ხარჯების ზრდა, ჯანდაცვა) ბიუჯეტის დაბალი დეფიციტის და სახელმწიფო ვალის მთლიან შიდა პროდუქტთან შეფარდების მაჩვენებლის დაბალი დონით გაცილებით ადვილად ახერხებენ კრიზისული სიტუაციებიდან თავის დაღწევას.

ვთქვათ, სახეზეა ეკონომიკური ზრდის ტემპის ამალღება განვითარებულ ქვეყნებში ,რაც გამოიწვევს განვითარებადი ქვეყნებიდან კაპიტალის გადინებას. ამ შემთხვევაშიც ფისკალური პოლიტიკის გამკაცრებას შეუძლია შეამსუბუქოს საგადასახდელო ბალანსზე წნეხი. მეორე გამოსავალს წარმოადგენს მაკრო-პრუდენციული კონტროლის გამკაცრება. ასევე შესაძლოა კაპიტალის კონტროლი და შესაძლოა გაცვლითი კურსის გაუფასურება ან საპროცენტო განაკვეთების ზრდა კაპიტალის გადინებასთან საბრძოლველად.

თუკი კრიზისი გამოწვეულია „ვალის მდგრადობით“ , არალიკვიდურობით, გადახდისუნარობით, ფისკალური ძალისხმევის მაგივრად, სახელმწიფოს შეუძლია გამოაცხადოს დეფოლტი, ვალის რესტრუქტურისაცია მოახდინოს, გაყიდოს აქტივები, შეამციროს რეალური საპროცენტო განაკვეთები შიდა ვალზე. დეფოლტის შემთხვევაში, თუ პორტფელში შიდა ვალი ჭარბობს, გამოწვეულ იქნება კერძო სექტორის დეფოლტი. თუ ფასიან ქალაქებს საბანკო სექტორი ფლობს ეს გამოიწვევს საბანკო კრიზისს. თუ საგარეო ვალი ჭარბობს, ეკონომიკა დიდი ალბათობით მრავალი წლის მანძილზე საერთაშორისო ფინანსური ბაზრის გარეთ დარჩება. დეფოლტი უცხოურ ვალზე არ არის ისეთივე პოლიტიკური შედეგების მქონე როგორც შიდა ვალის შემთხვევაში , რადგან ამომრჩევლებს არარეზიდენტები არ წარმოადგენენ.<sup>1</sup>(Romer,2011)

აქ განვიხილავ ფაქტორებს, რომლის გათვალისწინებაც გვჭირდება გადაწყვეტილების მისაღებად ფისკალური ძალისხმევის ზომისა და დროის განსაზღვრისას. ფისკალური ძალისხმევის მოცულობა/ზომა დამოკიდებული იქნება ვალის ფაქტიურ მოცულობასა და უსაფრთხო/საიმედო ვალის მოცულობას შორის

---

<sup>1</sup> Romer, David (2011): “What Have We Learned about Fiscal Policy From the Crisis”, IMF Conference on Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis, March 2011



სხვაობაზე. მთლიანი დაფინანსების საჭიროების დიდი მოცულობის შემთხვევაში (მაგალითად: დიდი მოცულობის მოკლევადიანი სესხი) ძალისხმევის ზომაც დიდი იქნება . ხანგრძლივობა კი დამოკიდებულია ლიკვიდურობის მდგომარეობაზე და ინვესტორების მიერ ნდობის დაკარგვის ხარისხზე.

ფისკალური კონსოლიდაციის მაკროეკონომიკური ზეგავლენა:

ნეგატიური ეფექტები:

- ერთობლივი მოთხოვნის შემცირება (ხარჯები მცირდება ან გადასახადები იზრდება)
- კაპიტალური პროექტების დაფინანსების შემცირება ასუსტებს ეკონომიკური ზრდის შესაძლებლობებს.

პოზიტიური ეფექტები:

- ინფლაციური ზეწოლის შემსუბუქება
- მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუმჯობესება
- ვალის მდგრადობის მიღწევა და რისკის პრემიუმის შემცირება
- შემოსავლებისა და ხარჯების ეფექტურობის გაზრდა

გადასახადების ზრდა იწვევს დასაქმების და ინვესტიციების შემცირებას.

## 2.1 ვალის მდგრადობის ანალიზი ღია ფინანსურ ბაზრებთან წვდომის მქონე ქვეყნებისთვის(MAC DSA) და ვალის მდგრადობის ჩარჩო დაბალი შემოსავლების მქონე ქვეყნებისთვის(LIC DSF)<sup>1</sup>

ფისკალური მდგრადობის გლობალური გამოწვევების და რისკების საპასუხოდ საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა და მსოფლიო ბანკმა სახელმწიფო ვალის მდგრადობის შესაფასებლად შეიმუშავეს ორი ინსტრუმენტი: MAC DSA (ვალის მდგრადობის ანალიზი ღია ფინანსურ ბაზრებთან წვდომის მქონე ქვეყნებისთვის) და LIC DSF (ვალის მდგრადობის ჩარჩო დაბალი შემოსავლების მქონე ქვეყნებისთვის). ორივე წარმოადგენს ფორმალურ და სტანდარტიზებულ ექსელის ბაზაზე შექმნილ ხელსაწყოს (LIC DSF განსაკუთრებით დახვეწილია და პროგრამულად უზრუნველყოფილია), რომელთა მიზანია ზუსტად გაანალიზონ ვალის მდგრადობა მსოფლიოს ნებისმიერ ქვეყანაში.

1990-იან წლებში საერთაშორისო სავალუტო ფონდი მხოლოდ ვალის დინამიკურ მაჩვენებელს იყენებდა.

$$d_t = \frac{(1+r_t)}{(1+g_t)} d_{t-1} - pb_t$$

რაც იმას ნიშნავს, რომ გადასახადების მდგრადი დონე, რომელიც აუცილებელია ვალის მიზნობრივი დონის დასაცავად დამოკიდებულია დადებითად საპროცენტო განაკვეთზე ვალის მომსახურებისათვის, ანუ რაც უფრო ძვირდება ვალი მით უფრო მეტი პროპორციით უნდა ამოვიღოთ გადასახადები რომ დავიცვათ ვალის მიზნობრივი დონე. ხოლო თუ მთლიანი შიდა პროდუქტი ( $g$ ) სწრაფად იზრდება, ეს საშუალებას გვაძლევს ვალის მიზნობრივი დონის შესანარჩუნებლად. შედარებით მცირე წილის ამოღება გადასახადების სახით არ წარმოადგენს პრობლემას მდგრადობის თვალსაზრისით. გადასახადების მდგრად დონეზე რა თქმა უნდა გავლენას ახდენს მთავრობის გადაწყვეტილება ხარჯების შესახებ საპროგნოზო პერიოდში (დისკონტირებული ღირებულება), რაც მეტ ხარჯვას აპირებს მთავრობა

<sup>1</sup> - IMF institute for Capacity Development Lecture: Working with the Debt Sustainability Template for Market-Access Countries (MAC DSA)

მით მეტი გადასახადები უნდა ამოვიღოთ, რომ შევინარჩუნოთ ვალის მიზნობრივი დონე.

2002 წელს სტრეს ტესტები და ნეგატიური შოკების სცენარები დაამატეს (ეკონომიკური ზრდის ტემპი, საპროცენტო განაკვეთი, გაცვლითი კურსი, პირობითი ვალდებულებები). 2013 წელს კიდევ უფრო დაიხვეწა :

- სახელმწიფო ვალის მთლიან შიდა პროდუქტთან შეფარდების როლი
- ვალის სტრუქტურის როლი (მოკლევადიანი ვალი, ვალი ფიქსირებული კურსით, არარეზიდენტების მფლობელობაში არსებული ვალი)
- მთლიანი დაფინანსების საჭიროების როლი

ვალის მდგრადობის ანალიზი - ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისთვის (MAC DSA) სახელმწიფო ვალის მთლიან შიდა პროდუქტთან ფარდობის მაჩვენებლის საორიენტაციო ზღვრის ნიშნულის საპოვნელად იყენებს გრასიელა კამინსკის მიერ შემუშავებულ სიგნალურ მეთოდს. დაბალი შემოსავლების მქონე ქვეყნებისთვის ვალის მდგრადობის ჩარჩოს (LIC DSF) ფარგლებში კი შემუშავებულია სპეციფიური საორიენტაციო ზღვრის მაჩვენებლები, რომელიც დამოკიდებულია ინსტიტუციების ხარისხზე, ისევე როგორც სხვა ქვეყნების მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე. საზღვრები ყოველთვის შეიცავს პირველი და მეორე ტიპის შეცდომებს (კრიზისის ვერ ამოცნობა და ცრუ განგაში). შერჩეული ზღვრები პირველი ტიპისა და მეორე ტიპის შეცდომების მინიმიზირებას ახდენს და თანაბარ წონას ანიჭებს თითოეულ შეცდომას.

საბაზისო ნიმუში მოიცავს იმ ქვეყნებს, რომლებმაც წარსულში სავალო კრიზისი გამოცადეს . ეს უკანასკნელი მოიცავს დეფოლტის, რესტრუქტურირების და გადავადების ისტორიულ ეპიზოდებს. 2013 წლიდან ხორციელდება სახელმწიფო ვალის სავარაუდო ტრაექტორიის განვითარების სტოქასტური სიმულაცია, ცნობილი როგორც ალბათური შეფასება. რეალურ საპროცენტო განაკვეთზე, რეალურ ეკონომიკურ ზრდის ტემპზე და რეალურ გაცვლით კურსზე, ამ ოთხ ცვლად შორის კორელაციის გათვალისწინებით, 1000 შოკი ახდენს გავლენას .

- MAC DSA უმეტესად სახელმწიფო ვალს ფარავს, თუმცა აქვს გარკვეული კვეთა სახელმწიფოს მიერ გარანტირებულ ვალთან.
- LIC DSF სახელმწიფო და სახელმწიფოს მიერ გარანტირებულ ვალს შეისწავლის. ანალიზი მიმდინარე ღირებულების კონცეფციის გამოყენებით ტარდება, ალტერნატიული და საბაზისო სცენარების მაგალითზე.<sup>1</sup>

ვალის მდგრადობის ანალიზის მიზანია შეაფასოს გადახდისუნარიანობის და ლიკვიდურობის რისკები. მიზნის მისაღწევად კი იყენებს შემდეგ მეთოდებს: ვალის მოცულობის პროგნოზირება, ვალის სტრუქტურული დეკომპოზიცია, შედარება ინდიკაციურ ზღვრებთან.

ვალი მდგრადია თუ ქვეყანას სამომავლოდ არ დაუდგება დეფოლტის, სასახო პირობების გადახედვის, რექსტრუქტურიზაციის ან არარეალისტურად დიდი ფისკალური პოლიტიკის ძალისხმევის საჭიროება. მცირე შოკსაც კი შეუძლია მდგრადობისა და გადახდისუნარიანობისთვის პრობლემის შექმნა. ისტორიამ გვიჩვენა, რომ განვითარებად ქვეყნებს მაშინაც კი გამოუცდიათ სავალო კრიზისი, როცა სახელმწიფო ვალის მთლიან შიდა პროდუქტთან შეფარდება - 20% იდან 40 % მდე მერყეობდა.

ქვეყანა გადახდისუნარიანია თუ მომავალი პირველადი ბალანსის მიმდინარე ღირებულება, ტოლია ან აღემატება ვალის მიმდინარე მოცულობას.

$$D_0 \leq \sum_{t=1}^{\infty} \frac{PB_t}{(1+i)^t}$$

$PB_t$ : პირველადი ბალანსი/ბალანსი საპროცენტო გადასახდელების გამოკლებით/ბიუჯეტის საოპერაციო სალდო,  $t$  დროისათვის,  $i$  ნომინალური დისკონტირების განაკვეთია.

საპირისპირო მაგალითს წარმოადგენს პონზის სქემა (Ponzi scheme). საწყისი ვალის მომსახურება ხდება ახალი ინვესტორების მოზიდვის და არა მომავალში მოსალოდნელი ზედმეტობების ხარჯზე. ამიტომაც განსაზღვრულია ანტი-პონზის პირობა: ვალის ზღვრული მოცულობა არ უნდა იზრდებოდეს ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთზე მეტად.

<sup>1</sup> IMF institute for capacity development lecture - Fiscal and Debt Sustainability Frameworks for Low-Income Countries (LIC DSF)

ქვეყანა ლიკვიდურია , მიუხედავად მისი გადახდისუნარიანობისა , თუ ხელმისწავდომი ფინანსები და აქტივები საკმარისია ვადადამდგარი ვალდებულებების დასაფარად ან გადასავადებლად.

**გადახდისუნარიანობისა და ლიკვიდურობის ძირითადი ინდიკატორებია: ვალის მოცულობა, ვალის მომსახურება და მთლიანი დაფინანსების საჭიროება.<sup>1</sup>**

- ვალის მოცულობის მაჩვენებლები გადახდისუნარიანობის ინდიკატორად გვევლინება.
- ვალის მომსახურების მაჩვენებლები კი ლიკვიდურობის პრობლემის მაჩვენებელია.

მთლიანი დაფინანსების საჭიროება (GFN) არის დაფინანსების რაოდენობა, რომელიც საჭიროა პირველადი დეფიციტის და ვალის ამორტიზაციის ანუ ვალის მომსახურების დასაფარად.

აღსანიშნავია შემდეგი მაჩვენებელი, რომელიც ვალის მასტაბილიზირებელი პირველადი ბალანსის სახელით არის ცნობილი.

$$pb^*_t = \underbrace{\frac{(r_t - g_t)}{(1 + g_t)} d_{t-1} + \xi_t \frac{(1 + r_t^f)}{(1 + g_t)} d_{t-1}^f}_{\text{ვალის ავტომატური დინამიკის მაჩვენებელი}}$$

ვალის მასტაბილიზირებელი პირველადი ბალანსი ავტომატური ვალის დინამიკური მაჩვენებლების ტოლია. ვალის მასტაბილიზირებელი პირველადი ბალანსი მაღალია თუ :

- რეალურ საპროცენტო განაკვეთსა და ზრდის ტემპის მაჩვენებელს შორის სხვაობა დიდია.
- სხვა ნაკადებს შეაქვთ წილი ვალის ზრდაში (მაგ: პრივატიზაცია)
- რეალური გაცვლითი კურსი უფასურდება და იწვევს უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის ზრდას.

<sup>1</sup> [https://www.oecd-ilibrary.org/economics/government-debt-indicators\\_5jrxv0ftbff2-en?crawler=true](https://www.oecd-ilibrary.org/economics/government-debt-indicators_5jrxv0ftbff2-en?crawler=true)

- თუ  $r > g$ , პირველადი პროფიციტია ვალის სტაბილიზირებისთვის აუცილებელი.
- თუ  $r < g$ , პირველადი დეფიციტი.

ე.ი პირველადი ბალანსი ,რომელიც საჭიროა სულ მცირე საბაზისო და რეალისტური შოკის სცენარების შემთხვევაში ვალის სტაბილიზირებისთვის და იქნება ეკონომიკურად და პოლიტიკურად მიზანშეწონილი, ვალის მდგრადი დონის მისაღებად ისე რომ ეკონომიკურ ზრდა არ შეაფერხოს წარმოადგენს აღნიშნულ მაჩვენებელს.

$$\Delta d_t = \frac{i_t - \pi_t(1+g_t)}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1} - \frac{g_t}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1} + \frac{\varepsilon_t(1+i_t^f)}{(1+g_t)(1+\pi_t)} d_{t-1}^f - pb_t + o_t$$

ეფექტური  
საპროცენტო  
განაკვეთის  
კონტრიბუცია

რეალური  
მშპ-ს ზრდის  
კონტრიბუცია

გაცვლითი  
კურსის  
კონტრიბუცია

პირველადი  
ბალანსის და  
სხვა  
ფაქტორების  
კონტრიბუცია

ნომინალური  
გაცვლითი კურსის  
გაუფასურება

ნარჩენობითი წევრი ფინანსური აქტივების შეძენა/გაყიდვას, კროს-კურსების მოძრაობას მოიცავს. ამ განტოლებას ეწოდება ვალის დინამიკური მაჩვენებელი ღია ფინანსურ ბაზრებზე წვდომის მქონე ქვეყნებისთვის და გამოიყენება MAC DSA ანალიზში. როგორც ვხედავთ ვალის მშპ-სთან შეფარდების პროცენტული მაჩვენებლის ცვლილებაში კონტრიბუტორებად: ეფექტური საპროცენტო განაკვეთი, რეალური მშპ-ს ზრდა, გაცვლითი კურსი , პირველადი ბალანსი და სხვა ფაქტორები გვევლინება.

ვალის მდგრადობის ანალიზი ორი: დაბალი და მაღალი დაკვირვების საჭიროების მიხედვით ხორციელდება. თუ სახელმწიფო ვალი/მთლიან შიდა პროდუქტი მაჩვენებელი აღემატება 50%-ს განვითარებადი, 60 %-ს განვითარებული ქვეყნებისთვის ან მთლიანი დაფინანსების საჭიროება/ მთლიანი შიდა პროდუქტი მაჩვენებელი მეტია 10%-ზე განვითარებადი, ხოლო განვითარებული ქვეყნისთვის 15 %-ზე საჭიროებს მაღალი დაკვირვების ანალიზის ჩატარებას.

დაბალი დაკვირვების საჭიროების შემთხვევაში მხოლოდ საბაზისო კვლევა ხორციელდება, ხოლო მაღალი დაკვირვების საჭიროების მქონე ქვეყნებისთვის

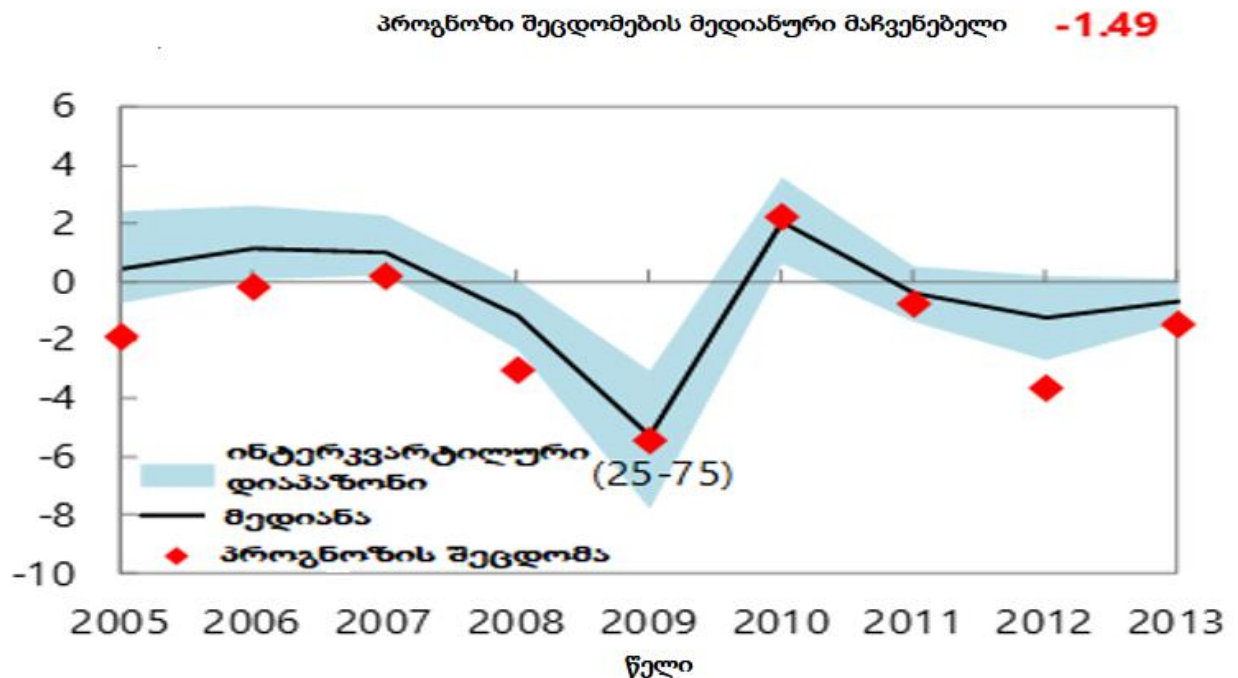
ემატება: საბაზისო დაშვებების რეალისტურობის შემოწმება, ვალის მოცულობის, მთლიანი დაფინანსების საჭიროების და ვალის შემადგენლობის ანალიზი ფერადი ინდიკაციის (Heat Map) საშუალებით. ასევე სტოქასტური სიმულაცია ვალის მომავალი განვითარების გრაფიკით (Fan Chart) და ბოლოს დასკვნა და რეკომენდაციები.განვიხილოთ თითოეული მათგანი.

- საბაზისო დაშვებების რეალისტურობის შემოწმება ხორციელდება სამი მეთოდით: პროგნოზების ჩანაწერების (forecast track record), მოსალოდნელი ფისკალური ძალისხმევის (projected fiscal adjustment) და ბუმი-რეცესია ანალიზი(Boom-Bust analysis) .

თითოეული მათგანი დაშვებების რეალისტურობის შესამოწმებლად გამოიყენება, მაგრამ ამას სხვადასხვა მეთოდებით ახორციელებენ. MAC DSA-ს ეს მოდული სამივეს შედეგის კომბინაციით დაშვებების მაქსიმალური აპროქსიმაციას ცდილობს.

2.2

**ჰიპოთეტური მოდელი: რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდა (%)**



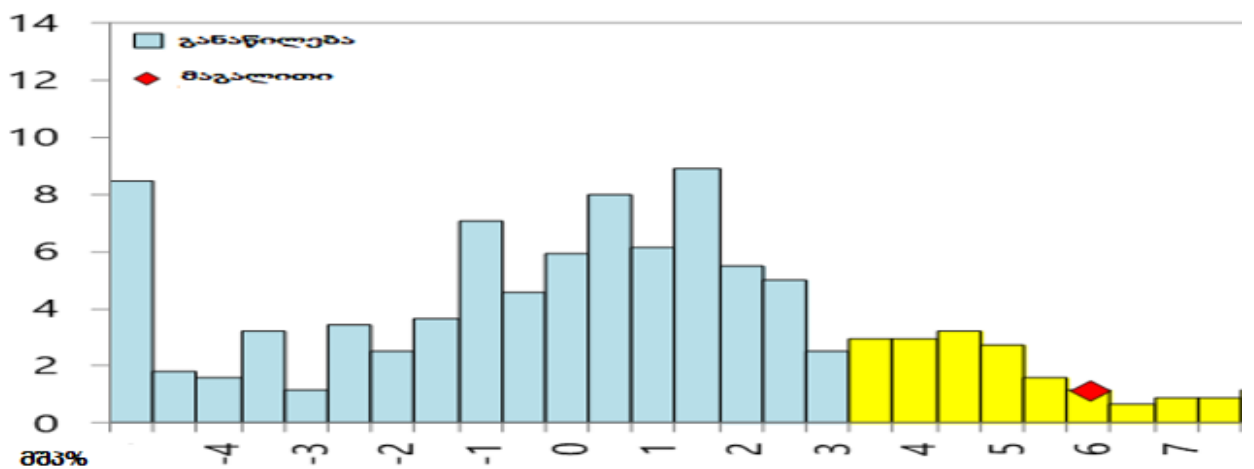
წყარო:<sup>1</sup>Fiscal Sustainability Course – Risk Assessment and Reporting

<sup>1</sup> IMF institute for capacity development – Fiscal Sustainability Course : Working with the Debt Sustainability Template for Market-Access Countries (MAC DSA):Risk Assessment and Reporting,

ამ ინსტრუმენტის მიზანია შეაფასოს ქვეყნის მაკრო ძირითადი მაჩვენებლების პროგნოზები წარსულზე დაყრდნობით. გრაფიკის წასაკითხად მოვიყვანოთ მაგალითი: ვთქვათ, ავირჩიეთ 2008 წელი. ეს იქნება ის მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდა, რომლის პროგნოზირებაც 2007 წლის გაზაფხულზე მოვახდინეთ. შემდეგ გრაფიკი ითვლის სხვაობას ფაქტიურ ზრდასა და პროგნოზირებულს შორის. ორდინატთა ღერძზე დაბალი/ ნეგატიური რიცხვი ნიშნავს, რომ ზედმეტად ოპტიმისტური ვიყავით შეფასებისას. შავი ხაზი ასახავს მედიანას განაწილების ყველა პროგნოზის შეცდომებისთვის, ხოლო ლურჯი შუქრდილი ინტერკვარტილურ დიაპაზონს/გაფანტულობას წარმოადგენს. წითელი წერტილი ასახავს პროგნოზის შეცდომას მოცემული ქვეყნის მაგალითზე. ასევე გამოსადეგია შემაჯამებელი სტატისტიკები მედიანური პროგნოზების შეცდომების, რაც ისტორიით იყო ხელმისაწვდომი.

2.3

**ჰიპოთეტური მოდელი: მდგრადი ციკლურად კორექტირებული პირველადი ბალანსის მისაღწევად საჭირო ძალისხმევა**



წყარო:<sup>1</sup>Fiscal Sustainability Course – Risk Assessment and Reporting

მეორე ინსტრუმენტი ამ მოდულში ფისკალური ძალისხმევის რეალურობის შემოწმებას გულისხმობს, რომელიც დამყარებულია ისტორიულ გამოცდილებაზე. შეფასება ფოკუსირებულია პირველადი ბალანსის მოცულობაზე და მის ცვლილებაზე. ეს ჰისტოგრამა არის 1990-2011 წლებისთვის იმ ქვეყნების 3 წლიანი ძალისხმევის შედეგის მაჩვენებელი ციკლურად კორექტირებული პირველად

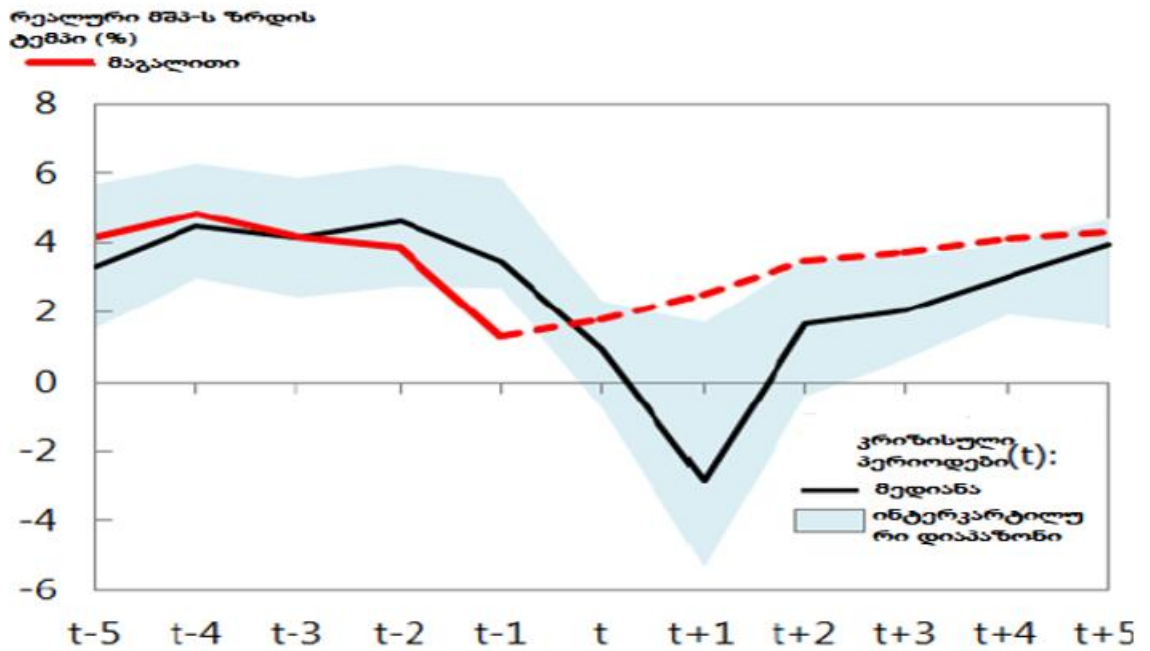
<sup>1</sup> IMF institute for capacity development – Fiscal Sustainability Course : Working with the Debt Sustainability Template for Market-Access Countries (MAC DSA):Risk Assessment and Reporting,



ბალანსზე ცვლილების მოსახდენად, რომელთა სახელმწიფო ვალი/ მთლიანი შიდა პროდუქტი მაჩვენებელი მეტი იყო 60 % ზე . თუ წითელი წერტილი ვარდება ჰისტოგრამაში, მაშინ საჭიროა საწყის დაშვებაზე განსაკუთრებული ყურადღების გამახვილება.

2.4

**ჰიპოთეტური მოდელი: ბუმი-რეცესია ანალიზი(Boom-Bust Analysis)**



წყარო:<sup>1</sup> Fiscal Sustainability Course - Risk Assessment and Reporting

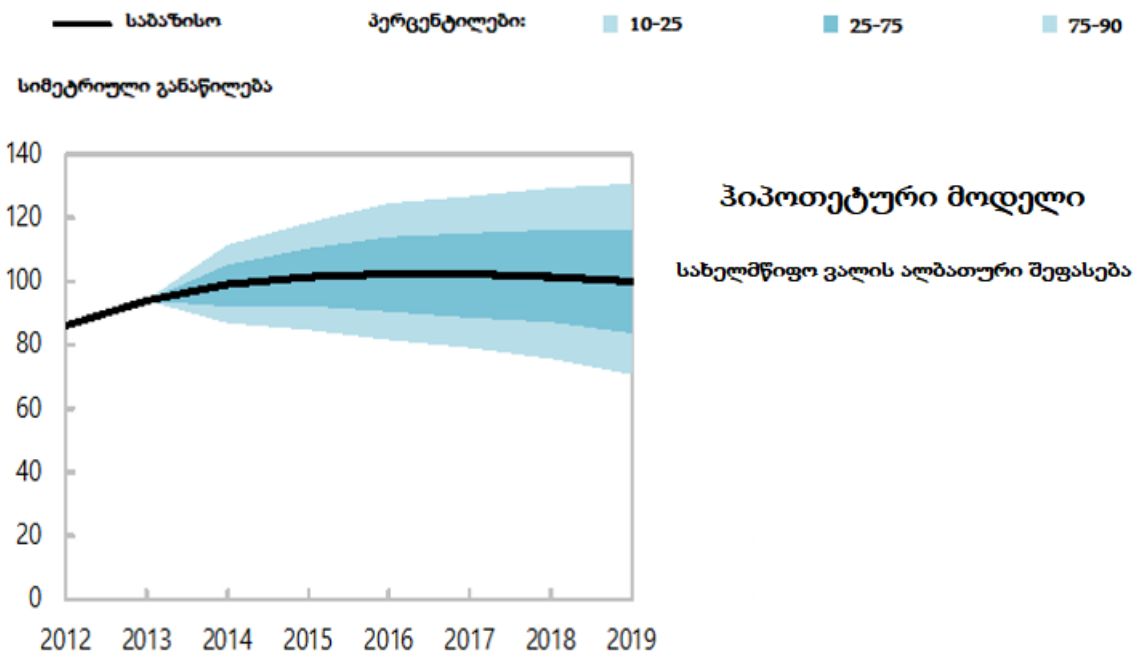
მესამე ინსტრუმენტი ანალიზებს იმ ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის პროგნოზებს, რომლებიც ეკონომიკური ბუმის ციკლში იმყოფებიან. მოტივაცია და საჭიროება მდგომარეობს შემდეგში: ისტორიულად ბუმებს მკაცრი რეცესიები მოყვება. ასე რომ წინასწარ ამის დადგენა და შემჩნევა მნიშვნელოვანია ვალის მდგრადობის ანალიზისთვის. ლურჯი შუქრდილი მიუთითებს ინტერკვარტილურ დიაპაზონს, ხოლო შავი მედიანაა. წითელი ხაზი აჩვენებს ისტორიულ და პროგნოზირებულ ეკონომიკური ზრდის ტრაექტორიას . ამ შემთხვევაში გრაფიკი, გვიჩვენებს ზრდის პროგნოზებს, როგორც ზედმეტად ოპტიმისტურს, ვიდრე წარსულის მიხედვით შეიძლებოდა გვემსჯელა.

<sup>1</sup> IMF institute for capacity development – Fiscal Sustainability Course : Working with the Debt Sustainability Template for Market-Access Countries (MAC DSA):Risk Assessment and Reporting,

ორი კრიტერიუმით ხდება ქვეყნებისთვის Boom-Bust ანალიზის განხორციელების საჭიროების დადგენა: თუ გამოშვების გეპი 3 წლის მანძილზე პოზიტიურია და გაცემული სესხების მოცულობა წლიურად მთლიან შიდა პროდუქტთან მიმართებაში იზრდება 15% დან -30% მდე.

- შემდეგ ტარდება სტრეს ტესტები : ზრდის ტემპის, საპროცენტო განაკვეთის, პირველადი ბალანსის, გაცვლითი კურსისა და პირობითი ვალდებულებების შოკების მიხედვით.
- შედეგების ილუსტრაცია კი ფერადი ინდიკაციების (Heat Map) საშუალებით ხორციელდება. მაღალი რისკი აღინიშნება წითელი ინდიკაციით, ზომიერი ყვითელი და დაბალი მწვანე შეფერილობით.
- საშუალოვადიანი შეფასებისთვის გრაფიკი (Fan Chart) გამოიყენება.

2.5



წყარო:<sup>1</sup> Fiscal Sustainability Course - Risk Assessment and Reporting

- ეს გრაფიკი მაკრო-ფისკალური შოკების შედეგების გათვალისწინებით იქმნება სახელმწიფო ვალი/მთლიან შიდა პროდუქტი მაჩვენებლის ისტორიულ ცვლილებებზე დაყრდნობით. თუკი ქვეყანა ექსპანსიური ფისკალური

<sup>1</sup> IMF institute for capacity development – Fiscal Sustainability Course : Working with the Debt Sustainability Template for Market-Access Countries (MAC DSA):Risk Assessment and Reporting,

პოლიტიკის გამტარებელია და ძალისხმევას აძლიერებს უფრო მოსალოდნელია, რომ მიზანს უფრო ვერ მიაღწევს ვიდრე გადაჭარბებით შეასრულებს მას. ასეთ შემთხვევაში საჭიროა გრაფიკზე პოზიტიური შოკების ლიმიტირება.

- ბოლო ეტაპს ვალის მდგრადობის ანალიზისთვის ეწევი write up წერილობითი სახის რეკომენდაციები და ანალიზი წარმოადგენს.

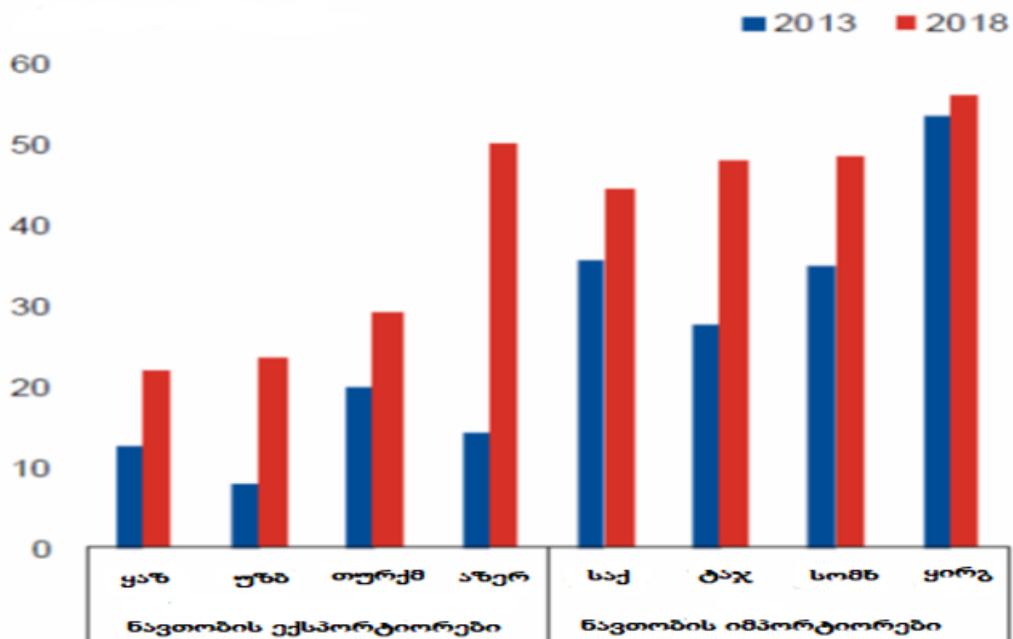
## 2.2 კავკასიისა და ცენტრალური აზიის ქვეყნების ფისკალური ანალიზი

ნაშრომის მესამე ნაწილი მოიცავს საქართველოს ფისკალური პოლიტიკის ანალიზს, ასე რომ უმჯობესი იქნება თუ კავკასიისა და ცენტრალური აზიის რეგიონის ქვეყნების განხილვით დავიწყებ ამ ნაწილს.

მოცემულ რეგიონში საერთაშორისო გამოცდილების გათვალისწინებით, სახელმწიფო ვალის მთლიან შიდა პროდუქტთან ფარდობის მაჩვენებელი დაბალ ნიშნულზეა, მაგრამ ამ უკანასკნელის ზრდის ტემპი საკმაოდ სწრაფი გახდა უკანასკნელი წლების განმავლობაში და მომავალშიც მისი ზრდაა მოსალოდნელი (გარდა თურქმენეთისა). თუმცა აღსანიშნავია, რომ არცერთ მათგანში ფისკალური კონსოლიდაცია არ არის მოსალოდნელი.

2.6

(სახელმწიფო ვალი + სახელმწიფოს მიერ გარანტირებული ვალი) /  
მთლიანი შიდა პროდუქტი (%)



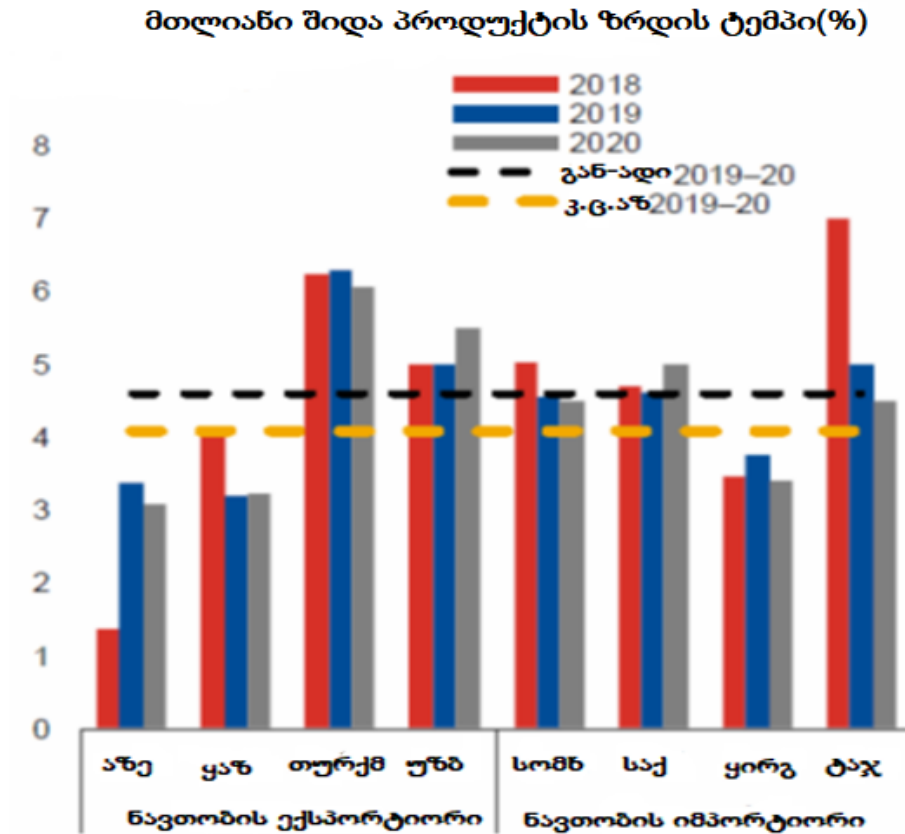
წყარო:<sup>1</sup> IMF Institute For Capacity Development – Fiscal Sustainability Lecture – National authorities and IMF staff calculations

კავკასიისა და ცენტრალური აზიის ქვეყნებში სახელმწიფო ვალის ზრდის მთავარი მამოძრავებელი ფაქტორებია:

<sup>1</sup> IMF Institute For Capacity Development – Fiscal Sustainability Lecture – National authorities and IMF staff calculations

- ეკონომიკური ზრდის ტემპის შენელება
- დაბალი სასაქონლო ფასები
- ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკის გატარება

2.7



წყარო:<sup>1</sup> IMF Institute For Capacity Development – Fiscal Sustainability Lecture – National authorities and IMF staff calculations

- მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის ტემპი ისტორიულ დონესთან შედარებით დაბალია.
- აღნიშნული ქვეყნების უმრავლესობაში ფისკალური ბალანსი გაუარესდა, პოლიტიკის გამტარებლები სასაქონლო ფასების დაცემისა და ფულადი გზავნილების შემცირების ფონზე იღებდნენ შემცირებულ შემოსავლებს.

მდგომარეობის გაუმჯობესებისთვის აღნიშნულმა ქვეყნებმა განახორციელეს რიგი რეფორმები:

- ფისკალური წესების შემოღება (სომხეთი, აზერბაიჯანი, ყირგიზეთის რესპუბლიკა)

<sup>1</sup> IMF Institute For Capacity Development – Fiscal Sustainability Lecture – National authorities and IMF staff calculations

- ფისკალური გამჭვირვალობის გაუმჯობესება (უზბეკეთი)
- საგადასახადო კანონმდებლობის რეფორმები, საჯარო ფინანსების მართვის რეფორმა (PFM, PEFA) (სომხეთი, საქართველო, უზბეკეთი).

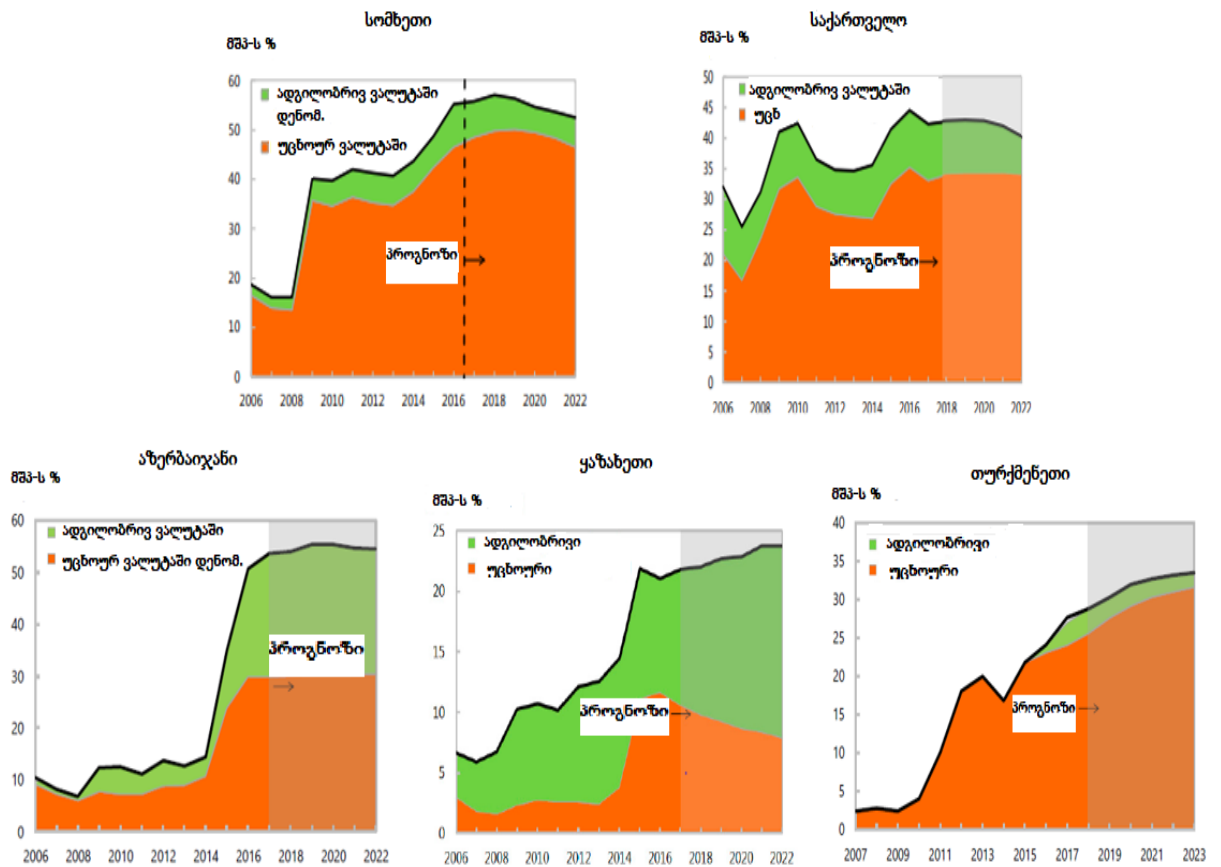
თუმცა: 2014-16 წლის მძლავრი საგარეო შოკების კომპენსირებისთვის მიმართულმა ექსპანსიურმა საბიუჯეტო-საგადასახადო პოლიტიკამ, ხელი შეუწყო:

- სახელმწიფო ვალის დონის მნიშვნელოვნად ზრდას
- ფისკალური ბუფერების ეროზიას
- პირობითი ვალდებულებების მხრიდან გაზრდილ მოწყვლადობას

ორი მნიშვნელოვანი და მაღალი ალბათობით მოსალოდნელი რისკი შეინიშნება რეგიონში: უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სახელმწიფო ვალი და პირობითი ფისკალური ვალდებულებები. ეს უკანასკნელი კი მოიცავს:

- სახელმწიფო საკუთრებაში არსებული საწარმოებს (SOEs)
- ფინანსური სექტორს
- სახელმწიფო-კერძო პარტნიორობა/თანამშრომლობას

შედეგად, თუ სახელმწიფო ვალის განმარტებაში სახელმწიფო საწარმოების ვალებსაც გავითვალისწინებთ, მაშინ სახელმწიფო ვალის ინდიკატორები მნიშვნელოვნად გაიზრდება, ამან კი გარკვეულწილად შეიძლება შეამციროს კრედიტორების მიერ ქვეყნისთვის გამოყოფილი სესხების ოდენობა. ეს ფაქტორი კი შეიძლება მთავარ მიზეზად განვიხილოთ იმისა, თუ რატომაც არ სურს მთავრობას სახელმწიფო საწარმოების ვალების სახელმწიფო ვალში გათვალისწინება.

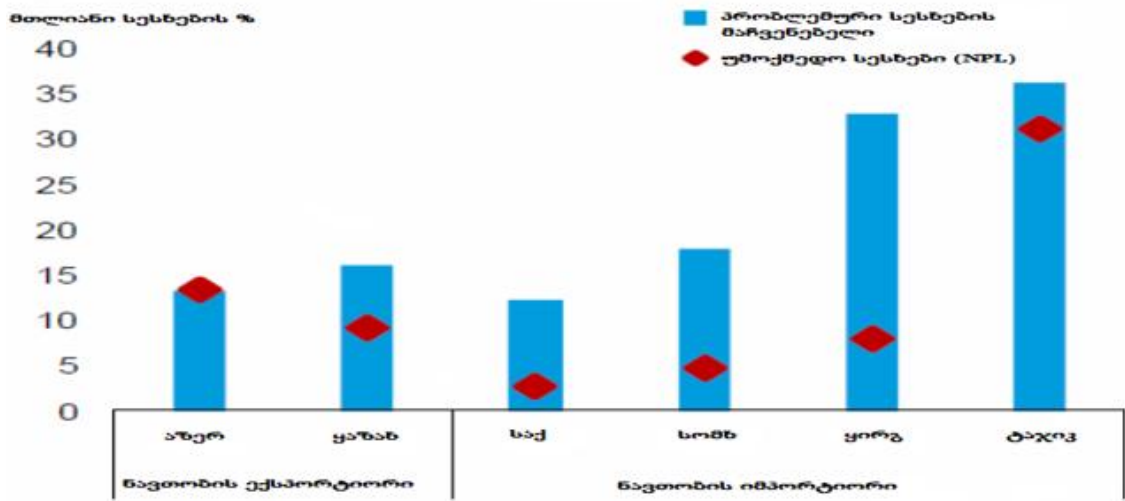


წყარო:<sup>1</sup> IMF article IV – Public DSA

უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მაჩვენებელი ხელს უწყობს რეგიონის ქვეყნების ვალის მდგრადობის მოწყვლადობას გაცვლითი კურსის გაუფასურების რისკის მატერიალიზების შემთხვევაში.

<sup>1</sup> IMF article IV – Public DSA

## საბანკო აქტივების ხარისხი კავკასიისა და ცენტრალური აზიის ქვეყნებში



წყარო:<sup>1</sup> IMF Institute For Capacity Development – Fiscal Sustainability Lecture – National authorities and IMF staff calculations

ფინანსური რისკების მხრივ საქართველო რეგიონში მოწინავე ადგილს იკავებს და როგორც უმოქმედო სესხების მაჩვენებლით ისე პრობლემური სესხების მაჩვენებლით ყველაზე ურისკოდ გვევლინება. რასაც ვერ ვიტყვით ტაჯიკეთზე, სადაც უმოქმედო სესხების მაჩვენებელი მთლიანი სესხების 35 %-მდე აღწევს.

რეგიონის მდგომარეობის უკეთ განსასაზღვრად საჭიროა გლობალური მოკლევადიანი და გრძელვადიანი რისკების გათვალისწინებაც:

მოკლევადიანი რისკები:<sup>2</sup>

- ეკონომიკური ზრდის ტემპი მატულობს (+)
- შემცირებული სასაქონლო ფასების დონე (+/-)
- დაბალი ინფლაციის მოლოდინი (-)

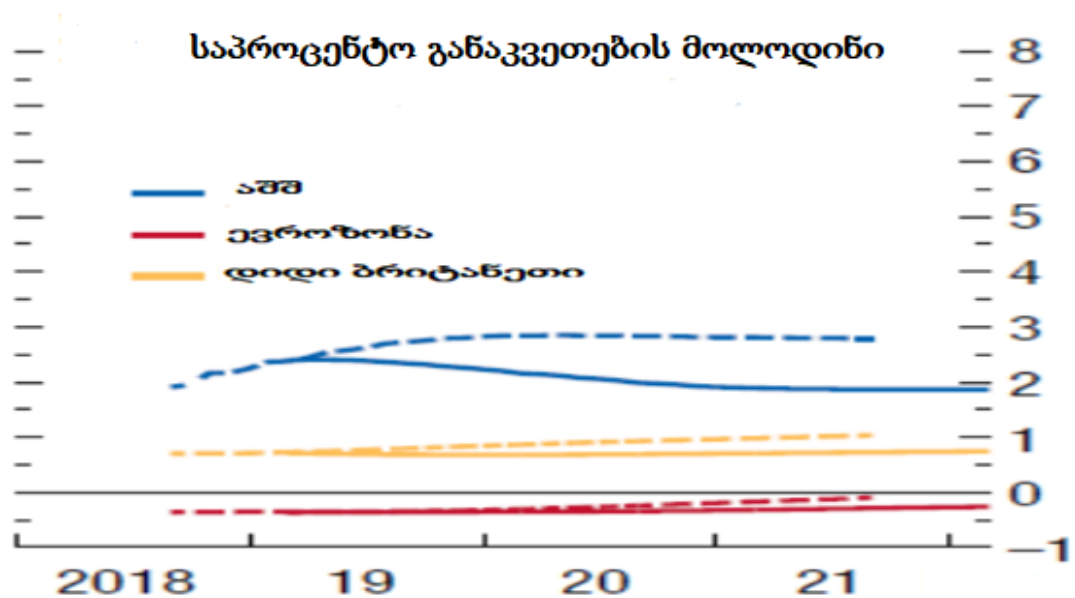
<sup>1</sup> IMF Institute For Capacity Development – Fiscal Sustainability Lecture – National authorities and IMF staff calculations

<sup>2</sup> International Monetary Fund (2013): “Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries”



- ფინანსური პირობები გაუმჯობესდა (+) (აშშ-ში მოსალოდნელ დაბალ საპროცენტო განაკვეთებს შეუძლია გაადვილოს სიტუაცია მაღალი დოლარიზაციის მქონე ქვეყნებში) (გრაფიკი 2.10)

2.10



წყარო:<sup>1</sup> World Economic Outlook, April, 2019

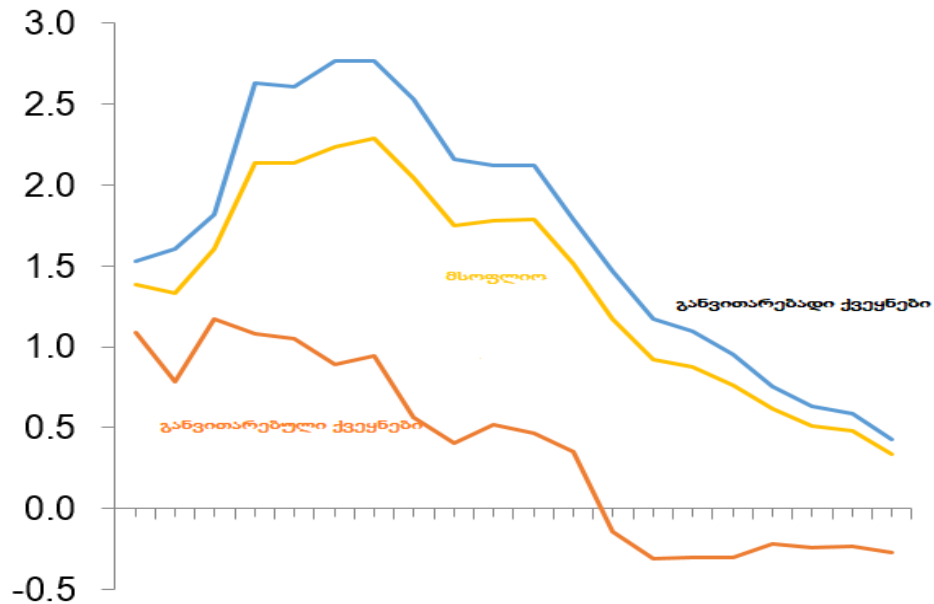
გრძელვადიანი რისკები:<sup>2</sup>

- სახელმწიფო ვალის მაღალი დონე (-)
- დემოგრაფიული მდგომარეობა (-) (-)
- შემოსავლების განაწილება (-)

<sup>1</sup> World Economic Outlook, April, 2019

<sup>2</sup> International Monetary Fund (2015a): "Fiscal Policy and Long Term Growth", IMF Policy Paper, June 2015

გლობალური შრომისუნარიანი ასაკის მქონე მოსახლეობის (24-65) ზრდის ტემპი (%)



წყარო<sup>1</sup>: World Economic Outlook, April, 2019

აქედან გამომდინარეობს ორი მნიშვნელოვანი დასკვნა: სამუშაო ძალის პოპულაცია ნელ-ნელა მკვეთრად შემცირდება (განვითარებულ ქვეყნებში საშუალოდ უკვე ნეგატიურია) აშკარა იქნება შედეგი მშპ-ს ზრდის ტემპზე. ხანდაზმულობის ასაკის მქონე ადამიანთა ხვედრითი წილი გლობალურ პოპულაციაში გაიზრდება. ძირითადი ფისკალური შედეგები გამოიხატება საპენსიო სისტემისა და ჯანდაცვის ხარჯების გაზრდის კუთხით.

ასე რომ, მოკლევადიან პერიოდში რეგიონში რისკები დაბალანსებულია, რასაც ვერ ვიტყვით გრძელვადიან პერიოდზე. ეს ყველაფერი კი რეფორმების იმპლემენტაციის საჭიროებაზე მიუთითებს.

<sup>1</sup> World Economic Outlook, April, 2019

### თავი III. საქართველოს სახელმწიფო ვალის მართვა

საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო არის ერთადერთი სახელმწიფო უწყება, რომელიც უფლებამოსილია მოიზიდოს სახელმწიფო სესხები უცხო ქვეყნების მთავრობებიდან და რეგიონული და საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებიდან. მთავრობის მხრიდან, სესხების აღება ეფუძნება თაობათა შორის რესურსების სამართლიანი გადანაწილების პრინციპს. აღნიშნული პრინციპი გულისხმობს, რომ მთავრობის მიერ სესხების აღებით განხორციელებული ინვესტიციებიდან მიღებული მომავალი თაობის სარგებელი შეესაბამება იმ ხარჯებს რომელიც მათ უნდა გაიღონ სესხის მომსახურების სახით. „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ საქართველოს კანონის თანახმად, საქართველოს სახელით სესხის აღება, კრედიტებისათვის სახელმწიფო გარანტიების გაცემა ხდება საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ საქართველოს მთავრობის თანხმობით და საქართველოს ეროვნულ ბანკთან კონსულტაციით.<sup>1</sup>

აღნიშნულ საკითხებს ფინანსთა სამინისტროს სახელმწიფო ვალის მართვის დეპარტამენტი კურირებს, რომელიც დაყოფილია ხუთ სამმართველოდ:

- ფასიანი ქაღალდების სამმართველო
- ანალიტიკური სამმართველო
- ვალის აღრიცხვა-ანგარიშგების სამმართველო
- საინვესტიციო პროექტების სამმართველო
- ევროინტეგრაციის და პროგრამების სამმართველო

სახელმწიფო ვალის მართვის დეპარტამენტის ძირითადი ფუნქციები:<sup>2</sup>

- საგარეო და საშინაო წყაროებიდან სახელმწიფოს მიერ მისაღები ფინანსური რესურსების მოცულობის განსაზღვრასა და დაგეგმვაში მონაწილეობის მიღება;
- საქართველოს სახელმწიფო ვალის საპროგნოზო ზღვრული მოცულობის განსაზღვრა;

<sup>1</sup> [https://mof.ge/saxelmwifo\\_vali](https://mof.ge/saxelmwifo_vali)

<sup>2</sup> [https://mof.ge/saministros\\_struktura](https://mof.ge/saministros_struktura)

- ბიუჯეტის მხარდამჭერი კრედიტების თაობაზე წარმართულ მოლაპარაკებებში მონაწილეობის მიღება;
- ბიუჯეტის მხარდამჭერი კრედიტების თაობაზე წარმართულ მოლაპარაკებებში მონაწილეობის მიღება;
- სესხის პირობების გაანალიზება;
- სახელმწიფო ვალის შესახებ ანალიტიკური ინფორმაციის მომზადება;
- სახელმწიფო ვალის მომსახურება.
- ორმხრივ და მრავალმხრივ კრედიტორებთან მოლაპარაკებების წარმოება და სასესხო ხელშეკრულებების მომზადება;
- საინვესტიციო პროექტების ფინანსური მონიტორინგი;
- წლიური სახელმწიფო ბიუჯეტის დაგეგმვაში მონაწილეობის მიღება.
- საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანიებთან თანამშრომლობა

საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო წარმოადგენს ინსტიტუტს, რომელიც პასუხისმგებელია სახელმწიფო სესხების მოზიდვაზე, მათ შესაბამის აღრიცხვასა და მომსახურებაზე. აღნიშნული უწყება, ასევე, ხელს უწყობს საგარეო ვალის რაციონალურ მართვას და მოზიდული სესხების ქვეყნის პრიორიტეტების შესაბამისად გამოყენებას. პროცესების უკეთესი ორგანიზების მიზნით სამინისტრო იყენებს რამდენიმე ელექტრონულ სისტემას. იმისათვის, რომ ქვეყნის ფინანსური პოლიტიკა და მისი უმნიშვნელოვანესი კომპონენტი - სახელმწიფო ვალის მართვა იყოს ეფექტიანი, ხოლო, გადაწყვეტილების მიღების პროცესი პროდუქტიული, სახელმწიფოს ფინანსური ინსტიტუტი იყენებს შესაბამისი ანალიტიკური და პროგრამული მხარდაჭერის მქონე ელექტრონულ სისტემებს

საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო სახელმწიფო ვალის მართვისათვის იყენებს სამ სხვადასხვა ინფორმაციულ სისტემას:

- ვალის მართვისა და ფინანსური ანალიზის სისტემა (DMFAS), რომელიც შემუშავებულია გაეროს ვაჭრობისა და განვითარების კონფერენციის (UNCTAD) მიერ

- სახელმწიფო ვალის მართვისა და საინვესტიციო პროექტების მართვის სისტემას (EDMS), რომლის შემუშავება მიმდინარეობს სსიპ საფინანსო-ანალიტიკური სამსახურის მიერ
- საინვესტიციო პროექტების მართვის სისტემა (DMNAT), რომელიც შემუშავებული იქნა სახელმწიფო ვალისა და საგარეო დაფინანსების დეპარტამენტის მიერ.<sup>1</sup>

DMFAS-ისა და EDMS-ის მთავარ მიზანს სახელმწიფო საშინაო და საგარეო ვალის ერთ სისტემაში მოქცევა და მართვა წარმოადგენს.

სახელმწიფო ვალის მართვის პროცესში ჩართული ფინანსთა სამინისტროს სტრუქტურული ერთეულები მონაცემთა გაცვლისას იყენებენ ელექტრონულ სისტემებს, რომელთა პროგრამულ განვითარებასა და მხარდაჭერაზე პასუხისმგებელია ფინანსთა სამინისტროს სსიპ საფინანსო-ანალიტიკური სამსახური. ამასთანავე, საფინანსო-ანალიტიკური სამსახური პასუხისმგებელია ავტომატიზებული ელექტრონული სისტემების ბიზნესუწყვეტობასა და ინფორმაციულ უსაფრთხოებაზე. ფორმალურად, სსიპ საფინანსო-ანალიტიკური სამსახური წარმოადგენს ფინანსთა სამინისტროსთვის მომსახურების მიმწოდებელ ორგანიზაციას.

დავახასიათოთ სამივე ინფორმაციული სისტემა:

1. ვალის მართვისა და ფინანსური ანალიზის სისტემა (Debt Management and Fiscal Analysis System) შემუშავებულია გაეროს ვაჭრობისა და განვითარების კონფერენციის (United Nations Conference on Trade and Development) მიერ და გამოიყენება საშინაო და საგარეო ვალის აღრიცხვისა და ანგარიშგებისათვის. სისტემა წარმოადგენს უნივერსალურ ფუნქციონალურ პლატფორმას, რომელსაც ამჟამად 57 ქვეყნის 86 ფინანსური ინსტიტუტი იყენებს.

საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო საგარეო ვალის აღრიცხვისა და ანგარიშგებისათვის DMFAS-ის პროგრამულ პაკეტს იყენებს 1999 წლიდან. თავდაპირველად, სამინისტრო ფლობდა DMFAS 5-ის სხვადასხვა ვერსიებს. საგარეო ვალის პორტფელის ზრდისა და გაუმჯობესებული ანალიტიკური ფუნქციების საჭიროების გამო ფინანსთა სამინისტრომ 2011 წელს შეიძინა DMFAS 6.0 ვერსია.

<sup>1</sup>სახელმწიფო ვალის მართვის ინფორმაციული სისტემების ეფექტიანობის აუდიტი  
<http://www.sao.ge/files/auditi/efeqtianobis-angarishi/2015/tb-informaciuli-sistemebi.pdf>

აუდიტის მიმდინარეობისას, სახელმწიფო ვალისა და საგარეო დაფინანსების დეპარტამენტი DMFAS-ს იყენებდა საგარეო ვალის მართვისათვის. სისტემის განვითარებასა და ტექნიკურ მხარდაჭერას უზრუნველყოფს DMFAS-ის სათაო ოფისის მხარდაჭერის ჯგუფი, რომელიც პასუხისმგებელია პროგრამული ინციდენტების აღმოფხვრასა და სისტემის განახლების მიწოდებაზე. რაც შეეხება, მოწოდებული განახლებების სისტემაში გაშვებაზე, მონაცემთა ბაზებისა და ოპერაციული სისტემების ადმინისტრირებაზე პასუხისმგებელია სსიპ საფინანსო-ანალიტიკური სამსახური.

2. სახელმწიფო ვალისა და საინვესტიციო პროექტების მართვის სისტემა შემუშავებულია ფინანსთა სამინისტროს საფინანსო-ანალიტიკური სამსახურის მიერ, რომელიც წარმოადგენს საჯარო ფინანსების მართვის ინტეგრირებული ელექტრონული სისტემის (Public Finance Management System) ნაწილს. მისი მიზანია, ერთიან სივრცეში მოუყაროს თავი სახელმწიფო სესხზე, ვალზე და გრანტებზე არსებულ ყველა სახის მონაცემებს. ამჟამად აღნიშნული სისტემა გამოიყენება მხოლოდ საშინაო ვალის მართვისათვის, ვინაიდან, საგარეო ვალის მართვის ნაწილი კვლავ პროგრამული განვითარების ეტაპზეა. სისტემის მომხმარებელია სახელმწიფო ვალისა და საგარეო დაფინანსების დეპარტამენტი.

3. სახელმწიფო ვალის მართვის სისტემა (Debt Management system) წარმოადგენს, ფინანსთა სამინისტროს მიერ შემუშავებულ პროგრამას. სისტემას არაოფიციალურად ეწოდება „DMNAT“. ძირითადი საქმიანობის პროცესში ზემოხსენებულ პროგრამულ პაკეტი გამოიყენება საგარეო ვალისა და საგრანტო პროექტების აღრიცხვისა და ანგარიშგებისთვის. აღსანიშნავია, რომ პრაქტიკაში ანგარიშგების ეტაპზე, DMNAT ძირითადად გამოიყენება საინვესტიციო პროექტების მიმდინარეობის მონიტორინგის, სტატისტიკური მონაცემების დამუშავების, სახაზინო სამსახურთან ანგარიშგებისათვის და აგრეთვე DMFAS-ის ინფორმაციული სისტემაში აღრიცხული ინფორმაციის ადეკვატურობის და სრულყოფილების გადამოწმების მიზნით.<sup>1</sup>

---

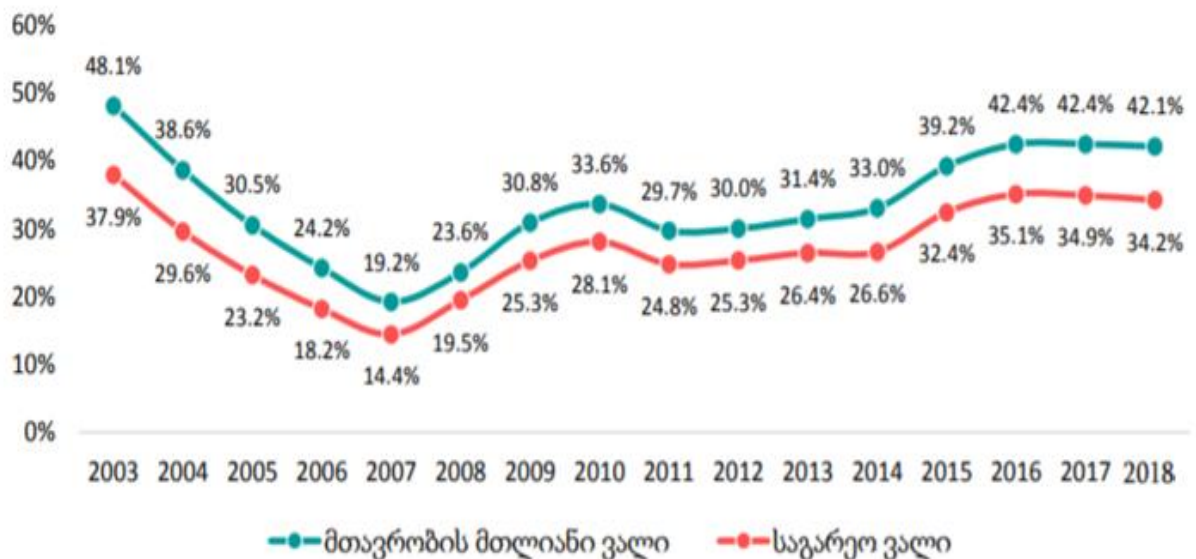
<sup>1</sup> სახელმწიფო ვალის მართვის ინფორმაციული სისტემების ეფექტიანობის აუდიტი <http://www.sao.ge/files/auditi/efeqtianobis-angarishi/2015/tb-informaciuli-sistemebi.pdf>

### 3.1 საქართველოს სახელმწიფო ვალის პორტფელის აღწერა და მდგომარეობის ანალიზი

2019 წლის მაისის მდგომარეობით საქართველოს მთლიანი სახელმწიფო ვალი 17,89 მლრდ ლარის ტოლია. საშინაო ვალი 3,291 მილიარდ ლარს შეადგენს, ხოლო სახელმწიფო საგარეო ვალი 14,6 მილიარდ ლარს. 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით, წინასწარი მომაცემებით, საქართველოს მთავრობის ვალის პროცენტული ფარდობა მშპ-თან მიმართებაში შეადგინა 42.1%, მათ შორის 34.2% იყო საგარეო ვალი .

3.1

საქართველოს მთავრობის ვალის დინამიკა (%-ად მშპ-თან)



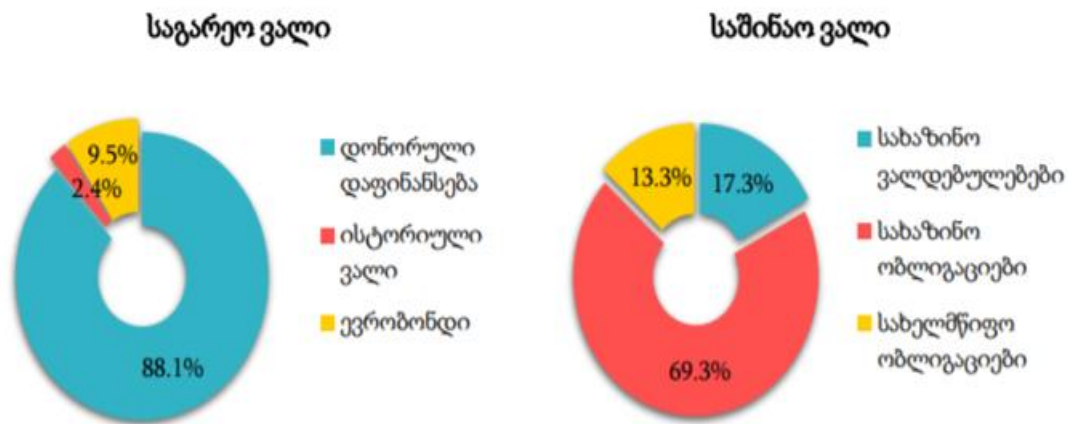
წყარო:<sup>1</sup>მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ.

სახელმწიფო ვალის პორტფელში მნიშვნელოვანი წილი (81.3%) უჭირავს საგარეო ვალს. საგარეო ვალის დიდი ნაწილი - 88.1% არის კრედიტორებისგან მოზიდული სესხები, უმეტესად შეღავათიანი პირობებით. მეორე დიდ ნაწილს 9.5%-ს შეადგენს ევრობონდი, ხოლო საგარეო ვალის დარჩენილ ნაწილს, 2.4%-ს, შეადგენს „ისტორიული საგარეო ვალი“ . რაც შეეხება საშინაო ვალს, მის 69.3%-ს შეადგენს სახაზინო ობლიგაციები, 17.3%- ს სახაზინო ვალდებულებები და დარჩენილ 13.3%-ს სახელმწიფო ობლიგაციები.

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf> მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ



**საგარეო და შიდა ვალის პორტფელი ინსტრუმენტის ტიპების მიხედვით 2019 წლის მდგომარეობით**



წყარო:საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით მთავრობის საგარეო და საშინაო ვალზე საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთების განაწილება სხვადასხვა ტიპის სესხებზე შემდეგნაირად გამოიყურება: კრედიტორებისგან მოზიდულ სესხები - 1.4%; საგარეო ისტორიული ვალი - 3.5%; ევროზონდი - 6.9% და საშინაო ვალი - 8.3%.

**მთავრობის შიდა და საგარეო ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთები 2019 წლის მდგომარეობით**

	პორტფელის საშუალო შეწონილი პროცენტი	ბოლო 1 წლის საშუალო შეწონილი პროცენტი
<b>საშინაო ვალი</b>	<b>8.3%</b>	<b>7.5%</b>
6 თვიანი საბაზინო ვალდებულებები	7.1% <sup>13</sup>	7.2%
12 თვიანი საბაზინო ვალდებულებები	7.3%	7.3%
2 წლიანი საბაზინო ობლიგაციები	7.6%	7.4%
5 წლიანი საბაზინო ობლიგაციები	8.8%	7.7%
10 წლიანი საბაზინო ობლიგაციები	10.3%	9.1%
სახელმწიფო ობლიგაციები	8.4%	7.8%
<b>საგარეო ვალი</b>	<b>1.5%</b>	<b>0.8%</b>
კრედიტორული დაფინანსება	1.4%	0.8%
ისტორიული ვალი	3.5%	-
<b>ევროზონდი</b>	<b>6.9%</b>	<b>-</b>

წყარო:საქართველოს მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ

2008 წელს ფინანსთა სამინისტრომ განახორციელა ევროობლიგაციების სადებიუტო გამოშვება. აღნიშნულმა ტრანზაქციამ ქვეყანა გააცნო საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებს და მრავალ მსხვილ ინსტიტუციონალურ ინვესტორს და შესაბამისად

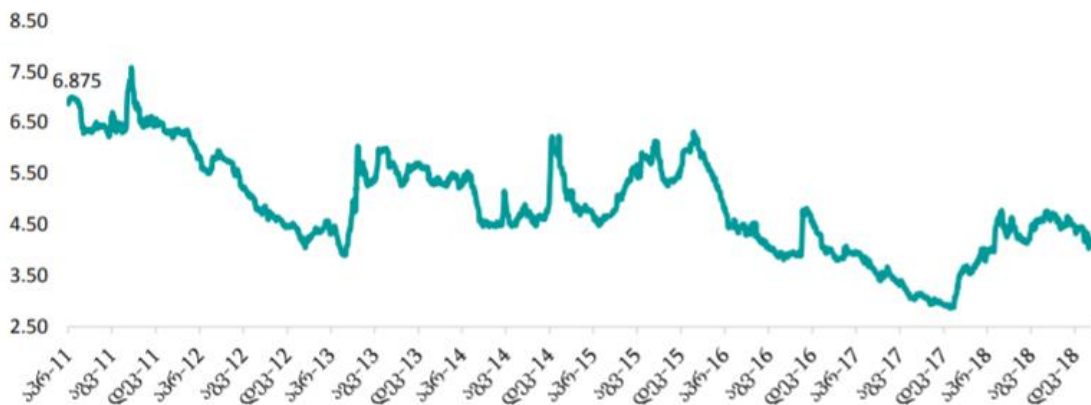
<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf> მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ



წარმოადგენდა ქვეყანაში დივერსიფიცირებული კაპიტალის შემოდინების წახალისების სტრატეგიის ერთ–ერთ საკვანძო ელემენტს. 2011 წელს საქართველომ წარმატებით გამოუშვა მეორე, ამჯერად 10-წლიანი ევროობლიგაცია რომლის ფინანსური პარამეტრები მიმზიდველობის თვალსაზრისით გაუთანაბრდა უფრო მაღალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე სუვერენული სახელმწიფოების ფასიან ქაღალდებს. ამ ტრანზაქციის ფარგლებში მოხდა 2008 წელს გამოშვებული 5-წლიანი ევროობლიგაციის წინსწრებით გამოსყიდვა, რამაც მნიშვნელოვნად შეამცირა 2013 წელს ერთჯერადად გადასახდელი ძირითადი თანხა და შესაბამისად კიდევ უფრო ხელსაყრელი გახდა სახელმწიფო ვალის დაფარვის გრაფიკი. ევრობონდის სარგებლიანობა 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით შეადგენს 4.46%-ს. 2011 წლის მდგომარეობით აღნიშნული მაჩვენებელი იყო 6.875%. წლების განმავლობაში ევრობონდის შემოსავლიანობა პერიოდულად მცირდებოდა.

### 3.4

საქართველოს მთავრობის ევრობონდის შემოსავლიანობის მრუდი



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

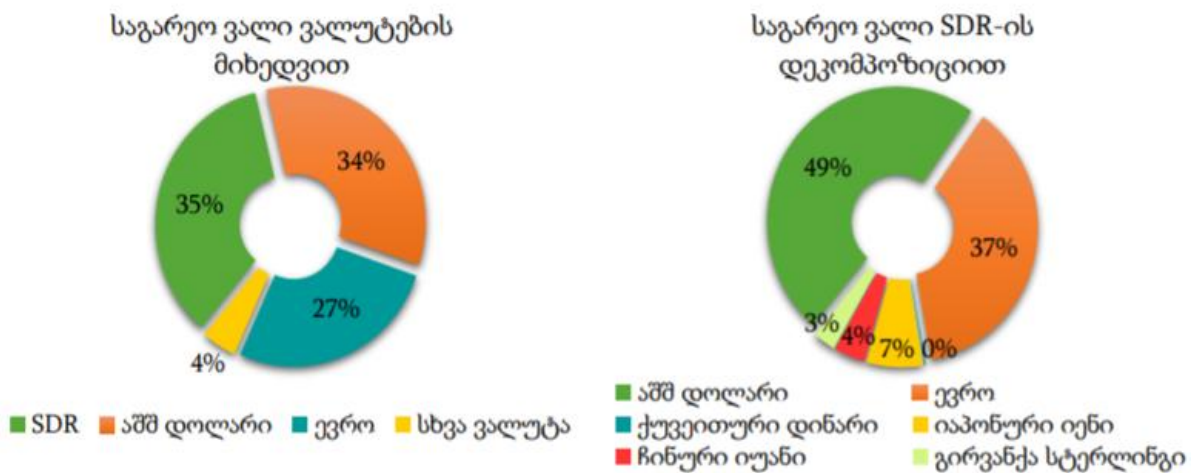
მთავრობის ვალის პორტფელის ეფექტური მართვის პოლიტიკის შემუშავებისთვის, მნიშვნელოვანია იმ რისკების შეფასება რომლებიც უკავშირდება პორტფელის მოცულობას და მისი მომსახურებისათვის გასაწევი ხარჯების მოსალოდნელ მერყეობას. აღნიშნული მიმართულებით, ძირითადად ხდება სავალუტო, რეფინანსირების და საპროცენტო განაკვეთის რისკის შეფასება და მართვა.

## სავალუტო რისკი

2018 წლის მდგომარეობით, მთავრობის საგარეო ვალის 35% დენომინირებულია SDR-ში, 34% აშშ დოლარში, 27% ევროში, ხოლო დარჩენილი 4% სხვა ვალუტებში. მთავრობის საგარეო ვალის საკმაოდ მაღალი დივერსიფიკაციის მიუხედავად, იგი მაინც მოწყვლადია გაცვლითი კურსის შოკების მიმართ. მთავრობის ვალის 81.3% დენომინირებულია უცხოურ ვალუტაში, რაც იმას ნიშნავს, რომ ლარის უცხოური ვალუტების მიმართ გაუფასურებას ექნება უარყოფითი გავლენა მთავრობის ვალის მნიშვნელოვან ნაწილზე. აქედან გამომდინარე, რისკების შემცირების მიზნით საჭიროა მთავრობის ვალის პორტფელის დაბალანსება, ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული სესხების წილის ზრდის მეშვეობით.

3.5

### მთავრობის საგარეო ვალი ვალუტების მიხედვით 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით



წყარო:<sup>1</sup> საქართველოს მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ

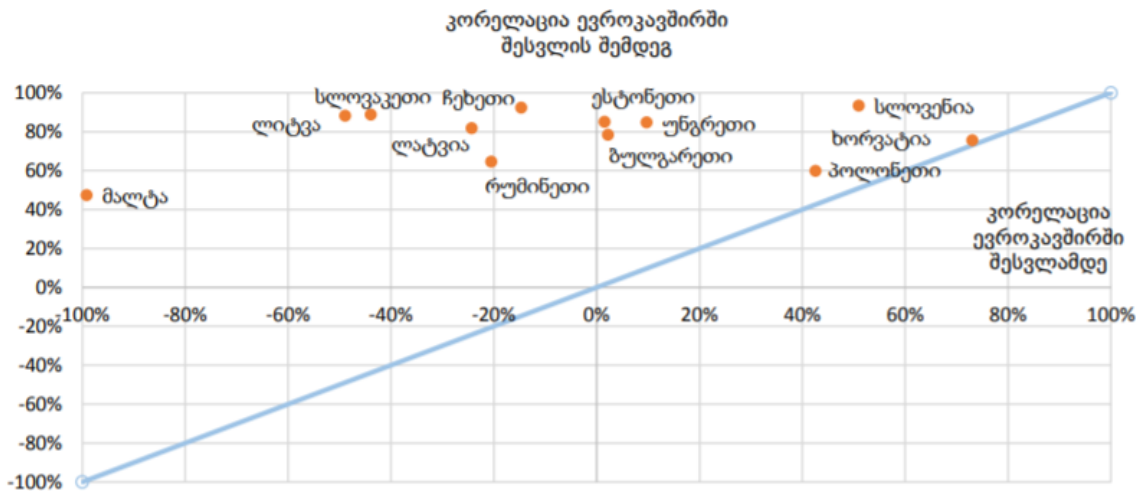
2017 წელს ხელმოწერილი საგარეო სესხებიდან 77% დენომინირებული იყო ევროში, 20% დოლარში, ხოლო დანარჩენი 3% KWD-ში. ამასთანავე, 2018 წელს ხელმოწერილი საგარეო სესხებიდან 100% დენომინირებულია ევროში. საგარეო ვალის პორტფელში ევროს წილის ზრდა ემსახურება საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში ვალის პორტფელში სავალუტო რისკების შემცირებას. ევროში სესხების წილის ზრდას საფუძვლად უდევს შემდეგი მნიშვნელოვანი ფაქტორები:

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf> მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ

1. საქართველოს ეკონომიკური ურთიერთობა სულ უფრო იზრდება ევროზონის ქვეყნებთან, რაც იმას ნიშნავს რომ მთავრობისთვის სესხის ევროში ქონა ბუნებრივად უფრო დაზღვეული ხდება სავალუტო რისკისგან. აღსანიშნავია, რომ ქვეყნებისთვის რომლებიც ევროკავშირის წევრები გახდნენ, მნიშვნელოვნად გაიზარდა მათ ეკონომიკურ ციკლებსა და ევროკავშირის ეკონომიკურ ციკლებს შორის კორელაცია.

3.6

**სხვადასხვა ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის კავშირი ევროზონის ეკონომიკის ზრდასთან, კავშირში შესვლამდე და შესვლის შემდეგ**

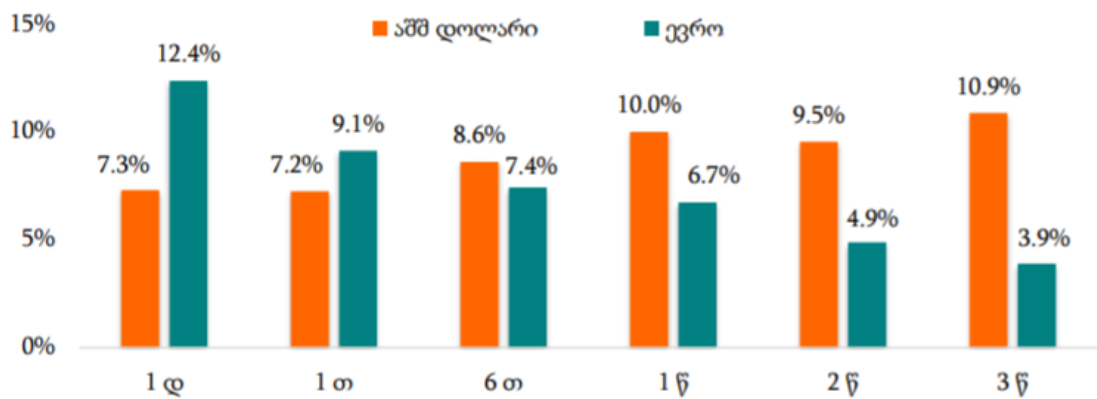


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2. საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორების ეკონომიკური ურთიერთობა ევროპასთან არის საკმაოდ მაღალი, რაც იმას ნიშნავს, რომ ევროპის ეკონომიკური ციკლი არაპირდაპირი გზითაც დაკავშირებულია საქართველოს ეკონომიკასთან, აღნიშნული გარემოება უფრო მეტად ამყარებს სესხების ევროში აღების არგუმენტს.

3. ევროს და აშშ დოლარის ლართან ნომინალური გაცვლითი კურსის მერყეობის ერთმანეთთან შედარებისას ნათელია, რომ საშუალო და გრძელვადიანი პერიოდისთვის ევრო აშშ დოლართან შედარებით უფრო სტაბილურია. აღნიშნული გარემოების გამო, მთავრობის მიერ საგარეო სესხის აღების დროს, ვალუტის შერჩევისას, იზრდება ევროს უპირატესობა.

ევროსა და აშშ დოლარის ლართან ნომინალური გაცვლითი კურსის პროცენტული ცვლილების ნორმალიზებული სტანდარტული გადახრები



წყარო:<sup>1</sup> საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

### რეფინანსირების რისკი

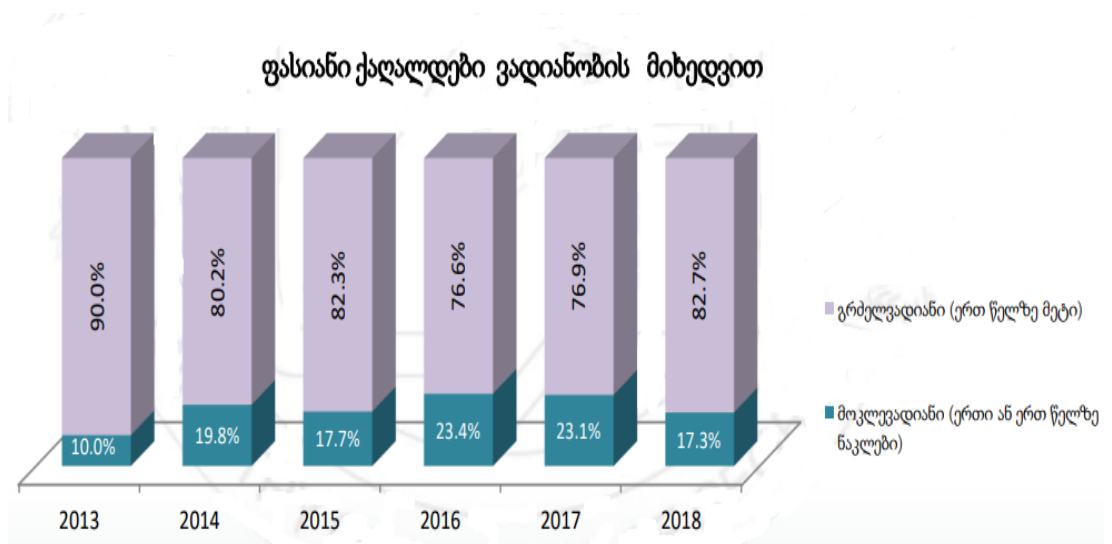
რეფინანსირების რისკის შეფასების ერთ-ერთი ინდიკატორია საშუალო შეწონილი ვადიანობა (ATM). 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით მთავრობის მთლიანი ვალის პორტფელზე ATM-მა შეადგინა 7.3 წელი, ხოლო ერთი წლის ვადაში დასაფარმა მთავრობის ვალმა მთავრობის მთლიან ვალთან მიმართებაში 11.5%. აღნიშნული მაჩვენებლები სხვადასხვა ტიპის ვალზე შემდეგნაირად ნაწილდება:

- კრედიტორული დაფინანსება: საშუალო ვადიანობა კრედიტორებისგან მოზიდულ დაფინანსებაზე შეადგენს 9.1 წელს, რაც საკმაოდ პოზიტიური მაჩვენებელია. 1 წლის ვადაში დასაფარი მთავრობის საგარეო ვალი მთავრობის მთლიან საგარეო ვალთან მიმართებაში შეადგენდა 6.3%-ს.
- საგარეო ისტორიული ვალი: საშუალო შეწონილი ვადიანობა მოცემული სესხებისთვის შეადგენს 3.1 წელს. აღნიშნული მაჩვენებელი ნაკლებია საგარეო ვალის საშუალო შეწონილ ვადიანობაზე, შესაბამისად უარყოფითად მოქმედებს საგარეო პორტფელის საშუალო შეწონილ ვადიანობაზე. 1 წლის ვადაში დასაფარი საგარეო ისტორიული ვალი მთავრობის მთლიან საგარეო ისტორიულ ვალთან მიმართებაში შეადგენდა 17.1%-ს.

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf> მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ

- ევრობონდი: საშუალო შეწონილი ვადიანობა ევრობონდისთვის შეადგენს 2.5 წელს.
- საშინაო ვალი: საშუალო ვადიანობამ მთავრობის საშინაო ვალისთვის შეადგინა 2.6 წელი, 1 წლის ვადაში დასაფარი მთავრობის საშინაო ვალი მთავრობის მთლიან საშინაო ვალთან მიმართებაში შეადგენდა 35.8%-ს. ამჟამად, მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ძირითადი მყიდველები არიან საკმაოდ ვიწრო წრის ინვესტორები (ძირითადად კომერციული ბანკები). საერთაშორისო ინვესტორების წილი დაბალია და შეადგენს 1.9 პროცენტს. მოკლევადიანი ფასიანი ქაღალდების წილი 2018 წლის მდგომარეობით 17,3%.

3.8



წყარო: საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი

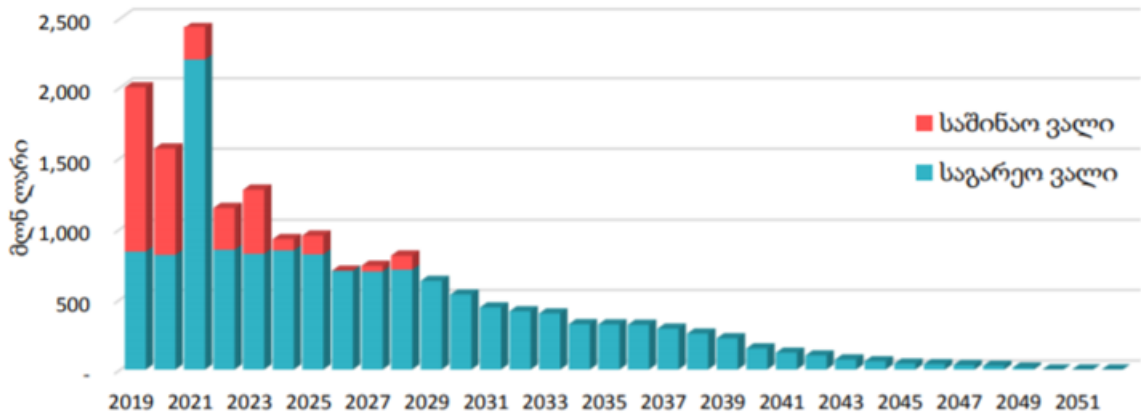
აღნიშნული გარემოება ზრდის რეფინანსირების რისკს. ამ ტიპის რისკის შესამცირებლად საჭიროა მოხდეს ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიცირება. მთავრობის საგარეო ვალის დაფარვის დიაგრამა მეტნაკლებად თანაბრადაა განაწილებული (2021 წლის გამოკლებით), რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, ნიშნავს, რომ მთავრობის საგარეო ვალის მომსახურება ნაკლებად მოწყვლადია რეფინანსირების რისკის მიმართ. 2021 წელს საქართველოს მთავრობას უწევს 500 მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის ევრობონდის დაფარვა. ეს გარემოება ზრდის რეფინანსირების რისკს 2021 წლისათვის. აღნიშნული გარემოების საპასუხოდ და რეფინანსირების რისკის შესამცირებლად,

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/Public-Sector-Debt-Statistical-Bulletin-N11-GE.pdf> საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი

საქართველოს მთავრობა 2019 წლის განმავლობაში შეიმუშავებს გეგმას არსებული ევრობონდის დაფარვასთან დაკავშირებით.(გრაფიკი 3.9)

3.9

### მთავრობის ვალის დაფარვა



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

### საპროცენტო რისკი

საპროცენტო რისკის შეფასება ხდება მთავრობის ვალის პორტფელში ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების და ერთი წლის განმავლობაში დასაფარი სესხების სიდიდის მიხედვით. მაშინ, როცა ცვლადი განაკვეთები პოტენციურად უფრო ნაკლებად ხარჯიანია და ამასთანავე კონტრციკლურობით ხასიათდება, იგი ქმნის ხარჯების მერყეობის რისკს. ბუნებრივია, ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის შემთხვევაში ასეთი რისკი არ არსებობს. შესაბამისად, ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი არის უფრო მაღალი ცვლადი განაკვეთის მქონე სესხების საპროცენტო განაკვეთთან შედარებით (დამატებით ითვალისწინებს საპროცენტო განაკვეთის რისკის პრემიუმს). ბოლო წლების განმავლობაში, მთავრობის ვალის პორტფელში არსებული სესხებისთვის ფიქსირებული და ცვლადი საპროცენტო განაკვეთების წილი შემდეგნაირად იცვლებოდა.



**მთავრობის საგარეო ვალი პროცენტის ტიპის მიხედვით, 2018 წლის მდგომარეობის მიხედვით**



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკა

მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის დინამიკა აჩვენებს, რომ პორტფელში იზრდება იმ სესხების წილი, რომელთაც ერიცხებათ ცვლადი საპროცენტო განაკვეთი. ევროში ცვლადი განაკვეთის სესხის აღება მიზანშეწონილია ბიუჯეტის ხარჯების კონტრციკლურობის უზრუნველსაყოფად. მოსალოდნელია, რომ საქართველოსა და ევროპის ეკონომიკური ციკლები სულ უფრო დაუახლოვდება ერთმანეთს. სავარაუდოდ, ეს გამოიწვევს საპროცენტო განაკვეთის დინამიკის დაახლოვებასაც. ევროში საპროცენტო განაკვეთების ზრდა ასოცირდება უფრო მაღალ ეკონომიკურ

აქტივობასთან ევროპასა და საქართველოში. ამ შემთხვევაში, ევროში საპროცენტო განაკვეთის ზრდის გამო გამოწვეული მთავრობის ვალის მომსახურების ხარჯის ზრდა დაემთხვევა საქართველოში ეკონომიკური აღმავლობის ეტაპს, რაც გამოიწვევს საბიუჯეტო შემოსავლების ზრდას და ავტომატურად დაასტაბილურებს გაზრდილ საპროცენტო ხარჯებს. საპროცენტო განაკვეთის ხარჯის კონტრციკლური ხასიათი მნიშვნელოვანი არგუმენტია ევროში ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის სესხების ზრდისათვის. საგარეო კრედიტორებისგან მოზიდულ დაფინანსებაზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების საშუალო ვადიანობამ (ATR) შეადგინა 4.2 წელი, საგარეო ისტორიული ვალის შემთხვევაში ეს მაჩვენებელი არის 3.1 წელი, ევროზონდისთვის - 2.5 წელი, საშინაო ვალისთვის - 2.6 წელი, ხოლო მთლიანი ვალისთვის - 3.7 წელი.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> <https://mof.ge/4418> სახელმწიფო ვალის სტატისტიკა

<sup>2</sup> <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf> მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ

## დაფინანსების წყაროები და მათი შედარება

სესხის აღების საჭიროება (Gross Financing Need) შედგება ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსებისა და სესხის ძირითადი ნაწილის დაფარვისათვის საჭირო თანხებისაგან. მთავრობას აღნიშნული საჭიროების დასაფინანსებლად გააჩნია სესხების მოზიდვის რამდენიმე წყარო.

განვითარების პარტნიორებისგან მიღებული სესხები წარმოადგენს საქართველოს მთავრობის ვალის ყველაზე დიდ ნაწილს. კრედიტორების მხარდაჭერამ მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა ქვეყნის განვითარებისა და ევროპული ღირებულებების მქონე დემოკრატიულ, კანონის უზენაესობაზე დაფუძნებული ქვეყნის ჩამოყალიბების პროცესში. მთავრობა პარტნიორებისგან ორი სახის სესხებს იღებს: პირველი ტიპის სესხები უშუალოდ მიზნულია კონკრეტული პროექტების დაფინანსებაზე და მეორე ტიპის სესხები განკუთვნილია მთავრობის რეფორმების მხარდასაჭერად. როგორც ზემოთ აღინიშნა, საბოლოოდ ორივე ტიპის სესხი ხმარდება მთავრობის კაპიტალური დანიშნულების ხარჯებს ან/და იფარება არსებული სესხები. უცხოური წყაროებიდან მიღებული სესხები მიიმართება ქვეყნის ინფრასტრუქტურის რეაბილიტაციის და ქვეყნის განვითარებისთვის სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანი პროექტების დასაფინანსებლად. კრედიტორების ფინანსური მხარდაჭერით არაერთი მნიშვნელოვანი პროექტის განხორციელება ხდება შესაძლებელი, რაც გამოიხატება როგორც ძირითადი სატრანზიტო მაგისტრალის მოდერნიზებით, რომელიც უმნიშვნელოვანესია საგზაო ქსელის განვითარებისა და თანამედროვე სტანდარტებთან შესაბამისობაში მოყვანის კუთხით, ასევე, ენერგეტიკული დამოუკიდებლობის, ენერგო სისტემების უსაფრთხოებისა და სტაბილურობის მიღწევის მიზნით ენერგეტიკის სექტორში სხვადასხვა პროექტების განხორციელების ფინანსური მხარდაჭერით; სოფლის მეურნეობის სექტორის მხარდასაჭერად სხვადასხვა პროექტების განხორციელებით; ხელმისაწვდომი ხდება სასმელი წყალი და წყალარინების სისტემები, როგორც დიდ, ისე მცირე და საშუალო ზომის ქალაქებსა და სოფლებში, რომლებსაც მნიშვნელოვანი პოტენციალი გააჩნიათ აგრობიზნესის, ტურიზმისა და რეგიონული ვაჭრობის განვითარების კუთხით; და აგრეთვე სხვადასხვა გადაუდებელი ღონისძიებებისა თუ პროექტების



განხორციელების ფინანსური მხარდაჭერით. ამასთან, არანაკლებ მნიშვნელოვანია კრედიტორების მხარდაჭერა რეფორმების განხორციელების კუთხით, რომელიც გამოხატული არის როგორც რეფორმების განხორციელებისას ექსპერტიზით, ასევე განხორციელების ცოდნის გაზიარებით. 2018 წლის განმავლობაში, სახელმწიფო ბიუჯეტში აისახა ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისგან მოზიდული 1,379.8 მილიონი ლარის რესურსი. საიდანაც, 924.8 მილიონი ლარი გამოიყო პროგრამული სესხების სახით, მიზნული კონკრეტულ საინვესტიციო პროექტებზე, ხოლო დანარჩენი 455.0 მილიონი ლარი მთავრობის რეფორმების მხარდამჭერი სესხების სახით. 2019 წელს, კრედიტორებისგან 1,686.1 მილიონი ლარის ოდენობის დაფინანსების მიღებაა მოსალოდნელი. მათ შორის, 1,301.1 მილიონი ლარი პროგრამული სესხები, ხოლო 385.0 მილიონი მთავრობის რეფორმების მხარდამჭერი სესხები.

ამჟამად, მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან საქართველო სარგებლობს ხელსაყრელი სასესხო პირობებით, რომელიც გამოირჩევა დაბალი საპროცენტო განაკვეთით, სესხის ხანგრძლივი ვადიანობით და ასევე საკმაოდ ხანგრძლივი საშელავათო პერიოდით. განვითარების პარტნიორების ფინანსური რესურსით განსახორციელებელ პროექტებს თან ახლავს ექსპერტიზა, პროექტის განხორციელების გამოცდილება, ცოდნის გაზიარება და სამუშაოების განხორციელების მაღალი სტანდარტი. გარდა ამისა, შემოთავაზებულ სესხებს, გარკვეულ შემთხვევებში თან ახლავს საინვესტიციო გრანტები.

ევრობონდების გამოშვება, მთავრობისთვის არის კიდევ ერთი საშუალება ფინანსური რესურსის მოსაზიდად. ეს საშუალება აქტუალურია როდესაც ფასიანი ქაღალდების ადგილობრივი ბაზარი არ არის საკმარისად განვითარებული. ასევე, როდესაც ინფლაციის მოლოდინები გადაჭარბებულადაა შეფასებული და ადგილობრივ ბაზარზე სესხება მაღალ ხარჯებთანაა დაკავშირებული. სწორედ ასეთ დროს, საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარი საშუალებას აძლევს ქვეყანას მოიზიდოს თანხები ფინანსური საჭიროების დასაფინანსებლად. ამ შესაძლებლობის სრულფასოვნად გამოყენებისთვის, მნიშვნელოვანია გაუმჯობესდეს უცხოური კაპიტალის ბაზარზე საქართველოს ცნობადობა. ამჟამად, საქართველოს აქვს

გამოშვებული 500 მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის ევრობონდი, რომელიც უნდა დაიფაროს 2021 წელს. აღსანიშნავია, რომ სამომავლოდ ევრობონდის გამოშვების გადაწყვეტილებაზე დიდ გავლენას მოახდენს გამოშვების დროს საშინაო და საგარეო ბაზრებზე არსებული მდგომარეობა.

მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება არის მესამე წყარო ფინანსური რესურსის მოსაზიდად. იმისთვის, რომ საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში, საქართველოს მთავრობამ შედარებით დაბალი დანახარჯებით, გონივრული რისკების ფარგლებში მოიზიდოს ფინანსური რესურსები, საჭიროა განვითარდეს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. როგორც ზემოთ აღინიშნა, მოსალოდნელია, რომ სამომავლოდ საქართველოს შეუწყდება წვდომა შეღავათიან კრედიტებზე, რომელსაც ამჟამად იღებს ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისაგან. არსებული მდგომარეობით, საქართველოს რეზიდენტებიდან, ძირითადად კომერციული ბანკები ფლობენ მთავრობის ფასიან ქაღალდებს. თუმცა, იმისათვის, რომ განვითარდეს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზარი უნდა მოხდეს საპენსიო ფონდების, ორმხრივი ფონდების და სხვა კერძო ადგილობრივი და უცხოელი ინვესტორების დაინტერესება და მოზიდვა. უცხოელი ინვესტორებისთვის, ერთ-ერთი შემაფერხებელი ფაქტორია მცირე ზომის ბაზარი და განუვითარებელი მეორადი ბაზარი. ბაზარზე არსებული ლიკვიდობის პრობლემის გამო, უცხოელი ინვესტორისთვის მარტივი არ არის მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი მოცულობის გაყიდვა.

ამასთანავე, ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების არსებული მოცულობები ვერ უზრუნველყოფს მსხვილი საინვესტიციო ფონდების დაინტერესებას. შესაბამისად, რაც უფრო გაიზრდება თითოეული ემისიის მოცულობა და მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ჯამური ემისია, მით უფრო გაიზრდება უცხოელი ინვესტორების მხრიდან მოთხოვნა, შემცირდება საპროცენტო განაკვეთები და ვალის მომსახურებასთან დაკავშირებული რისკები. ზემოხსენებული შემაფერხებელი ფაქტორების საპასუხოდ, საქართველოს მთავრობამ 2018 წლიდან დაიწყო ე.წ. ბენჩმარკ ბონდების ემისიები<sup>14</sup>. აღნიშნული ინსტრუმენტი გულისხმობს გამსხვილებული ემისიების განხორციელებას რეგულარულ რეჟიმში, რაც,

ბუნებრივია გაზრდის ინვესტორების დაინტერესებას საქართველოს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მიმართ და ხელს შეუწყობს ბაზრის განვითარებას. სტრატეგიაში მოცემული მიზნების მისაღწევად, დაგეგმილია მომავალ წლებში მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ეტაპობრივი ზრდა. ასევე, ბენჩმარკ ბონდების გამოშვების პოლიტიკის ხელშეწყობისათვის, რეფინანსირების რისკის უკეთ სამართავად, დაგეგმილია ვალდებულებების მართვის ოპერაციების ახალი ინსტრუმენტების - გამოსყიდვის ოპერაციების (Buy-back) დანერგვა. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისთვის დაგეგმილია პირველადი დილერების სისტემის დანერგვა, რაც, თავის მხრივ, გაზრდის აქტივობას, როგორც პირველად, ისე მეორად ბაზარზე, ასევე, გაზრდის უცხოელი ინვესტორების ინტერესს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მიმართ.

რეგიონში 2014-2015 წლებში განვითარებულმა მოვლენებმა უარყოფითი გავლენა მოახდინა საქართველოში მთავრობის ფასიანი ქაღალდების საშინაო ბაზარზე. ლარი, რეგიონის სხვა ვალუტების მსგავსად, მნიშვნელოვნად გაუფასურდა აშშ დოლართან მიმართებაში. ამასთანავე, უარყოფითმა მოლოდინებმა, სხვა ფაქტორებთან ერთად, გამოიწვია მთავრობის ფასიანი ქაღალდებზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდა. თუმცა, აღნიშნული შოკის შედეგები დროდადრო განეიტრალდა, შესაბამისად შემცირდა საპროცენტო განაკვეთები. აღსანიშნავია, რომ მიმდინარე პერიოდშიც საპროცენტო განაკვეთები ინარჩუნებენ დაღმავალ ტენდენციას.

დაფინანსების მოსაზიდად საქართველოს მთავრობა იღებს გადაწყვეტილებას თუ როგორი ტიპის ინსტრუმენტი გამოიყენოს. ოპტიმალური გადაწყვეტილების მისაღებად, საჭიროა სხვადასხვა წყაროების ფინანსური პირობების ერთმანეთთან შედარება. თუ ერთმანეთს შევადარებთ საგარეო სესხებს და საშინაო ბაზარზე გამოშვებულ მთავრობის ფასიანი ქაღალდებიდან მიღებულ ფინანსურ რესურსებს, ერთი შეხედვით შესაძლოა ჩანდეს, რომ საგარეო სესხებზე საპროცენტო განაკვეთები ნაკლებია, ვიდრე მთავრობის საშინაო ფასიანი ქაღალდებზე, მაგრამ სრული სურათის მისაღებად, უნდა მოხდეს სხვადასხვა ფაქტორების გათვალისწინება, როგორცაა გაცვლითი კურსის რისკი და სტერილიზაციის ხარჯი. ეროვნულ ვალუტაში სესხის

აღებას, საგარეო წყაროებიდან მოზიდული დაფინანსებისგან განსხვავებით, არ აქვს გაცვლითი კურსის რისკი. ბოლო წლებში განვითარებულმა მოვლენებმა, კერძოდ, აშშ დოლარის გლობალურმა გამყარებამ, კიდევ ერთხელ აჩვენა, რომ აუცილებელია შემცირდეს სავალუტო რისკი მთავრობის ვალის პორტფელში, საგარეო ვალის წილის შემცირებით და სანაცვლოდ, ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული სესხების წილის ზრდით.

გარდა ამისა, მთავრობის ფასიანი ქაღალდების განვითარებული ბაზარი ხელს შეუწყობს კაპიტალის ბაზრის განვითარებას. მთავრობის ფასიანი ქაღალდები შეასრულებენ ბენჩმარკის როლს კერძო სექტორის ფასიანი ქაღალდებისთვის. რაც გაამარტივებს კერძო სექტორისთვის სახსრების მოზიდვას შედარებით ნაკლები დანახარჯებით, ადეკვატური რისკის ფარგლებში. ადგილობრივ ბაზარზე სესხების აღება არაინფლაციურია, რაც იმას ნიშნავს, რომ საშინაო ბაზარზე სესხებით რა მოცულობითაც ხდება მიმოქცევიდან ფულის ამოდება უკანაც იმავე მოცულობით ბრუნდება მთავრობის მიერ ხარჯების გაღების დროს. აღსანიშნავია, რომ მთავრობის მხრიდან ადგილობრივ ბაზარზე დაგეგმილი მოცულობით სესხების აღება არ გამოიწვევს კერძო სექტორის დაკრედიტების შემცირებას და ეკონომიკური ზრდის შეფერხებას. პირიქით, მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ადგილობრივი ბაზრის განვითარება გაზრდის საშინაო ვალის ინსტრუმენტების ლიკვიდობას, რაც ხელს შეუწყობს ფინანსური შუამავლობის ეფექტიანობის ზრდას, შედეგად გაიზრდება ლარში დენომინირებული სესხების ვადიანობა, შემცირდება საპროცენტო განაკვეთები და შესაბამისად გაიზრდება ეკონომიკის დაკრედიტება. რაც შეეხება საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე სესხებას, მიმდინარე პერიოდში იგი უფრო ძვირია ვიდრე კრედიტორებისგან აღებული სესხები, მაგრამ საშუალო და გრძელვადიანი პერსპექტივისთვის მნიშვნელოვანია ქვეყნის ცნობადობის გაზრდა საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებზე

ცხრილი <sup>1</sup> აჩვენებს დაფინანსების წყაროების ხარისხობრივ შედარებას. თითოეულ წყაროს აქვს დადებითი და უარყოფითი მხარეები, თუმცა ერთიანი

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf> მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ

სურათი ნათლად მიუთითებს საშინაო ბაზარზე დაფინანსების მოზიდვის უპირატესობას სხვა წყაროებთან შედარებით.

3.12

**დაფინანსების წყაროების შედარებითი უპირატესობა**

	მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან მიღებული სესხები	მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საერთაშორისო ბაზარზე	მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საშინაო ბაზარზე
<i>რეფინანსირების რისკი</i>	დაბალი	მაღალი	დაბალი
<i>საპროცენტო განაკვეთის რისკი</i>	საშუალო	დაბალი	დაბალი
<i>გაცვლითი კურსის რისკის არ ქონა</i>			✓
<i>გამოდენის ეფექტის არ ქონა</i>	✓	✓	✓
<i>შეღავათიანი პირობები</i>	✓		
<i>ქვეყნის ოფიციალური რეზერვების ზრდაზე გავლენა</i>	✓	✓	
<i>რეგულაციებიდან გამომდინარე შეზღუდვების არარსებობა</i>		✓	✓
<i>კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა</i>			✓
<i>ინსტიტუციური ინვესტორთათვის ლარში რისკს მოკლებული დაბანდების შესაძლებლობა</i>			✓
<i>საერთაშორისო ბაზარზე ცნობადობის ამაღლება</i>		✓	

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის ვალის პორტფელის მომავალი ხარჯების და რისკების შეფასების მიზნით გაანალიზებულ იქნა სესხების აღების შემდეგი ოთხი ალტერნატიული სცენარი 2019-2021 წლებისთვის: მთლიანი ფინანსური საჭიროების მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან მიღებული სესხებით დაფინანსება (სცენარი 1) მთლიანი ფინანსური საჭიროების ევრობონდების გამოშვებით დაფინანსება (სცენარი 2) მთლიანი ფინანსური საჭიროების საშინაო წყაროებიდან დაფინანსება (სცენარი 3) მთლიანი ფინანსური საჭიროების როგორც მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან, ისე საშინაო წყაროებიდან დაფინანსება (სცენარი 4) მოხდა ზემოთ მოცემული ალტერნატიული დაფინანსების სცენარების სიმულაცია სხვადასხვა სახის გაცვლითი კურსის და საპროცენტო განაკვეთის შოკების დაშვებით. სიმულაციის შედეგებმა აჩვენა, რომ ხარჯებისა და რისკების მიხედვით, სცენარების შედეგები მნიშვნელოვნად არ განსხვავდება ერთმანეთისგან, მაგრამ სიმულაციის შედეგების

მიხედვით სცენარი 3 (მთლიანი ფინანსური საჭიროების საშინაო წყაროებიდან დაფინანსება) წარმოადგენს საუკეთესო ვარიანტს.

მიმდინარე ეტაპზე, ადგილობრივი ბაზრის განვითარების დონე არ იძლევა დაფინანსების საჭიროების სრულად ადგილობრივი ბაზრიდან დაფინანსების შესაძლებლობას. ამასთანავე, საშუალოვადიან პერიოდში კრედიტორული დაფინანსებით დაგეგმილია ისეთი პროექტების განხორციელება, სადაც აღნიშნული პროექტების მაქსიმალური ეფექტური და წარმატებული განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია განვითარების პარტნიორი ორგანიზაციების მონაწილეობა. შესაბამისად, 2019-2021 წლების განმავლობაში მთლიანი ფინანსური საჭიროების დაფინანსება მოხდება როგორც საშინაო, ისე საგარეო წყაროებიდან. იმისათვის, რომ მიღწეულ იქნას სტრატეგიაში დასახული მიზნები, ქვემოთ მოცემულია შემდეგი სტრატეგიული მიმართულებები 2021 წლისთვის:

#### რეფინანსირების რისკი:

1. საშინაო ბაზარზე მთავრობა გეგმავს მიმოქცევაში არსებული ფასიანი ქაღალდების კომპოზიციაში საშუალო და გრძელვადიანი ქაღალდების წილის ზრდას.
2. საგარეო წყაროებიდან მიღებული სესხები ძირითადად გრძელვადიანია და ასევე აქვთ მნიშვნელოვანი საშეღავათო პერიოდი. მომავალში, სესხების აღების დროს გადაწყვეტილების მიღებისას, შენარჩუნდება არსებული ტენდენცია და უპირატესობა მიენიჭება გრძელვადიან სესხებს.
3. საქართველოს მთავრობა 2019 წლის განმავლობაში შეიმუშავებს გეგმას არსებული ევრობონდის დაფარვასთან დაკავშირებით.
4. რეფინანსირების რისკის უკეთ სამართავად, იგეგმება მთავრობის მთლიანი ვალისთვის, 1 წელიწადში დასაფარი სესხის ძირითადი თანხის პროცენტულმა წილმა არ გადააჭარბოს 20%-ს.
5. რეფინანსირების რისკის კონტროლის შემდეგი მაჩვენებელია საშუალო ვადიანობა (წლების მიხედვით, ATM). ამასთან დაკავშირებით დაგეგმილია, რომ საშუალო ვადიანობა მთავრობის მთლიანი ვალისთვის არ ჩამოსცდეს 5.5 წელს.

### საპროცენტო განაკვეთის რისკი:

- 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე მთავრობის ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში იყო 60.7%. იმისთვის, რომ არ გაიზარდოს მთავრობის ვალის პორტფელის მოწყვლადობა საპროცენტო განაკვეთის რისკებთან მიმართებაში და ასევე შემცირდეს საპროცენტო ხარჯი, დაგეგმილია მთავრობის მთლიან ვალში ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების წილი არ ჩამოსცდეს 40%-ს.
- საპროცენტო განაკვეთის რისკების შეფასების შემდეგი მაჩვენებელია მთავრობის ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების საშუალო ვადიანობა (ATR, წლების მიხედვით). იმისთვის, რომ მოხდეს საპროცენტო განაკვეთის რისკის მართვა, დაგეგმილია პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების საშუალო ვადიანობა მთავრობის მთლიანი ვალისთვის არ ჩამოსცდეს 2.0 წლის ნიშნულს.
- საპროცენტო განაკვეთის რისკის კიდევ ერთი მაჩვენებელია 1 წლის განმავლობაში, მთავრობის ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების პროცენტული მაჩვენებელი. ამასთან დაკავშირებით, დაგეგმილია აღნიშნული მაჩვენებელი მთავრობის მთლიანი ვალისთვის არ გადასცდეს 70%-ის ნიშნულს.

### სავალუტო რისკი:

- ამჟამად, საქართველოს მთავრობის ვალის 81.3% შედგება საგარეო ვალისგან და დანარჩენი 18.7% კი საშინაო ვალისგან. იმისათვის, რომ შემცირდეს მთავრობის ვალის პორტფელის სავალუტო რისკთან დაკავშირებული მოწყვლადობა, 2021 წლისთვის დაგეგმილია მთავრობის ვალში საშინაო ვალის წილმა შეადგინოს სულ მცირე 20%, ხოლო გრძელვადიან პერიოდში, ეტაპობრივად გაიზარდოს 35%-მდე.<sup>1</sup>

სესხის აღებისას, საბოლოო გადაწყვეტილება ეფუძნება ზემოთ განხილული სიმულაციის შედეგების, დამატებით განხილვის და ანალიზის ერთობლიობას. სტრატეგიის განხორციელების მონიტორინგი და შეფასება მოხდება ყოველწლიურად,

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf> მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ

რომელსაც უზრუნველყოფს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს სახელმწიფო ვალის მართვის დეპარტამენტი.



### 3.2 საქართველოს ვალის მდგრადობის ანალიზი და მართვის სტრატეგია

მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზის ჩატარების მთავარი მიზანია, შეფასდეს მთავრობის შესაძლებლობა მოემსახუროს ვალდებულებებს საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში. ვალის მდგრადობის ანალიზი მნიშვნელოვანია საბიუჯეტო გამჭვირვალობის და ეფექტური საჯარო ფინანსების მართვის თვალსაზრისით.

ანალიზი ეფუძნება საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (IMF) მეთოდოლოგიას და მოდიფიცირებულია ქვეყნის სპეციფიკიდან გამომდინარე . მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი მოიცავს სხვადასხვა შესაძლო რისკ ფაქტორების შეფასებას და მათ გავლენას მთავრობის ვალის პორტფელზე, ეხმარება მთავრობას წინსწრებით მოახდინოს შესაძლებელი ნეგატიური ფაქტორებიდან გამოწვეული შედეგების იდენტიფიცირება და შეიმუშაოს შესაბამისი სამოქმედო გეგმა.

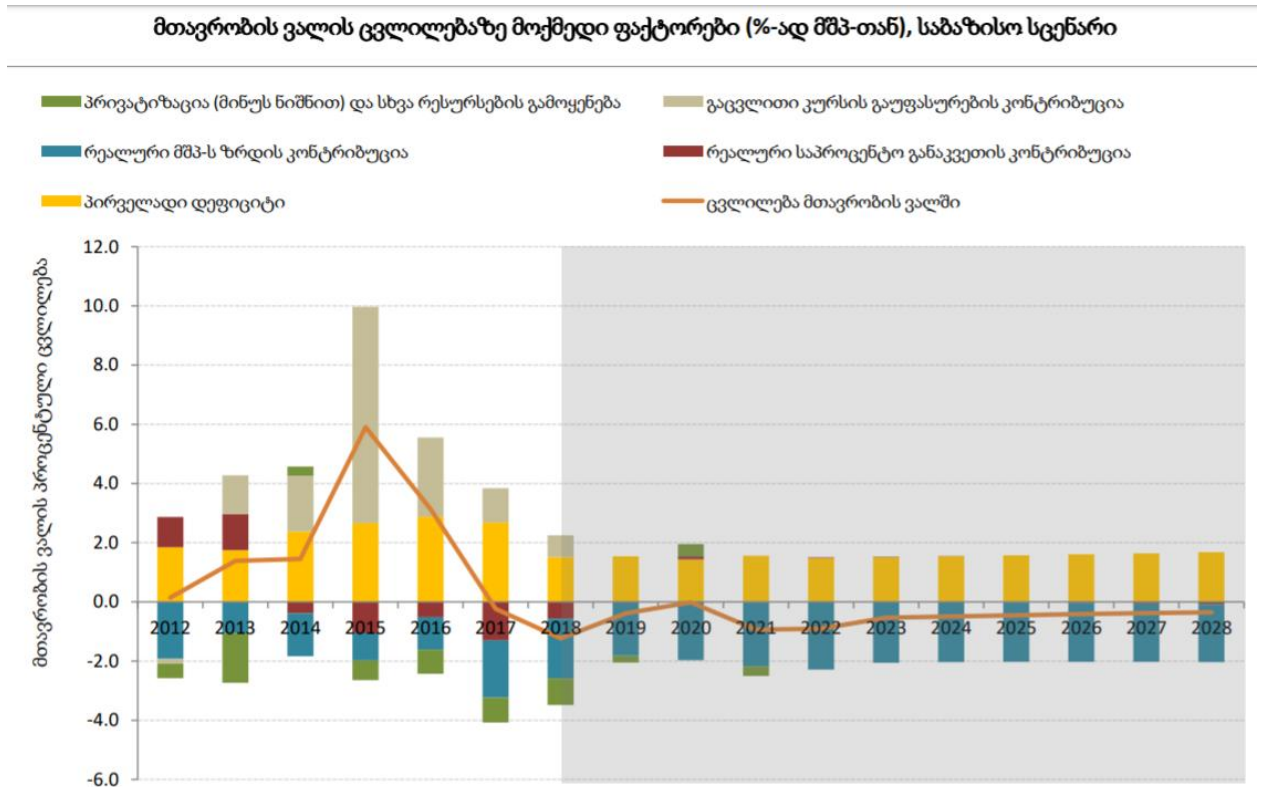
მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზში გამოყენებულია საბაზისო და ალტერნატიული (ნეგატიური) სცენარები და ამ სცენარებისთვის დაშვებები სხვადასხვა მაკროეკონომიკურ და ფისკალურ ცვლადებზე - რეალური მშპ-ს ზრდა, ინფლაცია, გაცვლითი კურსი, საპროცენტო განაკვეთები, სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტი და სხვა. მოცემულ ანალიზში, საბაზისო სცენარი წარმოადგენს, ეკონომიკური განვითარების იმ მოსალოდნელ ვარიანტს, რომლის მოხდენის ალბათობაც საშუალოვადიან პერიოდში ყველაზე მაღალია.<sup>1</sup>

საბაზისო სცენარის მიხედვით, თვალსაჩინოებისთვის გამოყოფილია სახელმწიფო ვალის ცვლილებაზე მოქმედი ფაქტორები(%-ად მშპ-თან). როგორც დიაგრამიდან ვხედავთ,რეალური მშპს-ზრდის კონტრიბუცია ამ მაჩვენებლის შემცირებას უწყობს ხელს და მნიშვნელოვან ფაქტორს წარმოადგენს მისი მაღალ დონეზე შენარჩუნება,უარყოფით ფაქტორს პირველადი დეფიციტი წარმოადგენს,რომელიც 2018 წლის მდგომარეობით 1.5 % ის ტოლია.გაცვლითი კურსის გაუფასურება ერთ-ერთი მთავარი მოწყვლადობის წყაროა საქართველოსთვის, განსაკუთრებით თუ

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DSA-mdgradobis-analizi.pdf> მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი 2019-2028 წლებისთვის

გავითვალისწინებთ 2014 წლიდან მოყოლებულ გაუფასურებას, რაც დიაგრამაზე ყველაზე კარგად შესამჩნევია. (გრაფიკი 3.13)

3.13



წყარო: საქართველოს მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი 2019-2028 წლებისთვის

შესაბამისად, აღნიშნული სცენარის საფუძველზე ხდება სახელმწიფო ბიუჯეტის პროექტის შედგენა. ალტერნატიულ სცენარებში, ხდება სხვადასხვა სიდიდის მაკროეკონომიკური და ფისკალური შოკების (რეალური მშპ-ს ზრდის შოკი (1) , რეალური საპროცენტო განაკვეთის შოკი(2) , სახელმწიფო ბიუჯეტის პირველადი ბალანსის შოკი(3), ნომინალური გაცვლითი კურსის შოკი(4), კომბინირებული შოკი(5) და პირობითი ვალდებულებების შოკი(6) გათვალისწინებით სტრეს ტესტების ჩატარება და მათი გავლენის შეფასება მთავრობის ვალის მდგრადობაზე.<sup>2</sup>

- 1) საბაზისო სცენარს გამოკლებული გასული 10 წლის მონაცემების 1 სტანდარტული გადახრა. შოკები გამოყენებულია 2019- 2020 წლებისთვის, ხოლო 2021-2028 წლებისთვის აღებულია საბაზისო სცენარი. მოცემულ სცენარში არ არის გამოყენებული პერმანენტული შოკი, რადგან რეალური მშპ-ს ზრდის პერმანენტული შოკის პირობებში მთავრობის ვალი, მსგავსად თითქმის

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DSA-mdgradobis-analizi.pdf> მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი 2019-2028 წლებისთვის

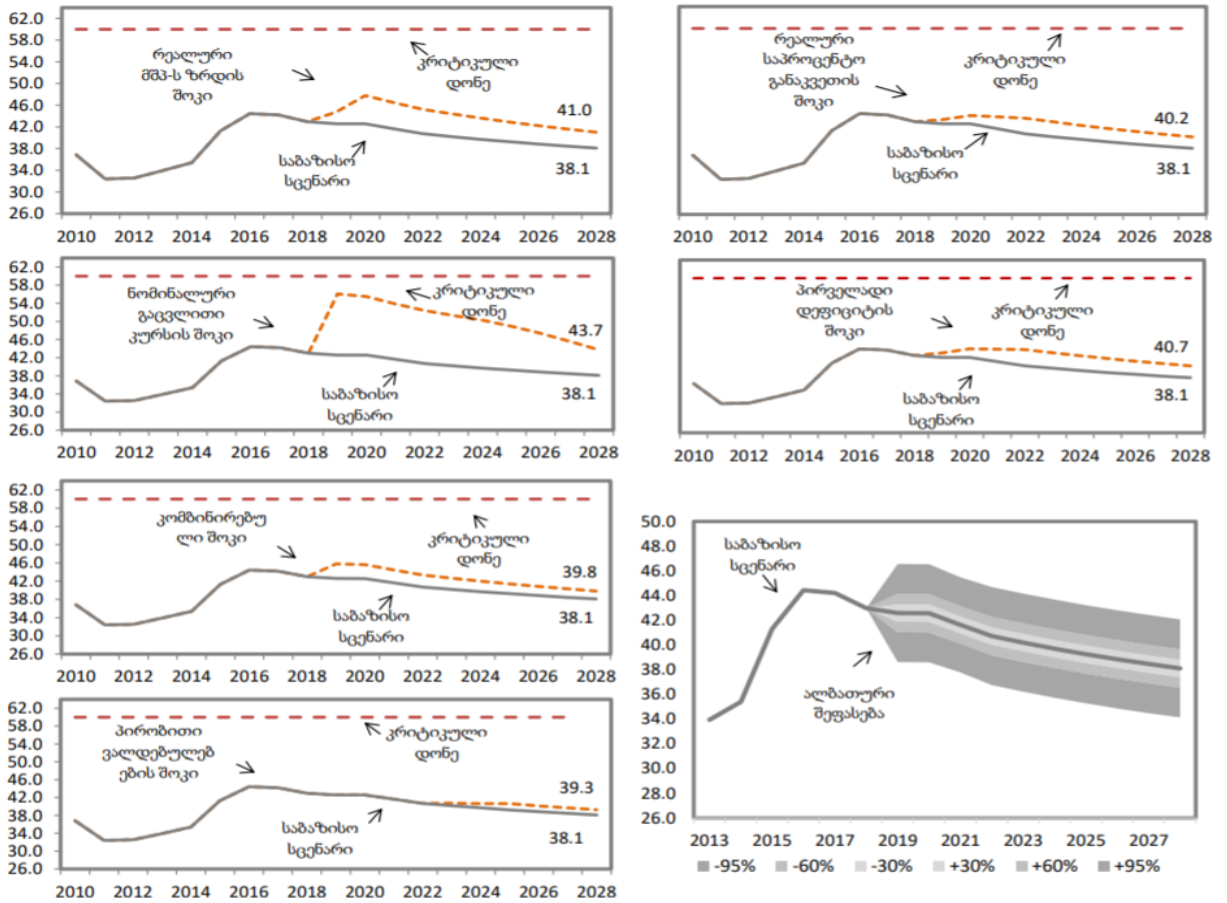
<sup>2</sup> <https://mof.ge/images/File/DSA-mdgradobis-analizi.pdf> მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი 2019-2028 წლებისთვის

ყველა სხვა ქვეყნის მთავრობის ვალისა, არის არასტაბილური. ამასთანავე, გრძელვადიან პერიოდში ეკონომიკა იზრდება პოტენციური ზრდით. დღეის მდგომარეობით, არ არსებობს საფუძველი საქართველოს გრძელვადიანი პოტენციური ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებლის შემცირების. ამას ისიც ემატება, რომ დღევანდელ საბაზისო სცენარში რეალური ეკონომიკური ზრდა არის პოტენციურ ზრდაზე ქვევით.

- 2) საბაზისო სცენარს დამატებული გასული 10 წლის მონაცემების  $\frac{1}{2}$  სტანდარტული გადახრა. შოკები გამოყენებულია 2019- 2022 წლებისთვის.
- 3) საბაზისო სცენარს დამატებული გასული 10 წლის მონაცემების  $\frac{1}{2}$  სტანდარტული გადახრა. შოკები გამოყენებულია 2019- 2022 წლებისთვის.
- 4) ლარის დოლართან ნომინალური გაცვლითი კურსის ერთჯერადი გაუფასურება 2019 წელს 30%-ით.
- 5) 2019 წელს სახელმწიფო ბიუჯეტის პირველადი ბალანსის, რეალური მშპ-ს ზრდის ტემპის და რეალური საპროცენტო განაკვეთის საბაზისო სცენარიდან გადახრა 1 სტანდარტული გადახრით.
- 6) ელექტროენერჯის გარანტირებული შესყიდვის შეთანხმების (PPA) ფარგლებში 30%-იანი ფისკალური რისკის რეალიზება 2023-2025 წლების განამელობაში (988 მლნ ლარი).

მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზის შეფასებისას გამოყენებული შოკების შედეგები (იხ.დიაგრამა) იძლევა დამაკმაყოფილებელ სურათს. ყველა სცენარის მიხედვით, მთავრობის ვალი მშპ-თან მიმართებაში იზრდება, მაგრამ სტაბილურად ინარჩუნებს კლებად ტენდენციას. აღსანიშნავია, რომ არცერთი სცენარის შემთხვევაში მთავრობის ვალი, მშპ-თან მიმართებაში, არ აღწევს კრიტიკულ ზღვარს .

მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზის დიაგრამები (მთავრობის ვალი %-ად მშპ-თან)



წყარო:<sup>1</sup>მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი 2019-2028 წლებისთვის

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21 წლებისთვის ასახავს საქართველოს მთავრობის გეგმებს, რომლებმაც უნდა უზრუნველყონ ვალის მართვის ეფექტური პოლიტიკის გატარება და ვალის მართვის მიზნების მიღწევა.

საქართველოს მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია არის საჯარო დოკუმენტი, რაც უზრუნველყოფს მთავრობის ვალის მართვის პოლიტიკის გამჭვირვალობას და აღნიშნულ საკითხზე კრედიტორების, ინვესტორების, სარეიტინგო სააგენტოების და საზოგადოების ინფორმირებულობის ზრდას.

მთავრობა მოზიდული ფინანსური რესურსებით აფინანსებს მხოლოდ კაპიტალური დანიშნულების ხარჯებს და ფარავს არსებულ ფინანსურ ვალდებულებებს. ბიუჯეტის საოპერაციო სალდო მუდმივად დადებითია.

2019-2021 წლებისთვის საშუალოდ საოპერაციო სალდო შეადგენს 2.7 მლრდ ლარს (მშპ-ის 5.6%), რაც იმას ნიშნავს, რომ მიმდინარე შემოსავლები სრულად აფინანსებს

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DSA-mdgradobis-analizi.pdf> მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი 2019-2028 წლებისთვის

მიმდინარე ხარჯებს. აღნიშნული თანხიდან ნაწილი (საშუალოდ 1.3 მლრდ ლარი) მიემართება სესხის ძირითადი თანხის დასაფარად, 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 განხორციელება საჭირო. სწორედ ამ მიზნით ხდება დამატებით საგარეო და საშინაო სესხების აღება. გასათვალისწინებელია, რომ საქართველო, ამჟამად არის საშუალოზე დაბალი შემოსავლის (Lower - Middle Income) მქონე ქვეყანა. თუმცა, მოსალოდნელია საშუალოვადიან პერიოდში საქართველოს დაწინაურება საშუალოზე მაღალი შემოსავლის მქონე ქვეყანად. სავარაუდოდ, საქართველოს შეღავათიან დაფინანსებაზე წვდომა ექნება საშუალოვადიანი პერიოდის განმავლობაში, მაგრამ გრძელვადიან პერსპექტივაში, ქვეყნის ეკონომიკის ზრდასთან ერთად, შეღავათიანი სესხების მოცულობები თანდათან შემცირდება. ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისგან ფინანსურ რესურსებზე წვდომის შემცირებასთან ერთად, უნდა მოხდეს მათი ჩანაცვლება საბაზრო ინსტრუმენტებით მოზიდული ფულადი სახსრებით. უმეტესად ეს მოხდება ადგილობრივი ბაზრის მეშვეობით. ამასთანავე, ფინანსური რესურსების ხელმისაწვდომობის დივერსიფიკაციის მიზნით, საშუალო ვადიანი პერიოდისთვის საქართველოს მთავრობა განიხილავს საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე ცნობადობის შენარჩუნებას.<sup>1</sup>

სტრატეგია ვრცელდება საქართველოს მთავრობის ვალზე, რომელიც მოიცავს „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ საქართველოს კანონით განსაზღვრულ სახელმწიფო ვალს ეროვნული ბანკის საერთაშორისო სავალუტო ფონდისადმი ვალის გამოკლებით. ვალის მართვის სტრატეგიის ძირითადი მიზნებია: 1. მთავრობის ფინანსური საჭიროებების<sup>7</sup> დაფინანსების უზრუნველყოფა ხარჯების მინიმიზაციით საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში, ადეკვატური რისკების ფარგლებში. აღნიშნული მიზანი გულისხმობს მთავრობის ვალის მდგრადობის შენარჩუნებას მინიმალური ხარჯებით, რეფინანსირების რისკის, საპროცენტო განაკვეთის რისკისა და გაცვლითი კურსის რისკის გათვალისწინებით. 2. მთავრობის ფასიანი

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf> მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ

ქალაქების ბაზრის განვითარება. აღნიშნული მიზანი გულისხმობს ბაზრის ლიკვიდობის, გამჭვირვალობისა და პროგნოზირებადობის ზრდას. მთავრობის

ფასიანი ქალაქების ბაზრის განვითარების ქვეშ ერთ-ერთ მნიშვნელოვან საკითხად მოიაზრება მიმოქცევაში არსებული ფასიანი ქალაქების მოცულობის ზრდა, რათა გაიზარდოს ინვესტორების ინტერესი მთავრობის ფასიანი ქალაქების მიმართ და შესაბამისად, გაფართოვდეს ინვესტორთა ბაზა. საერთაშორისო საუკეთესო გამოცდილების მიხედვით, განვითარებული ბაზარი ამცირებს ბიუჯეტისთვის სესხების მომსახურებაზე გაწეულ ხარჯებს და რისკებს საშუალო და გრძელვადიანი პერიოდისთვის. მთავრობის განვითარებული ფასიანი ქალაქების ბაზარი ხელს შეუწყობს ქვეყანაში კაპიტალის ბაზრის განვითარებას, რაც, თავის მხრივ, შექმნის ლარში დენომინირებულ დამატებით ფინანსურ რესურსს ბაზრის მონაწილეებისთვის.

2014-2016 წლებში არსებული ეკონომიკური ზრდის შენელების შემდეგ, 2017 წლის დასაწყისიდან საქართველოს ეკონომიკამ სწრაფი გამოცოცხლება დაიწყო და 2017 წელს 4.8-პროცენტიანი ეკონომიკური ზრდა დაფიქსირდა. ეკონომიკური აქტივობა შენარჩუნდა 2018 წელსაც და ამ პერიოდში წინასწარმა რეალურმა ზრდამ 4.8 პროცენტი შეადგინა. გასული პერიოდის მსგავსად, საშუალოვადიან პერიოდში კვლავ წმინდა ექსპორტი იქნება ეკონომიკური ზრდის მამოძრავებელი, ასევე მოსალოდნელია, რომ მსოფლიო ეკონომიკის გაჯანსაღება ვაჭრობით იყოს გამოწვეული. ზრდის კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი ფაქტორი იქნება ინვესტიციები. ამასთან, განხორციელებული რეფორმები და მილსადენის პროექტი ორიენტირებულია ქვეყანაში დანაზოგებისა და ინვესტიციების ზრდაზე.<sup>1</sup>

მიმდინარე ანგარიშის მაღალი დეფიციტი საქართველოს ეკონომიკის მოწყვლადობის ერთ-ერთ მთავარ წყაროს წარმოადგენს. ამიტომ, საქართველოს მთავრობამ შეიმუშავა რეფორმები დანაზოგების წასახალისებლად, მწარმოებლურობისა და ექსპორტის ზრდისთვის და დანაზოგები-ინვესტიციების „გეპ“-ის თანდათანობით დასახურად, რაც დაბალანსებულ მიმდინარე ანგარიშს გულისხმობს. 2017 წლის ბოლოს მდგომარეობით, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf> მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ



მშპ - თან მიმართებაში 8.8%-ი შეადგინა, ხოლო 2018 წლის მოსალოდნელი მნიშვნელობა 7.5%-ს შეადგენს

საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში, დაგეგმილია იმ სტრუქტურული რეფორმების გატარება, რომლებიც ხელს შეუწყობს დანაზოგების ზრდას, რაც თავის მხრივ მნიშვნელოვანია მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუმჯობესებისთვის. რაც შეეხება საქართველოს საკრედიტო რეიტინგებს, 2017 წლის სექტემბერში სარეიტინგო კომპანია Moody's-მა "Ba3"-დან "Ba2"-მდე გააუმჯობესა ქვეყნის რეიტინგი და პერსპექტივა სტაბილურზე შეუნარჩუნა. კომპანია S&P-ის მიხედვით, საქართველოს სარეიტინგო პოზიცია "BB-" სტაბილურზეა, ხოლო 2019 წლის თებერვალში კომპანია Fitchმა "BB-" პოზიტიურიდან "BB" სტაბილურამდე გააუმჯობესა რეიტინგი. სარეიტინგო სააგენტოების განცხადებით, საქართველოს რეიტინგის გაუმჯობესება გამოწვეულია იმით, რომ საქართველოს ეკონომიკა მდგრადი აღმოჩნდა 2014 წელს რეგიონში დაწყებული ეკონომიკური შოკის მიმართ, რის შედეგადაც გამოჩნდა ქვეყნის ეკონომიკისა და ინსტიტუტების სიძლიერე. მიმდინარე ეკონომიკური რეფორმები კი, რაც საერთაშორისო სავალუტო ფონდის დახმარებით ხორციელდება, შეამცირებს საქართველოს ძირითად საკრედიტო სისუსტეებს და დროთა განმავლობაში უფრო მეტად გაზრდის საკრედიტო სიძლიერეს. თუმცა, რეიტინგის ზრდას ხელს უშლის საგარეო მოწყვლადობის რისკები.

მიმდინარე ეკონომიკური რეფორმები დადებითად აღიქმება სარეიტინგო სააგენტოების მიერ. Moody's დ S&P გამოყოფენ ფაქტორებს, რომელთაც დადებითი წვლილი შეაქვთ საქართველოს რეიტინგის შეფასებაში.<sup>1</sup> მათ შორის, ძლიერი ინსტიტუტები, ევროკავშირთან ასოცირების შეთანხმება, დივერსიფიცირებული საექსპორტო ბაზრები, სავაჭრო შეთანხმებები, მიმდინარე ანგარიშის მნიშვნელოვანი გაუმჯობესება, ფისკალური მდგრადობის გამყარება, ლარიზაციის კუთხით არსებული მნიშვნელოვანი პროგრესი. ამასთან, სარეიტინგო კომპანიების მიერ დადებით მიმართულებად მიიჩნევა სავალუტო ფონდთან გაფორმებული 3-წლიანი პროგრამა, განათლების გაუმჯობესება, საგზაო ინფრასტრუქტურის დაფინანსება, ეფექტიანი საჯარო ადმინისტრირება, საერთაშორისო ვაჭრობის გაფართოება

<sup>1</sup> საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

გაუმჯობესებული ბიზნეს კლიმატი, რაც გააძლიერებს კერძო სექტორის, როგორც ეკონომიკის მამოძრავებელი სექტორის როლს. მთავრობის საშუალო და გრძელვადიანი გეგმების განხორციელება დაფუძნებულია შემდეგ ფისკალურ და მაკროეკონომიკურ დაშვებებზე:

3.15

მთლიანი დაფინანსების საჭიროების და მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები 2018-21 წ

მაჩვენებლები (მილიონი ლარი)	2018წ	2019პ	2020პ	2021პ
ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლები	11,705	12,578	13,402	14,250
ნაერთი ბიუჯეტის ხარჯები	9,561	10,326	10,710	10,979
მთლიანი სალდო	-336	-970	-1,018	-1,029
ფინანსური აქტივების წმინდა ზრდა	584	213	200	310
მთლიანი დაფინანსების საჭიროება <sup>8</sup>	2,885	3,317	3,323	4,759
ნომინალური მშპ (მილიონი ლარი)	41,237	44,601	48,236	52,415
მთავრობის ვალი (%-ად მშპ-თან)	42.1	41.4	41.5	40.6
მშპ-ს რეალური ზრდა (%)	4.8	4.5	5.0	5.5
მშპ-ს დეფლატორი (% ცვლილება)	4.0	3.5	3.0	3.0

წყარო:<sup>1</sup>მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ

ამასთანავე, საყურადღებოა სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის შემდეგი რეკომენდაციები:<sup>2</sup> საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შეფასებით მნიშვნელოვანია სახელმწიფო ვალის ნაშთის „უსაფრთხო“ დონის (35-40% მშპ-თან მიმართებაში) ფარგლებში შენარჩუნება. სავალუტო კურსის ცვლილება გავლენას ახდენს სახელმწიფო ვალის მოცულობაზე, რის შედეგადაც იგი აჭარბებს საქართველოს სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების სტრატეგია „საქართველო 2020“-ით დადგენილ 40%-იან ნიშნულს. თუმცა, სახელმწიფო ვალის მაჩვენებელი<sup>4</sup> (მშპ-სთან მიმართებაში) ნარჩუნდება „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“ საქართველოს ორგანული კანონით განსაზღვრული 60%-იანი ლიმიტის ფარგლებში;

ასევე სრულად არ მოხდა IMF-ის რეკომენდაციების გათვალისწინება. კერძოდ, IMF-ის რეკომენდაციით, მთავრობის ვალი უნდა მოიცავდეს იმ სახელმწიფო საწარმოების ვალს, რომლებიც კლასიფიცირდებიან როგორც სამთავრობო სექტორი. მნიშვნელოვანია დროულად დასრულდეს სახელმწიფო საწარმოების

<sup>1</sup> <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf> მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ

<sup>2</sup> სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის დასკვნა 2019 წლის ბიუჯეტის შესახებ



დაკლასიფიცირება და შესაბამისი საწარმოების ვალდებულებები გათვალისწინებულ იქნეს მთავრობის ვალის მოცულობაში; „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“ ორგანული კანონის პროექტით მთავრობის ვალის ნაშთში უნდა შედიოდეს „საჯარო და კერძო პარტნიორობის შესახებ“ საქართველოს კანონის საფუძველზე აღებული ვალდებულებების მიმდინარე ღირებულება. თუმცა, ბიუჯეტის კანონპროექტი აღნიშნულ მაჩვენებელს არ მოიცავს. სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის შეფასებით, მნიშვნელოვანია ვალის ნაშთში გათვალისწინებულ იქნეს როგორც კანონის მიღებამდე, ასევე კანონის დამტკიცების შემდეგ გაფორმებული ხელშეკრულებების ფარგლებში წარმოქნილი ვალდებულებები, რაც უზრუნველყოფს აღნიშნული მიმართულებით არსებული ფისკალური რისკების სრულად წარმოდგენას. ამასთანავე, „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“ ორგანული კანონის პროექტის მიხედვით, მთავრობის ვალში უნდა შედიოდეს მუნიციპალიტეტებისა და სსიპ-ების ვალი.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> [https://sao.ge/files/auditi/auditi\\_dasvkna\\_2019\\_gadamushavebuli\\_versia.pdf](https://sao.ge/files/auditi/auditi_dasvkna_2019_gadamushavebuli_versia.pdf) სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის დასკვნა 2019 წლის ბიუჯეტის შესახებ (გადამუშავებული ვერსია)

## დასკვნა

ზემოთხსენებული მსჯელობებისა და ცნობილი თეორიების განსხვავებული მოსაზრებების გათვალისწინებით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ქვეყნების უმრავლესობისთვის სახელმწიფო ვალის დაგროვება კვლავ განიხილება მაკროეკონომიკური სტაბილურობისთვის უბედურებად; თუმცა, გადასახადების ზრდასთან შედარებით სახელმწიფო ვალის რიგი უპირატესობების გამო ქვეყნებს არ სურთ უარი თქვან ვალის დაფინანსების წყაროდ გამოყენებაზე, განსაკუთრებით უკიდურესად რეცესიულ პერიოდებში (ომები, ბუნებრივი კატასტროფები, ეკონომიკური კრიზისი). ასე რომ, საჭიროა მუდმივი სიფრთხილე და ყურადღება ამ ფისკალური პოლიტიკის ინსტრუმენტის გამოყენებისას.

- განვიხილე სახელმწიფო ვალის წარმოშობის მთავარი მიზეზები და შედეგები რამაც შეიძლება დიდი გავლენა იქონიოს ეკონომიკის განვითარებაზე. სახელმწიფო ვალის ზრდის მთავარი გამომწვევი მიზეზი შეიძლება იყოს სახელმწიფო ხარჯების ზრდა ან გადასახადების შემცირება ეკონომიკის სტიმულირების მიზნით.
- ვალის სტაბილიზაციისთვის მთავრობამ უნდა აღმოფხვრას ბიუჯეტის დეფიციტი, რეცესიების პერიოდში ეკონომიკის სტაბილიზაციისათვის აუცილებელი ხარჯები, რომლებმაც გამოიწვიეს სახელმწიფო ვალის ტვირთის ზრდა, კომპენსირებულ უნდა იქნეს ეკონომიკური აღმავლობის პერიოდებში ბიუჯეტის და საგადასახდელო ბალანსის მიმდინარე ოპერაციების ანგარიშის პროფიციტებით.
- სახელმწიფოს საგარეო ვალი, რომელსაც იღებს ქვეყანა სხვა ქვეყნების მთავრობებისა და საერთაშორისო სავალუტო-საკრედიტო ორგანიზაციებისაგან, უნდა დაიხარჯოს სტრატეგიული პროექტების განსახორციელებლად.
- სახელმწიფო ვალით განხორციელებული ეკონომიკური ღონისძიებებისგან მიღებული გრძელვადიანი სარგებელი უნდა აჭარბებდეს იმ დანახარჯებს, რომელიც დაკავშირებულია ვალის აღებასთან, წინააღმდეგ შემთხვევაში გაიზრდება ვალის ტვირთი და მისი ნეგატიური ზემოქმედება ეკონომიკურ

აქტივობაზე. ამის შედეგად ქვეყანამ შეიძლება დაკარგოს გადახდისუნარიანობა და დადგეს დეფოლტის რისკის წინაშე.

- სახელმწიფომ ასევე უნდა გაითვალისწინოს სიმდიდრის თაობათაშორისი განაწილების საკითხი, რათა გაზრდილი სახელმწიფო ვალით არ მოხდეს ახლანდელი თაობის ინტერესების დაცვა მომავალი თაობის ინტერესების ხარჯზე. ამიტომ აუცილებელია ვალის გრძელვადიანი სტაბილურობისათვის სტრატეგიების შემუშავება.
- განვითარებადმა ეკონომიკებმა აუცილებლად უნდა მიმართონ თავიანთი საგარეო რესურსები პროდუქტიულობის გაზრდაზე ისე, რომ ეს მათ დაეხმაროს ინვესტირების ახალი შესაძლებლობების შექმნასა და მეტი ინვესტორის მოზიდვაში.
- საბოლოო ჯამში, მთავრობას უნდა ახსოვდეს, რომ "სესხების დაუწერელი ლიმიტებიც" არსებობს, დემოკრატიული სისტემის პირობებში ამომრჩეველმა უნდა განსაზღვროს სახელმწიფო ვალის ზღვარი და არა სამთავრობო ინსტიტუციებმა.
- საჭიროა ფისკალური რისკების ყოვლისმომცველი ანალიზი, ვალის მდგრადობის მაჩვენებლების მიხედვით საშუალოვადიანი სტრატეგიის დასახვა.

## გამოყენებული ლიტერატურა

1. მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-21წ <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>
2. მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი 2019-2028 წლებისთვის
3. ნოდარ ხადური, ნაზირა კაკულია, მალხაზ ჩიქობავა, მაკროეკონომიკა, თბილისი, 2009 წელი
4. ოლივიე ბლანშარი - „მაკროეკონომიკა“ მეხუთე გამოშვება;
5. საქართველოს სახელმწიფო ვალის სტატისტიკური ბიულეტენი <https://mof.ge/images/File/Public-Sector-Debt-Statistical-Bulletin-N11-GE.pdf>
6. სახელმწიფო ვალის სტატისტიკა <https://mof.ge/4418>
7. <https://mof.ge/images/File/DSA-mdgradobis-analizi.pdf>
8. სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის დასკვნა 2019 წლის ბიუჯეტის შესახებ (გადამუშავებული ვერსია) [https://sao.ge/files/auditi/auditi\\_dasvkna\\_2019\\_gadamushavebuli\\_versia.pdf](https://sao.ge/files/auditi/auditi_dasvkna_2019_gadamushavebuli_versia.pdf)
9. სახელმწიფო ვალის მართვის ინფორმაციული სისტემების ეფექტიანობის აუდიტი <https://www.sao.ge/files/auditi/efeqtianobis-angarishi/2015/tb-informaciuli-sistemebi.pdf>
10. Abbas, S. M. Ali and Belhocine, Nazim and ElGanainy, Asmaa A and Horton, Mark (2010): “A Historical Public Debt Database”, IMF Working Paper 10/245
11. Alesina alberto.1990, “A Positive Theory of budget Deficits and Government Debt”, Review of Economic studies, 57,403-414
12. Barro, Robert J., 1979, "On the Determination of the Public Debt", *Journal of Political Economy*, 87(5), 940-971.
13. Adam Smith (1776), *An Inquiry into the Causes and Nature of the Wealth of Nations, Volume 5, Chapter 3, Page 410*
14. Adam Simth, “*Wealth and Nations ,Book-V, Chapter-I, Part-III* (quoted in A. A. Dange, unpublished Ph. D. Thesis)
15. Buchanan M. (1958). “*Public Principles of Public Debt: A Defense & Restatement*” “Richard. D., Irwin, Illinois, p. 11
16. Buitter, Willem H., 1985, "A Guide to Public Sector Debt and Deficits", *Economic Policy*, 1, 13-81.
17. Catherine Pattilo, Helene Poirson, Luca Antonio Ricci. “External Debt and Growth”. Review of Economics and Institutions. Vol. 2 – No. 3, Fall 2011
18. Delano P. Villanueva and Roberto S. Mariano, “External Debt, Adjustment, and Growth”, in Fiscal Policy and Management in East Asia, eds. Takatoshi Ito and Andrew K. Rose (United States of America: The University of Chicago Press, 2007), pp. 203-204.
19. Domar, Evsey D., 1944, "The "Burden of the Debt" and the National Income", *American Economic Review*, 34, 798-827.

20. IMF institute for capacity development – Fiscal Sustainability Course : Working with the Debt Sustainability Template for Market-Access Countries (MAC DSA):Risk Assessment and Reporting,
21. IMF Institute For Capacity Development – Fiscal Sustainability Lecture – National authorities and IMF staff calculations
22. IMF article IV – Public DSA
23. International Monetary Fund (2013): “Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries”
24. International Monetary Fund (2015a): “Fiscal Policy and Long Term Growth”, IMF Policy Paper, June 2015
25. IMF institute for Capacity Development Lecture: Working with the Debt Sustainability Template for Market-Access Countries (MAC DSA)
26. IMF instsitute for capacity development lecture - Fiscal and Debt Sustainability Frameworks for Low-Income Countries (LIC DSF)
27. International Monetary Fund (2015a): “Fiscal Policy and Long Term Growth”, IMF Policy Paper, June 2015
28. O'Driscoll, Gerald P., Jr., 1977, "The Ricardian Nonequivalence Theorem", *Journal of Political Economy*, 85(1), 207-210.
29. Say J. B., “ *A Treatise on Political Economy* (Translated by C. E. Princsep), p. 442
30. Richardo D., “ *Principles of Political Economy and Taxation ‘works and correspondence of D. Richarda*, Vol. 1, pp. 243-49,pp 228.
31. Mill J. S. (1929), “*Principles of Political Economy*; Ashley ed. Longman’s Green and Co., London, Book-V Chapter-1
32. Malthus T. R. (1886) “*Principles of Political Economy*”, (II<sup>nd</sup> ed) London, William Pickering, P-209 quoted by J. Burkheadin *Balanced Budgets*, A. P. Leaner, *Economics of Employment* (1955), p. 274
33. Macro and Growth Policies in the Wake of the Crisis, March 2011
34. PUBLIC DEBT DYNAMICS AND POSSIBILITIES FOR ITS PROJECTION – THE CASE OF THE REPUBLIC OF MACEDONIA- Aleksandar Nikoloski- Pece Nedanovski
35. <https://hrcak.srce.hr/file/9649> - PUBLIC DEBT BOUNDARIES: A REVIEW OF THEORIES AND METHODS OF THE ASSESSMENT OF PUBLIC DEBT SUSTAINABILITY- Sandra Švaljek;
36. [https://link.springer.com/chapter/10.1057/9780230509016\\_6](https://link.springer.com/chapter/10.1057/9780230509016_6)
37. Romer, David (2011): “What Have We Learned about Fiscal Policy From the Crisis”, IMF Conference on
38. World Economic Outlook, April, 2019
39. <http://shodhganga.inflibnet.ac.in/bitstream/10603/147237/8/08%20theoretical%20aspects%20of%20public%20debt.pdf>

40. [https://mof.ge/saxelmwifo\\_vali](https://mof.ge/saxelmwifo_vali)
41. [https://mof.ge/saministros\\_struktura](https://mof.ge/saministros_struktura)
42. [https://www.mof.ge/saxelmwifo\\_valis\\_martva](https://www.mof.ge/saxelmwifo_valis_martva)
43. [https://www.oecd-ilibrary.org/economics/government-debt-indicators\\_5jrxv0ftbff2-en?crawler=true](https://www.oecd-ilibrary.org/economics/government-debt-indicators_5jrxv0ftbff2-en?crawler=true)