

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი

ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი

ეკონომიკის სამაგისტრო პროგრამა

მაკროეკონომიკის მიმართულება



მირიან თედიაშვილი

ეკონომიკის მაგისტრის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად წარმოდგენილი

ნაშრომი თემაზე:

სახელმწიფო ვალის რეგულირების მაკროეკონომიკური ასპექტები

მეცნიერ ხელმძღვანელი:

პროფესორი ნოდარ ხადური

ანოტაცია

საქართველოში სახელმწიფო ვალის კვლევა სიახლეს წარმოადგენს, ვინაიდან საქართველოს 90-იან წლებამდე დამოუკიდებელი სახელმწიფო ვალი არ გააჩნდა, ხოლო საბჭოთა კავშირის ვალების შესახებ ინფორმაცია მკაცრად გასაიდუმლოებული იყო. საკითხის კვლევის სიახლესთან ერთად, თემის აქტუალობას საქართველოს სახელმწიფოს მიერ სწორედ მოზიდულ რესურსებზე დამოკიდებულება განაპირობებს.

კვლევის მიზანს წარმოადგენს სახელმწიფო ვალის რეგულირების მაკროეკონომიკური ასპექტების დადგენა, ასევე ამოცანად ვისახავ ნაშრომში გამოკვლეული სახელმწიფო ვალის რეგულირების დადებითი გარემოებების გათვალისწინებას და უარყოფითი ფაქტორების აღმოფხვრის შესაძლებლობას სახელმწიფოს შესაბამისი უწყებების მხრიდან.

ნაშრომის კვლევის საგანს წარმოადგენს სახელმწიფო ვალის გავლენის კვლევა ქვეყნების ეკონომიკაზე, შესაბამისად კვლევის ობიექტი იქნება სახელმწიფო ვალის მაჩვენებლები ქვეყნების მიხედვით.

რაც შეეხება ნაშრომის შედეგებსა და სიახლეებს, ნაშრომის ძირითადი მიზნის შესაბამისად ვნახავთ, რომ საქართველოს სახელმწიფო ვალის რეგულირების კუთხით გააჩნია რიგი უპირატესობები, რომლებსაც ჩვენი სახელმწიფო წლების განმავლობაში იძენდა, თუმცა არსებობს მის აღრიცვასთან დაკავშირებული პრობლემაც, კერძოდ, ნაშრომიდან ირკვევა, რომ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახელმწიფო ვალის აღრიცხვის მეთოდოლოგია არ შეესაბამება საერთაშორისო სტანდარტებს, შესაბამისად ნაშრომის რეკომენდაციაა აღნიშნული მეთოდოლოგიის დახვეწა.

კვლევის შედეგის სიახლედ შეგვიძლია ჩავთვალოთ ნაშრომში აღწერილი რეგრესიული ანალიზი, რომელიც სხვადასხვა ქვეყნის შემთხვევაში განსხვავებულ ზემოქმედებას გვამცნობს ეკონომიკურ ზრდასა და სახელმწიფო ვალის აღებას შორის კავშირზე.

ნაშრომში ასევე შევხვდებით მრავალი ეკონომისტის მიერ აღმოჩენილ სიახლეებს სახელმწიფო ვალის მაკროეკონომიკური ზემოქმედების შესახებ.

Annotation (Topic Title: Macroeconomic Aspects of Government Debt Regulation; Author: Mirian Tediashvili.)

The study of the government debt in Georgia is a novelty, because Georgia had no independent government debt before 90's and the information about debts in Soviet Union was strictly classified. The relevance of the theme is due to, as it's novelty, also Georgia is being developed with foreign resources.

The goal of the research is determination of macroeconomic aspects of the government debt regulation and addressing the positive effects of regulating the government debt examined in the work and the possibility of elimination of negative factors to the relevant state agencies.

The subject of research is the study of the government debt impact on the economies of the countries and the object of the research will be the state debt ratings according to the countries.

As for the work, results and news underlying purpose we will see is that the government debt regulation has numbers of advantages, which our country has been acquired, but there is the accounting-related problems, the work shows that the Ministry of Finances of Georgia accounting methodology wasn't consistent with international standarts, in accordance with the recommendations of the work methodology.

As a news of the research results, we can review regressive analysis described in the papaper, which describes different impacts on different countries in terms of connection between economic growth and government debt.

In the paper we will also meet the findings of many economists about macroeconomic impacts of the government debt.

სარჩევი

შესავალი	5
1. თეორიები სახელმწიფო ვალისა და მისი მართვის შესახებ	6
1.1. სახელმწიფო ვალის არსი	6
1.2. სახელმწიფო ვალის მახასიათებლები	8
1.3. სახელმწიფო ვალის ეკონომიკური შეფასება	15
1.4. სახელმწიფო ვალის გავლენა ეკონომიკაზე.....	19
2. სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია, კვლევის მეთოდოლოგია და მისი მდგრადობის ანალიზი (საქართველოს მაგალითზე)	33
2.1. სახელმწიფო ვალის კვლევის მეთოდოლოგია და საქართველოს სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია.....	33
2.2. საქართველოს სახელმწიფო ვალის მდგრადობის ანალიზი	56
2.3 სახელმწიფო ვალის ადიცხვის მეთოდოლოგია.....	58
3. საქართველოს სახელმწიფო ვალის მდგომარეობის ძირეული ანალიზი	66
3.1. საქართველოს სახელმწიფო ვალი დღეს	66
3.2. დონორთა საერთაშორისო კონფერენცია	75
3.3. პოსტსაბჭოთა ქვეყნები და რეგრესიული ანალიზი.....	77
3.4. სახელმწიფო ვალის მომსახურება.....	82
დასკვნები და რეკომენდაციები.....	86
გამოყენებული ლიტერატურა და წყაროები	91
დანართები.....	93

შესავალი

სახელმწიფო ვალის მართვის და ეფექტიანად გამოყენების პრობლემის კვლევა საქართველოში ახალი საქმეა. 1990-იან წლებამდე საქართველოს დამოუკიდებელი სახელმწიფო ვალი არ გააჩნდა. საბჭოთა კავშირის შემაღენლობაში შესული საქართველოს რესპუბლიკის სახელმწიფო ვალის, განსაკუთრებით საგარეო აქტივებისა და ვალდებულებების შესახებ ინფორმაცია კი გასაიდუმლოებული იყო. შესაბამისად სახელმწიფო ვალი არ მიეკუთვნებოდა ოფიციალური სტატისტიკის აღრიცხვის ობიექტს. არ არსებობდა მთლიანად საბჭოთა კავშირის ვალის მართვისა და ეფექტიანად გამოყენების საკითხთან დაკავშირებული კვლევები.¹

საქართველოში სახელმწიფო, როგორც საგარეო ასევე შიდა ვალების შესახებ კვლევებს დამოუკიდებლობის მოპოვების შემდეგ აწარმოებს.

საერთაშორისო ეკონომიკური ურთიერთობების თვალსაზრისით საქართველოს გააჩნია მცირე ღია ეკონომიკა. ჩვენი ქვეყანა აქტიურად თანამშრომლობს საერთაშორისო ორგანიზაციებთან (სსფ, EBRD, მსოფლიო ბანკი და ა.შ.). ქვეყნის საკუთარი რესურსების სიმცირემ გამოიწვია საქართველოს სახელმწიფოს მხრიდან რესურსების მოზიდვის სურვილი, მათ შორის საგარეო ვალების აღების საკითხი. სწორედ საკითხის აქტუალობამ განაპირობა ჩემი დაინტერესება საქართველოს სახელმწიფო ვალის კვლევისადმი. მე ,შევეცდები, ქვემოთ მოვიყვანო მონაცემები საქართველოს საგარეო ვალის შესახებ, ავხსნა დადებითი მხარეები და პრობლემები, ასევე ვეცდები რეკომენდაციების შემუშავებას, მანამდე კი ავხსნათ სახელმწიფო ვალის მნიშვნელობა და მისი რეგულირების მაროეკონომიკური ასპექტები.

¹ ნოდარ ხადური - საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი, თბილისი 2011.

1. თეორიები სახელმწიფო ვალისა და მისი მართვის შესახებ

1.1. სახელმწიფო ვალის არსი

სახელმწიფო ვალი წარმოადგენს დროის მოცემული მომენტისთვის სახელმწიფო სექტორის (საქართველოს შემთხვევაში ფინანსთა სამინისტრო და ეროვნული ბანკი) მიერ აღებულ და დაუფარავ სავალო ვალდებულებათა ჯამს.¹ სახელმწიფო სექტორის მიერ აღებული სესხები, თავისი დარიცხული პროცენტებით, რომელიც დროის მოცემული მომენტისთვის არ არის გადახდილი, წარმოადგენს სახელმწიფო ვალს.

სახელმწიფო ვალი შესაძლოა იყოს შიდა (როდესაც კრედიტორები ამ ქვეყნის რეზიდენტები არიან) და საგარეო (როდესაც კრედიტორების როლში უცხო ქვეყნის რეზიდენტები გვევლინებიან). სახელმწიფო ვალის კიდევ ერთი ზოგადი კლასიფიკაცია წარმოადგენს მის განსხვავებას გადახდის ვადიანობის მიხედვით: მოკლევადიანი-სესხი, რომლის დაფარვის ვადა განსაზღვრულია 1 წელზე ნაკლები ვადით; საშუალოვადიანი- როგორც წესი 1დან 10 წალმდე დაფარვის ვადის მქონე სესხები; და გრძელვადიანი- 10 და მეტი წლის დაფარვის ვადის მქონე სესხები.

კიდევ უფრო ფართო განმარტებით, სახელმწიფო ვალი შესაძლოა მოიცავდეს სახელმწიფოს მიერ მომავალში გადასახდელ საპენსიო ვალდებულებებსაც და ასევე სხვა სახის ვალდებულებებს (საქონელსა და მომსახურებაზე), რომლებიც ხელშეკრულებითაა განსაზღვრული მომავალი პერიოდისთვის და ჯერ არაა გადახდილი.

სახელმწიფო ვალის აღების მიზნით უშვებს ფასიან ქაღალდებს, ობლიგაციებს და სხვა სავალო ფასიან ქაღალდებს. უფრო ნაკლებად გადახდისუნარიანი ნდობით აღწურვილი ქვეყნები ვალს სესხულობენ საერთაშორისო ორგანიზაციებიდან (მაგალითად მსოფლიო ბანკიდან) ან საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტებისგან.

მონეტარულად სრულიად დამოუკიდებელი ქვეყნებისთვის (მაგალითად აშშ, დიდი ბრიტანეთი, და სხვა დიდი ქვეყნები, განსხვავებით ევრო ზონის ქვეყნებისგან) სახელმწიფო ვალი, სხვა არაფერია თუარა, ეროვნულ ვალუტაში გამოხატული ცენტრალურ ბანკში არსებული საშემნახველო ანაბრები. ამ გადმოსახედიდან, ამ ვალს

¹ <http://lexicon.ft.com/Term?term=government-debt>

გააჩნია სრულიად განსხვავებული მნიშვნელობა იმისგან, რასაც შინამეურნეობები სესხულობენ და რომლებიც შემოსაზღვრულია შემოსავლიანობის დონით. მონეტარული პოლიტიკით დამოუკიდებელი სახელმწიფოები საკუთარ ხარჯებს აფინანსებენ ვალუტის ემისიით და არ საჭიროებენ შემოსავლიანობის დონის დადგენას. ასეთ ქვეყნებში სახელმწიფო ვალი პრაქტიკულად წარმოადგენს ყველა იმ სახელმწიფო ხარჯს რომელიც ჯერ არ დაბრუნებულა გადასახადების სახით. ვალუტის ემისიის შესაძლებლობა ამ ქვეყნებისთვის ნიშნავს, რომ მათ ყოველთვის შეუძლიათ საპროცენტო შემოსავლის გადახდა ზემოთქმულ საშემნახველო ანაზრებზე. სწორედ ამის გამო ობლიგაციები და ზოგადად ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც უზრუნველყოფილია ოქროთი ითვლება ყველაზე უსაფრთხო ინვესტიციად.

ცენტრალურ ხელისუფლებას შეუძლია თავისი ხარჯების დაფინანსება „ფიატური“ ფულის ბეჭდვით, რაც წარმოადგენს ფულს შინაგანი ღირებულების გარეშე და აღიარებულია ფულად ხელისუფლების მიერ. ასეთ შემთხვევაში ხელისუფლება უშვებს ფასიან ქაღალდებს არა ახალი ღირებულების შესაქმნელად, არამედ უბრალოდ თავისი ხარჯების იმ ნაწილის დასაფინანსებლად, რომელიც ვერ იქნა მიღებული გადასახადების სახით. ეს გარემოება ასევე ამცირებს საბანკო რეზერვების ნაწილს და წარმოქმნის დანაზოგების სიმცირეს ბაზარზე.

¹ძველ ხანაში ევროპელი მონარები ხშირად აცხადებდნენ დეფოლტს ან უბრალოდ უარს ამბობდნენ გადაეხადათ საკუთარი ქვეყნის კრედიტები. ეს გარემოება დამფინანსებლებს (კრედიტორებს) ხშირად უარს ათქმევინებდა მსგავსი მონარქებისა და იმ ქვეყნების დაფინანსებაზე, რომლებიც საომარ მოქმედებებში იყვნენ ჩართულნი.

პირველი ცენტრალური ბანკის შექმნა ინგლისში, სახელმწიფოს მთავარი დამფინანსებლის, უკავშირდება უილიამ III-ს სახელს, რომელმაც ცენტრალური ბანკი გამოიყენა თავისი საომარი ხარჯების დასაფინანსებლად საფრანგეთის წინააღმდეგ. მან სახელმწიფო ვალის აღების საკითხი დააყენა ქალაქის მევააჭრეებისა და „მერჩენდაიზერების“ სინდიკატთან. ეს სინდიკატი საბოლოოდ გადაიქცა ინგლისის

¹ https://en.wikipedia.org/wiki/Government_debt

ცენტრალურ ბანკად რომელიც ძირითადად მოწოდებული იყო დაეფინანსებინა ჰერცოგ მარლბორის და სხვა გვიანდელი საიმპერატორო ომები.

ცენტრალური ბანკის შექმნის საკითხი შემუშავებული იქნა ჩარლზ მონტაგუს (პირველი ჰალიფაქსელი გრაფის) მიერ, 1694 წელს, იმ გეგმის მიხედვით, რომელიც დამუშავებული იქნა უილიამ პატერსონის მიერ სამი წლით ადრე და არ იქნა მიღებული იმ პერიოდისათვის. მან შესთავაზა 1.2 მილიონი ფუნტი სტერლიგის ოდენობის კრედიტი მთავრობას. თავის მხრივ, უფლებამოსილი პირები, გუბერნატორების სახით, ჩართულნი იქნებოდნენ ბანკის საქმიანობაში, მათ შორის ბანკნოტების ბეჭდვის საკითხშიც. 27 ივლისს შეიკრიბა სამეფო ქარტია და მიღებული იქნა აქტი ცენტრალური ბანკის შესახებ. ([Tonnage Act 1694](#)).

ცენტრალური ბანკის დაარსებამ მოახდინა უდიდესი რევოლუცია სახელმწიფო ფინანსებში და ბოლო მოუღო ქვეყნების მხრიდან დეფოლტების გამოცხადების პრაქტიკას, ამ რევოლუციამ ბოლო მოუღო გადაუხდელობის გამო დასჯადობას რაც 1972 წელს კარლ მეორის დროს საკუთარი გადასახადების გადახდაზე უარს თქმას მოჰყვებოდა. ამ მომენტიდან ბრიტანეთს აღარასდროს აღარ უთქვამს საკუთარ კრედიტებზე უარი. შემდეგი ასწლეულის მანძილზე სხვა ევროპულმა ქვეყნებმაც, და მოგვიანებით მთელმა მსოფლიომ, მიმართა სახელმწიფოს ვალის მართვისა და დაფინანსების ანალოგიურ მეთოდებს.

1815 წელს, ნაპოლეონის ომების დროს, ბრიტანეთის სახელმწიფო ვალმა მიაღწია პიკს GDP-ის 200% ის ოდენობით.

1.2. სახელმწიფო ვალის მახასიათებლები

სახელმწიფო ობლიგაცია არის მთავრობის მიერ გამოშვებული ობლიგაცია. ასეთი ობლიგაციები, როგორც წესი, გამოიცემა სახელმწიფოს ეროვნულ ვალუტაში. სუვერენული ობლიგაციები კი შესაძლოა გამოცემული იქნას სხვა ქვეყნის ვალუტაში (2000 წელს ჩატარებულმა კვლევებმა აჩვენა, რომ მსოფლიო მასშტაბით გამოშვებული ობლიგაციების 70 % აშშ დოლარში გახლდათ). სახელმწიფო ობლიგაციები ასევე

¹ <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70557/1/730869520.pdf>

განიხილება, როგორც ურისკო ობლიგაციები, რადგან მთავრობას ნებისმიერ დროს ვალუტის ბეჭდვის საშუალებით შეუძლია ამ ობლიგაციების მომსახურება. მართალია ზოგიერთ სახელმწიფოს აკრძალული აქვს პირდაპირ ფულის ბეჭდვა და ეს ფუნქცია დელეგირებულია დამოუკიდებელ ცენტრალურ ბანკებზე, თუმცა ცენტრალურ ბანკს აქვს უფლება შეიძინოს სახელმწიფოს ობლიგაციები. ამ მოვლენას მოიხსენიებენ, როგორც სახელმწიფო ვალის მონეტიზაცია.

სახელმწიფო ვალი, ისევე როგორც სხვა სახის ვალი, შესაძლოა აღებული იქნეს როგორც ეროვნულ ასევე სხვა სახის ვალუტაში. ადგილობრივი ინვესტორები, რომლებიც ინვესტიციებს ახორციელებენ უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ობლიგაციებში, დგანან სავალუტო რისკის წინაშე (რადგან ყოველთვის მოსალოდნელია უცხოური ვალუტის გაუფასურება). უცხოურ ვალუტაში გამოხატულ სავალო ვალდებულებებს ასევე გააჩნიათ იმის რისკი, რომ ყოველთვისაა შესაძლებელი ვერ მოხერხდეს ამ ვალუტის მიღება მისი ემიტენტი ქვეყნისგან, ვალის მომსახურებისათვის. მაგალითად 2010 წელს საბერძნეთის კრიზისის დროს, ბერძნული ვალი გამოხატული იყო ევროებში და ვინაიდან ევროს ემიტენტი არ გახლდათ საბერძნეთი ამიტომ მას უარის თქმა მოუწია სხვა სახის სახელმწიფო ხარჯების გაწევაზე (მაგალითად საპენსიო თანხები). ამ დროს გაჩნდა ინიციატივა, რომ საბერძნეთი დაბრუნებოდა საკუთარ ვალუტას, „დრაკმას“. იდეა იმის შესახებ, რომ სამომავლოდ სახელმწიფო ვალები გამოცემული იქნას მხოლოდ ეროვნულ ვალუტაში ეფუძნებოდა იმ აზრს, რომ უცხოურ ვალუტაში დარჩენილი სავალო ფასიანი ქაღალდების ღირებულება გაიზრდებოდა.

აღსანიშნავია, რომ არსებობს მესამე ტიპის ობლიგაციებიც, რომლებსაც ეწოდება მუნიციპალური ობლიგაციები და მისი ემიტენტი გახლავთ ადგილობრივი თვითმართველი ერთეულები, ანუ მუნიციპალიტეტები.

სუვერენული სახელმწიფო ვალის პრობლემის საკითხი, მეორე მსოფლიო ომიდან მოყოლებული, აქტიურობას არასდროს კარგავს. საკითხი მძაფრდებოდა 1980-იან წლებში სავალო კრიზისის დროს, ასევე 1998 წლის რუსეთის ფინანსური კრიზისისა და 2001 წლის არგენტინის დეფოლტის გამოცხადების დროს.

¹ქვემოთ, ცხრილში მოყვანილია ქვეყნების პირველი ათეული ყველაზე დიდი სახელმწიფო ვალის GDP-სთან თანაფარდობის პროცენტული მაჩვენებელი, ასევე ახლანდელი (2017 წლის დეკემბერი), ისტორიული მინიმუმი და მაქსიმუმი, მაჩვენებლები:

ცხრილი 1.1.

Country	Last	Previous	Highest	Lowest		
<u>Japan</u>	253.00	Dec/17	250	253	50.6	% Yearly
<u>Greece</u>	178.60	Dec/17	181	181	22.6	% Yearly
<u>Lebanon</u>	148.00	Dec/16	142	183	131	% Yearly
<u>Italy</u>	131.80	Dec/17	132	132	90.5	% Yearly
<u>Portugal</u>	125.70	Dec/17	130	131	50.3	% Yearly
<u>Cape Verde</u>	125.30	Dec/17	130	130	57.17	% Yearly
<u>Congo</u>	117.70	Dec/17	115	204	22.2	% Yearly
<u>Singapore</u>	110.60	Dec/17	112	112	67.4	% Yearly
<u>Bhutan</u>	108.64	Dec/17	119	119	36.9	% Yearly
<u>United States</u>	105.40	Dec/17	106	119	31.7	% Yearly

აქვე აღსანიშნავია საქართველოს მაჩვენებელიც:

<u>Georgia</u>	43.90	Dec/16	41.4	43.9	21.55	% Yearly
----------------	-------	--------	------	------	-------	----------

წყარო: <https://tradingeconomics.com/country-list/government-debt-to-gdp>

სახელმწიფო ვალის ციფრობრივ ანალიზს ნაშრომის შემდგომ ნაწილში შემოგთავაზებთ, მანამდე კი შეგვიძლია ზედაპირული შუალედური დასკვნების

¹ <https://tradingeconomics.com/country-list/government-debt-to-gdp>

გაკეთება: როგორც ჩანს, განვითარებულმა ქვეყნებმა, იაპონიის თამალობით, საკმაოდ დიდი სახელმწიფო ვალი დააგროვეს, აქედან ჩნდება კითხვები: შესაძლებელია რომ ეს ქვეყნები სწორედ ვალების აღების საშუალებით ახდენდნენ განვითარების უზრუნველყოფას? დადგებიან თუ არა ისინი ვალის გადახდის შეუძლებლობის პრობლემის წინაშე?

მრავალი ეკონომისტი უკვე საშიშად მიიჩნევს ზემოთმოყვანილი ქვეყნების სახელმწიფო ვალის მართვის პრობლემას. თუმცა ფაქტი ერთია, ეს ქვეყნები განვითარების უმაღლეს საფეხურზე იმყოფებიან და განაგრძობენ წინსვლას.

საქართველოს სახელმწიფო ვალის მაჩვენებელი არაა საგანგაშო. ის სტაბილურობისა და ზრდის პაქტის სტანდარტებში ექცევა, თუმცა სწორედ იმისთვის რომ საქართველომ განაგრძოს სტაბილური სახელმწიფო ვალის პირობებში წინსვლა, რაც ჩვენს ქვეყანას ნამდვილად სჭირდება, ამიტომ აუცილებელია მისი სწორი მართვა.

საქართველოს სახელმწიფო ვალის მართვის საკითხს ნაშრომის ბოლო ნაწილში დეტალურად შევხებით, მანამდე კი განვაგრძოთ ზოგადად სახელმწიფო ვალის თეორიული საკითხის კვლევა.

¹სახელმწიფოები ხშირად იღებენ ვალებს იმ ვალუტაში, რომლის სავალო ფასიან ქალაქებზე მოთხოვნა დიდია. ობლიგაციების ისეთ ვალუტებში გამოშვების დადებითი მხარე, როგორცაა აშშ დოლარი, გირვანქა სტერლინგი და ევრო, მდგომარეობს იმაში, რომ ინვესტორები სწორედ ასეთი ობლიგაციების შექმნისკენ იღწვიან. ისეთი ქვეყნები, როგორებიცაა აშშ, გერმანია, საფრანგეთი, იტალია, ობლიგაციებს უშვებენ მხოლოდ ეროვნულ ვალუტაში ან ევროში (ეროკავშირის ქვეყნების შემთხვევაში).

ინვესტორების ძალიან მცირე ნაწილი გამოთქვამს სურვილს ისეთ ვალუტაში გამოცემული ობლიგაციების ინვესტირების სურვილს, რომელსაც არ გააჩნია სტაბილურობის დიდი ხნის ისტორია. უცხო ქვეყნის ვალუტაში გამოცემული ობლიგაციების უარყოითი მხარეა ის, რომ ყოველთვის არსებობს ამ ვალუტის მიუღებლობის რისკი, რომელიც აუცილებელია ობლიგაციის განაღდების ან

¹ https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0512i.pdf

პროცენტების გადასახდელად. სწორედ ეს პრობლემა წარმოიშვა 1997-98 წლებში აზიის ფინანსური კრიზისის დროს, როდესაც ბევრმა ქვეყანამ ვერ შეძლო საკუთარი ვალუტის გაცვლითი კურსის სიმყარის შენარჩუნება სპეკულაციური ქმედებების გამო.

¹იმის მიუხედავად, რომ მთავრობებს ყოველთვის შეუძლიათ დეფოლტის გამოცხადება, ეროვნულ ვალუტაში გამოცემული სახელმწიფო ობლიგაციები ითვლება ურისკოდ და მას სხვანაირად „ობლიგაციებს ურისკო საპროცენტო განაკვეთითაც“ მოიხსენიებენ. ეს საიმედოობა დაკავშირებულია სახელმწიფო ბერკეტთან, რომელიც გადასახადების გაზრდას, სახელმწიფო ხარჯების შემცირებას ან უბრალოდ ფულის ბეჭდვის საშუალებას უკავშირდება (ასეთი მეთოდებით მიღებული შემოსავლებით ყოველთვისაა შესაძლებელი ობლიგაციების პროცენტისა და თვითონ ძირის გადახდაც). თუმცა აღსანიშნავია, რომ ეს გარემოება ქმნის ინფლაციის ამალგების საფრთხეს, რასაც საბოლოო ჯამში იმ საინვესტიციო კაპიტალის ღირებულებას ამცირებს რომელიც გაცემული იქნა სესხად. ასეთი ფაქტის წინაშე კაცობრიობა არაერთხელ დამდგარა, ტიპური ამის მაგალითია 1920-იანი წლების გერმანიის ჰიპერინფლაცია, როდესაც გერმანიის მთავრობა ბეჭდავდა ფულს საკუთარი ხარჯების დასაფინანსებლად რომლებიც საჭირო იყო I მსოფლიო ომში მონაწილეების დასაფინანსებლად.

პრაქტიკა გვამცნობს, რომ საბაზრო საპროცენტო განაკვეთები ქვეყნების ვალების მიხედვით განსხვავებულია. ძალიან კარგი მაგალითია ევროკავსირის ქვეყნების ვალების საპროცენტო განაკვეთების განსხვავებულობა. იმის მიუხედავად, რომ ამ ქვეყნების მიერ აღებული ვალების ვალუტა ერთი და იგივეა, საბაზრო საპროცენტო განაკვეთი ზოგიერთი ქვეყნისთვის მნიშვნელოვნად მაღალია ვიდრე სხვა ქვეყნისთვის. ეს გარემოება გამოსახავს ბაზრის შეხედულებებს იმასთან დაკავშირებით, რომ სხვადასხვა ქვეყანას სხვადასხვა გადახდისუნარიანობა გააჩნია და სარგებლობს განსხვავებული ნდობით ვალის მომსახურების კუთხით. გარდა ამისა, ისტორიულად არსებობს ფაქტები, რომ სახელმწიფოები აცხადებდნენ დეფოლტს იმ შემთხვევაშიც კი თუ მათ შეეძლოთ ვალების გასტუმრება უბრალოდ ფულის ბეჭდვის გზითაც კი. ეს დაგავშირებულია სწორედ იმ გარემოებასთან, რომ ფულის ბეჭდვა

¹ https://bus.wisc.edu/-/media/bus/knowledge-expertise/academic-departments/finance/yang_liu_government_debt_and_risk_premia_20170120.pdf?la=en

შესაძლოა უფრო საზიანო აღმოჩნდეს ვიდრე ის პრობლემები, რომლებიც დაკავშირებულია დეფოლტთან.

პოლიტიკურად დამოუკიდებელი სახელმწიფოს უდიდესი „ნაკლია“ მისი სუვერენულობა ვალის გადაუხდელობის და დეფოლტის საკითხში. ამის მაგალითია მე-16 - მე-17 საუკუნეების ესპანეთი, რომელმაც ასწლეულის მანძილზე 7-ჯერ გამოაცხადა ანულირებულად საკუთარი ვალები და ასევე 1917 წლის რუსეთის მაგალითი, რომელმაც უარი თქვა გადაეხადა საშინაო ვალები, რომელიც აღებული იქნა რუსეთის იმპერიის ხელისუფლების მიერ. სხვა პოლიტიკური რისკი შესაძლოა გამოწვეული იქნას საშინაო საფრთხეებიდან. ხელისუფლების ცვლილების შემდეგ იქმნება ვალების გადაუხდელობის რისკი. ასეთი მაგალითია აშშ სადაც სამოქალაქო ომების შემდეგ გადაუხდელი დარჩა მანამდე აღებული ვალები. მეორე მხრივ, თანამედროვე ეპოქაში დიქტატურის ცვლილება დემოკრატიულ წყობილებაზე არ ათავისუფლებს ახალ მთავრობებს ყოფილი ხელისუფლების დროს აღებული ვალებისაგან. დღევანდელი განვითარებული საკრედიტო ბაზრები არ ასესხებენ თანხებს იმ ქვეყნების მთავრობებს, რომლებიც უარყოფენ წინამორბედ ვალებს, ან უკეთეს შემთხვევაში კრედიტორები მოითხოვენ ბევრად მაღალ პროცენტს ასეთი ქვეყნების მთავრობებისგან.

აშშ-ს სახაზინო ობლიგაციები შეერთებულ შტატებში მიჩნეულია ურისკო დაბანდებად, მაგრამ ეს არ ითვალისწინებს უცხო ქვეყნის კრედიტორების რისკის არსებობას, რომელიც დაკავშირებულია საკუთარი ვალუტის ღირებულების შეცვლასთან. გარდა ამისა, რისკისგან გათავისუფლებული ობლიგაციების სტატუსი ფარულად გულისხმობს აშშ-ს ხელისუფლების სტაბილურობასა და მის მუდმივ მზადყოფნას ვალების გადახდისთვის, ნებისმიერი სახის ფინანსური კრიზისის დროსაც კი.

¹ხელისუფლების სესხით უზრუნველყოფა არა ეროვნულ ვალუტაში არ უზრუნველყოფს გადახდისუნარიანობის ურისკობას, თუმცა აღნიშნული რისკის შესამცირებლად გამოდგება ვალუტის კურსის სტაბილურობის გარანტია იმ ქვეყნის ვალუტასთან მიმართებაში რომელი ქვეყნის რეზიდენტებიც არიან კრედიტორები.

¹ https://bus.wisc.edu/-/media/bus/knowledge-expertise/academic-departments/finance/yang_liu_government_debt_and_risk_premia_20170120.pdf?la=en

მეორეს მხრივ, უცხოურ ვალუტაში გამოხატული ვალი შეუძლებელია ლიკვიდირებული იქნას ჰიპერინფლაციის გზით, და სწორედ ეს მოვლენა ანიჭებს ასეთ სესხებს მეტ საიმედოობას. როგორც წესი, არასტაბილური ეკონომიკის მქონე ქვეყნების სახელმწიფო ვალები გამოხატულია უცხოურ ვალუტაში. ასევე აღსანიშნავია, რომ ევროკავშირში ევრო ითვლება ეროვნულ ვალუტად, თუმცა არცერთ ქვეყანას არ აქვს შესაძლებლობა დაბეჭდოს ევრო და ასე გაისტუმროს სახელმწიფო ვალი.

სახელმწიფო ან მუნიციპალური ორგანოების დაკრედიტება შესაძლოა ისევე რისკიანი აღმოჩნდეს, როგორც კერძო კომპანიის დაფინანსება, თუ სახელმწიფოს არ გააჩნია გადასახადების ამოღების სტაბილური და საკმარისი ძალაუფლება. რისკის შემცირების მიზნით როგორც ცენტრალურ ასევე ადგილობრივ ხელისუფლებას უნდა გააჩნდეს გადასახადების გაზრდის ან ხარჯების შემცირების ბერკეტი. გარდა ამისა, ადგილობრივ თვითმართველ ერთეულებს გარანტორად შესაძლოა ედგნენ ცენტრალური ხელისუფლებები, რაც ამცირებს მათი ვალების რისკიანობას. ზოგიერთ შემთხვევაში როგორც მუნიციპალური ასევე ცენტრალური ხელისუფლების მიერ გამოშვებული ობლიგაციებიდან მიღებული შემოსავლები გათავისუფლებულია გადასახადებისგან, რაც შესაძლოა მნიშვნელოვანი ფაქტორი აღმოჩნდეს მდიდარი ინვესტორებისთვის.

ქვეყნის ვალის კლირინგული ოპერაციების სტანდარტები რეგულირდება „Bank for International Settlements“-ის მიერ, ხოლო დეფოლტის სტანდარტები დარეგულირებულია ურთულესი და კომპლექსური იურიდიული აქტებითა და კანონებით. ფართო მასშტაბით, საერთაშორისო სავალუტო ფონდს აქვს უფლება ჩაერიოს ქვეყნის საქმიანობაში და აღკვეთოს შესაძლო დეფოლტის გამოცხადების შემთხვევა. სსფ-ს ხშირად აკრიტიკებენ თავისი რჩევებისთვის რომლებიც ხშირად მოიცავს სახელმწიფო ხარჯების შეკვეცას ეკონომიკის რეცესიული მდგომარეობის დროს. სხვა შეხედულებებით ვალი, რომელიც სხვადასხვა საერთაშორისო ორგანიზაციებს საშუალებას აძლევს ჩაერიონ ადგილობრივი ხელისუფლების

მოქმედებებში, განიხილება როგორც მადეგრადირებელი კაპიტალი რომელზეც დამოკიდებულია ქვეყნის ეკონომიკა.¹

ეს შეხედულებები არ ეხება კერძო ვალებს, რადგან კერძო ვალების პროცენტებში მაქსიმალურადაა ასახული ყველა საკრედიტო რისკი და თუ კომპანიები ვერ იხდიან ვალებს ისინი უბრალოდ გაკოტრდებიან. ქვეყნის ხელისუფლებას, როგორც წესი, სჭირდება ვალების და დეფოლტის მართვის უფრო კომპლექსური გეგმა, რადგან ხელისუფლებას მარტივად არ შეუძლია უარი თქვას საკუთარ ვალებზე და გამოაცხადოს დეფოლტი (თუმცა აღსანიშნავია, რომ ისეთი შემთხვევებიც იყო ისტორიაში როდესაც ხელისუფლება უბრალოდ „გაქრა“ (სომალის შემთხვევა), ან ისეთი შემთხვევა, როცა ოკუპანტი ქვეყანა უარს ამბობს ოკუპირებული ტერიტორიების ვალების გადახდაზე).

მცირედ იურისდიქციებს, მაგალითად ქალაქებს, როგორც წესი გარანტორად ან მუნიციპალიტეტები ან ცენტრალური ხელისუფლებები უდგებიან. როდესაც ნიუ იორკი უარს ამბობდა საკუთარი ვალების გადახდაზე 1970 წელს, მაშინ საჭირო გახდა შტატის მთავრობის დახმარება. საბოლოო ჯამში მსგავს გარემოებებს მივყავართ მცირედი, ადგილობრივი ვალების გაერთიანებასთან ცენტრალურ, სახელმწიფო ვალებთან, რაც საშუალებას აძლევს ხელისუფლებას მიიღოს სესხი ნაკლებ პროცენტში (კრედიტორებისთვის კი უზრუნველყოფილია გადახდისუნარიანობასთან დაკავშირებული ნაკლები რისკი). ასეთ შემთხვევაში მსხვილ კრედიტორებს საშუალება ეძლევათ შეთანხმებული დაკვირვება განახორციელონ დებიტორებზე, სამომავლო პრობლემების თავიდან აცილების მიზნით.

1.3. სახელმწიფო ვალის ეკონომიკური შეფასება

²თანამედროვე მონეტარულ თეორიაზე დაყრდნობით სახელმწიფო ვალი განიხილება როგორც კერძო სიმდიდრე და მასზე საპროცენტო განაკვეთი, როგორც კერძო შემოსავლები. სახელმწიფო ვალი განიხილება როგორც ადრე დაგროვილი სახელმწიფო

¹ <https://www.investopedia.com/articles/economics/10/sovereign-debt-default.asp>

² https://en.wikipedia.org/wiki/Government_debt

ბიუჯეტის დეფიციტის გამოძახილი, რომელიც მიმართავს ფინანსურ სახსრებს კერძო სექტორში და ,თავის მხრივ, უზრუნველყოფს ერთობლივი მოთხოვნის ზრდას. ამ სკოლის მიმდევრები მიიჩნევენ რომ სახელმწიფო ვალს გააჩნია იმაზე ბევრად ნაკლები პრობლემა, ვიდრე ეს ფართო ფენებისთვისაა მიღებული.

ვოლფგანგ შტუცელმა თავისი Saldenmechanik-ით (ბალანსის თეორია) აჩვენა, რომ სახელმწიფო ვალის დაფარვა გამოიწვევდა კერძო ვალების ზრდას უარყოფითი კეინზის მულტიპლიკატორის გამო, რომელსაც ,საბოლოო ჯამში, მივყავართ დეფლაციის კრიზისამდე.

თანამედროვეობაში დომინირებული ეკონომიკური პოლიტიკის, რომელსაც ხშირად მიაწერენ კეინზიანურ მაკროეკონომიკურ თეორიას, თანახმად სახელმწიფო ვალის დიდი მნიშვნელობით ზრდა, ინფრასტრუქტურული, საინვესტიციო პროექტების დასაფინანსებლად, „ცუდ“ პერიოდში არ განიხილება დიდ პრობლემად, რადგან „კარგი“ პერიოდის დროს აღნიშნული ვალი გადახდილი იქნება გაზრდილი საგადასახადო შემოსავლებით. მაგრამ, ემპირიული მონაცემები გვამცნობს, რომ ვალის ზრდა განვითარებადი ქვეყნებისთვის პროციკლურ ხასიათს ატარებს და რომ ასეთ ქვეყნებს „ცუდ“ პერიოდებში არ აქვთ ხელმისაწვდომობა კაპიტალის ბაზრებზე.

იმდენად რამდენადაც, ამ თეორიამ პოპულარობა შეიძინა 1930-იანი წლებიდან, ბევრმა ქვეყანამ აიღო სახელმწიფო ვალი მასშტაბური ინფრასტრუქტურული პროექტების დასაფინანსებლად, ისეთების როგორცაა მაგისტრალების გაყვანა და დიდი ჰიდროელექტროსადგურების აშენება. ითვლებოდა, რომ ეს აქტივობა გამოიწვევდა დადებით ციკლს და აამაღლებდა ბიზნეს აქტივობას, რადგან გაჩნდებოდნენ მეტი ფულიანი მომუშავეები და გაიზრდებოდა ერთობლივი მოთხოვნა. ზოგიერთი ეკონომისტი ამტკიცებდა, რომ მნიშვნელოვნად გაზრდილმა სამთავრობო ხარჯებმა (რომელიც მიმართული იყო მეორე მსოფლიო ომის დაფინანსებაზე) დაასრულა დიდი დეპრესია. რათქმაუნდა საომარი ხარჯები დაფინანსებული როგორც გადასახადების ზრდით ასევე ვალის აღებით მაინც გაზრდიდა ერთობლივ მოთხოვნას, ასე რომ ეს ფაქტი ისევ კეინზიანური მაკროეკონომიკის სასარგებლოდ მეტყველებს.

კეინზიანური სქემა რჩებოდა დომინანტური ჯ.მ. კეინზის მიერ, 1940 წელს გაერთიანებულ სამეფოში, გამოქვეყნებული ნაშრომის, „როგორ დავაფინანსოთ ომი“, წყალობით. ჯონ კენეტ გელბრეიტის აზრით, რადგან ომი დაფინანსებული და მოგებული იყო, კეინზის და გარი დექსტერ უაიტის (მაშინდელი აშშ-ს ფინანსთა მინისტრის მოადგილე) მოსაზრებები დომინირებდნენ ბერტონ-ვუდსის სისტემის ჩამოყალიბების დროს. ბერტონ-ვუდსის სისტემის პრინციპებით მოქმედებენ ე.წ. ბერტონ-ვუდსის ინსტიტუტები: სსფ, BIS, მსოფლიო ბანკი, რომლებიც ჩამოყალიბდნენ სწორედ 1940-იან წლებში (BIS (Bank for International Settlements) დაარსდა 1930 წელს).

ზემოთ ჩამოთვლილი საერთაშორისო ორგანიზაციები ადგენენ სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკას. საკუთარი როლის მიხედვით, რომელიც გააჩნია ვაჭრობის მსოფლიო ორგანიზაციას (WTO), რომელსაც შეუძლია გავლენა მოახდინოს ვალუტის ფასეულობაზე იმ ნედლეულის ფასების ცვლილებით რომლითაც ვაჭრობს დებიტორი ქვეყანა, შეუძლია გავლენა იქონიოს ასეთი ქვეყნის ვალების გადახდისუნარიანობაზე.

სახელმწიფო ვალის სტრუქტურის გასაგებად და მასთან დაკავშირებული რისკების შესაფასებლად საჭიროა შემდეგი საკითხების გააზრება: 1.საჭიროა შეფასდეს ნებისმიერი ახლადშექმნილი სახელმწიფო აქტივის მოსალოდნელი ღირებულება, მომავალი საგადასახადო შემოსავლების გათვალისწინებით. 2.უნდა გაიმიჯნოს წმინდა საზოგადოებრივი საქონელი და ვიწრო ჯგუფებზე მორგებული საქონელი. მაგალითისთვის, ჰიდროელექტრო სადგურის მხოლოდ კერძო თანხებით დაფინანსება შესაძლოა არარელევანტური იყოს ამ შემთხვევაში სახელმწიფოს მიერ გაღებული წილის ნაწილიც უნდა შეფასდეს მისი ღირებულებისამებრ. 3. აუცილებელია იმის შესწავლა, ხომ არ გამოიყენება სახელმწიფო ვალი მიმდინარე ხარჯების და მაგალითად, სამხედრო ხარჯების დასაფინანსებლად. 4.საჭიროა შეფასდეს მესამე ხარისხოვანი პრობლემებიც რომელმაც შესაძლოა სახელმწიფო მიიყვანოს დეფოლტის რისკამდე. 5.შესწავლილი უნდა იქნეს სახელმწიფო ვალის აღების გზები და მისი გამოყენების სისწორე. მაგალითისთვის, ხომ არ ხდება სახელმწიფო ვალის აღება ,შემოვლითი, კერძო კომპანიების გზით, ან ხომ არ გამოიყენება ეს ვალი კერძო პირების ინტერესებიდან გამომდინარე. 6.გასათვალისწინებელია იმ ახალი შესაძლებლობების ეფექტი

(დანახარჯების ზრდაზე), რომელიც ,შესაძლოა, გამოიწვიოს ახალმა ინფრასტრუქტურულმა პროექტმა.¹

სახელმწიფო ფარული ვალი წარმოადგენს სახელმწიფოს მიერ დადებულ პირობას მომავალი გადასახდელების განხორციელების შესახებ. როგორც წესი, ეს დაპირებები ეხება გრძელვადიან გეგმებს პენსიებისა და სხვა სოც. უზრუნველყოფის საკითხებს. სახელმწიფო ფარულ ვალში, როგორც წესი, არ შედის განათლებისა და დაცვის უზრუნველყოფის დაპირების საკითხები, რადგან როგორც წესი ეს საკითხები მიმდინარე კონტრაქტებითაა უზრუნველყოფილი.

სახელმწიფო ფარული ვალის შეფასების პრობლემები დაკავშირებულია მათი განსაზღვრის სირთულესთან, რადგან მომავალი გადასახდელების ღირებულების შეფასება მრავალ ფაქტორზეა დამოკიდებული. უპირველეს ყოვლისა, სოც. დახმარების ხარჯები არ წარმოადგენენ ობლიგაციებს, რომლებსაც გააჩნიათ განსაზღვრული დაფარვის ვადა, შემოსავლიანობის განაკვეთი და ნომინალური ღირებულება, შესაბამისად რთულია მისი ღირებულების ერთმნიშვნელოვანი შეფასება.

შეერთებულ შტატებში, ისევე როგორც სხვა მრავალ ქვეყანაში, სოციალური დახმარებისთვის ხარჯები არ არის გათვალისწინებული სახელმწიფო ბიუჯეტში. სოციალური დახმარების ხარჯები გადაიხდება სხვადასხვა საპენსიო ფონდებისგან, რომელთა ბიუჯეტი ივსება მომუშავეთა შენატანებიდან. ამ სისტემას ეწოდება PAYGO (ამ სისტემაზე გადასასვლელად საქართველოს ხელისუფლებაც დგამს ნაბიჯებს).

დღევანდელ გამოწვევად შეიძლება ჩაითვალოს „ბეიბი-ბუმერების“ თაობის საპენსიო ასაკში გასვლა, რაც მათ მნიშვნელოვნად მეტობას გულისხმობს მომავალ დასაქმებულებზე. ეს ფაქტი გაზრდის იმ ქვეყნების GDP-ზე (კვლევებით მოსალოდნელია GDP-ს 65% იანი დაწოლაც კი) დაწოლას სადაც საპენსიო სისტემა უზრუნველყოფილია სახელმწიფოს მიერ. მთავრობის ხარჯების ზღვარი გადის იქ, თუ რამდენი შემოსავლები აქვს, რამდენის სესხება შეუძლია და რამდენი ფულის დაბეჭდვა ძალუმს (სახელმწიფო ხარჯები = საგადასახადო შემოსავლებს + სახელმწიფო ვალის

¹ https://en.wikipedia.org/wiki/Government_debt

ცვლილება + საბაზისო ფულადი მასის ცვლილება). სახელმწიფო სოც.უზრუნველყოფის ხარჯები აშშ-ში 2003 წელს შეადგენდა 1.3 ტრილიონ დოლარს.

2010 წელს ევროკომისიამ ევროკავშირის წევრი ქვეყნებისგან მოითხოვა სახელმწიფო ვალის შესახებ ინფორმაციის საერთაშორისო სტანდარტებით გამოქვეყნება. მათ შორის იმ ყოფილი სახელმწიფო ვალებისა, რომლებიც მანამდე დაფარული იყო ეროვნული ვალით. ევროკომისია მათგან მკაცრად ითხოვს სტაბილურობისა და ზრდის პაკტის მინიმალური სტანდარტების დაკმაყოფილებას (სახელმწიფო ვალის ზღვარი განისაზღვრება GDP-ის 60% ით, ხოლო სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტი GDP-ის 3% ით).¹

1.4. სახელმწიფო ვალის გავლენა ეკონომიკაზე

ეკონომიკურ წრეებში არსებობს უამრავი დებატები ეკონომიკის ჯანმრთელობის მომავალი მდგომარეობის შესახებ, რომელიც დაფუძნებულია ვირტუალური ზღვარის გადაკვეთით სახელმწიფო ვალისა და GDP-ს თანაფარდობის მაჩვენებლის. ამ დებატებმა წარმოშვეს ქარმენ რეიჰარტის და კენეტ როგოფის კვლევები. ბოლო პერიოდში რეიჰარდმა და როგოფმა მიიღეს მონაწილეობა უამრავ კვლევაში, რომელიც დაფუძნებული იყო ეკონომიკურ და ფინანსურ კრიზისებზე ათეულობით ქვეყანასა და ასეულობით წლების განმავლობაში. მათი ყველაზე სრულყოფილი ნაშრომია, 2009 წელს გამოშვებული „ეხლა სხვა დროა: ფინანსური სისულელეების 8 საუკუნე“. მათი კიდევ ერთი ნაშრომია: „ზრდა ვალის პირობებში“ (GITD)², რომელიც დაფუძნებულია მათ მიერ მოპოვებულ უამრავ ინფორმაციაზე სახელმწიფო ვალისა და ეკონომიკური ზრდის შესახებ. ამ ნაშრომმა მასისა და პოლიტიკოსების განსაკუთრებული ყურადღება მიიპყრო მას შემდეგ, რაც პროფესორი რეიჰარდი გახდა NCFRR-ის (ფისკალური შესაძლებლობებისა და რეფორმების ეროვნული კომისია) წევრი. „ზრდა ვალის პირობებში“ ნაშრომის თანახმად, დაბალი (გონივრული) სახელმწიფო ვალის

¹ https://en.wikipedia.org/wiki/Government_debt

² Ball, Lawrence, and N. Gregory Mankiw. 1995. "What do Budget Deficits Do?" NBER Working Paper #5263. Cambridge, Mass.

პირობებში, არ არსებობს კავშირი ეკონომიკურ ზრდასა და სახელმწიფო ვალს შორის, თუმცა არსებობს სახელმწიფო ვალის GDP-სთან თანაფარდობის მაღალი დონე (მათი კვლევებით ესაა 90%) როდესაც ვალის ზრდა გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე. იმის გათვალისწინებით, რომ კვლევების თანახმად, ბოლო ათწლეულებში, აშშ-ს სახელმწიფო ვალი მნიშვნელოვნად აჭარბებს ამ 90%-იან ზღვარს, მიმდინარეობს სამუშაოები სახელმწიფო ხარჯებისა და ზოგადად სახელმწიფო ვალის შესამცირებლად, რადგან ამან დამაქვეითებელი გავლენა არ იქონიოს ეკონომიკურ ზრდაზე. თუმცა აღსანიშნავია, რომ „GITD“ განიცდის თეორიული დაემპირიული მონაცემების სიმწირეს (განსაკუთრებით აშშ-ს მაგალითის შემთხვევაში). ეკონომიკური პოლიტიკის შემუშავება „GITD“-ზე დაფუძნებით იქნებოდა არარელევანტური შემდეგი მიზეზების გამო¹:

1. „GITD“-ში განიხილება სახელმწიფო ვალისა და ეკონომიკური ზრდის ყოველწლიური მაჩვენებლები და არა მათი დინამიკა და ურთიერთკავშირი. არ არსებობს მყარი თეორიული არგუმენტი იმისა, რომ წარსულში აღებულმა ვალმა შეიძლება რაიმე ზეგავლენა იქონიოს ახლანდელ ეკონომიკურ ზრდაზე. ამ კუთხით „GITD“ განიცდის აკადემიური კვლევების სიმწირეს ეკონომიკური ზრდისა და სახელმწიფო ვალს შორის კავშირის გამოსავლენად.
2. „GITD“-ში ასახული ემპირიული მონაცემები ნაკლებადაა კავშირში თანამედროვე აშშ-ს ეკონომიკურ მაჩვენებლებთან. შეერთებულ შტატებს მცირე გამოცდილება აქვთ 90 % ზე მაღალი სახელმწიფო ვალის მართვის. ამ ნაშრომის კვლევებში აშშ-ს სახელმწიფო ვალმა 218 წლის მანძილზე მხოლოდ 6-ჯერ გადააჭარბა 90%-იან ზღვარს და ისიც 1940-იან წლებში, მეორე მსოფლიო ომის გაზრდილი ხარჯების დაფინანსების გამო.
3. ზემოთქმულიდან გამომდინარე აშშ-სთვის 1940-იან წლებში აღებულ ვალებს თუ პრობლემად არ მივიჩნევთ და სამხედრო ხარჯების ზრდას მივაწერთ GDP-ის ზრდას, მაშინ მივიღებთ არნახულ ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებლებს (ორჯერ უფრო მეტს ვიდრე ნაკლები ვალების პერიოდში). აღნიშნული გარემოება მეტყველებს, რომ სახელმწიფო ვალის 90%-იან ზღვარს პრაქტიკული მნიშვნელობა აშშ-ს ეკონომიკური ზრდისთვის არ აქვს.

¹ <https://www.epi.org/publication/bp271/>

4. „GITD“-ს ზღვარი დამყარებულია მარტივ კორელაციაზე სახელმწიფო ვალის ზრდასა და GDP-ის ზრდის ტემპის შემცირებას შორის, მაგრამ ფაქტები ვალის ზრდით გამოწვეული ეკონომიკური ზრდის შენელების შესახებ არ არსებობს. ეს გარემოება მნიშვნელოვანია, რდგან, როგორც ნაშრომშია მოცემული ერთიდაიგივე ფაქტორი სხვადასხვა მიმართულებით უნდა მოქმედებდეს ზემოთმოცემულ 2 ცვლადზე. ანუ გარემოება რომელიც ანელებს ეკონომიკურ ზრდას, ასევე ზრდის სახელმწიფო ვალს, და ეს ალტერნატიული გარემოება დასტურდება „GITD“-ში გამოყენებული მონაცემებითაც.
5. და ბოლოს, კვლევა დაყრდნობილია სახელმწიფო ფედერალურ ვალზე, რაც თავის თავში ასევე მოიცავს სახელმწიფო შპს, აი(ი)პ და სსიპ-ებს. ეკონომიკური თეორია, რომელიც ხსნის ვალის აღებას საერთო ეკონომიკური მაჩვენებლებით, ძირითადად მუშაობს საპროცენტო განაკვეთის დახმარებით და ვალი, რომელიც შეგვიძლია დავუკავშიროთ ეკონომიკურ მაჩვენებლებს, წარმოადგენს პოლიტიკოსებისთვის ხელსაყრელ გარემოებას. „GITD“-ში წარმოდგენილ მონაცემებს მეტად შეესაბამება მთლიანი ვალი და შესაბამისად დასკვნებიც სახელმწიფო ვალის ნაცვლად მთლიან ვალს უფრო მიესადაგება. ვალი რომელიც გავლენას ახდენს ეკონომიკურ მაჩვენებლებზე მეტადაა დაკავშირებული სახელმწიფო და არა მთლიან ვალთან, ამიტომ, „GITD“-ს დასკვნები, ეკონომიკური პოლიტიკის ხელმძღვანელობისთვის, როგორც მინიმუმ პრობლემატურია.

შედეგად, ზემოთქმულ ნაშრომში მოცემული 90% იანი ზღვარი არ უნდა იქნეს გამოყენებული აშშ-ს ფისკალური პოლიტიკის დაგეგმვისას. აქედან გამომდინარე, ასევე არ არსებობს აუცილებლობა სახელმწიფო ხარჯების შეკვეცის.

ფისკალური პოლიტიკის საკითხებზე მსჯელობისას დეფიციტი და ვალი ურთიერთშემცვლელ სინონიმებად გამოიყენება. განმარტებისთვის, სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტი წარმოადგენს სახელმწიფო ხარჯების ნამეტს მის შემოსავლებზე 1 წლის ვადაში. სახელმწიფო ვალი კი არის დაუფარავი ფასიანი ქაღალდები, რომელიც მთავრობამ გამოუშვა ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფინანსებლად. იმ პერიოდის განმავლობაში, როცა სახელმწიფო ბიუჯეტის შემოსავლები აჭარბებს ხარჯებს

(პროფიციტი) სახელმწიფო ვალი იკლებს. თეორიაში, რომელიც ძირითადად სახელმწიფო სესხების უარყოფითობაზე ამახვილებს ყურადღებას, ნეგატიური შედეგები გამოწვეულია არა ვალით, არამედ სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტით. ეს თეორია ამტკიცებს, რომ სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდა ავტომატურად გულისხმობს სასესხო კაპიტალის მოზიდვას კერძო სექტორიდან, როგორც ქვეყნის შიგნით, ასევე ქვეყნის გარედანაც. ჯანსაღ ეკონომიკაში, ეს მოვლენა გულისხმობს სახელმწიფოს მხრიდან კერძო ინვესტორებთან კონკურენციაში შესვლას, რაც შედეგად ასტიმულირებს (ზრდის მიმართულებით) საპროცენტო განაკვეთს¹. საპროცენტო განაკვეთის ზრდა, როგორც წესი, იწვევს კერძო სექტორის „ინვესტიციების გამოდევნას“ და შედეგად აღარ იქმნება ახალი საწარმოო სიმძლავრეები. ეს საინვესტიციო ნაკადის შემცირება გულისხმობს, რომ ეკონომიკას გააჩნია ნაკლები კაპიტალის შექმნის შესაძლებლობა, ეს ნაკლები კაპიტალი კი მომავალში უზრუნველყოფს ნაკლებ ეკონომიკურ ზრდას. ყურადღებაა გასამახვილებელი იმ გარემოებაზე, რომ დაგროვილი ვალი არანაირ გავლენას არ ახდენს მომავალ ეკონომიკურ ზრდაზე. მანამ სანამ არ იქნება საჭირო სესხების ახალი ნაკადის აღება, არანაირ გამოდევნის ეფექტს ადგილი არ აქვს. აღნიშნული მოსაზრების დასადასტურებლად შეადარეს 1980იანი და 1990იანი წლების გასაშუალოებული მაჩვენებლები. კავშირი სახელმწიფო ვალსა და GDP-ს შორის ბოლო პერიოდში აშკარად მეტი აღმოჩნდა, მაგრამ ეკონომისტების ნაწილი ამტკიცებდა, რომ ინვესტიციების გამოდევნის ეფექტი ბოლო პერიოდებში აშკარად ნაკლები იყო. ასეთი ეკონომიკური თეორიის დასკვნებია, რომ კავშირი სახელმწიფო ვალსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის არა თვითონ ვალის ზრდით გამოწვეული გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთებია, არამედ სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის გამო მიმდინარე გამოდევნის ეფექტი.

ეკონომისტთა დიდი ნაწილი თანხმდება, რომ GDP-ის ზრდის ტემპზე მოქმედებს სწორედ დეფიციტი და არა ვალი, თუმცა ასევე არსებობენ ეკონომისტებიც, რომლებიც მიიჩნევენ, რომ ვალის ზრდამ შესაძლოა არასტანდარტული მეთოდებით ეკონომიკურ მაჩვენებლებზე იქონიოს გავლენა². მაგალითისთვის, ეკონომისტები ორსზაგი, რუბინი,

¹ Bivens, Josh. 2010. "Budget deficits and interest rates." Briefing Paper #262.

² Crises." International Monetary Fund Working Paper. Washington, D.C.: IMF. Orszag, Peter, Allen Sinai, and Robert Rubin. 2004. &ldqu

სინაი, რუბინი და მენქიუ ყურადღებას ამახვილებენ, რომ ვალის ზრდამ შესაძლოა გამოიწვიოს ინვესტორების შიში ამ ქვეყნის გადაუხდელობის პრობლემასთან დაკავშირებით. კრედიტორების „გაფრენა“ გამოიწვევს საპროცენტო განაკვეთის ზრდას ქვეყანაში, რადგან დარჩენილ ინვესტორებს მეტი რისკი გააჩნიათ სახელმწიფო დეფიციტის დაფინანსებაში. საპროცენტო განაკვეთის ზრდა ფინანსურ ბაზარზე გამოიწვევს არეულობას და შედეგად დააზიანებს ეკონომიკას სწორედ ამ შემოვლითი გზით. აღსანიშნავია, რომ არავინ დაობს ამ გზით გამოწვეული ფინანსური კრიზისის უარყოფით გავლენაზე ეკონომიკურ ზრდაზე, თუმცა ეს კრიზისები ნაკლებად ეხებათ განვითარებულ ეკონომიკებს, მაგალითად აშშ-ს შეუძლია სახელმწიფო ვალი საკუთარ ვალუტაში აიღოს (ვალუტის კურსი კი პოლიტიკური და მონეტარული ინსტრუმენტებით არეგულიროს) და მისდამი ნდობა მარტივად შესალახი არაა. სამეცნიერო ლიტერატურის გაგნობა (მანასი და რუბინი 2005) გვაჩვენებს, რომ ინვესტორებისათვის სავალუტო რისკი დომინირებს ფინანსურ და დეფოლტის რისკთან შედარებით. ამ მხრივ მიღებულია ქვეყნების კლასიფიკაცია უსაფრთხოდან, მათ რომლებსაც არ ემუქრებათ ფინანსური კრიზისი, საფრთხის შემცველამდე, უბრალო კავშირის დადგენა კი სახელმწიფო ვალსა და GDP-ს შორის არაფრის მომცემი მაჩვენებელია. საბოლოო ჯამში, იმის გათვალისწინებით, რომ აშშ-ს სახელმწიფო ობლიგაციები ითვლება ყველაზე უსაფრთხო დაბანდების საშუალებად ფინანსურ ბაზრებზე, საპროცენტო განაკვეთებმა მათზე უნდა მოგვეცეს სრული ინფორმაცია ინვესტორების ნდობასთან დაკავშირებით (რამდენად ელიან ისინი, რომ აშშ-ს მთავრობა ვერ შეძლებს ვალის მომსახურებას). დღესდღეობით, საპროცენტო განაკვეთი აშშ-ს სახელმწიფო ობლიგაციებზე ისტორიულ მინიმუმზე იმყოფება, რაც ინვესტორების მხრიდან დადებითი მოლოდინების ამსახველია. მოკლედ, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ფინანსური კრიზისის საფრთხეს ახლო მომავალში არ უნდა ველოდოთ. (იმის დასამტკიცებლად, რომ ეს დაბალი საპროცენტო განაკვეთები ითვლება ნორმალურ გარემოებად თანამედროვე რეცესიული ეკონომიკებისთვის შეგიძლიათ იხილოთ: ბივენსისა და აირონსის ნაშრომები (2010)).

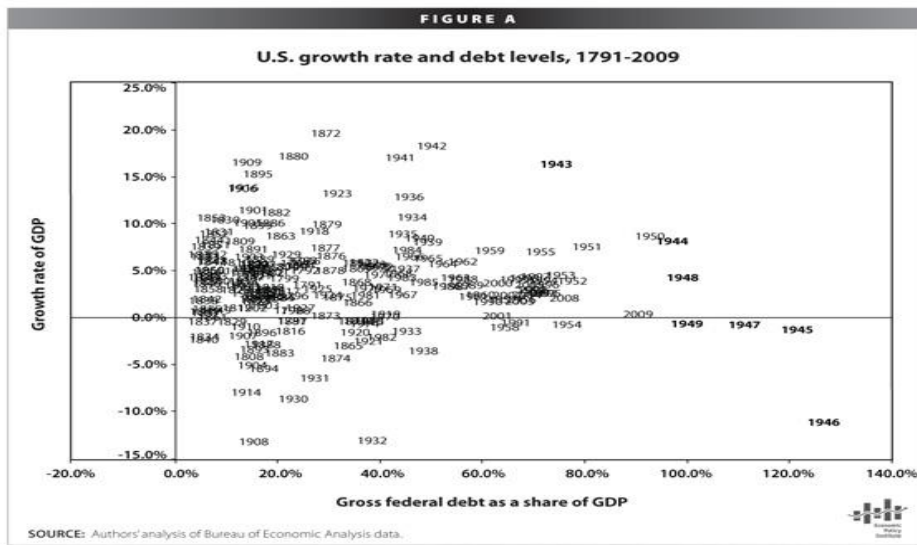
GITD-ს კვლევები წარმოადგენს ათეულობით ქვეყნისა და ასეულობით წლების განმავლობაში სახელმწიფო ვალის ზრდასა და კლებასთან დაკავშირებული ძირეული

კვლევების შემოკლებულ ვერსიას. სახელმწიფო ვალის ზღვარი ამ კვლევებში მიღებულია მარტივი ოთხად დაყოფის პრინციპით¹: 0-30% სახელმწიფო ვალის თანაფარდობა GDP-სთან, 30-60%, 60-90% და ბოლოს ვალი რომელიც აღემატება 90%-ს GDP-სთან მიმართებაში. ამის შემდეგ კვლევა უბრალოდ ანალიზებს საშუალო ზრდის ტემპებს ათეულობით ქვეყანაში ამ ოთხად დაყოფილი ზღვარის მიხედვით. აღსანიშნავია, რომ ზღვარი 90% მიღებულია არა კვლევებზე დაფუძნებით, არამედ მხოლოდ სახელმწიფო ვალის ოთხად დაყოფის პრინციპით. შერჩეული ქვეყნებისთვის, მათ სორის აშშ-სთვის, არ არსებობს განსხვავება ეკონომიკური ზრდის ტემპებს შორის პირველი სამი დაყოფის შემთხვევაში. მაგრამ, ამ ქვეყნებში საშუალო ეკონომიკური ზრდის ტემპი, იმ წლებში, როდესაც ვალი აჭარბებს GDP-ის 90%-ს, მნიშვნელოვნად დაბალია. აქვე აღსანიშნავია, რომ ეს კვლევა სინამდვილეში ნაკლებ ეკონომიკურ მაჩვენებლებს იყენებს და შედეგად მის მიერ მიღებული დასკვნები აპრიორი არაა. როდესაც კავშირი სახელმწიფო ვალის ზრდასა და ეკონომიკური ზრდის ტემპებს შორის არ დგინდება ვალის GDP-სთან თანაფარდობის 0-30-60-90 % ის შემთხვევაში, უცნაურად ჟღერს კავშირის გაჩენა 90%-იანი ზღვრის გადაჭარბებისთანავე. იმის გასაანალიზებლად თუ რას გულისხმობს GITD-ის კვლევები, ქვემოთ მოცემულია ანალიზი, რომელიც ეფუძნება აშშ-ს სახელმწიფო ვალისა და GDP-ის ზრდის ტემპების მაჩვენებლებს, რომელიც აღებულია ერთიდაიგივე წყაროდან და გამოსახულია შემდეგ გრაფიკზე²:

¹ Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2009. "Growth in a Time of Debt."

² <https://secure.epi.org/files/page/-/img/bp271-figurea.jpg>

გრაფიკი 1.1.



წყარო: <https://secure.epi.org/files/page/-/img/bp271-figurea.jpg>

1791-2009 წლის მონაცემების კვლევა გვაჩვენებს, რომ არ არსებობს მკაფიო კავშირი სახელმწიფო ვალის ზრდასა და ეკონომიკური ზრდის ტემპის შენელებას შორის. იმის მიუხედავად, რომ ამ კვლევაშიც არსებობს განსხვავებული ეკონომიკური ზრდის ტემპები მაშინ როდესაც სახელმწიფო ვალის GDP-სთან თანაფარდობის მაჩვენებელი აჭარბებს 90%-ს, ამ კვლევის დასკვნა მაინც განსხვავებულია GITD კვლევის დასკვნისაგან. აღსანიშნავია, რომ ამ მონაცემებიდან სახელმწიფო ვალის დიდი მასშტაბით ზრდა 1940-იან წლებში აშშ-ში დაკავშირებულია მეორე მსოფლიო ომთან. ამ ექვსწლიანი პერიოდის განმავლობაში, გაზრდილი სახელმწიფო ხარჯების გამო GDP შემცირდა თითქმის 35%-ული პუნქტით (1943-1949 წლები). ამ ისტორიულად დიდი მასშტაბით გაზრდილი სახელმწიფო ხარჯების გამო GDP შემცირდა 1945-46-47 წლებში. 1946 წელს GDP-ის შემცირება 10,9%-ით (პირველი ომის შემდგომი პერიოდი) იყო მეორე ყველაზე დიდი შემცირება 1932 წლის შემდეგ, ამ პერიოდში ეკონომიკური ანალიზის ბიურომ (BEA) დაიწყო GDP-ის ზრდის ტემპის გაანგარიშება. მოკლე დასკვნის სახით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ 1943-49 წლებში აშშ-ში GDP-ს ზრდის ტემპების მაჩვენებლები და სახელმწიფო ვალის მაჩვენებლებია ყოველწლიურად ერთმანეთთან მსგავს კავშირს არ გვაძლევდნენ და რომ ამ პერიოდში GDP-ს შემცირება გამოწვეული იყო საერთო ეკონომიკური დემობილიზაციითა და სახელმწიფო ხარჯების გაზრდილი ნაწილის მიმართებით სამხედრო ხარჯების დასაფინანსებლად. თუ მონაცემებიდან გამოვრიცხავთ

1945 და 1946 წლების მაჩვენებლებს, როდესაც GDP-ს შემცირება დაახლოებით 13% ით მოხდა, მაშინ დაგვრჩება საშუალო GDP-ს ზრდის 2,8%-იანი მაჩვენებელი. ხოლო თუ გამოვრიცხავთ სახელმწიფო ხარჯების მნიშვნელოვანი ზრდის მაჩვენებლებს, მაშინ მივიღებთ 5,3%-იან ზრდას (რაც ვალის არარსებობის პერიოდში არსებულ მაჩვენებლებზე მაღალიცაა). აშშ-ს მონაცემების მგრძობიარობა 1945-46 წლების მაჩვენებლების მიმართ, ალბათ შეგვიძლია სხვა ქვეყნების ერთობლიობაზეც გავავრცელოთ. GITD-ს კვლევაში თითქმის ნახევარი განვითარებული ქვეყნებისა (6 ქვეყანა 14 დან) აჩვენებს უფრო მაღალ ზრდის ტემპს სახელმწიფო ვალის ზრდის პერიოდებში. ფაქტია, რომ ამ მაჩვენებლების არსებობა GITD-ს კვლევას, როგორც მინიმუმ პრობლემას უქმნის.

საბოლოო ჯამში, რეინჰარდის და როგოფის მიერ კვლევისთვის შეგროვებულმა უამრავმა მასალამ სახელმწიფო ვალისა და ეკონომიკური ზრდის მონაცემების შესახებ სხვა ავტორებშიც დაბადა უამრავი იდეა. მათი დასკვნა, რომ არსებობს რაღაც ზღვარი, რომლის ზემოთაც სახელმწიფო ვალის ზრდა ანელებს ეკონომიკურ ზრდას, კარგად გამოიყენეს პოლიტიკოსებმა და საინფორმაციო საშუალებებმა დებატების დროს. მაგრამ, როგორც ამ ნაშრომში მოყვანილმა ინფორმაციამ გვამცნო, GITD-ს დასკვნა, რომ თითქოს არსებობს 90%-იანი ზღვარი სახელმწიფო ვალის თანაფარდობისა GDP-სთან, რომლის ზემოთაც ვალის ზრდა შეანელებს ეკონომიკურ ზრდას, არ არსებობს. ფაქტია, რომ აშშ-ს მონაცემები უარყოფს GITD-ს დასკვნებს. იმ დროს, როდესაც ეკონომისტების დიდი ჯგუფი მიუთითებს სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირების აუცილებლობაზე და სახელმწიფო ვალის ზრდის პრობლემის გამწვავებაზე, არ არსებობს არანაირი დადასტურებული კვლევა, რომ სახელმწიფოების ვალები დგანან სწორედ იმ გარდამტეხ ზღვარზე, საიდანაც იწყება პრობლემები. სინამდვილეში ეკონომიკური ზრდის შემანელებელი სწორედ პოლიტიკური უმოქმედობაა, რომელიც გამოწვეულია სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდის შიშით.

დიდი დეპრესიის დროს ამერიკელი ეკონომისტი ირვინგ ფიშერი საშიშროებას ხედავდა ვალის ზრდაში და ასევე დეფლაციურ ზეწოლაში, რომელიც გამოწვეული იყო ვალის ზრდით. თანამედროვე ეპოქაშიც ცნობილია მსგავსი კავშირი ვალის ზრდასა და

დაბალ ინფლაციას (უკიდურეს შემთხვევაში დეფლაციას) შორის, ყოველ შემთხვევაში განვითარებული ეკონომიკის ქვეყნებში მაინც.

აღსანიშნავია, რომ სრული სურათი მთლიან ვალთან დაკავშირებით არ არსებობდა 2016 წლამდე. 2016 წლის ოქტომბრის თვის ჟურნალ „Fiscal Monitor“- ში გამოქვეყნდა სტატია ვალის შესახებ, რომელიც ფარავდა მთელ მსოფლიოს, დახასიათებული სურათი არ იყო სასიამოვნო. მთლიანი მსოფლიო ვალი რეკორდულ მაჩვენებელზეა, 152 ტრილიონი აშშ დოლარის ოდენობით, რაც მსოფლიოს GDP-ს 225%-ს შეადგენს. აქედან თითქმის 100 ტრილიონი, ანუ 2/3 შეადგენს არასაფინანსო ორგანიზაციებისა და შინამეურნეობების ვალს - ანუ კერძო ვალი, ხოლო დანარჩენი ნაწილი შესაბამისად სახელმწიფო ვალია.

როგორც ფიშერი ვარაუდობდა, ვალის ასეთი მასშტაბებით ზრდა წარმოადგენს სერიოზულ დაბრკოლებას ეკონომიკის გაჯანსაღების გზაზე. ეს გარემოება, თავის მხრივ, ამბაფრებს ვალი-დეფლაციის სპირალის ამოქმედების რისკს. მაგრამ, ვინაიდან ვალის მაჩვენებლები განსხვავებულია ქვეყნების მიხედვით, ამიტომ რისკის დონეც განსხვავებულია. ტენდენციებიც განსხვავებული აღმოჩნდა¹:

- პირველი, სასესხო კაპიტალის მიწოდების შემცირებამ განვითარებული ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ვერ შეანელა კერძო ვალის ზრდის ტემპი, მეტიც, გაიზარდა სახელმწიფო ვალი და ის სახსრები, რომელიც ვერ გადაიხადეს კერძო სექტორმა დაეკისრა სახელმწიფოს.
- მეორე მხრივ, საპროცენტო განაკვეთის შემცირებამ გამოიწვია არაფინანსური კორპორაციების მხრიდან ვალის ზრდა. ეს განსაკუთრებით ახლადჩამოყალიბებული ფინანსური ბაზრების მქონე ქვეყნებში მოხდა (მაგალითად ჩინეთში). განვითარებული ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ამ მოვლენამ, თავის მხრივ, გამოიწვია სახელმწიფო ვალის ზრდა.
- მესამეც, დაბალი შემოსავლების მქონე ქვეყნებში სახელმწიფო და კერძო ვალის მაჩვენებლები გაიზარდა, ფინანსური ბაზრების გაფართოების (როგორც ლიკვიდურობის, ასევე მოცულობის მხრივ), ასევე საერთაშორისო

¹ <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2016/100516r.pdf>

ბაზრებზე ხელმისაწვდომობის კვალდაკვალ. ამ ყველაფრის მიუხედავად ასეთ ქვეყნებში ვალის მაჩვენებლები მაინც დაბალ დონეზე რჩებიან. მიკროსაფინანსო და მობილურმა საბანკო საქმიანობის განვითარებამ ასევე ხელი შეუწყო ფინანსურ ინტეგრაციას. არსებული ვალის მაჩვენებლები გამოირჩევიან მდგრადობით, ხოლო ფინანსური სისტემების განვითარება დადებითი მოვლენაა, რომელიც, შესაძლებელია განხილული იქნას ეკონომიკური ზრდის ნაირსახეობად.

კერძო ვალის ზრდის ნეგატიური შედეგი არ არის მხოლოდ მისი სახელმწიფო ვალად გარდაქმნის შიში. კერძო ვალის უკონტროლო ზრდა ფინანსურ კრიზისთანაა მჭიდრო კავშირში. უფრო მეტიც, ფინანსური რეცესია, როგორც წესი, უფრო ღრმა და ხანგრძლივია, ვიდრე ჩვეულებრივი რეცესია. ასეთი რეცესია იწვევს დიდი რაოდენობით გამოშვების შემცირებას და უმუშევრობის მნიშვნელოვნად ზრდას. ყველაფერი ეს საპირისპირო კავშირშია სახელმწიფო ვალსა და ბიუჯეტის დეფიციტთან¹. ბიუჯეტის სისუსტე კიდევ უფრო ამძაფრებს ფინანსურ რეცესიას. ეს განსაკუთრებით ახლადფორმირებული ბაზრების მქონე ქვეყნებში ხდება, სადაც რეცესიის დროს სახელმწიფო ხარჯების მნიშვნელოვანი შემცირება ხდება. აღნიშნული გარემოება მიუთითებს ზედმეტად ლიბერალური საბიუჯეტო-საგადასახადო პოლიტიკის უარყოფით მხარეზე, როდესაც „ცუდ დროს“ ხდება სახელმწიფო ხარჯების შეკვეცა, რაც კიდევ უფრო უარყოფითად აისახება ფინანსურ კრიზისზე. თუმცა „კარგ დროსაც“ ზედმეტად დიდმა ვალმა შესაძლოა გამოიწვიოს ეკონომიკური ზრდის შენელება, რაც გამოწვეულია მსესხებლების მოქმედებით, საბოლოო ჯამში, შეამცირონ საკუთარი სამომხმარებლო და საინვესტიციო ხარჯები.

ვალის შემცირების სურვილის არქონა შესაძლოა იყოს განვითარებულ ქვეყნებში დაბალი ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებლების გამომწვევი მიზეზი. კრიზისების დროს, ბოლო პერიოდში შეიმჩნევა კერძო ვალის შემცირების ტენდენცია აშშ-სა და ევროკავშირის ქვეყნებში (თუმცა ევროკავშირის ქვეყნებში ნაკლებად), თუმცა იყო ასევე ვალის მნიშვნელოვანი ზრის პერიოდებიც.

¹ <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2016/100516r.pdf>

ვალის დაგროვების რისკისა და მასთან დაკავშირებული სხვა ფაქტორების გათვალისწინებით, მიზანშეწონილია კი საერთოდ ვალის აღება?! ვალს გააჩნია ფუნდამენტური მნიშვნელობა ინოვაციების დაფინანსებისა და ზოგადად ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობაში. ქვეყნებმა უბრალოდ თავიდან უნდა აიცილონ ვალის დიდი რაოდენობით ზრდა. ამიტომ ვალის რეგულირების და დაკვირვების პოლიტიკა უნდა უზრუნველყოფდეს ვალის მონიტორინგს და მისი ეკონომიკური მიზანსეწონილობის დადგენას. საგადასახადო პოლიტიკასაც შეუძლია შეამციროს ზედმეტად გაზრდილი ვალის დონე, სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირებით (ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდა თავის მხრივ სასიამოვნო გარემოს ქმნის ვალის აღებისთვის).

ეკონომიკური ზრდის წამახალისებელმა საგადასახადო-საბიუჯეტო პოლიტიკამ, ქვეყნებში, რომლებიც ვალებში „იხრჩობიან“, შესაძლოა გამოიწვიოს კერძო სექტორის დავალიანების შეცირება¹. რათქმაუნდა, შედეგი დამოკიდებულია ეკონომიკური პოლიტიკის ნებაზე, „კარგ დროს“ დაგროვილ საბიუჯეტო სახსრებზე და შემცირებულ სახელმწიფო ვალზე.

იმ ქვეყნებში, რომლებიც განიცდიან საფინანსო სისტემების სისუსტეს, გადამწყვეტ მნიშვნელობას იზენს მთავარი პრობლემების დარეგულირება ადრეულ სტადიაზე. ძლიერ სასარგებლო სესამლოა აღმოჩნდეს კარგად გააზრებული და მიზანმიმართული საფინანსო პოლიტიკა, რომელიც სუბსიდირებას მოახდენს კერძო ვალის შესამცირებლად და ასევე მათი დაფარვისათვის.

ზემოთმოყვანილი მოქმედების სტრუქტურა გადამწყვეტ მნიშვნელობას იძენს მასთან დაკავშირებული საკითხების მოგვარებისას, როგორცაა მორალური რისკის პრობლემა. ეს გარემოება გულისხმობს, რომ პოლიტიკის გამტარებლებმა ინდივიდუალურად უნდა გამოჰყონ დრო თითოეული დებიტორის პრობლემის შესასწავლად. ამას თან უნდა ერთვოდეს გადახდისუუნარობისა და ბანკროტის გამოცხადების პროცედურები. აქედან გამომდინარე, მხოლოდ საგადასახადო-საბიუჯეტო პოლიტიკა არაა საკმარისი პრობლემის მოსაგვარებლად და მასთან ერთად

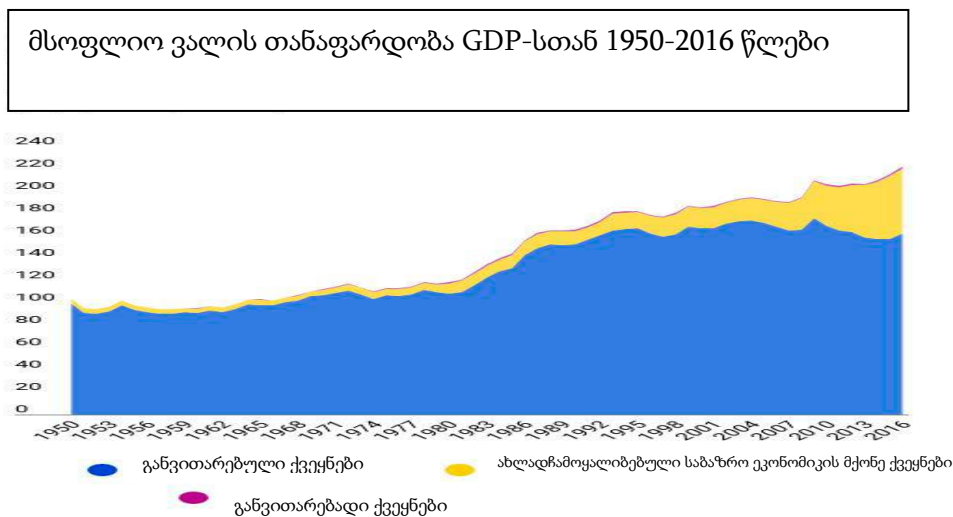
¹ <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2016/100516r.pdf>

აუცილებელია ნდობით აღჭურვილი მონეტარული პოლიტიკისა და სხვა სტრუქტურული ცვლილებების განხორციელება.

რაც შეეხება, დღევანდელ მდგომარეობაში არსებულ პირობებს, დადგა სწორედ ის დრო, როდესაც საჭიროა ყოველგვარი უარყოფითი ფაქტორებისგან გათავისუფლება და სტაბილური ეკონომიკური ზრდის ტემპების მიღწევა.

¹2016 წელს მსოფლიო ვალმა ახალ რეკორდულ ნიშნულს, 164 ტრილიონი დოლარის ოდენობას მიაღწია, რაც მსოფლიო GDP-ს 225 პროცენტია. 164 ტრ. დოლარიდან 63% კერძო სექტორის ვალზე მოდის, ხოლო დარჩენილი 37% სახელმწიფო ვალია. მსოფლიო ვალის ძირითადი ნაწილი განვითარებული ქვეყნების ეკონომიკაზე მოდის. განსაკუთრებით ბოლო ათწლეულების განმავლობაში აღებული ვალების დიდი ნაწილი ახლად ჩამოყალიბებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებზე მოდის. 2007 წლიდან მოყოლებული მსოფლიო ვალის ზრდის 43% მხოლოდ ჩინეთზე მოდის. ხოლო დაბალშემოსავლიანი განვითარებადი ქვეყნების გავლენა მსოფლიო ვალის ძრდაზე თითქმის უმნიშვნელოა (იხ. გრაფიკი)²:

გრაფიკი 1.2.



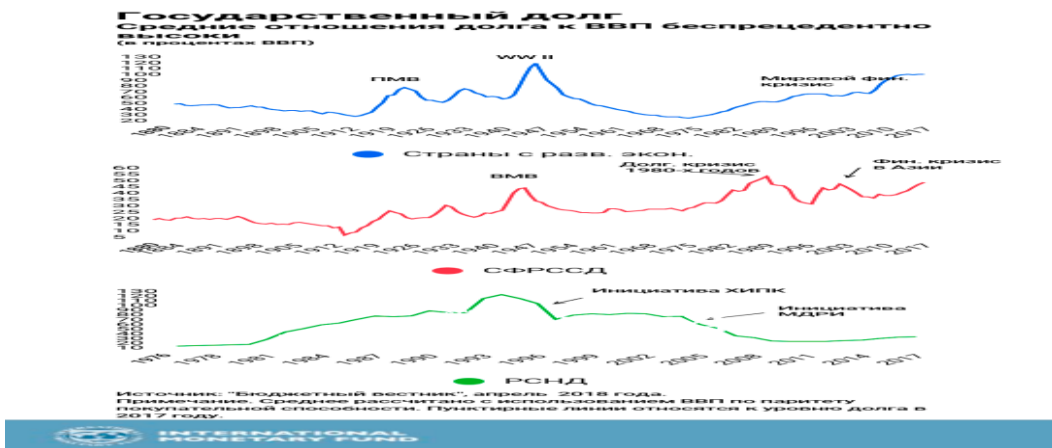
წყარო:საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (2017),
<http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2018/041818ar.pdf>



¹ <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2018/041818ar.pdf>
² <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2018/041818ar.pdf>

მსოფლიო ვალის ზრდაში დიდ როლს სწორედ სახელმწიფო ვალის ზრდა თამაშობს. სახელმწიფო ვალის GDP-სთან თანაფარდობის მაჩვენებლები მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ ყველაზე მაღალ ნიშნულზე დგანან. ბოლო 50 წლის მანძილზე ეს მაჩვენებლები უწყვეტად იზრდება. ახლად ჩამოყალიბებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში კი ეს მაჩვენებლები უტოლდება 1980-იან წლებში სავალო კრიზისის დროს არსებულ მაჩვენებლებს. განვითარებადი ქვეყნების სახელმწიფო ვალის GDP-სთან თანაფარდობის მაჩვენებლები კი, მართალია ჩამორჩება ისტორიულ მინიმუმს, მაგრამ უნდა ვიცოდეთ, რომ ამ ვალების შემცირება წარსულში მათი პატიების გზით ხდებოდა. ამასთანავე, განვითარებადი ქვეყნების ვალი ბოლო 5 წლის განმავლობაში 13 %-თაა გაზრდილი¹.

გრაფიკი 1.3.



წყარო: <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2018/041818ar.pdf>

ამასთანავე დაბალშემოსავლიანი განვითარებადი ქვეყნების ვალების მომსახურების ხარჯები მნიშვნელოვნად იზრდება. ბოლო ათი წლის განმავლობაში ვალების გადახდის პროცენტები გაორმაგდა და 20%-ს მიუახლოვდა. ეს გარემოება აიხსნება ამ ქვეყნების შესაძლებლობით საშინაო ვალების გამოშვებით და მათი გასხვისებით არარეზიდენტებზე.

ჭარბვალაიანობის პრობლემა მდელვარებას იწვევს რამოდენიმე მიზეზის გამო: დიდი ვალის მქონე ქვეყნები ძლიერ მგრძნობიარენი არიან საფინანსო კრიზისების მიმართ; ამასთანავე, როგორც პრაქტიკა გვამცნობს დეფიციტის და ვალის სიჭარბე რეცესიულ

¹ <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2018/041818ar.pdf>

შოკს აღრმავებს, რაც გამოწვეულია მთავრობის შეზღუდულობით საკმარისი საბიუჯეტო მხარდაჭერა გამოუცხადოს ეკონომიკას კრიზისის პერიოდში.

ვინაიდან, უამრავ ქვეყანაში ვალის ზრდის ტემპი ჩქარდება, ერთობლივი მოთხოვნის სტიმულირება ახალი დეფიციტისა და შესაბამისად ვალის შექმნის გზით არასწორი გადაწყვეტილება იქნება, მითუმეტეს, როდესაც საბიუჯეტო მულტიპლიკატორი ჭარბვალაიანობის დროს მნიშვნელოვნად ეცემა (და თეორიულად უარყოფითიც შეიძლება გახდეს). სახელმწიფო დეფიციტისა და ვალის შემცირება დღეს ქვეყანას უფრო ნაკლებმგრძობიარეს გახდის საფინანსო კრიზისების მიმართ მომავალში და დაუტოვებს საგადასახადო-საბიუჯეტო პოლიტიკას რეცესიის დროს მოქმედების მეტ საშუალებას, სწორედ მაშინ, როცა საბიუჯეტო მულტიპლიკატორი მნიშვნელოვნად მაღალია.

ვალის შემცირების შესაძლებლობა და მონდომება თითქმის ყველა ქვეყანას გააჩნია. ყველა განვითარებული ეკონომიკის მქონე ქვეყანა ცდილობს შეამციროს ბიუჯეტის დეფიციტი და შესაბამისად ვალი (ამ ქვეყნების 3-5 წლიანი პროგნოზებიც დამაიმედებლად გამოიყურება), გარდა აშშ-სა. აშშ-ს ვალის პროგნოზი 2023 წლისთვის „კონგრესის მიერ გამოქვეყნებული მონაცემებით, უარესდება და შესაძლოა GDP-ს 117 პროცენტს მიაღწიოს. აღნიშნული გამოწვეულია ეკონომიკური ზრდის ტემპების დაჩქარების სურვილით, თუმცა ეკონომიკური ზრდის ტემპების დაჩქარება ვალის აღების ხარჯზე ქმნის პრობლემებს, რაზეც ზემოთ ვისაუბრეთ. ამიტომ სასურველია აშშ-მაც დაიწყოს ბიუჯეტის დეფიციტის ეტაპობრივი შემცირება.

2. სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია, კვლევის მეთოდოლოგია და მისი მდგრადობის ანალიზი (საქართველოს მაგალითზე)

2.1. სახელმწიფო ვალის კვლევის მეთოდოლოგია და საქართველოს სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია

სახელმწიფო ვალის მართვის საშუალოვადიანი სტრატეგიის ჩრჩო-პირობების დადგენა, ქვეყნის მთავრობებს საშუალებას აძლევს, ეფექტიანად მართონ სახელმწიფო ვალი. სწორად შემუშავებული სტრატეგია „იაფი“ კრედიტის მოპოვების წინაპირობაა პოტენციური ინვესტორებისაგან. სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგიის ანალიზი მთავრობას აძლევს საშუალებას სწორად იქნას შეფასებული ვალის აღებისას სარგებელი-დანახარჯების კომპონენტი. აღნიშნული სტრატეგიის შემუშავების კიდევ ერთ მნიშვნელოვან მიზანს წარმოადგენს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება¹.

²საქართველოს „მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-2021“ წარმოადგენს ოფიციალურ დოკუმენტს, რომელშიც წარმოდგენილია ვალის მართვის მთავრობისეული მიზნები და მიმართულებები. აღნიშნული სტრატეგიის მეთოდოლოგია ეყრდნობა „IMF“ და „WB“ კვლევების საერთაშორისოდ დადგენილ ჩრჩო-პირობებს. მასში განხილულია საშინაო და საგარეო მაკროეკონომიკური ვითარების გათვალისწინებით 2021 წლამდე გადასადგმელი ნაბიჯები.

მთავრობის მიერ ვალის აღება ეფუძნება თაობათა შორის რესურსების სამართლიანი განაწილების თეორიას. აღნიშნული გარემოება გულისხმობს, რომ დღეს აღებული ვალით განხორციელებული პროექტის სარგებელი მომავალი თაობებისათვის უნდა შეესაბამებოდეს მათ მიერ მომავალში ვალის მომსახურებისთვის გაწეულ დანახარჯებს.

საქართველოს მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტი არის საჯარო. აღნიშნული გარემოება უზრუნველყოფს პოტენციური ინვესტორებისა და უბრალო მოქალაქეების ინფორმირებას ვალის საკითხებთან მიმართებით.

¹ <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

² <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

საქართველოს სახელმწიფო ვალის აღება და კრედიტორებისათვის სახელმწიფო გარანტიების გაცემა ხდება საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ, საქართველოს მთავრობასთან შეთანხმებითა და ეროვნულ ბანკთან კონსულტაციების გავლის შემდგომ.

საქართველოს მთავრობის მიერ ფინანსური რესურსების მოზიდვა ხდება: ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისაგან, ასევე შიდა და საერთაშორისო ბაზრებზე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით. მოზიდული რესურსები გამოიყენება ინფრასტრუქტურული, კაპიტალური დანიშნულების პროექტების განსახორციელებლად, ასევე მთავრობის დაგეგმილი რეფორმების მხარდასაჭერად. ბიუჯეტის საოპერაციო სალდო მუდმივად დადებითია და მისი უარყოფითობის შემთხვევაში, ვალით მისი დაფარვა დაუშვებელია.

¹2019-2021 წლებისთვის ბიუჯეტის საოპერაციო დადებითი სალდო 2.7 მლრდ ლარს შეადგენს, რაც GDP-ის 5,6 % -ია. აღნიშნული თანხიდან 1.3 მლრდ ლარი ყოველწლიურად მიმართულია სესხების დასაფარავად. დანარჩენი ნაწილი ხმარდება კაპიტალურ პროექტებს. აქვე აღსანიშნავია, რომ საქართველოს ეკონომიკა განვითარების დაბალ საფეხურზე იმყოფება, ამიტომ აღნიშნული რესურსები (დაახლოებით 1.4 მლრდ ლარი) არ არის საკმარისი საჭირო ინფრასტრუქტურული პროექტების დასაფინანსებლად, ამიტომ აუცილებელი ხდება დამატებითი ვალის აღება. ვინაიდან საქართველო წამოადგენს საშუალოზე დაბალი შემოსავლების მქონე ქვეყანას, ამიტომ მას გააცნაია შეღავათიან რესურსებზე წვდომა. გრძელვადიან პერიოდში, შემოსავლების ზრდასთან ერთად, მოსალოდნელია შეღავათიან რესურსებზე წვდომის დაკარგვა.

დროთა განმავლობაში მოსალოდნელია ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისაგან მიღებული რესურსების ჩანაცვლება საბაზრო ინსტრუმენტებით მოზიდული ფინანსური სახსრებით, მათ შორის ადგილობრივი ვალის აღებით. საშუალოვადიან პერიოდში მთავრობა განიხილავს საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე

¹ <https://mof.ge/4806>

ცნობადობის გაღრმავების შესაძლებლობას და შედეგად უფრო იაფი რესურსების მოზიდვის პერსპექტივას.

სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია ვრცელდება მთავრობის მიერ აღებულ ვალზე და იგი არ მოიცავს ეროვნული ბანკის მიერ საერთაშორისო სავალუტო ფონდისაგან მიღებულ სახსრებს.

¹ვალის მართვის სტრატეგიის მიზანს წარმოადგენს:

1. მთავრობის ფინანსური საჭიროებების დაფინანსების უზრუნველყოფა ხარჯების მინიმიზაციით საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში, ადეკვატური რისკების ფარგლებში. აღნიშნული მიზანი წარმოადგენს ვალის მდგრადობის შენარჩუნების საშუალებას, მინიმალური დანახარჯებით, არსებული რისკების (რეფინანსირების, საპროცენტო, გაცვლითი კურსის) გათვალისწინებით.
2. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება. ეს მიზანი თავის თავში მოიცავს ბაზარზე ლიკვიდობის, გამჭირვალობისა და პროგნოზირებადობის უზრუნველყოფას. აღნიშნულ მიზანში ერთ-ერთ მთავარ როლს თამაშობს ფასიანი ქაღალდების მოცულობის ზრდა და შესაბამისად პოტენციური ინვესტორების მეტად დაინტერესებას სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით. მსოფლიო გამოცდილება გვამცნობს, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება ამცირებს ბიუჯეტისთვის სესხების მომსახურებაზე გასაწევ ხარჯებსა და მასთან დაკავშირებულ რისკებს საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში. განვითარებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ხელს შეუწყობს ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრის განვითარებას და შესაბამისად ლარში დენომინირებული ფინანსური რესურსების მოძრაობის ზრდას.

2014-2016 წლებში საქართველოში ფიქსირდება ეკონომიკური ზრდის შენელება, თუმცა 2017 წლიდან ეკონომიკა კვლავ იწყებს სწრაფ გამოცოცხლებას.

¹ <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

გრაფიკი 2.1.



¹წყარო: http://geostat.ge/?action=page&p_id=118&lang=geo

2017 წელს 4.8 % იანი, ხოლო 2018 წლის წინასწარი მონაცემებით 4.7% იანი ეკონომიკური ზრდა ფიქსირდება. როგორც გასულ წლებში, ასევე საშუალოვადიან პერიოდში ეკონომიკური ზრდის მამოძრავებელ მთავარ ფაქტორად წმინდა ექსპორტი განიხილება. ზრდის კიდევ ერთ მნიშვნელოვან ფაქტორად მთავრობა ინვესტიციებს განიხილავს. შესაბამისად მთავრობის მიერ განხორციელებული და განსახორციელებელი პროექტები ორიენტირებულია ქვეყანაში დანაზოგებისა და ინვესტიციების ზრდაზე.

აღსანიშნავია ქვეყანაში ფასების დონის ანალიზიც. 2018 წელს, ქვეყანაში აქციზის ზრდით გამოწვეული ეფექტის ამოწურვის შემდგომ, ინფლაცია მიზნობრივი 3 პროცენტის ირგვლივ მერყეობდა.

რეგიონული ეკონომიკური მდგომარეობის გაჯანსაღებამაც „ჩვენს წისქვილზე დაასხა წყალი“ და 2018 წელს წინა წელთან შედარებით ექსპორტის ზრდა 22.9 პროცენტი დაფიქსირდა.

ბოლო წლების ტენდენციის გათვალისწინებით, ტურიზმი ეკონომიკის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან სექტორად ჩამოყალიბდა. ტურიზმიდან მიღებულმა შემოსავლებმა ჯამურად 2018 წელს 3202 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა და 18.4 % იანი ზრდა აჩვენა წინა წელთან შედარებით.

¹ http://geostat.ge/?action=page&p_id=118&lang=geo

¹უკანასკნელი 4 წლის განმავლობაში გაიზარდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და ის სტაბილურად GDP-ის 10%-ს შეადგენს. 2018 წელს აღინიშნება პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების კლება, რაც დაკავშირებულია მაგისტრალური გაზსადენის მშენებლობის დასრულების ფაზასთან. ასევე საწარმოების ნაწილის გადასვლა საქართველოს რეზიდენტების საკუთრებაში და შესაბამისად, არარეზიდენტებისადმი პირდაპირი ვალდებულების შემცირება.

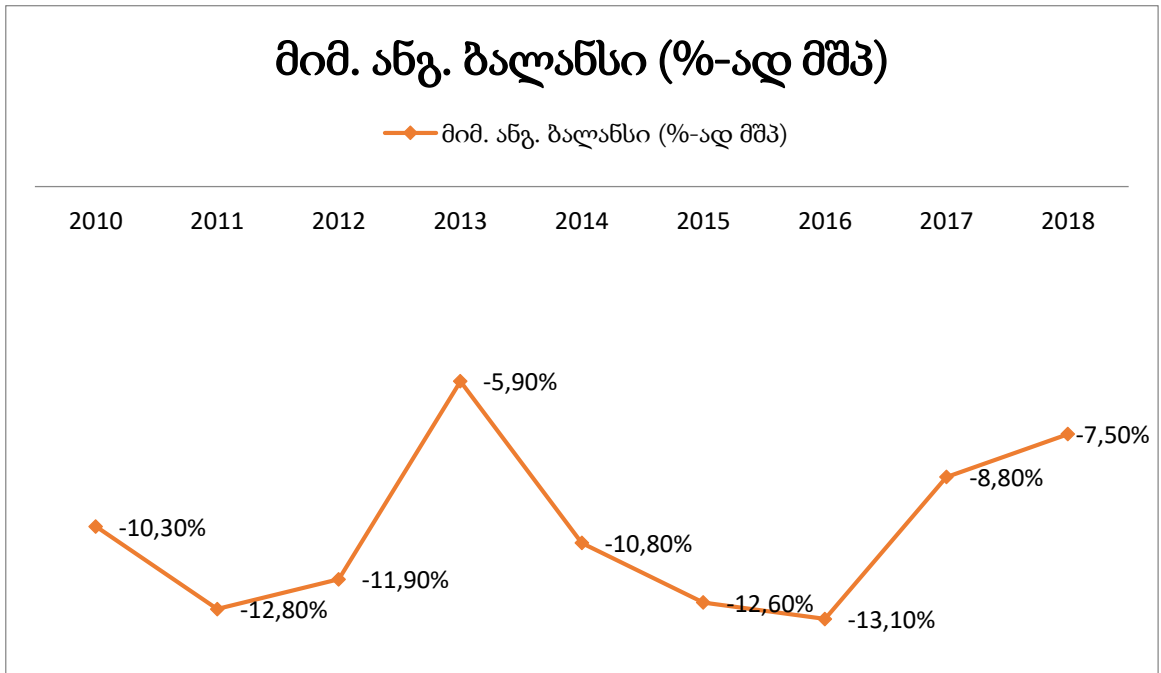
მიუხედავად ზემოაღნიშნულისა, შეინიშნება FDI-ს დივერსიფიცირების ტენდენცია სექტორების მიხედვით. მაგალითად, თუ 2015 წელს მნიშვნელოვანი ზრდა ამ მიმართულებით აღინიშნებოდა ჯანმრთელობის დაცვის სფეროში, 2016 წელს ინვესტიციების ზრდა უკვე კავშირგაბმულობის სექტორში ფიქსირდება, სადაც, წინა წელთან შედარებით FDI-ს ზრდამ 3.8% შეადგინა. 2017 წელს მნიშვნელოვანი ზრდა დაფიქსირდა სამშენებლო და საფინანსო სექტორებში. 2018 წელს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების 19.7% საფინანსო სექტორში განხორციელდა, 17.3% ტრასპორტის, 15.4% კი ენერჯეტიკის სფეროს ერგო.

2016 წლიდან ფიქსირდება მნიშვნელოვანი ზრდა ფულად გზავნილებშიც. 2017 წელს 2016 წელთან შედარებით ფიქსირდება 22.3%-იანი ზრდა. აღნიშნული ზრდა ნარცუნდება 2018 წელსაც.

საქართველოს ეკონომიკის მთავარ მოწყვლადობას მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი განაპირობებს. მთავრობის მიერ შიდა დანაზოგების ზრდისა და ექსპორტის წახალისების პოლიტიკა მიმართულია სწორედ მიმდინარე ანგარიშის დაბალანსებისაკენ. 2016 წლიდან თანდათან დეფიციტის აღმოფხვრისკენაა მიმართული პროცესები, რასაც გვამცნობს გრაფიკი:

¹ <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

გრაფიკი 2.2.



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/11/21/na112217-georgia-growing>

საშუალო და გრძელვადიანი პერიოდის გეგმების მიხედვით გაიზრდება დანაზოგების მოცულობა, რაც თავის მხრის ხელს შეუწყობს მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუმჯობესებას.

¹მნიშვნელოვანია საქართველოს საკრედიტო რეიტინგის ანალიზიც. სარეიტინგო კომპანია Moody's-მა Ba3-დან Ba2-მდე გააუმჯობესა საქართველოს საკრედიტო რეიტინგი, ხოლო S&P-ის რეიტინგში BB- სტაბილურია და Fitch-მა BB- პოზიტიურიდან BB სტაბილურამდე გაგვიუმჯობესა რეიტინგი 2019 წლის თებერვალში.

სარეიტინგო კომპანიების განცხადებით საკრედიტო რეიტინგის გაუმჯობესება გამოწვეული იყო 2014 წელს რეგიონში მიმდინარე ეკონომიკური შოკისადმი მდგრადობით, რა დროსაც გამოაშკარავდა ქვეყნის ეკონომიკისა და ინსტიტუტების სიძლიერე. მიმდინარე რეფორმები, რომელიც საერთაშორისო ინსტიტუტების რეკომენდაციით ხორციელდება, შეამცირებს საქართველოს ძირითად საკრედიტო სისუსტეებს და დროთა განმავლობაში გაამყარებს საკრედიტო პოტენციალს.

¹ <https://www.imf.org/en/News/Articles/2017/11/21/na112217-georgia-growing>

აღსანიშნავია, რომ საგარეო მოწყვლადობა ხელს უშლის საქართველოს საკრედიტო რეიტინგის ზრდას.

S&P და Moody's ასახელებენ საქართველოს საკრედიტო რეიტინგის გაუმჯობესების გამომწვევ ფაქტორებს: ძლიერი ინსტიტუტები, ევროკავშირთან ასოცირების ხელშეკრულება, საექსპორტო ბაზრების დივერსიფიცირება, სავაჭრო შეთანხმებები, მიმდ. ანგ. ბალანსის გაუმჯობესება, ფისკალური მდგრადობა და ლარიზაციის პროგრამა. სარეიტინგო კომპანიების დასკვნებში დადებითადაა მოხსენიებული სსფ-სთან გაფორმებული 3 წელიანი პროგრამა, განათლების, ინფრასტრუქტურის, საჯარო ადმინისტრირების, საერთაშორისო ვაჭრობის, ბიზნეს კლიმატის გაუმჯობესების მიმართულებით.

¹ცხრილში მოყვანილი ფისკალური მაჩვენებლები წარმოადგენს მთავრობის საშუალო და გრძელვადიანი გეგმების განხორციელების დაშვების საფუძველს:

ცხრილი 2.1.

მაჩვენებლები	2018წ	2019ჰ	2020ჰ	2021ჰ
(მილიონი ლარი)				
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	2,885	3,317	3,323	4,759
ნომინალური მშპ (მილიონი ლარი)	41,237	44,601	48,236	52,415
მთავრობის ვალი (%-ად	42.1	41.4	41.5	40.6

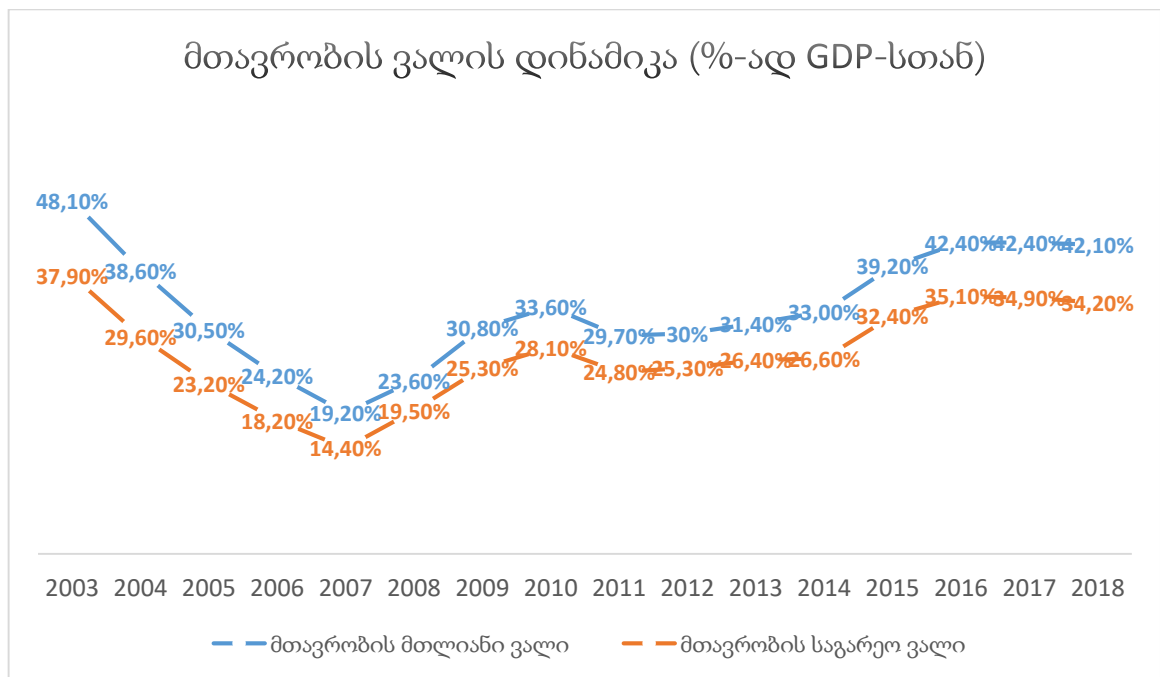
¹ <https://mof.ge/4410>

მშპ-თან)				
მშპ-ს რეალური	4.8	4.5	5.0	5.5
ზრდა (%)				
მშპ-ს	4.0	3.5	3.0	3.0
დეფლატორი (%)				
ცვლილება)				

წყარო: <https://mof.ge/4410>

მაკროეკონომიკური გარემოს შესწავლის შემგომ უნდა განვიხილოთ მთავრობის ვალის პორტფელი. 2018 წლის დასასრულისთვის, საქართველოს მთავრობის ვალის თანაფარდობა GDP-სთან შეადგენს 42.1%-ს, საიდანაც 34.2% საგარეო ვალია. შეგვიძლია ვნახოთ მთავრობის ვალის დინამიკა გრაფიკულადაც:

გრაფიკი 2.3.



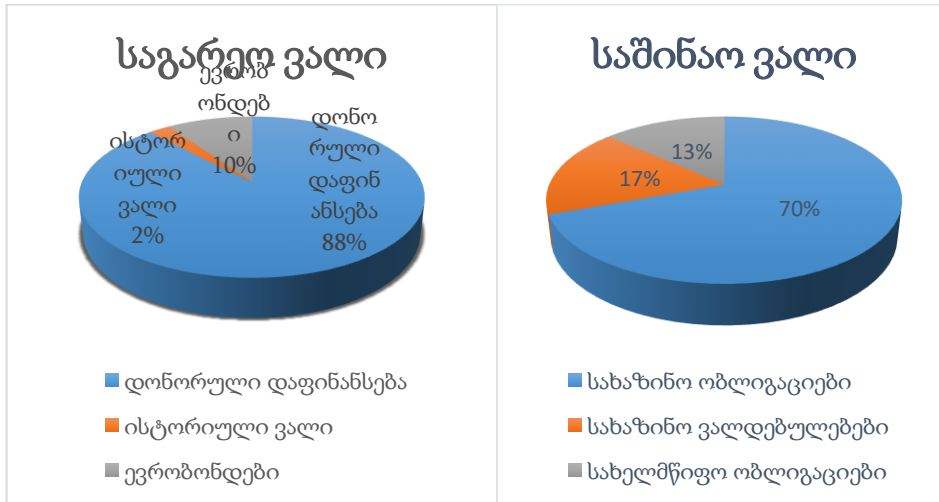
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <https://mof.ge/4410>

მთავრობის მთლიანი ვალიდან საგარეო ვალს 81.3% უჭირავს, რაც სოლიდური მაჩვენებელია. ამ ვალის დიდი ნაწილი (88.1%) საერთაშორისო კრედიტორებისგან მოზიდული სახსრებია, უმეტესად შეღავათიანი პირობებით. 9.5%-ს ევრობონდები, ხოლო დარჩენილ 2.4%-ს ისტორიული საგარეო ვალი წარმოადგენს. რაც შეეხება სამინაო ვალს, მისი 69.3% სახაზინო ობლიგაციებია, 17.3% სახაზინო ვალდებულებები, დანარჩენი 13.3% კი სახელმწიფო ობლიგაციები (ეს წარმოადგენს მთავრობის ყოფილ

¹ <https://mof.ge/4410>

ვალს სებ-ის მიმართ). აღნიშნულის ილუსტრირებისათვის წარმოდგენილია დიაგრამები:

დიაგრამა 2.1&2.2.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <https://mof.ge/4410>

2018 წლის მდგომარეობით, მთავრობის მთლიანი ვალის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთები შემდეგნაირად გამოიყურებოდა: კრედიტორებისგან მოზიდული სახსრები 1,4%, ისტორიული საგარეო ვალი 3,5%, ევრობონდები 6,9% და საშინაო ვალი 8,3%. უფრო დეტალურად აღნიშნული წარმოდგენილია ცხრილის სახით:

ცხრილი 2.2.

პორტფელის პროცენტი	საშუალო შეწონილი ბოლო 1 წლის საშუალო შეწონილი პროცენტი	პროცენტი
საშინაო ვალი	8.3%	7.5%
6 თვიანი სახაზინო ვალდებულებები	7.1%	7.2%
12 თვიანი სახაზინო ვალდებულებები	7.3%	7.3%
2 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	7.6%	7.4%
5 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	8.8%	7.7%
10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	10.3%	9.1%
სახელმწიფო ობლიგაციები	8.4%	7.8%
საგარეო ვალი	1.5%	0.8%

¹ <https://mof.ge/4410>

კრედიტორული დაფინანსება	1.4%	0.8%
ისტორიული ვალი	3.5%	-
ევრობონდი	6.9%	-

წყარო:<https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-12-07/georgia-must-reduce-deficit-debt-to-win-investors-imf-says>

წლების განმავლობაში ევრობონდების შემოსავლიანობა მცირდებოდა. ასე მაგალითად თუ 2011 წელს ევრობონდების სარგებლიანობა იყო 6,875%, 2018 წლის ბოლოსთვის მისი სარგებლიანობა 4,46% გახდა:

გრაფიკი 2.4.



წყარო: ბლუმბერგი

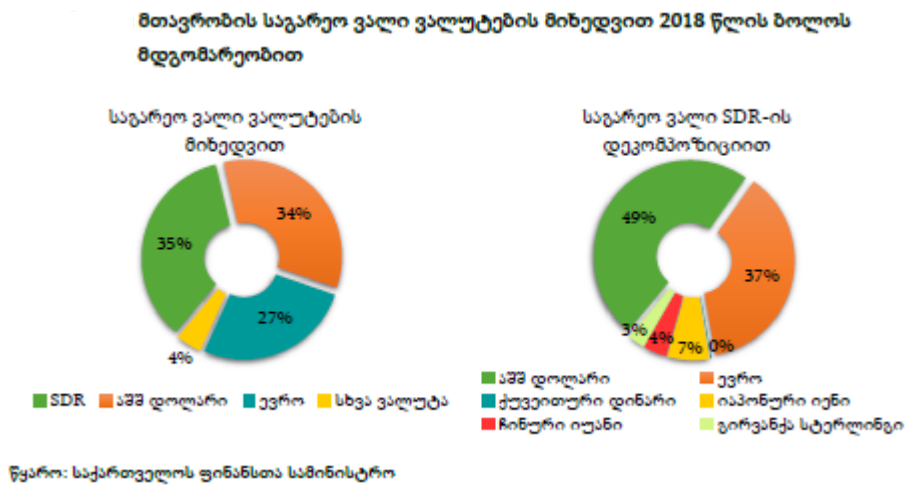
წყარო:<https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-12-07/georgia-must-reduce-deficit-debt-to-win-investors-imf-says>

მთავრობის ვალის პორტფელის მდგომარეობის ანალიზისთვის საჭიროა გათვითცნობიერებული და შეფასებული იქნეს ის რისკები, რომელიც ვალის მომსახურებასა და მისი მოცულობის კონტროლის საკითხს უკავშირდება.

გასათვალისწინებელია ვალის მართვისას სავალუტო რისკის შეფასება. 2018 წლისთვის საგარეო ვალის 35% დენომინირებული გახლდათ SDR-ში, 34% აშშ დოლარში, 27% ევროში, ხოლოდანარჩენი 4% სხვადასხვა ვალუტებში. მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოს სახელმწიფო ვალი ვალუტების მიმართ მეტ-ნაკლებად დივერსიფიცირებულია, მაინც დიდია ლარის გაუფასურებით ვალთან დაკავშირებული პრობლემების წამოჭრის რისკი, ამიტომ აუცილებელია დროთა განმავლობაში სახელმწიფო ვალის პორტფელის შევსება ხდებოდეს ეროვნულ ვალუტაში.

¹ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2010-12-07/georgia-must-reduce-deficit-debt-to-win-investors-imf-says>

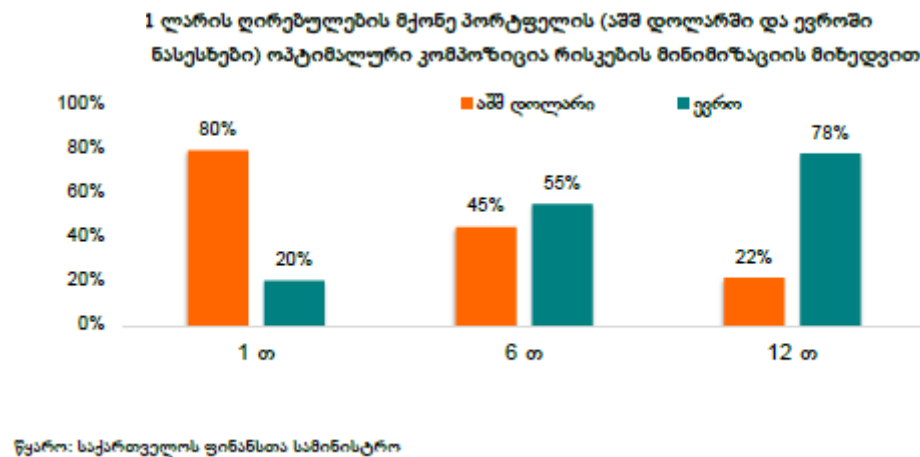
დიაგრამა 2.3.



<https://mof.ge/4412>

¹2017 წელს აღებული საგარეო სესხების 77% ევროში იყო დენომინირებული, ხოლო 2018 წელს ხელმოწერილი სესხების 100% გახლდათ ევროში დენომინირებული. საგარეო ვალის პორტფელში ევროს წილის ზრდა ემსახურება საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში სავალუტო რისკების შემცირებას. იხ.გრაფიკი:

გრაფიკი 2.5.



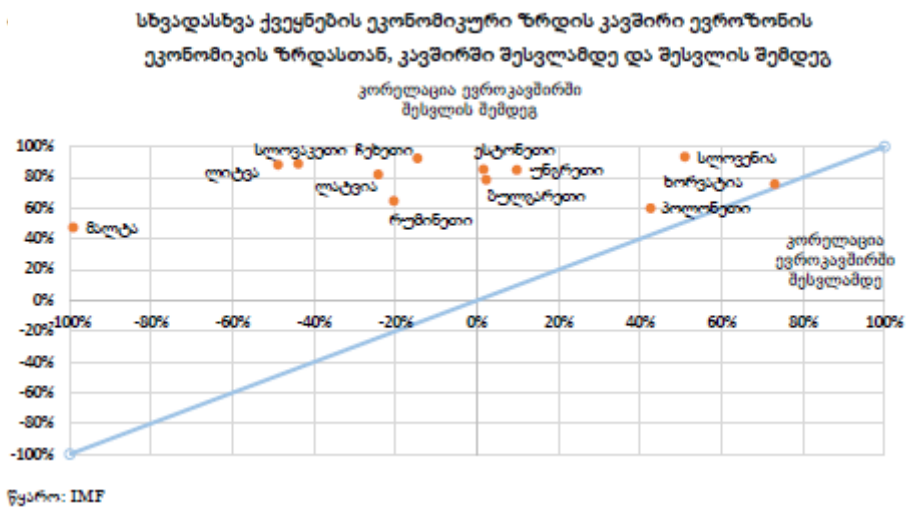
<https://mof.ge/4412>

ზემოაღნიშნულ ევროში დენომინირებული სესხების წილის ზრდას გააჩნია თავისი მიზეზები: სულ უფრო იზრდება საქართველოსა და ევროკავშირის ქვეყნებს შორის

¹ <https://mof.ge/4412>

ეკონომიკური ურთიერთობები. ევროზონაში გაერთიანების მნიშვნელოვანი პირობა კი ეკონომიკური ციკლების თანხვედრაა.

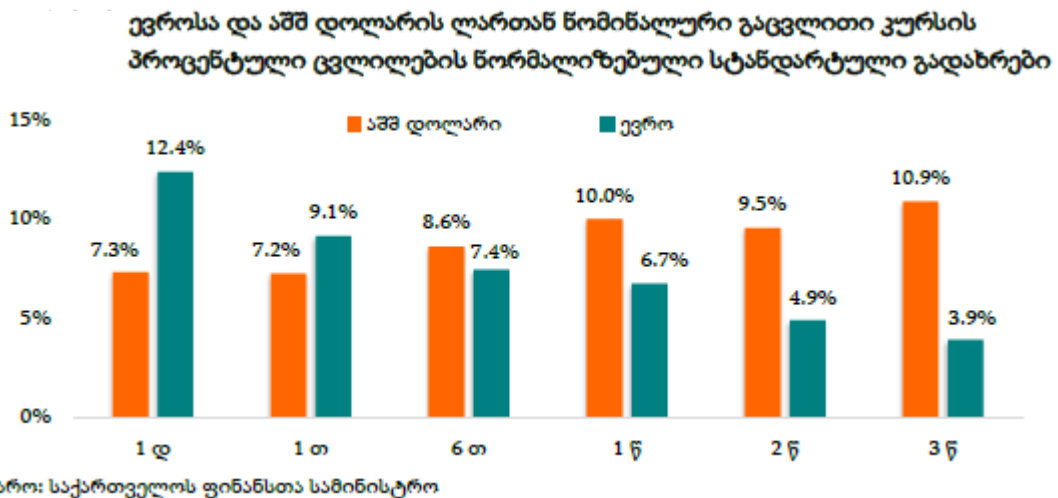
გრაფიკი 2.6.



<https://www.imf.org/en/search#q=georgia%20debt>

¹საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორების ეკონომიკური ურთიერთობებიც მნიშვნელოვნადაა დაკავშირებული ევროზონის ქვეყნებთან, რაც იმას ნიშნავს, რომ საქართველოზე ევროკავშირის ქვეყნების ბიზნეს და ეკონომიკური ციკლები არაპირდაპირი გზითაც აისახება. აქვე აღსანიშნავია, რომ საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში ლარის გაცვლითი კურსი ევროსთან შედარებით სტაბილურია (იხ.გრაფიკი)

გრაფიკი 2.7.



<https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

¹ <https://www.imf.org/en/search#q=georgia%20debt>

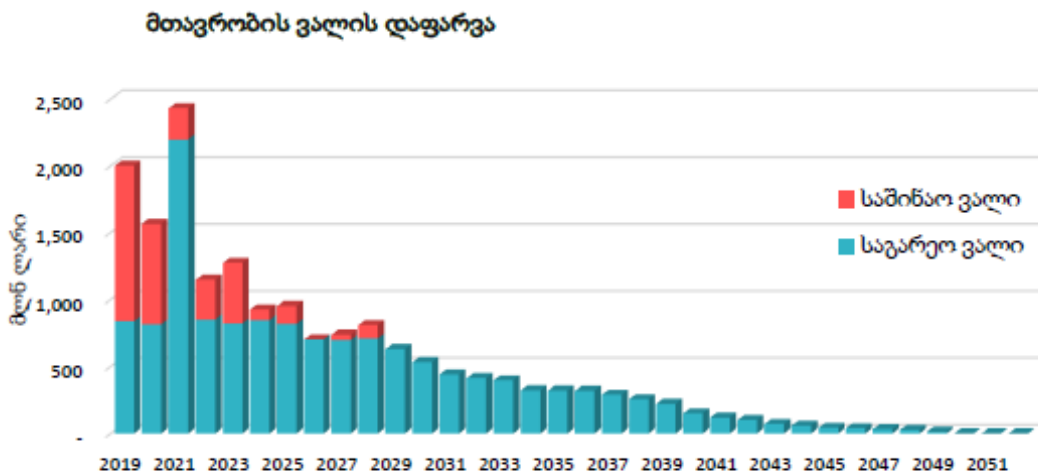
კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი საკითხია რეფინანსირების რისკის ანალიზი. რეფინანსირების რისკის შეფასება ხდება საშუალო შეწონილი ვადიანობის ინდიკატორით (ATM). 2018 წლის მდგომარეობით ამ მაჩვენებელმა შეადგინა 7,3 წელი. ერთი წლის ვადაში გასასტუმრებელი ვალის წილი კი მთლიან ვალთან მიმართებაში 11,5% გახლდათ. აღსანიშნავია, რომ ყველაზე ხანგრძლივი ვადა კრედიტორულ დაფინანსებებს გააჩნიათ (9,1 წელი, 1 წელში დასაფარი მაჩვენებელია 17,1%), შემდეგ მოდის საგარეო ისტ. ვალი (3,1 წელი), შემდეგ ევრობონდები (2,5 წელი) , და ბოლოს შიგა ვალი (2,6 წელი 1 წელში დასაფარი მაჩვენებელია 35,8%).

ამჟამად საქართველოს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მყიდველთა სია ვიწროა და მას ძირითადად კომერციული ბანკები წარმოადგენენ, ხოლო საგარეო ინვესტორების წილი ძალიან მცირეა და 1,9% ს შეადგენს. ეს გარემოება ზრდის რეფინანსირების რისკს, ამიტომ საჭიროა მოხდეს ინვესტორების დივერსიფიცირება.

¹გრძელვადიან პერიოდში მთავრობის ვალის დაფარვის დინამიკა თანაბრადაა განაწილებული და ის შემცირებისკენაა მიმართული, გარდა 2021 წლისა. 2021 წელს საქართველოს მთავრობას უწევს 500 მილიონი აშშ დოლარის ევრობონდების დაფარვა. აღნიშნული გარემოება ზრდის რეფინანსირების რისკს. მთავრობის განცხადებით 2019 წელს შემუშავებული იქნება აღნიშნული ევრობონდების დაფარვის გეგმა. (ზემოთქმული გამოსახულია შემდეგ გრაფიკზე).

¹ <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

გრაფიკი 2.8.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო
<https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

ცხრილი 2.3

რეფინანსირების მაჩვენებლები 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით

რეფინანსირების ინდიკატორი	კრედიტორული დაფინანსება	საგარეო ისტორიული ვალი	ვერობონდი	საშინაო ვალი	მთლიანი ვალი
საშუალო ვადიანობა (წლების მიხედვით, ATM)	9.1	3.1	2.5	2.6	7.3
1 წელიწადში დასაფარი ძირითადი თანხა (%-ად მთლიანთან)	6.3	17.1	-	35.8	11.5

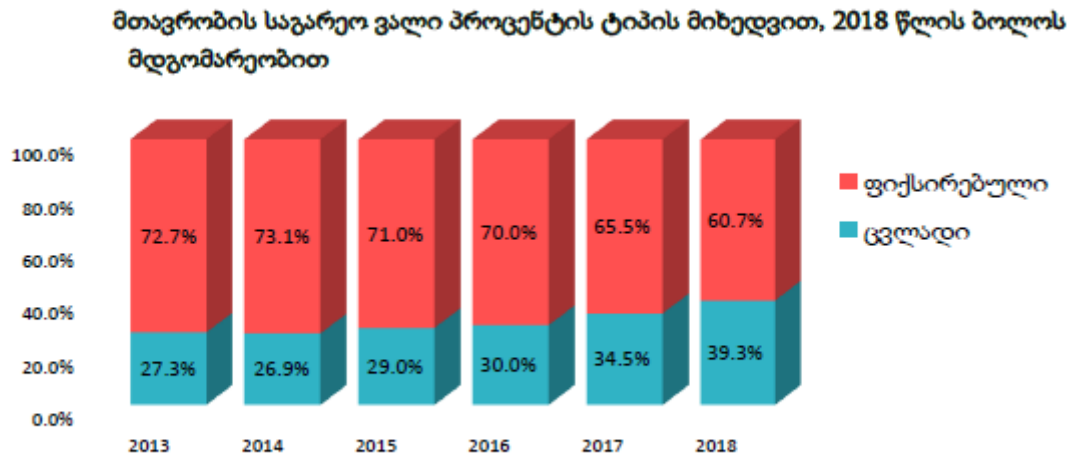
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო
<https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

¹არსებობს ვალთან დაკავშირებული კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი რისკის სახეობა, როგორცაა საპროცენტო რისკი. საპროცენტო რისკი ფასდება მთავრობის ვალში ცვალებადი პროცენტის მქონე და ერთი წლის განმავლობაში დასაფარი სესხების სიდიდის მიხედვით. მართალია ცვალებადი საპროცენტო განაკვეთების მქონე სესხები პოტენციურად უფრო ნაკლებ ხარჯიანია, მაგრამ ასეთი სესხები ქმნიან მერყეობის რისკებს. ბუნებრივია ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთების რისკი შედარებით დაბალია და ამიტომ ცვალებად საპროცენტო განაკვეთებში გათვალისწინებულია საპროცენტო განაკვეთის რისკის პრემიუმიც.

¹ <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

მთავრობის ვალში ფიქსირებული და ცვალებადი საპროცენტო განაკვეთების წილის მნიშვნელობები წლების განმავლობაში ნაჩვენებია შემდეგ დიაგრამა:

დიაგრამა 2.4.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

<https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

აღნიშნული გრაფიკი გვამცნობს, რომ დროთა განმავლობაში იზრდება ცვალებადი საპროცენტო განაკვეთების მქონე სესხების წილი. ევროში აღნიშნული სახის სესხების აღება მიზანშეწონილია ბიუჯეტის ხარჯების კონტრცკლურობის უზრუნველსაყოფად. ვინაიდან მოსალოდნელია, რომ საქართველოსა და ევროკავშირის ეკონომიკური ციკლები დაუახლოვდეს ერთმანეთს მომავალში, ამიტომ საპროცენტო განაკვეთების დინამიკაც დაუახლოვდება ერთმანეთს.

¹ევროში საპროცენტო განაკვეთის ზრდა ასოცირდება უფრო მაღალ აქტივობასთან ევროზონის ქვეყნებში, შესაბამისად უფრო მაღალ აქტივობასთან საქართველოში. ანუ, თუ მოხდა ევროში საპროცენტო განაკვეთის ზრდა სავარაუდოდ საქართველოში ექნება ეკონომიკურ აღმავლობას ადგილი, რაც გაზრდის საბიუჯეტო შემოსავლებს და გაზრდილი საპროცენტო ხარჯიც ავტომატურად დასტაბილურდება.

ახალი სესხის აღება დაკავშირებულია ბიუჯეტის საჭიროებებესა და სესხის ძირითადი თანხების დაფარვასთან. მთავრობას სესხების მოზიდვის რამდენიმე წყარო გააჩნია:

¹ <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

ცხრილი 2.4.

დაფინანსების ტიპები და წყაროები	
ტიპი	დაფინანსების წყარო
საგარეო	სესხები მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საერთაშორისო ბაზარზე
საშინაო	მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საშინაო ბაზარზე

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

<https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

შევეცადოთ თითოეული მათგანის განხილვას. მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისაგან საგარეო სესხი წამოადგენს მთავრობის ვალის ყველაზე დიდ ნაწილს. ქვეყნის ჩამოყალიბებისა და დემოკრატიული, კანონის უზენაესობის პრინციპების დაცვით განვითარებაში დიდი როლი ითამეშა კრედიტორების მხარდაჭერამ. მთავრობის მიერ აღებული ასეთი სესხები ორი სახისაა: 1. სესხი რომელიც განკუთვნილია კონკრეტული პროექტის განსახორციელებლად და 2. სესხი რომელიც მიმართულია მთავრობის რეფორმების მხარდასაჭერად. საბოლოო ჯამში, ორივე ტიპის სესხები ხმარდება მთავრობის კაპიტალურ ხარჯებსა და სესხების ძირითადი თანხის დაფარვას. კრედიტორებისაგან მოზიდული სახსრები საქართველოსთვის სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანია როგორც ტრანზიტული საგზაო ინფრასტრუქტურის, ასევე ქვეყნის ენერგეტიკული დამოუკიდებლობის უზონველყოფისთვის. რატომუნდა აგრარული (მათ შორის გადაუდებელი, მაგალითად წყალმომარაგების, სამუშაოების შესრულება) და ტურიზმის სექტორის დაფინანსებაც მნიშვნელოვანი პროექტებია. ახსანიშნავია რომ აღებულ სესხებს ასევე ექსპერტთა ჯგუფები და გამოცდილებაც მოჰყვებათ მათი სწორად გამოყენების მიზნით.

¹2018 წლის განმავლობაში ბიუჯეტში მოზიდული ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისაგან მიღებულმა სახსრებმა 1379,8 მლნ ლარი შეადგინა, საიდანაც 924,8 მლნ პროგრამული სესხი იყო, ხოლო 455 მლნ. მთავრობის რეფორმების მხარდამჭერი. 2019 წელს მოსალოდნელია 1686,1 მლნ ლარის ოდენობის სესხის მიღება, საიდანაც 1301,1 მლნ. პროგრამული, ხოლო 385 რეფორმების მხარდამჭერი იქნება. იხ.ცხრილი:

¹ <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

ცხრილი 2.5.

სასესხო ხელშეკრულებების ფარგლებში ჩამოსარიცხი საგარეო დაფინანსებები

მლნ ლარი	2018 წლის ფაქტი	2019 წლის პროგნოზი
საპროექტო სესხები		
IDA	17.3	13.1
IBRD	149.1	177.7
IFAD	9.7	6.7
EBRD	15.4	132.7
ADB	281.5	420.6
EIB	356.5	327.3
AIIB	11.3	28.0
CEB	0.0	1.5
NEFCO	0.0	3.0
იაპონია	1.6	50.5
კუვეიტი	7.3	9.2
გერმანია	32.0	75.8
საფრანგეთი/SG	23.0	55.0
სულ:	924.8	1,301.1
მთავრობის რეფორმების მხარდამჭერი სესხები		
AFD	262.5	180.0
KfW	147.5	145.0
EU	45.0	60.0
სულ:	455.0	385.0
სულ ჯამი:	1,379.8	1,686.1

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

<https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

ასევე აღსანიშნავია, რომ საქართველოსთვის მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისაგან მიღებული სახსრები შეღავათიანი და გრძელვადიანია. ასევე აღნიშნულ სესხებს თან ახლავს ექსპერტიზა, გამოცდილება გარკვეულ შემთხვევებში კი საინვესტიციო გარანტიებიც.

ევროზონდების გამოშვება გახლავთ მთავრობის მიერ დაფინანსების მოპოვების კიდევ ერთი საშუალება. აღნიშნული საშუალება გამოიყენება, როდესაც ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზარი არ არის განვითარებული. ასევე, მაგალითად ინფლაციის გადაჭარბებული შეფასებულობის გამო, თუ ადგილობრივ ბაზარზე ფინანსური რესურსის სესხება მაღალ ხარჯებთან ასოცირდება. საერთაშორისო ფინანსური ბაზრები გახლავთ სწორედ ასეთ სიტუაციებში მთავრობის მიერ ფინანსური რესურსების მოძიების წყარო, ამისთვის კი აუცილებელია საქართველოს ცნობადობის ამაღლება საერთაშორისო ბაზრებზე. დღეის მდგომარეობით საქართველოს მიერ გამოშვებული ევროზონდების მოცულობა 500 მლნ აშშ დოლარს შეადგენს, რომლის დაფარვაც უნდა მოხდეს 2021 წელს. აქვე აღსანიშნავია, რომ საერთაშორისო ბაზარზე ახალი ევროზონდების გამოშვება დაკავშირებულია საშინაო და საგარეო ბაზრებზე არსებულ მდგომარეობასთან.

მესამე წყარო მთავრობისთვის ფინანსური რესურსების მოსაზიდად არის ადგილობრივ ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების გამოშვება. მთავრობის ფასიანი

ქალაქების ბაზრის განვითარება აუცილებელია, რათა დაბალი დანახარჯებითა და გონივრული რისკის ფარგლებში მოხდეს ახალი ფინანსური რესურსების მოზიდვა. როგორც ზემოთ ავლინებთ, განვითარების პარალელურად საქართველო დაკარგავს იაფ კრედიტთან წვდომის შესაძლებლობას და შესაბამისად დღის წესრიგში დადგება შიდა ბაზრებიდან ფინანსური რესურსის მოპოვების აუცილებლობის საკითხი.¹

დღეის მდგომარეობით, საქართველოს ფასიანი ქალაქების მფლობელი რეზიდენტები ძირითადად კომერციული ბანკები არიან. იმისათვის კი, რომ განვითარდეს ფასიანი ქალაქების ბაზარი უნდა მოხდეს საპენსიო ფონდების, სხვა ორმხრივი ფონდების და ასევე კერძო ინვესტორების დაინტერესება და მოზიდვა. უცხოელი ინვესტორებისათვის ჩვენს შიდა ბაზარზე თანხის დაბანდების შემაფერხებელი ფაქტორია ბაზრის სიმცირე და ასევე მეორადი ბაზრის განუვითარებლობა. ლიკვიდურობის უზრუნველსაყოფად საჭიროა ფასიანი ქალაქების მოცულობის ზრდა ბაზარზე, რაც ასევე შეამცირებს პროცენტს და რისკებს მათზე. მნიშვნელოვანია, რომ საქართველოს 2018 წლიდან დაიწყო „ბენჩმარკ ბონდების“ გამოშვება. აღნიშნული ობლიგაციები გულისხმობს საკმაოდ მსხვილი ემისიების გაკეთებას ბაზარზე რეგულარულ რეჟიმში. აღნიშნულმა გარემოებამ მოსალოდნელია გამოიწვიოს ინვესტორების დაინტერესება საქართველოს მთავრობის ფასიანი ქალაქების მიმართ და შესაბამისად განვითარდეს შიდა ფასიანი ქალაქების ბაზარი.

ვალის მართვის სტრატეგიის მთავარი მიზნების მისაღწევად მომავალ წლებში იგეგმება მთვრობის ფასიანი ქალაქების გამოშვების ეტაპობრივი ზრდა. ასევე მნიშვნელოვანია „ბენჩმარკ ბონდების“ გამოშვების პარალელურად მოხდეს ჩვენთვის ახალი ინსტრუმენტის, გამოსყიდვის ოპერაციების (Buy-back) დანერგვა, რათა მოხდეს რეფინანსირების რისკების უკეთ მართვა.

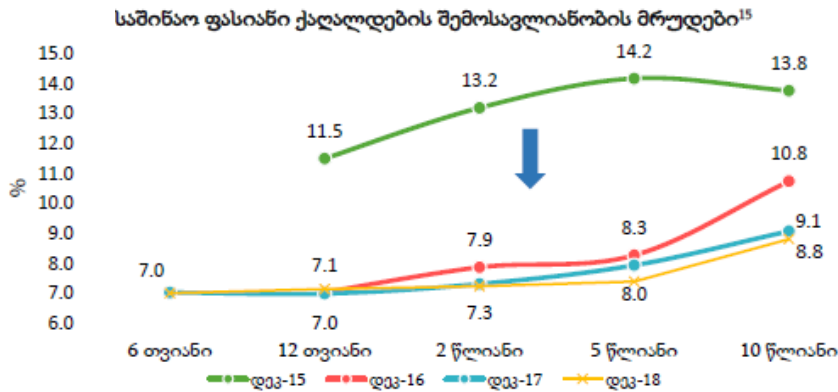
²2014-2015 წლებში რეგიონსი განვითარებულმა რთულმა ვითარებამ განაპირობა საქართველოს მთავრობის ფასიანი ქალაქდება უარყოფითი გავლენის მოხდენა. ლარის გაუასურებამ აშშ დოლართან მიმართებაში მნიშვნელოვანი უარყოფითი გავლენა იქონია ფასიანი ქალაქებზე, ასევე რეგიონში სიტუაციის გაუარესებამ გაზარდა

¹ <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

² <https://mof.ge/4806>

საპროცენტო განაკვეთებიც. კარგია, რომ აღნიშნული შორევი მოკლევადიანი აღმოჩნდა და ის მილევად პროცეში მალევე გადავიდა, შესაბამისად საპროცენტო განაკვეთებიც შემცირდა. აღსანიშნავია, რომ საპროცენტო განაკვეთების შემცირების ტენდენცია შეინიშნება მიმდინარე პერიოდშიც (იხ.გრაფიკი):

გრაფიკი 2.9.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

<https://mof.ge/4806>

იმისათვის, რათა გაანალიზდეს თუ რომელი საშუალებებით მოიზიდოს მთავრობამ ფინანსური რესურსები, საჭიროა შედარდეს სხვადასხვა წყაროების ფინანსური პირობები ერთმანეთს.

მართალია პირველადი შეხედვით საგარეო სესხებზე საპროცენტო განაკვეთები ნაკლებია საშინაო სესხებთან შედარებით, თუმცა საშინაო სესხები დაზღვეულია გაცვლითი კურსისა და სტერილიზაციის რისკისაგან და შესაბამისად მასზე ფინანსური დანახარჯები ნაკლებია. აღნიშნული გარემოება დამტკიცდა ბოლო პერიოდში აშშ დოლარის მნიშვნელოვანი გამყარებით სხვა ვალუტებთან მიმართებაში, შედეგად სახეზეა ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული სესხების უპირატესობა.

ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული სახელმწიფოს მხრიდან გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების მოცულობის გაზრდა განავითარებს ადგილობრივ ფინანსურ ბაზარ და შესაბამისად მომავალში კერძო სუბიექტებსაც შეეძლებათ უფრო იაფი და დიდი მოცულობის სახრსების მიღება.

კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი თვისება ადგილობრივ ბაზარზე აღებული სესხებისა მათი არაინფლაციური ხასიათია, კერძოდ, რა რაოდენობითაც ხდება ეკონომიკიდან ფულის ამოღება ზუსტად იგივე რაოდენობით მიეწოდება ბაზარს. ვინაიდან ჯერ არ არის ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზარი განვითარებული, ამიტომ „გამოდევნის ეფექტს“ ადგილი ვერ ექნება. და მეტიც, ვინაიდან შევთანხმდით, რომ მთავრობის მიერ ფასიანი ქაღალდების მიწოდება ავითარებს ადგილობრივ ფინანსურ ბაზარს, ამიტომ კერძო ფინანსური რესურსების მაძიებლებსაც მეტი შანსი უჩნდებათ ახალი რესურსების მოსაპოვებლად.

მიმდინარე პერიოდში საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე აღებული სესხების პირდაპირი და ირიბი დანახარჯები მეტია ვიდრე კრედიტორებისაგან მიღებული სახსრები. ამის განმაპირობებელი მთავარი მიზეზი კი საქართველოს ნაკლებ ცნობადობა გახლავთ საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებზე¹.

ყოველივე ზემოთქმული აღწერილია ხარისხობრივი შედარების ცხრილში:

ცხრილი 2.6.

დაფინანსების წყაროების შედარებითი უპირატესობები

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

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

<https://mof.ge/4806>

¹ <https://mof.ge/4806>

ამ ცხრილიდანაც ჩანს, რომ უამრავი პარამეტრით საშინაო დაფინანსება ჯობნის დანარჩენი დაფინანსების წყაროებს.

აღსანიშნავია, რომ დასკვნის სახით მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიული დოკუმენტის მომზადებისთვის განხილული და გაანალიზებული იქნა 2019-2021 წლებისთვის მთავრობის მიერ ფინანსური რესურსების მოძიების 4 შესაძლო სცენარი¹:

1.ფინანსური რესურსების მოძიება ხდება მთლიანად მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისაგან.

2.ფინანსური საჭიროებების უზრუნველყოფა ხდება მთლიანად ევრობონდების გამოშვებით.

3.ფინანსური საჭიროებების დაკმაყოფილება ხდება მთლიანად ადგილობრივ ბაზარზე მოზიდული სახსრებით (საშინაო დაფინანსების წყარო).

4.ფინანსური რესურსები მოიზიდება, როგორც მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისაგან, ასევე შიგა და საგარეო ბაზარზე დაფინანსების მოპოვებით.

აღნიშნული სცენარები განხილული იქნა სხვადასხვა სახის რისკების შემთხვევაში (გაცვლითი კურსის, საპროცენტო დ.ა.შ) და აღმოჩნდა, რომ დივერსიფიცირებულობის მიუხედავად მე-4 სცენარს აჯობა მე-3 სცენარმა და ის საუკეთესო აღმოჩნდა. საუბარია შიგა ბაზარზე მოძიებული სახსრებით დაფინანსების უპირატესობაზე.

ვინაიდან ადგილობრივი ფინანსური ბაზრის განვითარების მაჩვენებელი არ იძლევა დაფინანსების სრულად შიგა წყაროებიდან მოძიების საშუალებას, ამიტომ 2019-2021 წლებში იგეგმება როგორც შიგა ასევე გარე დაფინანსების მოზიდვის წყაროების გამოყენება (მე-4 სცენარი). სტრატეგიაში დასახული მიზნების მისაღწევად გამოიყოფა 2021 წლისთვის შემდეგი მიმართულებები²:

რეფინანსირების რისკის შემცირებისთვის მთავრობა გეგმავს საშინაო ბაზარზე საშუალო და გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების წილის ზრდას, მომავალშიც შენარჩუნდება საგარეო ვალებში საშუალო და გრძელვადიანი სესხების აღების წილის

¹ <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

² <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

ზრდა, 2019 წელს შემუშავებული იქნება 2021 წლისთვის დასაფარი ევრობონდების გეგმა, იგეგმება 1 წელიწადში დასაფარი სესხების ძირითადი თანხის პროცენტულმა წილმა არ გადააჭარბოს 20 %-ს და ბოლოს მნიშვნელოვანია საშვალ ვადიანობის მაჩვენებელი (ATM) და გეგმის თანახმად მნიშვნელოვანია, რომ ის არ ჩამოსცდეს 5,5 წელს.

საპროცენტო განაკვეთთან დაკავშირებული რისკის მართვა მოიცავს შემდეგ ნაბიჯებს: 2018 წლისთვის მთავრობის მთლიან ვალში ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების წილი 60,7% იყო, რაც კარგი მაჩვენებელია და უნდა გაკონტროლდეს, რომ ეს მაჩვენებელი არ ჩამოსცდეს 40 %-ს; საპროცენტო რისკის შეფასების მთავარ მაჩვენებლად განიხილება მთავრობის ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების საშუალო ვადიანობა (ATR). მნიშვნელოვანია აღნიშნული მაჩვენებელი არ ჩამოსცდეს 2 წელს; ასევე კიდევ ერთ მაჩვენებლად გამოდგება მთავრობის ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების მაჩვენებელი, რომელიც მიზანშეწონილია არ ჩამოსცდეს 70%-ს.

რაც შეეხება სავალუტო რისკს, ამჟამად საქართველოს მთავრობის ვალის 81,3% შედგება საგარეო ვალისაგან, შესაბამისად 18,7 % შიგა ვალია. 2021 წლისთვის დაგეგმილია შიგა ვალის პროცენტული წილის ეტაპობრივად გაზრდა ჯერ 20%-მდე, ხოლო გრძელვადიან პერიოდში ამ მაჩვენებელმა 35%-ს უნდა მიაღწიოს.

¹2021 წლისთვის სტრატეგიული მიზნები თვალსაჩინოდაა გამოსახული შემდგომ ცხრილში:

¹ <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

ცხრილი 2.7.

სტრატეგიული მიზნები 2021 წლისთვის¹⁶

რისკის სახეები	ინდიკატორები	2018 წლის მონაცემები	2021 წლის მიზნობრივი ზღვრები
რეფინანსირების რისკი	1 წელიწადში დასაფარი ძირითადი თანხა (%-ად მთლიანთან), მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	11.5%	მაქს. 20.0%
	ATM მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	7.3	მინ. 5.5
საპროცენტო განაკვეთის რისკი	ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე მთავრობის ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში	60.7%	მინ. 40.0%
	ATR მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	3.7	მინ. 2.0
სავალუტო რისკი	1 წლის განმავლობაში, მთავრობის მთლიან ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების პროცენტული მაჩვენებელი	42.3%	მაქს. 70.0%
	საშინაო ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში	18.7%	მინ. 20.0%

წყარო: <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

საბოლოო ჯამში მთავრობამ ვალის მართვის სტრატეგიული მიზნების მისაღწევად შეიმუშავა სამოქმედო გეგმა. აღნიშნული სამოქმედო გეგმა მოიცავს 6 ძირითად მიმართულებას, როგორებიცაა: 1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ლიკვიდურობის ზრდა-ბენჩმარკ ბონდების მიწოდებით ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების მოცულობა გაიზრდება, ასევე სსფ-სა და მსოფლიო ბანკის საერთაშორისო გამოცდილებით შეძენილი რჩევები ახალი ინსტრუმენტების დასანერგად. 2. ბაზარზე პირველადი დილერების სისტემის (PD) დანერგვა- პირველადი დილერების სისტემის შექმნა, მათი ჯგუფის დაკომპლექტება და სამუშაო გეგმის დადგენა, სისტემის დანერგვისთვის საკანონმდებლო ცვლილებები, საპილოტე სისტემის ამუშავება, საპილოტედან სრულფასოვან სისტემაზე გადასვლა. 3. ვალდებულებების მართვის ოპერაციების დანერგვა (LMO)- უკან გამოსყიდვის ინსტრუმენტის დანერგვა (buy-back), საკანონმდებლო ცვლილებების მომზადებისთვის საერთაშორისო ოგანიზაციების ჩართულობა, ვალის აღრიცხვის არსებულ სისტემაზე გამოსყიდვის ოპერაციების დამატება, ასევე გაცვლის (Switch) ოპერაციების დანერგვის შესაძლებლობის ანალიზი.

4. მთავრობის ფასიანი ქაღალდებით საერთაშორისო ინვესტორების დაინტერესება-ბაზრის მონაწილეებსა და პოტენციურ ინვესტორებთან უწყვეტი დიალოგის რეჟიმში ყოფნა, მათთან კომუნიკაციის სტრატეგიის შემუშავება, „როდ შოუების“ მოწყობა, ინვესტორებისთვის ვებინარების მოწყობა და სრული სტატისტიკურ-ანალიტიკური მასალის მიწოდება. 5. რისკების ეფექტიანი მართვისთვის ევრობონდების რეფინანსირების გეგმის შემუშავება- ყველა პოტენციურ ინვესტორთან შეხვედრების გამართვა, კონსულტაციები WB-სა და IMF-თან, ოფიციალური რეზერვების შეფასება და მისგან გამომდინარე რეფინანსირების შესაძლებლობის დადგენა. 6. ფიზიკური პირებისათვის მთავრობის ფასიან ქაღალდებზე წვდომის გამარტივება- მსოფლიოს მრავალი ქვეყნების გამოცდილების ანალიზი და საუკეთესო პრაქტიკის შესწავლა, ელექტრონული სისტემის შემუშავება და დანერგვის შესახებ გადაწყვეტილების მიღება¹.

2.2. საქართველოს სახელმწიფო ვალის მდგრადობის ანალიზი

სახელმწიფო ვალის მდგრადობის ანალიზის მთავარ მიზანს წარმოადგენს იმის შეფასება, თუ რამდენად ძალუმს მთავრობას მოემსახუროს ვალდებულებებს სამუალო და გრძელვადიან პერიოდში. საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოქვეყნებული მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი დაფუძნებულია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ აღიარებულ კვლევის მეთოდოლოგიაზე².

მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი მოიცავს შესაძლო უარყოფითი სცენარების განვითარების შესაძლებლობას და შესაბამისად ეხმარება მთავრობას მზად იყოს ალტერნატიული სცენარების განვითარებისთვის.

სხვადასხვა მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების არსებული და ალტერნატიული (ნეგატიური) სცენარების გამოყენებით ჩატარებულია ეკონომეტრიკული კვლევა.

აღნიშნულ სცენარში საბაზისო ვარიანტი წარმოადგენს მოვლენის განვითარების, არსებულ ტენდენციებზე დაყრდნობილ, სცენარს, რომლის მოხდენის ალბათობაც

¹ <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

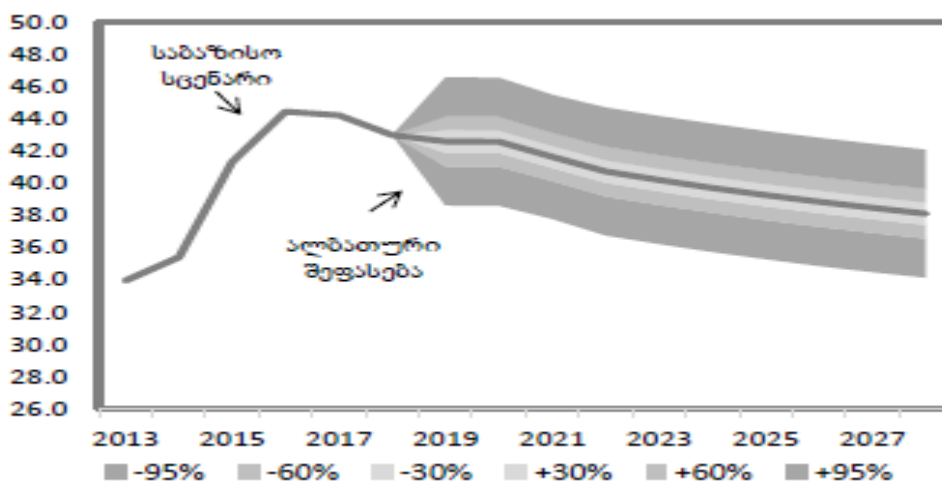
² <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/070105.pdf>

ყველაზე მაღალია საშუალოვადიან პერიოდში. სწორედ საბაზისო სცენარის საფუძველზე დგინდება სახელმწიფო ბიუჯეტის პროექტი.

რაც შეეხება ალტერნატიულ სცენარს მისი ჩატარება ხდება ძირითად მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე შოკების გათვალისწინებით (GDP-ის შოკი, რეალური საპროცენტო განაკვეთის შოკი, სახელმწიფო ბიუჯეტის პირველადი ბალანსის შოკი, ნომ. გაცვლითი კურსის შოკი, პირობითი ვალდებულებების შოკი და კომბინირებული შოკი). აღნიშნული ეკონომეტრიკული კვლევის დროს გამოყენებული სტატისტიკური მასალები და ეკონომეტრიკული აპარატი მოცემულია ნაშრომის დანართში (იხ. დანართი 1. და დანართი 2.). როგორც დანართი 2.- დან ვხედავთ ყველა გრაფიკზე ნებისმიერი სახის შოკი მომავალში იწვევს სახელმწიფო ვალის გაზრდას, თუმცა აღსანიშნავია, რომ სახელმწიფო ვალი მომავალში ინარჩუნებს კლებად ტენდენციას. როგორც ჩატარებული სცენარებიდან ირკვევა ვალის ყველაზე დიდი გადახრა ფიქსირდება ნომინალური გაცვლითი კურსის შოკის პირობებში, რაც კიდევ ერთხელ ადასტურებს, რომ საჭიროა ვალის ეროვნულ ვალუტაში დენომინირება.

¹გაერთიანებული შოკების გავლენას მთავრობის ვალზე წარმოგვიდგენს შემდეგი გრაფიკი:

გრაფიკი 2.10.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <https://mof.ge/images/File/DMS-GEO-2019-2021.pdf>

¹ <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/070105.pdf>

ასევე აღსანიშნავია, რომ არცერთი სცენარის მიხედვით სახელმწიფო ვალი არ სცდება „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“ დოკუმენტით განსაზღვრულ დასაშვებ ზღვარს.

¹ნაშრომის ბოლოს დამატებით მოყვანილი დანართი 3. და დანართი 4.-ც რომლებიც ეხება მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზის დროს გამოყენებულ სტატისტიკურ მასალასა და ჩატარებული სცენარების ამსახველ გრაფიკს, გვამცნობენ, რომ მთავრობის ვალის მდგრადობა საშუალო და გრძელვადიან პერიოდშიც შენარჩუნებული იქნება.

2.3 სახელმწიფო ვალის აღივსვის მეთოდოლოგია

არსებობს მოსაზრება, რომ საქართველოს სახელმწიფო ვალის აღივსვის მეთოდოლოგია საერთაშორისო სტანდარტებს არ შეესაბამება. აღნიშნული ქვეთავი დავუთმობთ სწორედ აღნიშულ მეთოდოლოგიას.

ქვეყანაში მოღვაწე არასამთავრობო სექტორი, რომელიც სახელმწიფო ვალს იკვლევდა, მიუთითებს სახელმწიფო საკუთრებაში არსებული საწარმოების ფინანსურ ანგარიშგებასა და მათზე პოლიტიკური გავლენის პრობლემებზე. სახელმწიფო საწარმოების მიერ აღებული ვალი ფინანსთა სამინისტროს მეთოდოლოგიით არ აღირიცხება როგორც მთავრობის ვალი. აღნიშნულ საკითხს საერთაშორისო ფინანსური ორგანიზაციების ნაწილის მეთოდოლოგიას არ შეესაბამება, რადგანაც, მიუხედავად იმისა, რომ სახელმწიფო საწარმოების მიერ აღებულ სესხებზე მთავრობის ხელმოწერა არაა და იგი არ წარმოადგენს მთავრობის პირდაპირ ვალდებულებას, თუმცა ასეთი საწარმოს გაკოტრება/ლიკვიდაციის დროს მისი ვალების გასტუმრება სახელმწიფოს მოუწევს.

აღსანიშნავია, რომ საქართველოს ეროვნული ბანკიც იკვლევს საგარეო ვალის სტატისტიკას და მისი მეთოდოლოგია შეესაბამება სსფ-ს მეთოდოლოგიას. მის თანახმად ქვეყნის მთლიანი საგარეო ვალი არის მოცემული მომენტისათვის ფაქტიური, უპირობო ვალდებულებების გადაუხდელი თანხა, რომელიც მოითხოვს ამ ქვეყნის

¹ <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2005/070105.pdf>

რეზიდენტის მიერ არარეზიდენტისათვის ძირითადი ან/და პროცენტის გადასახადს მომავალი დროის რომელიმე მომენტში.

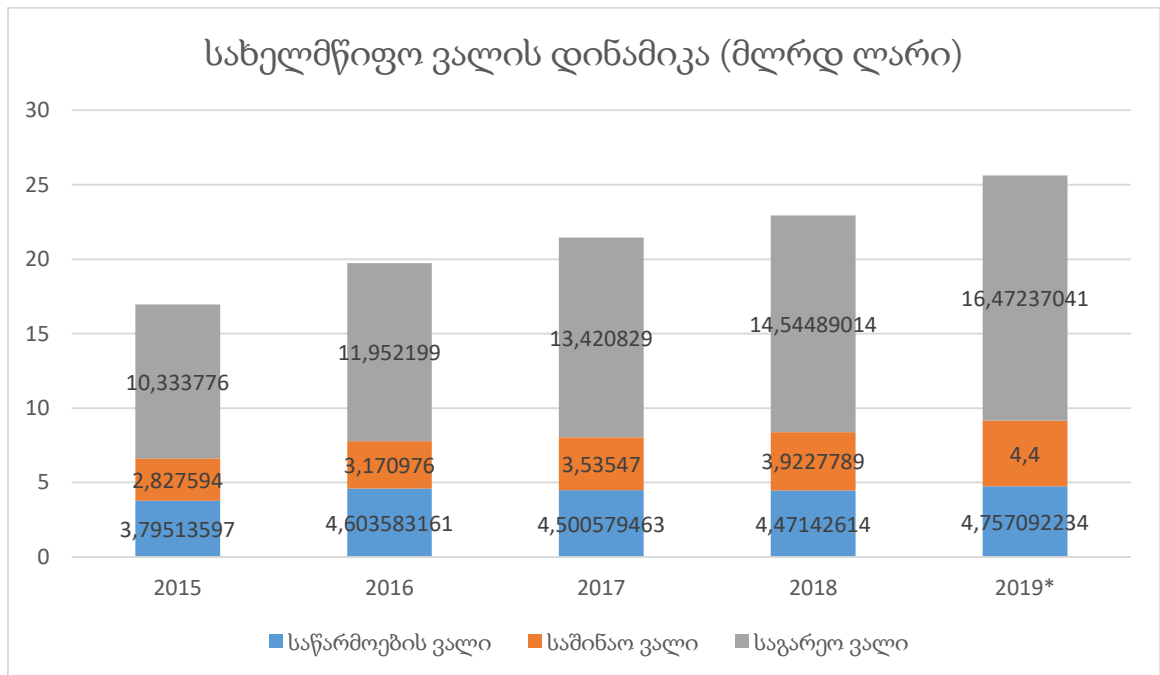
საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები ეყრდნობა საქართველოს ტერიტორიაზე მოქმედი კომერციული ბანკების, სადაზღვეო კომპანიებისა და მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების კვარტალურ და თვიურ ანგარიშებს.

¹IMF-ის, WB-სა და საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული მონაცემებით ვარკვევთ, რომ სახელმწიფო საწარმოების მიერ აღებული ვალი 2019 წლისთვის 4,48 მლრდ ლარს შეადგენს, რა მონაცემების სახელმწიფო ვალში შეყვანაც მის GDP-სთან თანაფარდობის მაჩვენებელს გვიზრდის, თუმცა ის მაინც „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ აქტის“ დასაშვებ ზღვარში ზის. აღსანიშნავია, რომ ეკონომიკური განვითარების შესახებ სტრატეგიის დოკუმენტში სახელმწიფო ვალის GDP-სთან თანაფარდობის დასაშვები ზღვარი 40% უნდა იყოს, რაც სახელმწიფო საწარმოების ვალების გათვალისწინებით შეუძლებელი აღმოჩნდება. აღსანიშნავია, რომ საერთაშორისო სავალუტო ფონდიც გამოყოფს აღნიშნული ზღვარის მნიშვნელობას, თუმცა მათი შეფასებით ეს მაჩვენებელი 50%-ია. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ გამოყოფილია ასევე სხვა ინდიკატორებიც, მაგალითისთვის: სახელმწიფო ვალის მაჩვენებელს პროცენტულად საბიუჯეტო შემოსავლებთან და ექსპორტთან. რაც ჩვენი ქვეყნის შემთხვევაში რეკომენდაციის შესაბამისად არ უნდა აღემატებოდეს 300%-სა და 200%-ს.

ჩვენ კვლევაში გავითვალისწინოთ ზემოაღნიშნული მეთოდოლოგია და ვნახოთ, თუ რა შედეგს მივიღებთ სახელმწიფო ვალის კუთხით. იხ.დიაგრამა:

¹ <https://www.imf.org/en/Countries/GEO>, <https://www.worldbank.org/en/country/georgia/overview>
<https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

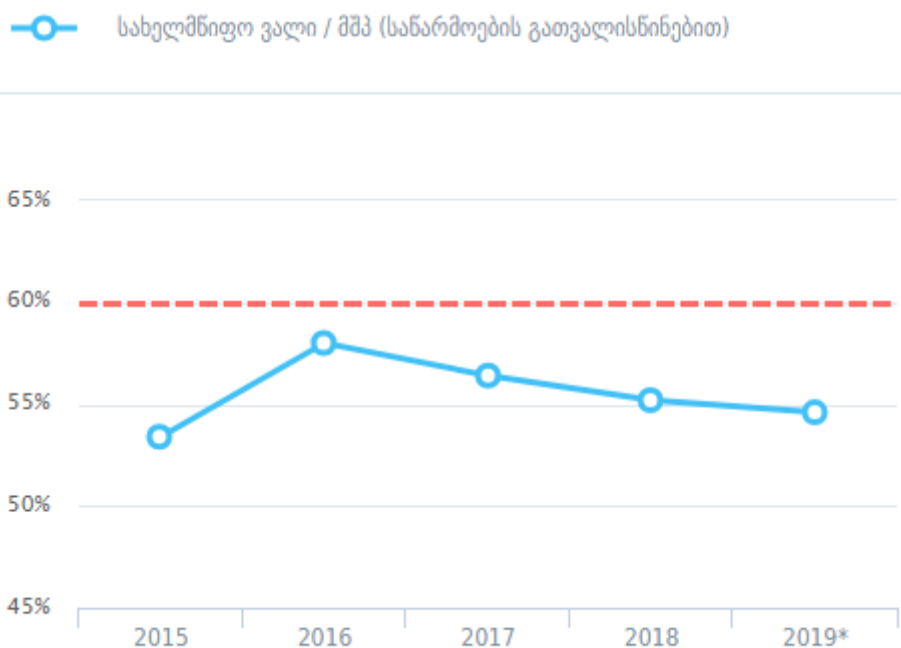
დიაგრამა 2.5.



წყარო: სახელმწიფო აუდიტის სამსახური, <https://budgetmonitor.ge/ka/debt>

ასევე დავაკვირდეთ სახელმწიფო ვალის თანაფარდობას GDP-სთან %-ულ მაჩვენებლებს:

გრაფიკი 2.11.



წყარო: სახელმწიფო აუდიტის სამსახური, <https://budgetmonitor.ge/ka/debt>

და აქვე ცხრილსაც:

ცხრილი 2.8.

	2018	2019*	IMF-ის ზღვარი	კანონი „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“	„საქართველო 2020-ის“ ზღვარი
სახელმწიფო ვალი / მშპ	55.2%	54.6%		60%	40%
სახელმწიფო ვალი / ექსპორტი	97.5%	89.6%	200%		
სახელმწიფო ვალი / შემოსავლები	216.5%	233.8%	300%		
საგარეო ვალის მომსახურება / შემოსავლები	9.3%	11.9%	22%		
საგარეო ვალის მომსახურება / ექსპორტი	4.2%	4.6%	25%		

წყარო: სახელმწიფო აუდიტის სამსახური, <https://budgetmonitor.ge/ka/debt>

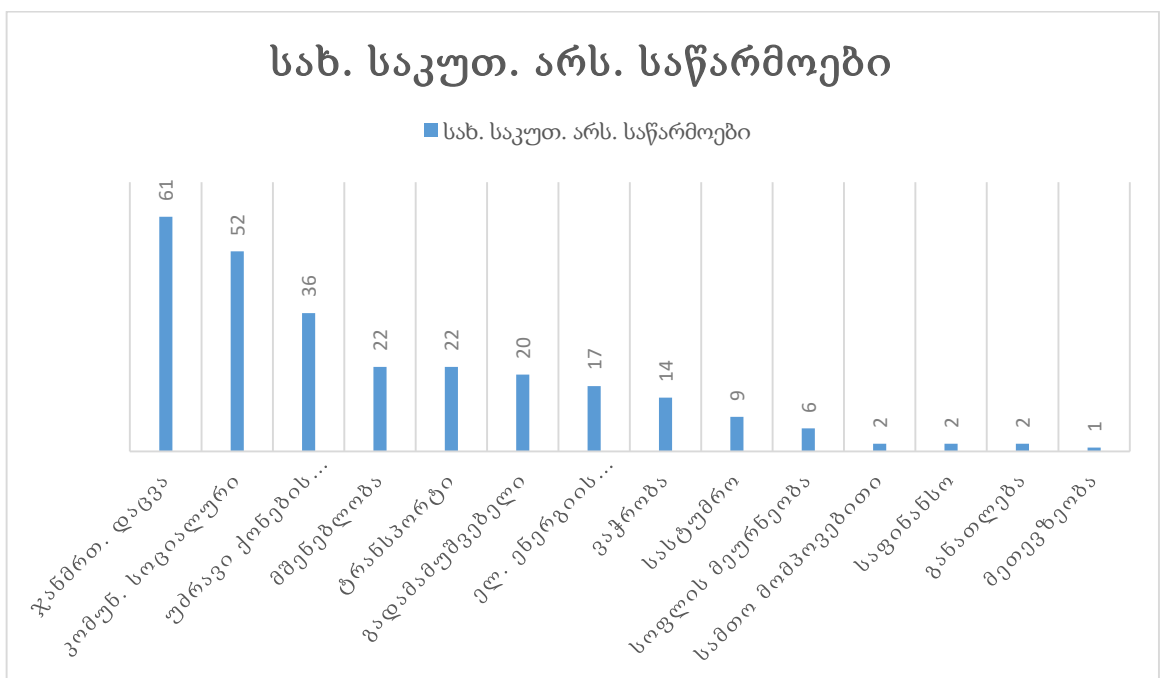
როგორც ცხრილიდან და შესაბამისად გრაფიკიდანაც ჩანს 2019 წლის წლის სახელმწიფო ვალის მთლიან შიგა პროდუქტთან თანაფარდობის პროცენტული მაჩვენებელი, სახელმწიფო საწარმოების ვალის გათვალისწინებით, აღემატება „საქართველო 2020“ დოკუმენტის მიერ დადგენილ ზღვარს. სხვა ყველა მაჩვენებლით ყველა დადგენილ ზღვარში ჯდება მონაცემები.

აღსანიშნავია, რომ 2016 წელს სახელმწიფო ვალის თანაფარდობის მაჩვენებელი GDP-სთან მიუახლოვდა 60% იან ზღვარს და შეადგინა 58,8 % რაც საგანგაშო მაჩვენებელი იყო, თუმცა შემდგომ წლებში მაჩვენებლები დასტაბილურდა და დღეის მდგომარეობით 54,6%-ს შეადგენს.

საინტერესოა იმის ნახვაც თუ რას „ვინ არიან“ სახელმწიფო საწარმოები და როგორ იღებენ ვალს. სახელმწიფო საწარმოები მეწარმეთა შესახებ და სახელმწიფო საკუთრების შესახებ საქართველოს კანონმდებლობით რეგულირდებიან. საქართველოში შესაძლოა შევხვდეთ, როგორც სააგციო საზოგადოების, ასევე შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოების სახით. 2017 წელს ფისკალური რისკების ანალიზისთვის ფინანსთა სამინისტროს მიერ მომზადებულ სახელმძღვანელოში შეგვიძლია მოვიძიოთ ჩვენთვის

საინტერესო სტატისტიკური ინფორმაცია. ამ სახელმძღვანელოში (რისკის ფაქტორიდან გამომდინარე) აღრიცხულია სახელმწიფო საწარმოები, რომელთა ბრუნვაც აღემატება 200 ათას ლარს ან/და გაცემული ხელფასი აჭარბებს 15000 ლარს. ასეთი სახელმწიფო საწარმოები სულ 266-ია, აქედან 175 ცენტრალური და 91 ადგილობრივი ხელისუფლებების დაქვემდებარებაში. 175-დან 106 შემთხვევაში სახელმწიფო 100% ის მფლობელია, 33-ში 50%-ზე მეტს ფლობს, ხოლო 36-ში 50%-ზე ნაკლებს. სექტორების მიხედვით ამ საწარმოთა განაწილება წარმოდგენილია დიაგრამაზე:

დიაგრამა 2.6.

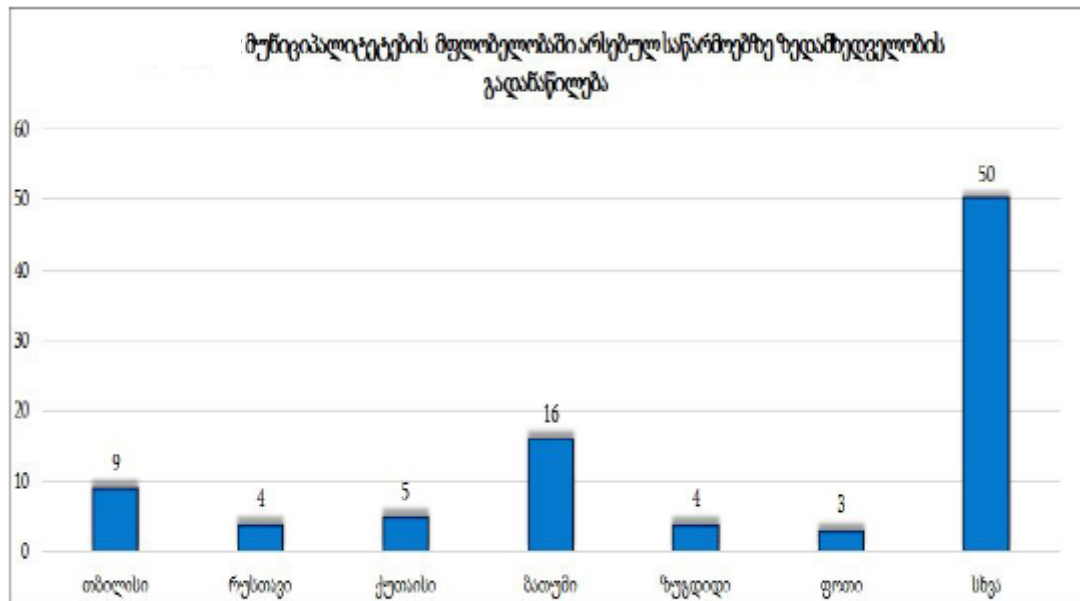


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, <https://sao.ge/files/auditi/efegtianobis-angarishi/2015/sacarmotamartva.pdf>

აქვე აღსანიშნავია, რომ ყველაზე დიდი რაოდენობით საწარმოები ქონების ეროვნული სააგენტოს დაქვემდებარებაშია და ის 137-ს შეადგენს.

რაც შეეხება მუნიციპალიტეტების მფლობელობაში არსებული საწარმოების განაწილებას, მასზე შემდეგი დიაგრამა გვიქმნის წარმოდგენას:

დიაგრამა 2.7.

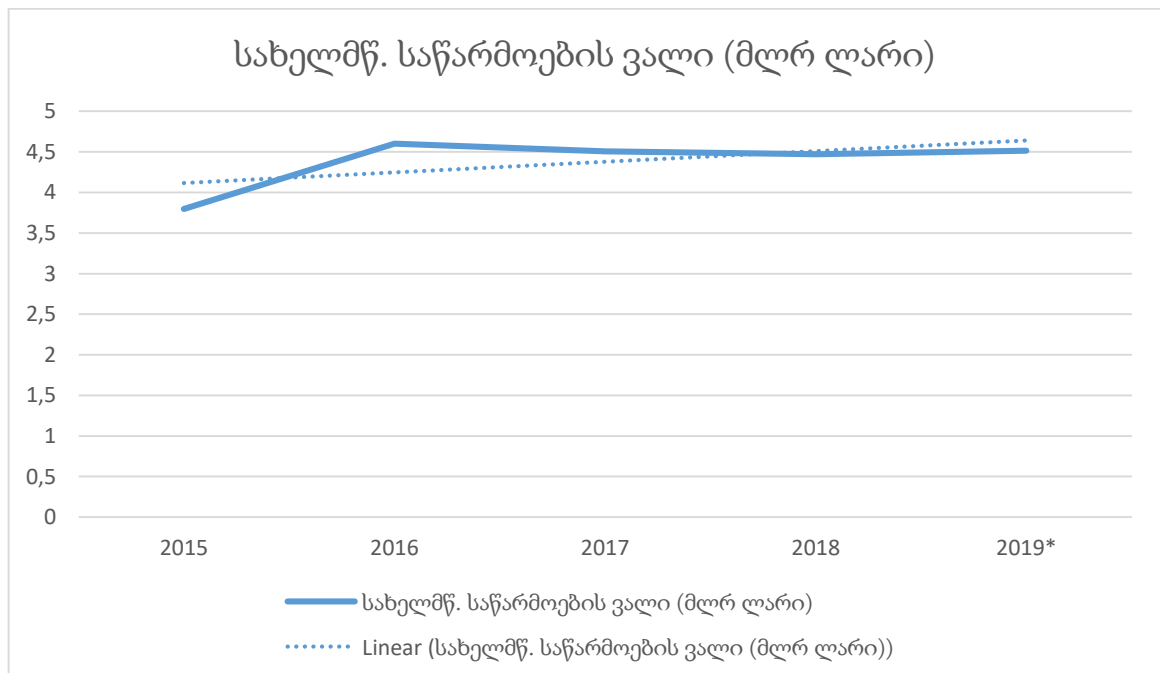


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო - ფისკალური სისტემის მართვით აღწერის უწყისი ანგარიში

<https://sao.ge/files/auditi/efeqtianobis-angarishi/2015/sacarmota-martva.pdf>

რაც შეეხება სახელმწიფო საწარმოების ვალის დინამიკას, მასზე შთაბეჭდილებას შემდეგი გრაფიკი გვიქმნის:

გრაფიკი 2.12.



წყარო: <https://budgetmonitor.ge/ka/debt>

აღსანიშნავია, რომ 2016 წლიდან სახელმწიფო საწარმოების ვალების დასტაბილურება შეინიშნება.

სახელმწიფო ვალის აღრიხვის მეთოდოლოგიის დახვეწა აუცილებელია, რადგან როგორც ზემოთ მოყვანილი გრაფიკებიდან ირკვევა, მეტ-ნაკლებად, თუმცა მაინც ცვლის სახელმწიფო საწარმოების ვალების გათვალისწინება სახელმწიფო ვალის სურათს. სახელმწიფო ვალის ზუსტი რაოდენობის დასადგენად პირველ რიგში, საჭიროა მისი ზუსტი განმარტების ჩამოყალიბება. IMF-ი სახელმწიფო ვალს განმარტავს, როგორც სამთავრობო სექტორისა და სახელმწიფო კორპორაციების ვალის ჯამს. სადაც სამთავრობო სექტორის ვალი მოიცავს ცენტრალური, ადგილობრივი და ავტონომიური რესპუბლიკების მთავრობების ვალს. სახელმწიფო კორპორაციების ვალებში კი იგულისხმება სახელმწიფო არასაფინანსო კორპორაციებისა და სახელმწიფო ფინანსური კორპორაციების (ცენტრალური ბანკი და სხვა ფინან. კორპ.) ვალების ჯამს.

GFSM (საჯარო ფინანსების სტატისტიკის მეთოდოლოგიის) მიხედვითაც სახელმწიფო ვალში შესულია სახელმწიფო კორპორაციების ვალები.

აღსანიშნავია, რომ მსოფლიო ბანკის მიერ დადგენილი მეთოდოლოგიის თანახმად პირდაპირი სახელმწიფო ვალი განიმარტება, როგორც მხოლოდ ცენტრალური, ადგილობრივი, ავტონომიური რესპუბლიკების მთავრობებისა და მათი შტოების ვალების ჯამი, ხოლო სახელმწიფო სხვა დაწესებულებებისაგან აღებულ ვალს მსოფლიო ბანკი აერთიანებს სახელმწიფოს მიერ გარანტირებულ ვალად. საბოლოო ჯამში მსოფლიო ბანკის მეთოდოლოგიის მცირედი განსხვავებულობის მიუხედავად სახელმწიფო კორპორაციების ვალებიც არ რჩება გათვალისწინებელი სახელმწიფო ვალში.

რომ დავუბრუნდეთ საქართველოს პრაქტიკას, სახელმწიფო ვალის შესახებ კანონის თანახმად: „საქართველოს სახელმწიფო ვალი-საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და მისი გარანტიით სხვა ორგანოების /დაწესებულებების მიერ დადებული ხელშეკრულებებით აღებული , ეროვნული ვალუტით გამოსახული , აგრეთვე საქართველოს სახელით საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ ეროვნული ან უცხოურ კონვერტირებად ვალუტაში დენომინირებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსებიდან მიღებული და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ საქართველოსთვის დამტკიცებული საფინანსო რესურსიდან მიღებული

¹ <https://budgetmonitor.ge/components/files/valis-martva.pdf>

სახელმწიფო საშინაო და საგარეო ვალების ჯამური თანხაა .”¹ აღნიშნული განმარტება არაა მკაფიო. ამ განმარტების გაანალიზებით ვგებულობთ, რომ ვალი რომ იქნას აღიარებული სახელმწიფო ვალად, საჭიროა ფინანსთა სამინისტრო მონაწილეობდეს ვალის აღების პროცესში, თუმცა ფინანსთა სამინისტროს ჩართულობა ვალის აღების შემთხვევების პროცესში მკაფიო არ არის. აღნიშნულ პრობლემას სახელმწიფო აუდიტის სამსახურიც მიუთითებს.

ამ ქვეთავის დასკვნის სახით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ სახელმწიფო ვალის მეთოდოლოგიაში ხარვეზის მიუხედავად ამ ეტაპზე სახელმწიფო ვალის მაჩვენებელი ინდიკატორები ნორმის ფარგლებშია და საგანგაშო არაფერია. პრობლემა რჩება სახელმწიფო ვალის დაანგარიშების მეთოდოლოგია, რომელიც, როგორც აღმოჩნდა, საერთაშორისო სტანდარტებს სცდება.

გასათვალისწინებელია ისიც, რომ ფინანსთა სამინისტროს მიერ ჩატარებულმა კვლევამ აჩვენა, რომ სახელმწიფო საწარმოთა 40% შეფასდა როგორც რისკიანად. აღსანიშნავია, ასევე საწარმოების უმეტესობაში სრულყოფილი ფინანსური ინფორმაციის მოძიების შეუძლებლობაც. პრობლემაა აღნიშნული საწარმოების მხრიდან სხვადასხვა ფ/პ-სათვის ინფორმაციის გაუცემლობაც. ამ ყველა პრობლემის გათვალისწინებით, საჭიროა: მთავრობის მხრიდან სახელმწიფო საწარმოების საქმიანობის დეტალური ანალიზი, ერთიანი ბაზის შექმნა, სადაც სახელმწიფო საწარმოების ფინანსური ინფორმაცია იქნება მოცემული, საჭიროა სახელმწიფო ვალის შესახებ კანონის ცვლილება/დახვეწა. იმის მკაფიოდ დადგენა, თუ რომელი სტანდარტის როლმეტი კრიტერიუმით ხელმძღვანელობს სახელმწიფო.

¹ <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/32452?publication=12>

3. საქართველოს სახელმწიფო ვალის მდგომარეობის ძირეული ანალიზი

3.1. საქართველოს სახელმწიფო ვალი დღეს

სახელმწიფო ვალის მდგრადობა საქართველოს სუვერენული საკრედიტო რეიტინგის ერთ-ერთი მთავარი ძლიერი მხარეა, რაც აღიარებულია საქართველოსთან მომუშავე საერთაშორისო სარეიტინგო სააგენტოების მიერ, მათ შორის „Standard & poor’s“-ისა და “Moody’s”-ის მიერ (იხ. ცხრილი)¹

ცხრილი 3.1.

თარიღი	Fitch	Moody's	S&P
2018	BB- (Positive)		
2017	BB- (Stable)	Ba2 (Stable)	
2016	BB- (Stable)	Ba3 (Stable)	
2015	BB- (Stable)	Ba3 (Positive)	
2014	BB-	Ba3 (Positive)	
2013	BB- (Stable)	Ba3 (Stable)	
2012	BB- (Stable)	Ba3 (Stable)	BB- (Stable)
2011	B+	Ba3 (Stable)	BB-
2010	B+ (Negative)	Ba3 (Stable)	B+

Agency	Rating	Outlook	Date
S&P	BB-	positive	Apr 12 2019
Fitch	BB	stable	Feb 22 2019
Fitch	BB-	positive	Mar 16 2018
Moody's	Ba2	stable	Sep 11 2017

წყარო: https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home, <https://www.moody.com/>, <https://www.fitchratings.com/site/home>

აღსანიშნავია, ასევე 2019 წელს რეიტინგის გაუმჯობესება. აღნიშნული მდგომარეობა მიღწეული იქნა წლების მანძილზე სახელმწიფო საგარეო ვალის პრაგმატული, კონსერვატორული მართვის შედეგად. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ მოზიდული რესურსების გამოყენება სწორად ხდება. ამჟამად სახელმწიფოს მიერ აღებული სესხები შეღავათიანია და აღნიშნული სახსრები გამოიყენება ინფრასტრუქტურის გაუმჯობესებისა და ქვეყნის განვითარებისათვის სხვა მნიშვნელოვანი პროექტების გასახორციელებლად.

აქვე ვნახოთ მეზობელი ქვეყნების რეიტინგებიც:

¹https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home, <https://www.moody.com/>, <https://www.fitchratings.com/site/home>

ცხრილი 3.2.

ქვეყანა	Fitch	Moody's	S&P
რუსეთი	BBB- (Positive)	Ba1 (Positive)	BBB- (Stable)
თურქეთი	BB+ (Stable)	Ba2 (Stable)	BB- (Stable)
აზერბაიჯანი	BB+ (Stable)	Ba2 (Stable)	BB+
სომხეთი	B+ (Positive)	B1 (Positive)	არ შეუფასებია

წყარო:https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/home, <https://www.moody's.com/>,
<https://www.fitchratings.com/site/home>

როგორც ზემოაღნიშნული ცხრილი გვაჩვენებს სომხეთის რეიტინგი ჩამორჩება ჩვენს რეიტინგს, თუმცა სხვა მეზობლების აღმატება (მცირედით მაგრამ მაინც), თუმცა აღსანიშნავია, რომ აღნიშნული ქვეყნები გახლავთ რესურსებით მდიდარი და შესაბამისად მათ დიდი საწყისი უპირატესობა გააჩნიათ.

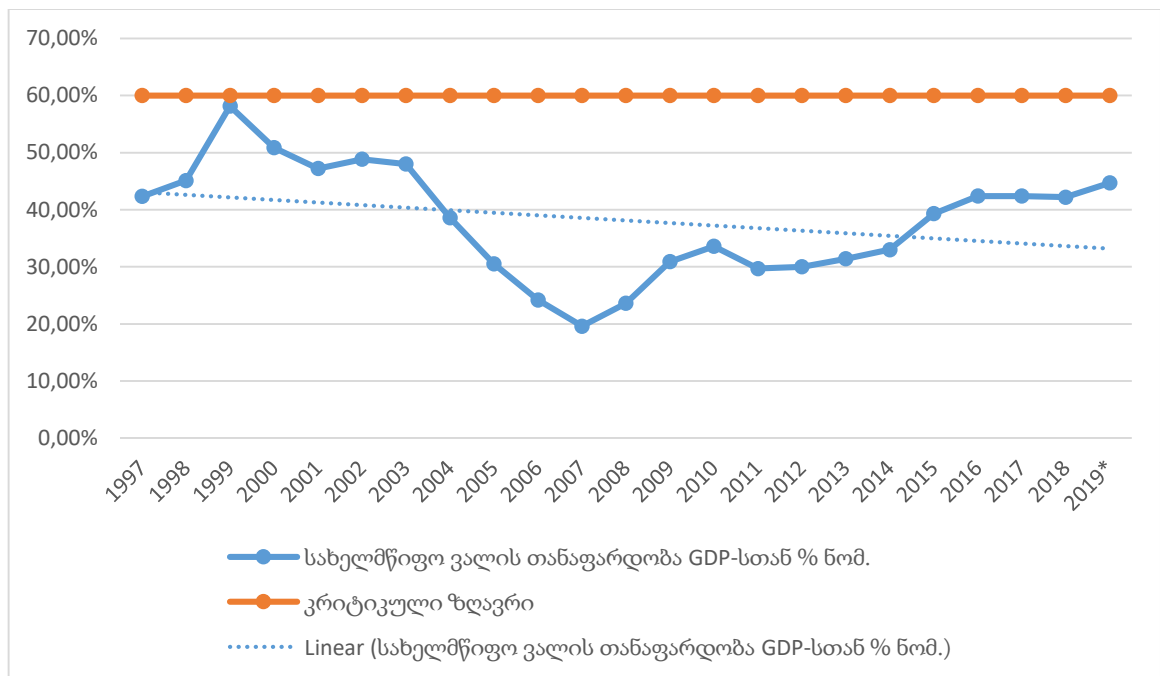
¹ფინანსთა სამინისტრო არის ერთადერთი უფლებამოსილი უწყება, რომელსაც შეუძლია სახელმწიფო სესხების მოზიდვა უცხო ქვეყნის მთავრობებისა და საერთაშორისო ორგანიზაციებისაგან. 2008 წელს პირველად გამოშვებული იქნა ევროობლიგაციები. აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების გამოშვებამ რესურსების მოზიდვის გარდა შეასრულა საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე ქვეყნის პოპულარიზაციის როლი. 2011 წელს გამოშვებული მეორედ იქნა გამოშვებული ევროობლიგაციები, რომელიც ფინანსური პარამეტრების მიმზიდველობით უტოლდებოდა საკრედიტო რეიტინგში უფრო მაღლა მდგომ ქვეყნების ფასიან ქაღალდებს. აღნიშნული სახსრებით წინსწრებით იქნა დაფარული 2008 წელს გამოშვებული ევროობლიგაციები, რომლებიც გრაფიკის მიხედვით უნდა დაფარულიყო ერთჯერადად 2013 წელს, შედეგად მოხდა სახელმწიფო ვალის დაფარვის გრაფიკის გაუმჯობესება.

¹ <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/32452>

აღსანიშნავია, რომ ფინანსთა სამინისტრო უშვებს ლარში დენომინირებულ სახაზინო ვალდებულებებსა და სახაზინო ობლიგაციებს, რითიც ცდილობს ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას. ადგილობრივი სახსრების მოზიდვა ხელს უწყობს ბიუჯეტის დაფინანსების ხელშეწყობასაც.

ქვემოთ მოცემულ გრაფიკზე წარმოდგენილია სახელმწიფო ვალის თანაფარდობის მაჩვენებელი GDP-სთან (ნომინალურ მაჩვენებლებში, ასევე „ნედლი მასალა“ წარმოდგენილია დანართი 5-ის სახით):

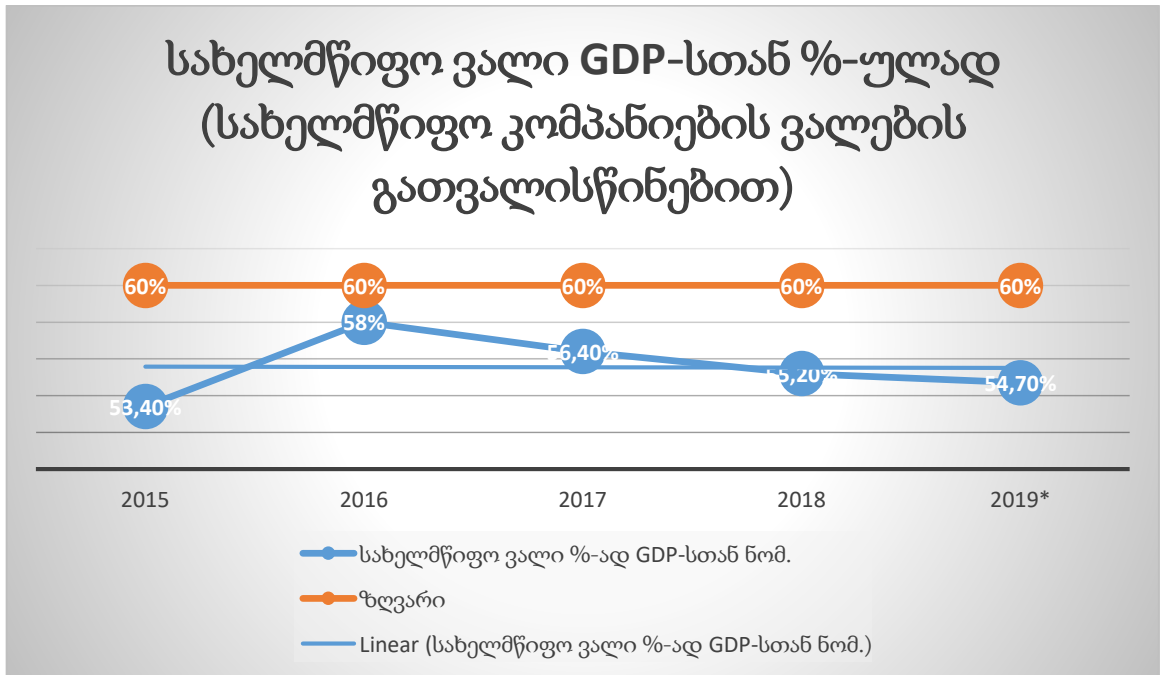
გრაფიკი 3.1.



წყარო: ეროვნული ბანკი 2003წ. მდე, ფინანსთა სამინისტრო და სტატ. ეროვ. სამსახური.
https://mof.ge/saxelmwifo_valis_martva

როგორც აღნიშნული გრაფიკიდან ვხედავთ სახელმწიფო ვალი დასაშვებ ზღვარშია და პრობლემები ნაკლებ მოსალოდნელია, თუმცა როგორც მეორე თავიდან გავარკვევით სახელმწიფო ვალის დათვლაში არის ხარვეზები, კერძოდ მასში არ არის გათვალისწინებული სახელმწიფო კომპანიების მიერ აღებული ვალი. ამიტომ ვნახოთ თუ როგორ იცვლება მდგომარეობა სახელმწიფო ვალში სახელმწიფო კომპანიების მიერ აღებული ვალების გათვალისწინებით:

გრაფიკი 3.2.



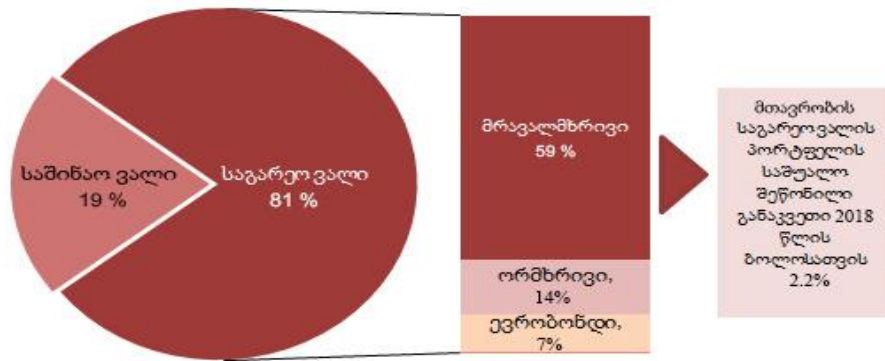
წყარო: საქართველოს აუდიტის სამსახური, <https://sao.ge/>

სამწუხაროდ 2015 წლამდე სახელმწიფო კომპანიების მიერ აღებული ვალეების შესახებ ინფორმაციის მოძიება არ ხერხდება (აღნიშნულ პრობლემაზე მეორე თავში ვისაუბრეთ), თუმცა 2015 წლიდან მონაცემებიც არ არის სახარბიელო, რადგან საქართველო 2020 ის ზღვარს (45%) აღნიშნული მაჩვენებლები სცდება.

სასარგებლოა იმის გაგება, თუ რა ნაწილია სახელმწიფო ვალის შიდა და რა ნაწილი საგარეო სახსრებიდან მოზიდული. ვინაიდან, სახელმწიფო კომპანიების მიერ აღებული ვალეების საშინაო/საგარეოობის შესახებ ინფორმაციის მოძიება შეუძლებელი აღმოჩნდა, ამიტომ ამ საკითხში ვეყრდნობით ფინანსთა სამინისტროს მეთოდოლოგიას¹.

¹ https://mof.ge/saxelmwifo_valis_martva

დიაგრამა 3.1.

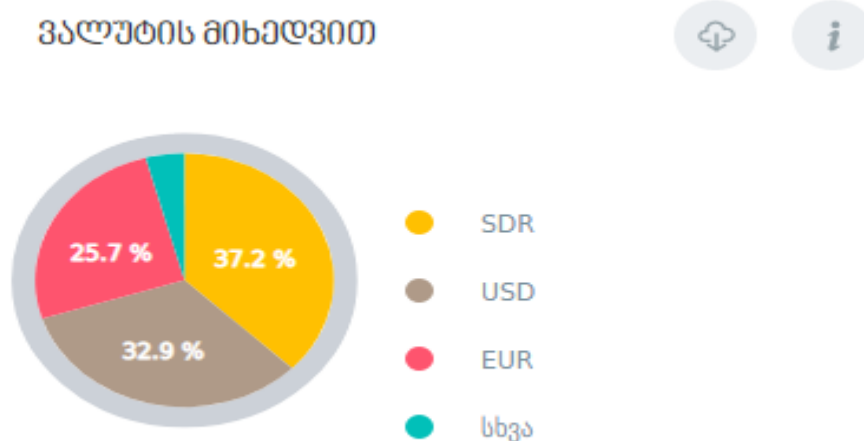


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, https://mof.ge/saxelmwifo_valis_martva

როგორც გრაფიკიდან ვარკვევთ მთავრობის ვალიდან 81% საგარეოა, ხოლო 19% შიგა ვალი. საგარეო ვალიდან დიდი წილი მრავალმხრივ სესხებზე მოდის, მას მოსდევს ორმხრივი სესხები და ევრობონდები. აღსანიშნავია, რომ საგარეო სესხების უმრავლესობა შეღავათიანია და ეს საშუალებას იძლევა მთლიანად მთავრობის სესხის წლიური საპროცენტო განაკვეთი შენარჩუნებული იქნას დაბალ დონეზე, 2018 წლის ბოლოსთვის ეს მაჩვენებელი 2,2% იან ნიშნულზეა.

სასარგებლოა ვალუტების მიხედვით განაწილების გრაფიკის ნახვაც:

დიაგრამა 3.2.



წყარო: აუდიტის სამსახური,

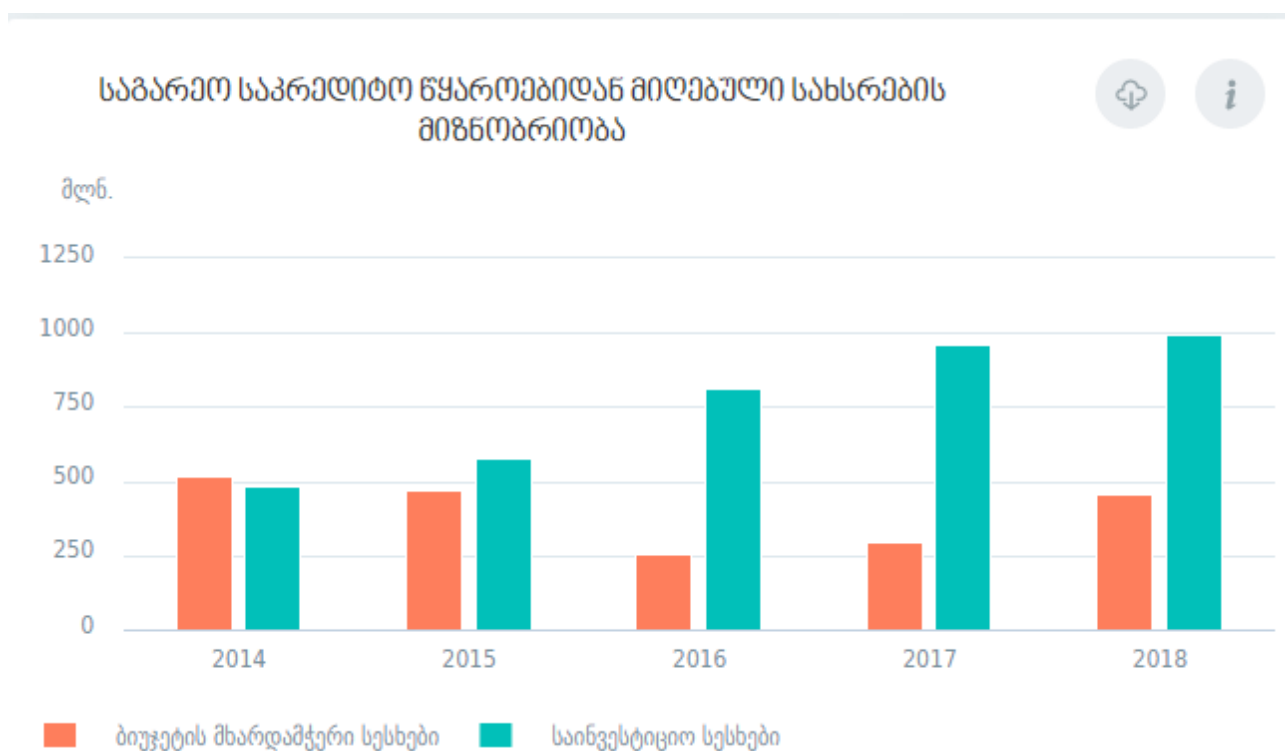
<https://sao.ge/search?SearchWord=%E1%83%95%E1%83%90%E1%83%9A%E1%83%98>

როგორც გრაფიკიდან ვარკვევთ 2018 წლისათვის სახელმწიფო სესხების უმეტესობა SDR-ებში გახლდათ მოზიდული. იმაზე, რომ აუცილებელია სახელმწიფო სესხების ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირება და მის დადებით მხარეებზე აქცენტი ზემოთ უკვე ვისაუბრეთ და გავაკეთეთ.

ასევე აღსანიშნავია, რომ სახელმწიფო საგატრეო სესხების 59% ფიქსირებული, ხოლო 41% ცვალებადი საპროცენტო განაკვეთითაა.

ასევე მეტად საინტერესოა საგარეო სესხების მიზნობრიობის გრაფიკის ნახვაც წლების მიხედვით:

დიაგრამა 3.3.



წყარო: აუდიტის სამსახური,

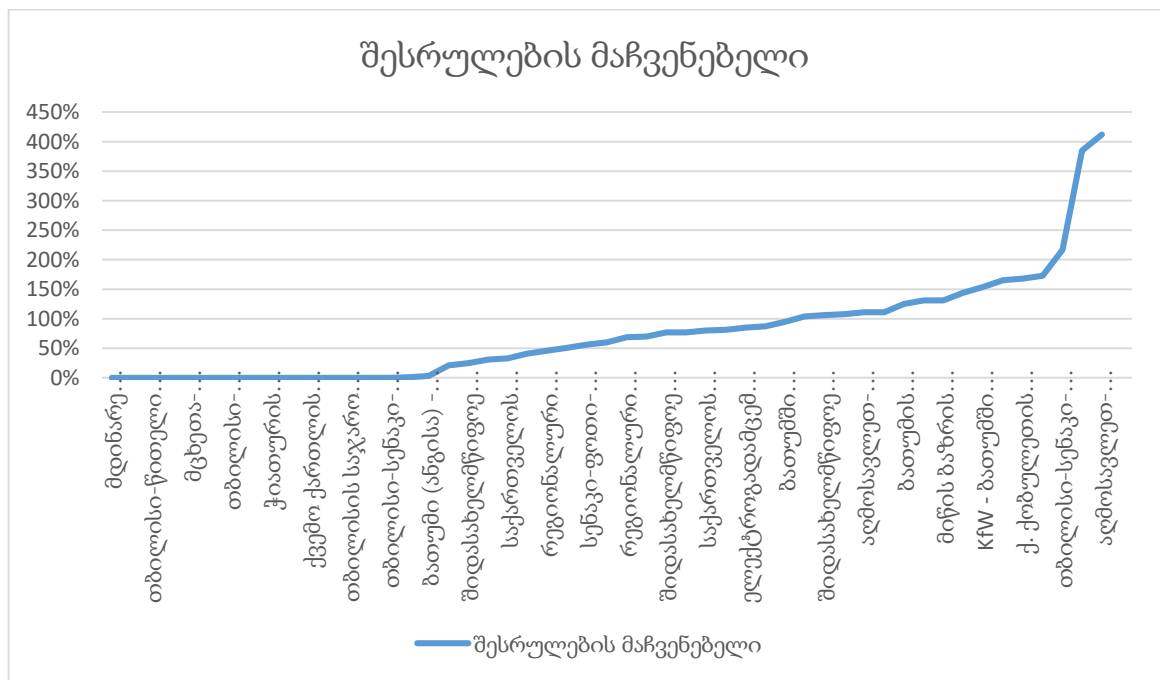
<https://sao.ge/search?SearchWord=%E1%83%95%E1%83%90%E1%83%9A%E1%83%98>

როგორც გრაფიკიდან ირკვევა წლების განმავლობაში მეტ-ნაკლებად მცირდებოდა ბიუჯეტის მხარდაჭერისთვის გამოყოფილი სახსრები და იზრდებოდა საინვესტიციო პროექტების მხარდასაჭერი სახსრები. თავისი არსით ბიუჯეტის მხარდამჭერი სესხების მოზიდვის ზრდაც არ არის უარყოფითი მოვლენა, უბრალოდ მასზე ბევრად დიდი

რაოდენობით უნდა ხდებოდეს საინვესტიციო პროექტების მხარდასაჭერად მოზიდული სახსრების ზრდა.

საინტერესოა ასევე თუ როგორ ხდება აღნიშნული მოზიდული რესურსების გამოყენება/ათვისება. ამისათვის „ნედლი“ მონაცემები მოცემულია დანართი 6.-ში, გრაფიკული სახით კი აქ წარმოვადგინოთ:

გრაფიკი 3.3.



წყარო: საქ. აუდიტის სამსახური,

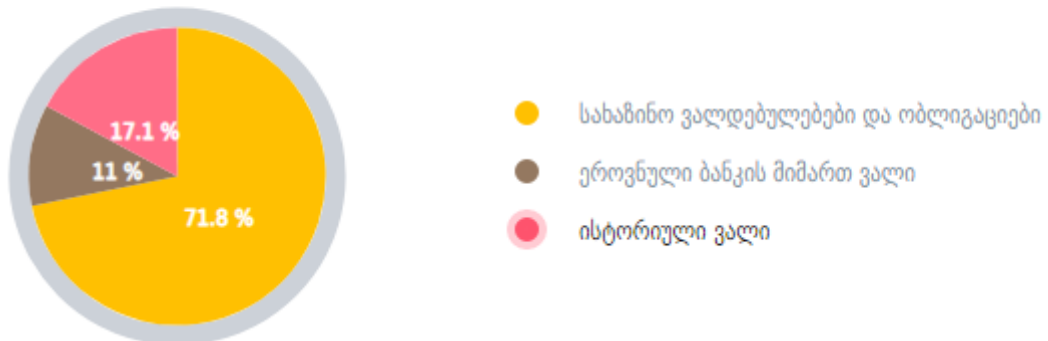
<https://sao.ge/search?SearchWord=%E1%83%95%E1%83%90%E1%83%9A%E1%83%98>

აღსანიშნავია, რომ საშუალოდ ათვისების მაჩვენებელი 80%-ია, რა მაჩვენებლის გაუმჯობესებაც აუცილებელია. ასევე როგორც გრაფიკიდან ჩანს (შეგიძლიათ დანართი 6. -იც იხილოთ) დიდია სესხების მიზნობრიობის ცვლილების მაჩვენებელი, რაც ერთის მხრივ ობიექტური მიზეზებითაა განპირობებული (სამუშაოების სირთულე, გარემო/პირობების ცვლილება და.შ), ხოლო მეორეს მხრივ დიდია პოლიტიკურად მომგებიანი პროექტების დაფინანსების საკითხიც.

სასარგებლო ინფორმაციის მომცემი იქნება თუ გადავხედავთ საშინაო ვალის სტრუქტურასაც. აღნიშნული გამოსახულია შემდგომ დიაგრამაზე:

დიაგრამა 3.4.

საშინაო ვალის სტრუქტურა



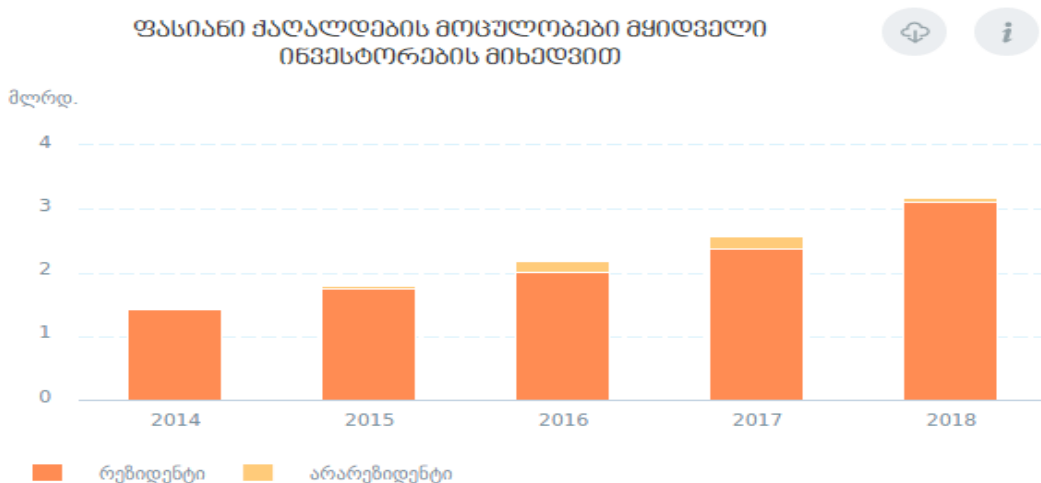
წყარო: სახ. აუდიტ. სამსახური,

<https://sao.ge/search?SearchWord=%E1%83%95%E1%83%90%E1%83%9A%E1%83%98>

როგორც გრაფიკიდან ვარკვევთ საშინაო სესხების დიდი ნაწილი სახაზინო ვალდებულებებსა და ობლიგაციებზე მოდის (71.8%) შემდგომია ეროვნული ბანკის ვალი (11%) და ბოლოს ისტორიული ვალი (რომელიც აუდიტის სამსახურის შეფასებითაა მიღებული და 11%-ს შეადგენს).

საინტერესოა ასევე ადგილობრივ ბაზარზე გამოტანილი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების მყიდველების რეზიდენტობაც. აღნიშნული გარემოება წლების მიხედვით გამოსახულია შემდეგ დიაგრამაზე:

დიაგრამა 3.5.

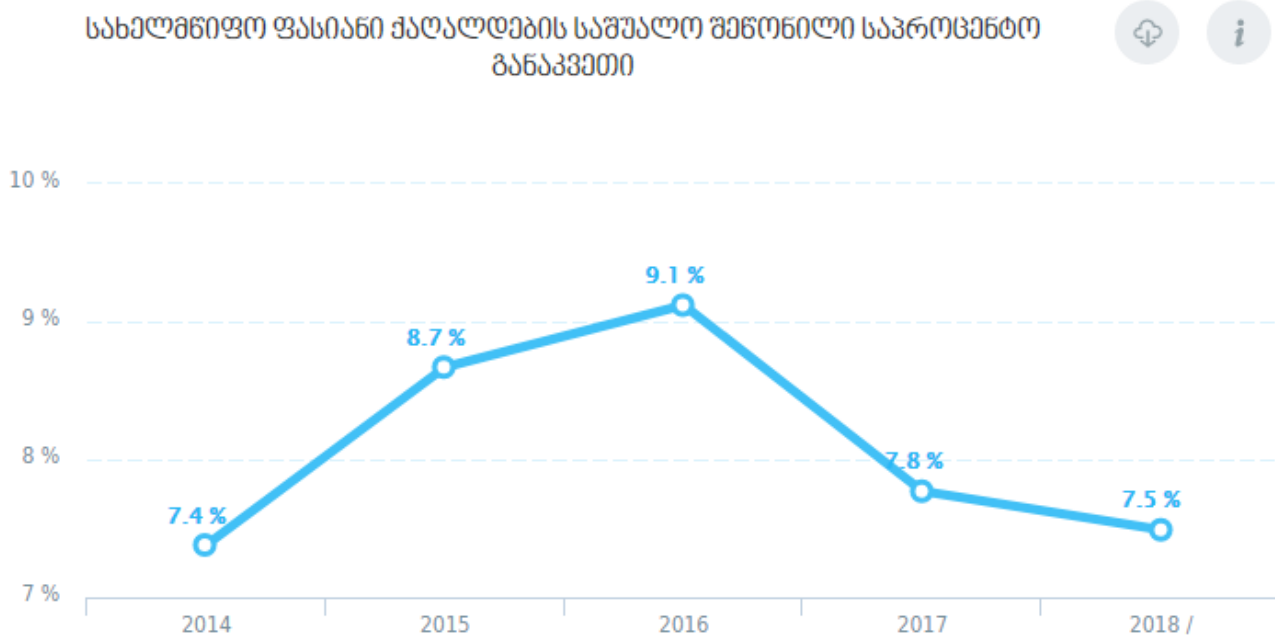


წყარო: სახ. აუდიტის სამსახური, <https://sao.ge/search?SearchWord=%E1%83%95%E1%83%90%E1%83%9A%E1%83%98>

აღნიშნული გრაფიკი დადებით გარემოებაზე მიუთითებს და გვამცნობს, რომ ბოლო წლებში არარეზიდენტი ინვესტორების დაინტერესება ადგილობრივ ბაზარზე ადგილობრივი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით გაზრდილია.

კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი საკითხია იმის დადგენა, თუ როგორ იცვლებოდა და რა უჯდება სახელმწიფოს ადგილობრივი ბაზრიდან ვალის აღება, ანუ მარტივი ენით რომ ვთქვათ, ვნახოთ თუ რამდენია სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთი ქვეყნის შიგნით:

გრაფიკი 3.4.



წყარო:სახ. აუდიტის სამსახური,

<https://sao.ge/search?SearchWord=%E1%83%95%E1%83%90%E1%83%9A%E1%83%98>

როგორც გრაფიკიდანაც ჩანს (და ჩვენ ამ საკითხს ზემოთაც შევეხეთ) ადგილობრივი ბაზრიდან მოძიებული სახსრები ძვირია, აღსანიშნავია ბოლო სამ წელიწადში მისი კლების ტენდენციაც. არშინაშნული სახსრების სიძვირის მიუხედავად ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებულ შიდა ვალებს გააჩნიათ რიგი უპირატესობები და ეს უპირატესობები ჩვენ დეტალურად მეორე თავში ავხსენით. შედარებისთვის რომ ვნახოთ ევროზონის დინამიკა წლების განმავლობაში თითქმის 2%-ული პუნქტით ჩამორჩებოდა აღნიშნულ მაჩვენებელს (იხ. დანართი7.)

ასევე აღნიშვნის ღირსია, გარემოება, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პროცენტები წლების განმავლობაში კლებად ტენდენციას აჩვენებს, ხოლო მათი ვადიანობა მზარდია, კერძოდ ფინანსთა სამინისტრო ცდილობს 6 თვიანი კრედიტების წილის შემცირებას და 10 წლიანი კრედიტების წილის ზრდას.

3.2. დონორთა საერთაშორისო კონფერენცია

¹მოგვეხსენება, რომ 2008 წელი საქართველოსთვის განსაკუთრებულად მძიმე აღმოჩნდა. 2008 წლის აგვისტოში აგრესორმა მეზობელმა ქვეყანამ უკანონოდ შემოიყვანა ჯარი საქართველოს ტერიტორიაზე და შედეგად მივიღეთ ომი, რომელიც საქართველოს ტერიტორიების ახალი ოკუპირებით დასრულდა.

გარფა ომისა მოგვეხსენება, რომ 2008 წელს მსოფლიო ფინანსური კრიზისის დასაწყისი წელი იყო, თუმცა კრიზისიდან გამოსვლა ჩვენი ქვეყნისათვის ბევრად მარტივი აღმოჩნდა, ვიდრე რუსული ოკუპაციის მონაპოვარი.

2008 წელს ქალაქ ბრიუსელში გამართულ საქართველოსათვის მხარდასაჭერ ღონისძიებაზე მონაწილეობდა 35-ზე მეტი ქვეყანა და საერთაშორისო დონორი ორგანიზაცია. კონკურენტუნარიანობის ამაღლებისა და ეკონომიკური ზრდის მხარდასაჭერად საქართველომ მიიღო 4,5 მილიარდი აშშ დოლარის შეღავათიანი სესხის მიღების დაპირება. კონფერენციის მსგავსმა დადებითმა შედეგებმა კიდევ ერთხელ დაადასტურა მსოფლიოს მხრიდან საქართველოსადმი მხარდაჭერის დიდი სურვილი, რაც ქვეყნის განვითარების სწორი კურსის დამსახურებაა.²

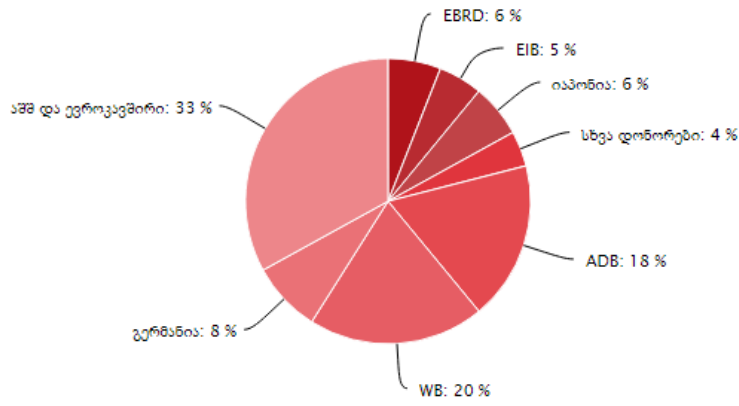
თუ რომელმა ქვეყნებმა და რომლებმა ორგანიზაციებმა გამოთქვეს საქართველოს მხარდაჭერის სურვილი და რა წილით, მოცემულია ქვემოთ დიაგრამის სახით:

¹ https://mof.ge/saxelmwifo_vali

² https://mof.ge/saxelmwifo_vali

დიაგრამა 3.6.

ბრიუსელის დონორთა საერთაშორისო კონფერენცია: ფინანსური მხარდაჭერის სტრუქტურა დონორების მიხედვით (საჯარო სექტორში გაფორმებული თანხები)



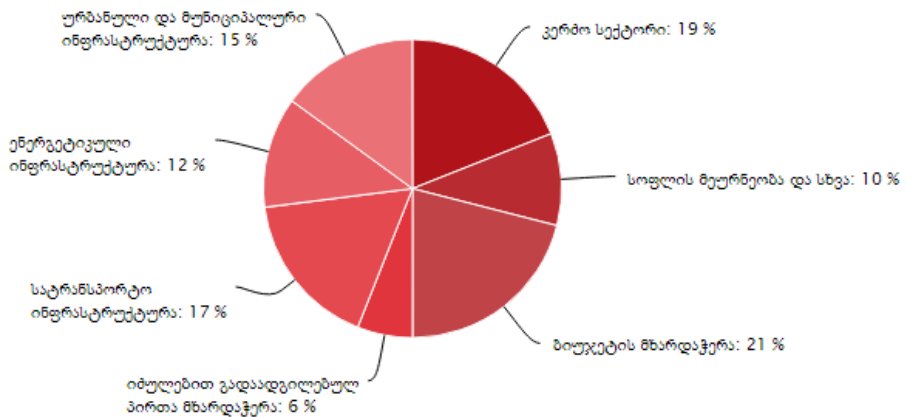
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, https://mof.ge/saxelmwifo_vali

გრაფიკიდან ნათლათ ჩანს აშშ-სა და ევროკავშირის დიდი წვლილი ქვეყნის დახმარებისათვის, რაც კიდევ ერთხელ ადასტურებს ქვეყნის განვითარების ევროკავშირისა და აშშ-სთან დაახლოების პოლიტიკის სისწორეს.

აღნიშნულ კონფერენციაზე მიღებული სახსრები, რასაკვირველია, მიზნობრივობით იყო დატვირთული. თუ სად უნდა მიმართულიყო აღნიშნული სახსრები წარმოდგენილია შემდეგ დიაგრამაზე:

დიაგრამა 3.7.

ბრიუსელის დონორთა საერთაშორისო კონფერენცია: ფინანსური მხარდაჭერის სტრუქტურა სექტორების მიხედვით



წყარო: ფინანსთა სამინისტრო, https://mof.ge/saxelmwifo_vali

როგორც გრაფიკიდან ჩანს ბიუჯეტის მხარდასაჭერად გამოყოფილი სახსრების წილი საკმაოდ დიდია, რაც მსგავსი სახის სესხებისთვის უჩვეულოა, თუმცა აღნიშნული გარემოება გამოწვეული იყო ქვეყნის მხრიდან გადატანილი ომისგან.

კონფერენციაზე მიღებული დაპირებების ასრულება წლების განმავლობაში წარმატებით მიმდინარეობდა და დღესაც გრძელდება. გაფორმებული იყო ყველა საჭირო ხელშეკრულება, იმისათვის რომ აღნიშნული კონფერენციის შედეგები არ დარჩენილიყო დაპირების დონეზე. აღნიშნული მოზიდული სახსრებით წარმატებით ხორციელდება ბიუჯეტის მხარდამჭერი, სატრანსპორტო ინფრასტრუქტურის, ენერგეტიკული ინფრასტრუქტურის, ურბანული და მუნიციპალური ინფრასტრუქტურის, სოფლის მეურნეობის, იძულებით გადაადგილებულ პირთა და ასევე კერძო სექტორის მხარდამჭერი პროექტების გახორციელება.¹

იაფი ფინანსური რესურსი კიდევ უფრო აძლიერებს ჩვენი ქვეყნის ეკონომიკურ დაცულობას უარყოფითი ფინანსური და სხვა სახის გარემო პირობებისაგან.

3.3. პოსტსაბჭოთა ქვეყნები და რეგრესიული ანალიზი

მხოლოდ საკუთარი ქვეყნის მაჩვენებლების მოყვანა და მასზე ანალიზი მთავარ პრინციპს არღვევს, რადგან ნებისმიერი მაჩვენებლის ავ-კარგობის საკითხი ყოველთვის გადაწყვეტილია შესადარისობის პრინციპით. სწორედ ამიტომ, თუ ჩვენ გვინდა ვნახოთ რა მდგომარეობაშია ჩვენი მაჩვენებლები სახელმწიფო ვალის კუთხით და ვნახოთ „რა დღეში ვართ“, საჭიროა ჩვენი ქვეყნის მაჩვენებლები შევადაროთ სხვა ქვეყნის ანალოგიურ მაჩვენებლებს.

სხვა ქვეყნების არჩევის დროს ყურადღება მივაქციე რამდენიმე გარემოებას. ვინაიდან ჩვენ ვართ პოსტ საბჭოთა ქვეყანა, და როგორც მოგვეხსენება, პოსტ საბჭოურ ქვეყნებში ეკონომიკა მცირედ განსხვავებულად მუშაობს, ამიტომ სასურველია საქართველო შევადაროთ სხვა პოსტ საბჭოურ ქვეყნებს. ასევე გასათვალისწინებელია,

¹ https://mof.ge/saxelmwifo_vali

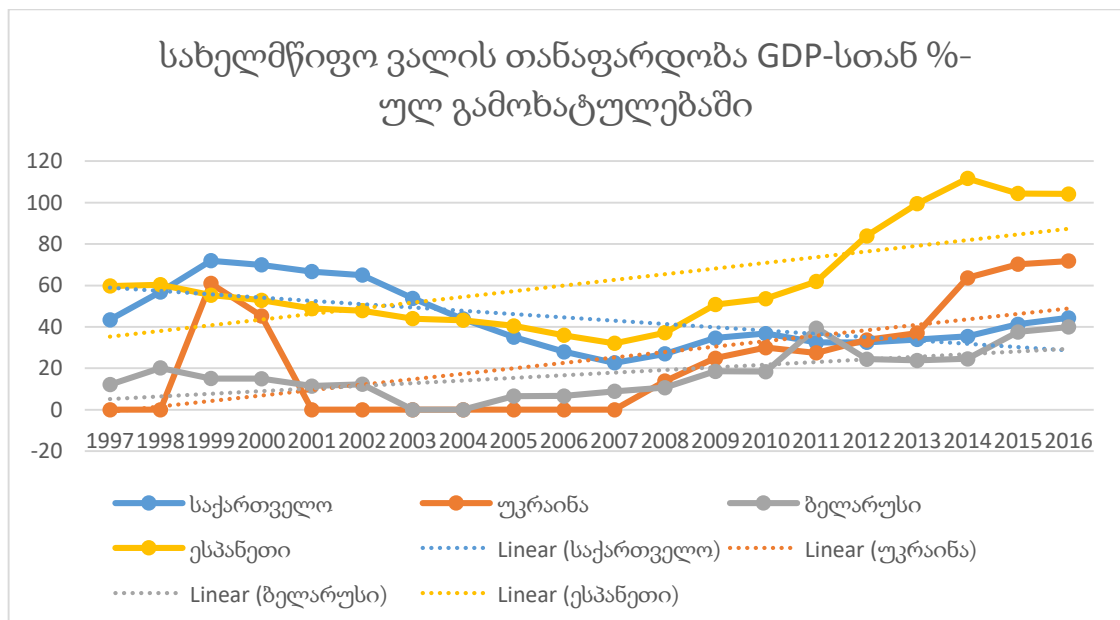
რომ ბუნებრივი რესურსებით მდიდარი ქვეყნების მონაცემებთან შედარება არ იქნებოდა რაიმე დასკვნის მომცემი.

საქართველოს მსგავსი საწყისი ეკონომიკის პირობები სომხეთს გააჩნდა, თუმცა აღმოჩნდა, რომ სომხეთს არ გააჩნია სახელმწიფო ვალის დათვლის ანალოგიური მეთოდოლოგია.

ყველა ზემოთმოყვანილი პირობის გათვალისწინებით შერჩეული იქნა შემდეგი ქვეყნები: უკრაინა, ბელორუსი და ესპანეთი. ესპანეთის შერჩევა გამოიწვია ჩვენი ქვეყნის ლტოლვამ ევრო ზონისადმი და ასევე კულტურულად მეტ-ნაკლებად მსგავსმა ეკონომიკებმა (სხვა მსგავსი ტიპის ევროპული ქვეყნებიც განსხვავებული მეთოდოლოგიით სარგებლობენ სახელმწიფო ვალის დათვლისას და ამიტომ მათი მაჩვენებლების შედარება არარელევანტურია).

ყველაზე გავრცელებული და მრავლისმთქმელი მაჩვენებელი სახელმწიფო ვალის შესახებ არის სახელმწიფო ვალის თანაფარდობა GDP-სთან %-ულ მაჩვენებლებში გამოსახული. აღნიშნული მაჩვენებლები მოცემულია შემდეგომ გრაფიკზე:

გრაფიკი 3.5.

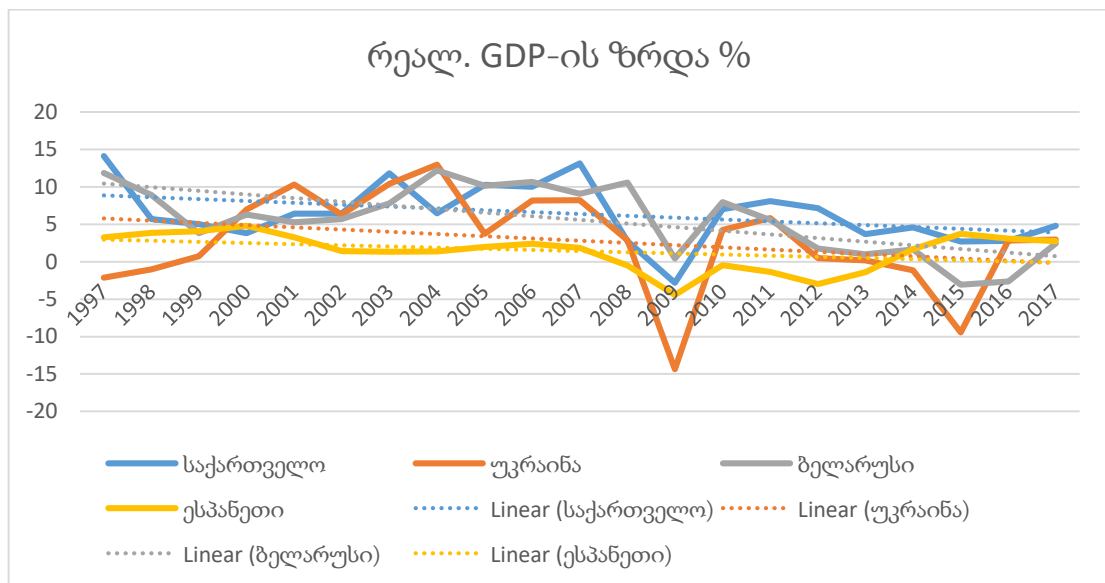


წყარო: <https://data.worldbank.org/indicator/GC.DOD.TOTL.GD.ZS?locations=GE&view=chart>

როგორც გრაფიკიდან ჩანს საქართველოს მაჩვენებელი ტრენდულად მცირდება, ხოლო დანარჩენი სამი ქვეყნის მაჩვენებელი მზარდია, ასევე აღსანიშნავია, რომ ბოლო პერიოდში ყველა ქვეყანა ცდილობს 60%-იანი ზღვარის ფარგლებში იყოს.

მშრალი ანალიზი, რომ არ გამოგვივიდეს, ვნახოთ აღნიშნული ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებლებიც და დასკვნები შემდეგ გავაკეთოთ:

გრაფიკი 3.6.



წყარო: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG?end=2017&locations=ES&start=1997&view=chart>

ეკონომიკური ზრდის გრაფიკის გაანალიზებით ვარკვევთ, რომ ეკონომიკური ზრდის ტემპის შემცირებას საერთო ხასიათი გააჩნია, თუმცა ჩამოთვლილი ქვეყნებიდან საქართველოს ყველაზე სტაბილური ზრდის ტემპი გააჩნია. მართალია მეტი ზრდაა საჭირო ჩვენნაირი დაბალი GDP-ის მქონე ქვეყნისათვის, თუმცა, როგორც ზემოთ მოყვანილი ორი გრაფიკის შედარება გვამცნობს ვალის ზრდა და შესაბამისად ეკონომიკის ფინანსური რესურსებით უზრუნველყოფა არ ნიშნავს ავტომატურად ეკონომიკურ ზრდას. დასკვნის სახით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ თუ ვალის ზრდა დადგენილ გონიერების ფარგლებშია, მაშინ ეს გამოიწვევს ეკონომიკურ ზრდას (ბელარუსი და საქართველოს მაგალითი), ხოლო თუ ზღვარს გასცდა მაშინ ეკონომიკური ზრდის ტემპები მნიშვნელოვნად ნელდება (ესპანეთის მაგალითი).

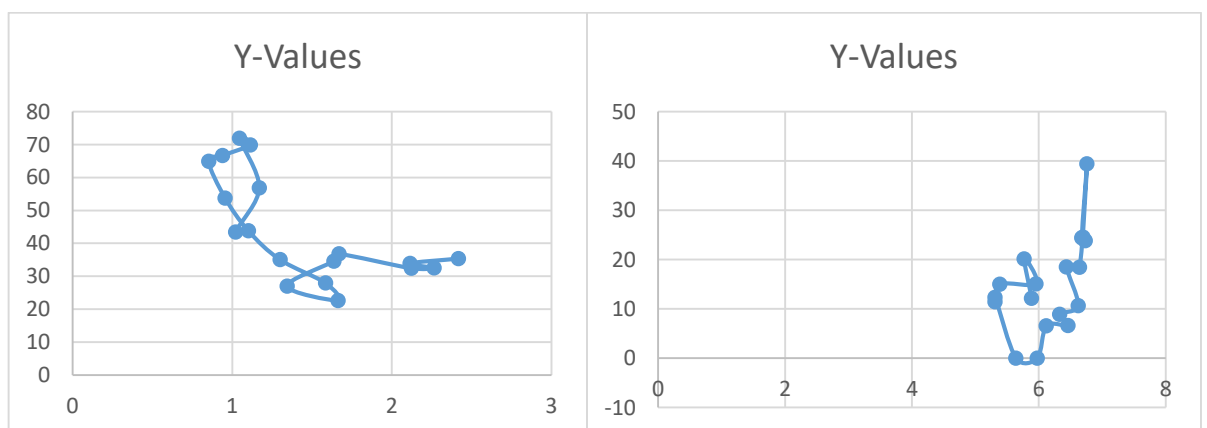
იმისათვის, რათა ვნახოთ თუ რამდენადაა ქვეყნის ეკონომიკის განვითარება დამოკიდებული სახელმწიფო ვალზე ამისათვის ჩავატაროთ მცირედი კვლევა, სადაც

ეკონომიკის განვითარებას გამოვსახავთ, როგორც ქვეყანაში ერთ სულ მოსახლეზე CO₂-ის გამოყოფის რაოდენობა. ვინაიდან ნებისმიერი ინფრასტრუქტურული სამუშაოების ჩატარება დაკავშირებულია CO₂-ის გამოყოფასთან, ამიტომ აღნიშნული მაჩვენებლის გამოყენება ლოგიკურად მიმაჩნია, ასევე ეს მაჩვენებელი მეტ-ნაკლებად გათავისუფლებულია საფინანსო სექტორის საქმიანობის ზრდისაგან. მარტივი სიტყვებით, ჩემი შეფასებით, CO₂-ის ზრდა ქვეყანაში რეალური სექტორის დატვირთვის ზრდას ნიშნავს.

აღსანიშნავია, რომ მონაცემები გამოყოფილი CO₂-ის რაოდენობის შესახებ მოვიძიე მსოფლიო ბანკისაგან და აღნიშნული მონაცემები 2014 წელს წყდება, თუმცა ჩვენი დასკვნებისთვის აღნიშნული გარემოება სიტუაციას არ ცვლის.

ქვემოთ მოყვანილ 2 გრაფიკს თუ შევხედავთ, სადაც აბსცისათა ღერძზე აღებულია გამოყოფილი CO₂ -ის რაოდენობა, ხოლო ორდინატა ღერძზე სახელმწიფო ვალის მოცულობა წლების მანძილზე საქართველოში, მაშინ მთლად მკაფიო კავშირის დანახვა შეუძლებელია (ერთი შეხედვით თავდაპირველი დამოკიდებულება დადებითია, შემდგომ კი უარყოფითით იცვლება). სიტუაცია არ იცვლება მარჯვენა გრაფიკზეც, სადაც იგივე დამოკიდებულებაა ქვეყანა ბელარუსისთვის და აღნიშნულ გრაფიკზე რაიმე კავშირის დანახვა კიდევ უფრო რთულია.

გრაფიკი 3.7&3.8



წყარო: მსოფლიო ბანკი, <https://data.worldbank.org/indicator>

ვინაიდან გრაფიკულმა ანალიზმა ვერ მოგვცა ჩვენთვის ღირებული ინფორმაცია, ამიტომ ჩავატარეთ მარტივი მრავალფაქტორიანი რეგრესიული ანალიზი. აღნიშნული

ანალიზისთვის დამატებით შევარჩიე ქვეყანაში განხორციელებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების რაოდენობა, მეორე დამოუკიდებელი ცვლადი დარჩა სახელმწიფო ვალის მაჩვენებელი წლების მანძილზე, ხოლო დამოკიდებული ცვლადი გახლავთ ქვეყანაში გამოყოფილი CO₂ ის რაოდენობა.

ზემოაღნიშნული რეგრესიული ანალიზი ჩავატარე ორივე ქვეყნისათვის (საქართველოსთვისაც და ბელარუსისთვისაც) და განსხვავებული შედეგები მივიღე. (აღნიშნული რეგრესიული ანალიზის საშედეგო ცხრილები შეგიძლიათ იხილოთ დანართი 8. და დანართი 9.-ის სახით).

მიყვებთ რიგითობას და ვნახოთ თუ რა შედეგი მოგვცა საქართველოს შემთხვევაში რეგრესიულმა ანალიზმა. როგორც დანართი 8.-ში მოტანილი საშედეგო ცხრილიც გვამცნობს, საერთოდ მოდელი მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა, თუმცა სახელმწიფო ვალის შესაბამისი კოეფიციენტი 95%-იანი დასაჯერებლობით არამნიშვნელოვანი. (აღსანიშნავია, რომ კოეფიციენტი უარყოფითი მივიღეთ, ანუ სახელმწიფო ვალის ზრდა იწვევდა CO₂-ის რაოდენობის შემცირებას). რაც შეეხება მეორე ცვლადს, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების დამოკიდებულება ქვეყანაში გამოყოფილ CO₂-ის რაოდენობაზე, მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა.

მარტივი ენით რომ ავხსნათ, რეგრესიულმა ანალიზმა გვაჩვენა, რომ საქართველოს შემთხვევაში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდა იწვევს ქვეყანაში გამოყოფილი CO₂ -ის ზრდას (ჩვენი დაშვების თანახმად CO₂-ის ზრდა ნიშნავს ეკონომიკური აქტივობის ზრდას), ხოლო სახელმწიფო ვალის ზრდას ძირეული გავლენა არ გააჩნია CO₂ -ის ზრდაზე (ანუ დაშვების თანახმად ეკონომიკური აქტივობის ზრდაზე), (თუ მაინც გვჯერა მათ შორის კავშირის ჩვენი ანალიზი მცირე დასაჯერებლობის დონით მათ შორის უარყოფით კავშირზე მიგვითითებს).

შესადარებლად ჩვატაროთ იგივე რეგრესიული ანალიზი იგივე ცვლადებით ბელარუსის შემთხვევაში. აღნიშნული რეგრესიული ანალიზის საშედეგო ცხრილი მოცემულია დანართი 9.-ში. ბელარუსის შემთხვევაში კავშირი სახელმწიფო ვალსა და გამოყოფილ CO₂-ის რაოდენობას შორის დადებითი აღმოჩნდა, თუმცა ეს მხოლოდ ნაჩქარევი დასკვნაა, რადგან ამ შემთხვევაში არც ერთი კოეფიციენტი მნიშვნელოვანი არ

აღმოჩნდა და საერთოდ მოდელის მნიშვნელოვნებაზე უარყოფითი შედეგი მივიღეთ. ბელორუსის შემთხვევაში შეგვიძლია შემდეგი დასკვნა გავაკეთოთ, რომ ქვეყანაში გამოყოფილი CO₂-ის რაოდენობა არავითარ კავშირში არ არის არც სახელმწიფო ვალთან, და არც პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებთან (ჩვენი დაშვების თანახმად ბელორუსის შემთხვევაში ეკონომიკური აქტივობა არ აღმოჩნდა კავშირში ჩვენს მიერ მოძიებულ ცვლადებთან).

3.4. სახელმწიფო ვალის მომსახურება

ნაშრომის დასასრულისთვის, მნიშვნელოვანია იმის ნახვა, თუ როგორ ახერხებს საქართველოს სახელმწიფო ვალის მომსახურებას. ასევე ვნახოთ როგორ მოხდება სახელმწიფოს მხრიდან 2021 წელს დასაფარი ევრობონდების საკითხის გადაჭრა.

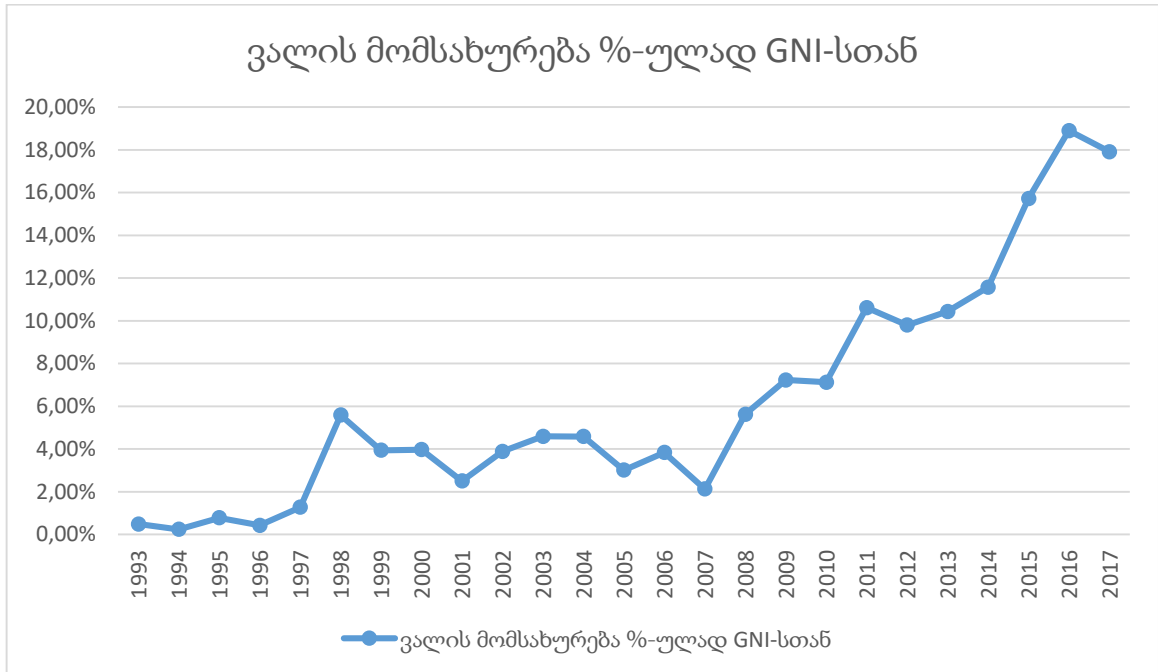
დასაწყისშივე უნდა ვახსენოთ, რომ სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგიის თანახმად 2021 წელს გასასტუმრებელი ევრობონდების დაფინანსების გეგმა მთავრობას ჯერ არ გააჩნია და მისი მიღება იგეგმება 2019 წლის მეორე ნახევარში. თუ წინა წლების პრაქტიკას გავიხსენებთ, და სხვა ჩვენნაირი ქვეყნების გამოცდილებას ვენდობით, უპრიანი იქნება, ახალ პოტენციურ ინვესტორებთან საუბარი დაფინანსების მოპოვებაზე, რათა მოხდეს ვალის რეფინანსირება, წინააღმდეგ შემთხვევაში რთულია, სახელმწიფო ბიუჯეტიდან ერთბაშად დიდი თანხის გაცემა (ეკონომიკურ აქტივობას პრობლემებს უქმნის).

თავდაპირველად ვნახოთ ისტორიულ ჭრილში, თუ როგორ ახერხებდა საქართველო ვალების მომსახურებას. ამისათვის მონაცემები მოვიძიე მსოფლიო ბანკის ვებგვერდიდან. მონაცემები სახელმწიფო მთლიანი ვალის მომსახურების შესახებ აბსოლუტურ გამოხატულებაში, წლების მანძილზე, მოყვანილია დანართი 10.- ის სახით. ამ გრაფიკიდან ვარკვევთ, რომ ვალის მომსახურება წლიდან წლამდე მზარდი ტენდენციით ხასიათდება, რაც მოსალოდნელიც იყო.

ვინაიდან აბსოლუტური მაჩვენებლები, როგორც წესი ბევრს არაფერს მეტყველებენ, ამიტომ გადავწყვიტე სახელმწიფო ვალის მომსახურება გამეანალიზებინა ვალის

მომსახურების მაჩვენებელი მთლიან ეროვნულ პროდუქტთან (GNI) მიმართებაში. აღნიშნული მონაცემები მოყვანილია შემდგომ გრაფიკზე:

გრაფიკი 3.9.

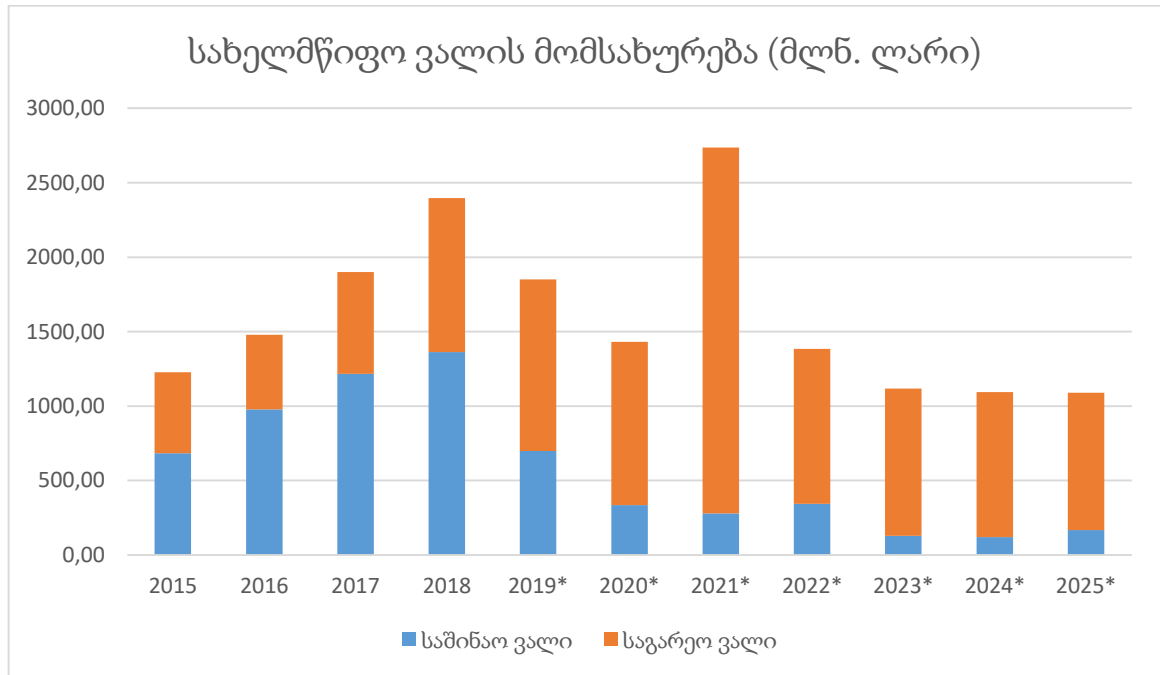


წყარო: მსოფლიო ბანკი, <https://data.worldbank.org/indicator/DT.TDS.DECT.CD>

აღნიშნული გრაფიკიდანაც იგივე დასკვნის გაკეთებაა შესაძლებელი, რომ ვალის მომსახურებაზე გაწეული ხარჯები, განსაკუთრებით 2007 წლიდან მზარდი ტენდენციით ხასიათდება.

უფრო სრულყოფილი ანალიზისათვის მიზანშეწონილია ვნახოთ სახელმწიფო ვალის მომსახურების მაჩვენებელი, რომელიც სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის მიერაა შეფასებული. აღნიშნული მაჩვენებლები წარმოდგენილია 2015 წლიდან და ასევე მოიცავს მომავალში მოსალოდნელ გადასახდელებს პროცენტისა და ძირითადი თანხის სახით. ეს ყველაფერი წარმოდგენილია შემდგომ გრაფიკზე:

გრაფიკი 3.10.



წყარო: სახ. აუდიტის სამსახური, <https://sao.ge/audit/audit-reports>

როგორც აღნიშნული გრაფიკიდან ვხედავთ, 2015-2018 წლებში სახელმწიფო ვალის მომსახურების მაჩვენებლები მზარდია, თუმცა მნიშვნელოვანი გარემოებაა, რომ ეს ზრდა ძირითადად საშინაო ვალის მომსახურებაზე მოდის. საშინაო ვალის მომსახურება თავისი არსით ბევრად ნაკლებ პრობლემას ქმნის ვიდრე საგარეო ვალის მომსახურება და ამის შესახებ ჩვენ წინა თავში ვისაუბრეთ, აქ კი უბრალოდ მაგალითისთვის მოვიყვანოთ, რომ საგარეო ვალის მომსახურების დროს სახელმწიფომ უნდა შეიძინოს უცხოური ვალუტა, შესაბამისად გაიზრდება უცხოურ ვალუტაზე მოთხოვნა, რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, გამოიწვევს ეროვნული ვალუტის დასუსტებას.

რაც შეეხება სახელმწიფო ვალის მომსახურების მოსალოდნელ მნიშვნელობებს, აქ იკვეთება კლებადი ტენდენციის გარემოება, 2021 წლის გამოკლებით. 2021 წელს როგორც უკვე წინა თავში განვმარტეთ გვიწევს ევრობონდების დაფარვა. თუ აღნიშნული ევრობონდების რეფინანსირება მოხდება, მაშინ დიდი ალბათობით, შეიცვლება სახელმწიფო ვალის მომსახურების მოსალოდნელი გრაფიკი და ის ჩვენ მიერ წარმოდგენილი კლებადი ტენდენციის შერბილებას გამოიწვევს.

აღნიშნული ქვეთავის დასკვნის სახით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ სახელმწიფო ვალის მომსახურების „კატოსანი“ გრაფიკი განაპირობებს სწორედ საქარელოს დაწინაურებას

საერთაშორისო საკრედიტო რეიტინგში, რაზეც ამ თავის დასაწყისში უფრო ვრცლად ვისაუბრეთ.

დასკვნები და რეკომენდაციები

ნაშრომი დაწყებულია პრობლემის აქტუალობის შეფასებით და ვასკვნით, რომ დღევანდელ მსოფლიოში (მათ შორის საქართველოში) სახელმწიფო ვალის რეგულირების საკითხი აქტუალობას არ კარგავს. შემდეგ განმარტებულია ვალის მნიშვნელობა, საიდანაც ირკვევა, რომ არსებობს სახელმწიფო და კერძო, ასევე შიგა და საგარეო ვალი და თითოეულ მათგანს ვადიანობის მიხედვით ცალკეული ანალიზი ესაჭიროება. ვალის ისტორიის გადახედვისასაც კიდევ უფრო ვულრმავედებით მის აქტუალობას ყველა დროში და ასევე მის განმარტებას. ნაშრომიდან ირკვევა სახელმწიფო და სუვერენულ ობლიგაციებს შორის განსხვავება და ვასკვნით, რომ რაციონალურია სახელმწიფო ობლიგაციების ფლობა კრედიტორების მხრიდან. შემდეგ, ნაშრომში განხილულია მონაცემები ქვეყნების სახელმწიფო ვალის მაჩვენებლებით, საიდანაც ჩანს, რომ თუ სახელმწიფო ვალის დიდი მასშტაბით ზრდა პრობლემაა, მაშინ ეს პრობლემა განვითარებულ ქვეყნებს აქვთ, ხოლო ჩვენნაირი ქვეყნებისათვის სახელმწიფო ვალის მაჩვენებელი ყველანაირ გონივრულ საზღვრებშია და საფრთხე არსაიდან ჩანს. ნაშრომში ასევე განხილულია სახელმწიფო ვალის პრობლემა, როდესაც ის სარეზერვო ვალუტაშია აღებული და აქედან დასკვნა მივიღეთ, რომ ვალის მომსახურება/გამოყენება მარტივი და სასარგებლოა ეროვნულ ვალუტაში (ეს განაპირობებს, რომ აშშ დოლარის „ლიდერობა“ დადებითად მოქმედებს აშშ-ზე). ასევე განხილულია ვალის რისკის, კლირინგისა და დეფოლტის საკითხები და დასკვნის სახით გამომდინარეობს, რომ ეს ფაქტორები ურთიერთდაკავშირებულია და მათი ზრდა ვალების გაძვირებას განაპირობებს. ყოველივე ზემოთქმულიდან გამომდინარე ლოგიკურია შემდეგ ნაწილად ეკონომიკური პოლიტიკის სწორი კოორდინირების შესახებ დასკვნების გაკეთება, სადაც, ჩემი აზრით, მნიშვნელოვანია შტუცელის ბალანსის თეორიის დასკვნა, რომ ერთმნიშვნელოვნად სახელმწიფო ვალის შემცირების დადებით მხარეებზე საუბარი დაუშვებელია და რომ სახელმწიფო ვალის შემცირებამ შესაძლოა გამოიწვიოს კერძო ვალის ზრდა და შესაბამიად დეფლაციის კრიზისი. ნაშრომი ასევე გვაჩვენებს, თუ როგორ შეიძლება სახელმწიფო ვალი გაიზარდოს ფარულად მონაცემებში ასახვის გარეშე (რაც საშიში ფენომენია).

ნაშრომის მნიშვნელოვანი გვერდები ეძღვნება სახელმწიფო ვალსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის კავშირის ანალიზს. მე გთავაზობთ რეიჰარდისა და როგოფის მიერ შემოთავაზებული „GITD“ კვლევის ანალიზს და მათ დასკვნას, რომ სახელმწიფო ვალის მეტისმეტად ზრდა იწვევს ეკონომიკური ზრდის ტემპების შემცირებას, თუმცა აქვე ნაშრომში ვნახეთ, რომ პირდაპირი კავშირი სახელმწიფო ვალის ზრდასა და ეკონომიკური ზრდის ტემპის შემცირებას შორის არ არსებობს (მითუმეტეს ხელოვნურად განსაზღვრული სახელმწიფო ვალის GDP-სთან თანაფარდობის 90%-იანი მაჩვენებელი). ნაშრომიდან ასევე ჩანს, რომ ინვესტიციების გამოდევნის ეფექტს არა ვალი, არამედ სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტი განაპირობებს. აშშ-ს მაგალითზე ნაჩვენებია, რომ ვალები კი არ იწვევენ კრიზისებს, არამედ პირიქით - კრიზისები იწვევენ ვალებს.

ნაშრომის თეორიულ ნაწილში მოყვანილი მაქვს რუსი ეკონომისტის ვიტორ გასპარის კრიტიკული შეხედულებები სახელმწიფო ვალის აღების მიმართ, თუმცა, ჩემი შეხედულებები არ ემთხვევა მისას. ჩემი აზრით, გასპარის მოსაზრებები ჰგავს რეიჰარდისა და როგოფის შეხედულებებს, რომ სახელმწიფო ვალის ზრდა იწვევს ეკონომიკური ზრდის ტემპების შემცირებას, რასაც ემპირიული მონაცემები არ ადასტურებს და მხოლოდ თეორიულ შესაძლებლობად რჩება. ასევე ნაკლად მივიჩნევ გასპარის მხრიდან დიდი ყურადღების დათმობას სახელმწიფო ვალის მიმართ და არა მისი გამომწვევი დეფიციტის მიმართ, როდესაც ნაშრომით დასტურდება, რომ პრობლემას სწორედ დეფიციტი ქმნის.

ვიტორ გასპარისეული შეხედულებები, რომ სახელმწიფო ვალი უნდა შემცირდეს, ცოტა ღრმად მიწინა განვიხილო და დავასკვნა, რომ სახელმწიფო ვალი უნდა შემცირდეს განვითარებულ ქვეყნებში, რადგან ასეთი ქვეყნების ზრდის ტემპების კიდევ უფრო დაჩქარება ვალის აღებით არაგონივრულია (რაც მსგავსია გასპარის მიერ გაკეთებული დასკვნის), თუმცა დასაშვებად მივიჩნევ ვალის ზრდას განვითარებად ქვეყნებში, რადგან ამ ქვეყნებს არ გააჩნიათ საკუთარი რესურსები, რომ მიაღწიონ ეკონომიკური ზრდის მაღალ მაჩვენებლებს და წინააღმდეგ შემთხვევაში ეს ქვეყნები მუდმივად ჩამორჩენილნი იქნებიან განვითარებული ქვეყნებისაგან (ეს დასკვნა ეწინააღმდეგება

გასპარისეულ დასკვნას, რომელიც ამბობს, რომ სახელმწიფო ვალის აღების საზღვრები ამ ქვეყნებშიც მსგავსად უნდა მოქმედებდეს).

ნაშრომის მეორე თავი ეხება ვალის მართვის სტრატეგიას საქართველოში, ვალის კვლევის მეთოდოლოგიას და მის მდგრადობის ანალიზს. ამ თავიდან გამომდინარე შეგვიძლია ავლნიშნოთ, რომ სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია, რომელიც ყველა ქვეყანას ესაჭიროება, საქართველომ მოახერხა და მიიღო. აღნიშნული სტრატეგია მოიცავს 2019-2021 წლებს და მასში მთავარი ყურადღება გამახვილებულია ფინანსური ბაზრების განვითარებაზე ქვეყნის შიგნით, ქვეყნის შიგნით აღებული ვალის უპირატესობა კი მრავალია, მათ შორისაა ვალუტის კურსის ცვალებადობის რისკის არარსებობა. ადგილობრივი ფინანსური ბაზრების განვითარება გამოიწვევს არარეზიდენტების მხრიდანაც ადგილობრივ ბაზრებზე მონაწილეობას.

სახელმწიფო ვალის სტრატეგიაში ასევე დეტალურადაა განხილული ქვეყნის მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები, საიდანაც ვასკვნით, რომ პრობლემური წლების მიუხედავად, საქართველოს ეკონომიკა სწორად ვითარდება.

მეორე თავში უფრო ღრმადაა განხილული საქართველოს შემთხვევაში სახელმწიფო ვალის აღებასთან დაკავშირებული რისკები და ამავე თავის რეკომენდაციის სახით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ რისკების უმრავლესობას აღმოფხვრის ადგილობრივი ფინანსური ბაზრების განვითარება.

მეორე თავის შემდეგი ქვეთავი ეძღვნება სახელმწიფო ვალის მდგრადობის ანალიზს. ამ ქვეთავში ვაწყდებით საქართველოს პრობლემას, რომ საქართველოს ჯერ არ გააჩნია 2021 წელს გასასტუმრებელი ევრობონდების დაფარვის გეგმა, მთავრობის დაპირებით 2019 წელს აღნიშნული გეგმა შემუშავებული იქნება.

მეორე თავის მესამე ქვეთავში მოყვანილია სახელმწიფო ვალის აღრიცხვის მეთოდოლოგიები, ამ ქვეთავში აღმოვაჩინეთ, რომ საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ სახელმწიფო ვალის აღრიცხვის მეთოდოლოგია არ შეესაბამება გავლენიანი ფინანსური ორგანიზაციების მიერ აღიარებულ სტანდარტს. კერძოდ, საქმე ეხება სახელმწიფო ვალში სახელმწიფო კომპანიების ვალების აღიარებას, რაც როგორც აღმოჩნდა ჩვენი ფინანსთა სამინისტრო არ იკვლევს. აუდიტის სამსახურის მონაცემებზე

დაყრდნობით ჩატარებულმა კვლევამ გვაჩვენა, რომ საქართველოს შემთხვევაში სახელმწიფო კომპანიების ვალების გათვალისწინება სახელმწიფო ვალში, აახლოებს მას ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ კანონის ზღვართან (ასევე გადააჭარბა საქართველო 2020-ით დადგენილ ზღვარს). იმ შემთხვევაში, თუ სახელმწიფო საწარმოებს დაუდგებათ ვალების გადახდასთან დაკავშირებული პრობლემები მათ მოუწევთ საკუთარი ქონებით (რომელიც სახელმწიფო ქონებაა), ან სახელმწიფო რესურსებით ვალების გასტუმრება, რაც ნებისმიერ შემთხვევაში უარყოფითი მოვლენაა. ამ ნაწილის დასკვნისა და რეკომენდაციის სახით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ მიუხედავად იმისა, რომ დღეს არ გვაქვს სახელმწიფო ვალთან დაკავშირებით შეშფოთების საგანი აუცილებელია მეთოდოლოგიის დახვეწა და მისი საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისობა, რათა ზუსტად განვსაზღვროთ სახელმწიფო ვალის მოცულობა და დროულად მოვახდინოთ პოტენციურ საფრთხეებზე რეაგირება.

ნაშრომის ბოლო, მესამე ნაწილი დათმობილი აქვს საქართველოს სახელმწიფო ვალის არსებულ მდგომარეობას. აღნიშნულ თავის პირველ ნაწილში ვასკვნით, რომ საქართველო საერთაშორისო საკრედიტო რეიტინგებში ნორმალურ ადგილს ინარჩუნებს და ვალის აღების პრობლემის საშიშროება უახლოეს მომავალში არ დგას. ამავე ნაწილში ვნახულობთ, რომ სახელმწიფო ვალის თანაფარდობის მაჩვენებელი მთლიან შიგა პროდუქტთან არამზარდ ტენდენციას აჩვენებს. ასევე ვნახულობთ მონაცემებს, რომ სახელმწიფო 2015 წლიდან ცდილობს სესხების დივერსიფიცირებას ვალუტების მიხედვით, რაც დადებით მოვლენად უნდა განვიხილოთ. აქვე დადებით მოვლენად განვიხილება, მცირედით, თუმცა მაინც, შიდა სესხების ზრდის მაჩვენებელი.

მესამე თავის მესამე ქვეთავში საქართველოს სახელმწიფო ვალი შედარებულია სხვა მსგავს პოსტკომუნისტურ ქვეყნებს, ასევე მოყვანილია ესპანეთის მონაცემებიც, რომ ვნახოთ წარმატებული ევროპული ქვეყნების მონაცემებთან შედარებით რა მდგომარეობაშია ჩვენი ქვეყნის მაჩვენებლები. ამ ქვეთავიდან ვარკვევთ, რომ უკრაინასა და ბელარუსთან შედარებით საქართველოს სახელმწიფო ვალი წლების განმავლობაში სტაბილურობით ხასიათდება, ასევე ეკონომიკური ზრდის თვალსაზრისითაც ამ ქვეყნებთან შედარებით ყველაზე წინ ვართ.

ამავე ქვეთავში ჩატარებულია კვლევა იმასთან დაკავშირებით, თუ რა სახის გავლენას ახდენს სახელმწიფო ვალი, ქვეყნის ეკონომიკაზე. საქართველოს შემთხვევაში ასეთი სახის პირდაპირი კავშირი არ იკვეთება, თუმცა მცირედი დასაჯერებლობით ადგილი აქვს უარყოფით კავშირს. ბელარუსის შემთხვევაშიც არ გამოიკვეთა ძირეული კავშირი, თუმცა მცირედი დასაჯერებლობით ამ შემთხვევაში კავშირი დადებითია.

ბოლო ქვეთავში საუბარია სახელმწიფო ვალის გასტუმრებებზე, სადაც ვაწყდებით კვლავ 2021 წელს გასატუმრებელ ევრობონდებს, რომლის გასტუმრების გეგმაც ჯერ შემუშავებული არაა. აღნიშნულის შემუშავების აუცილებლობაზე უკვე ვისაუბრეთ, სხვა მხრივ გასტუმრებების პროგნოზი წლების განმავლობაში დადებით, კელბად ტენდენციას აჩვენებს.

ბოლოს, მინდა შევეხო ქართულ რეალობას: საქართველო მცირე ეკონომიკის მქონე განვითარებადი ქვეყანაა და მას არ გააჩნია საკუთარი რესურსები ეკონომიკრი ზრდის მაღალი ტემპების მისაღწევად, ამიტომ ჩვენმა ქვეყანამ უნდა ეცადოს რაც შეიძლება დიდი რაოდენობით სესხის და რაც შეიძლება დაბალ პროცენტში მიღებას, საკითხის სარგებელი-ზიანის ანალიზი კი მისი სწორად გამოყენების (ანუ ვალის მაღალი უკუფექტის მომცემი ინფრასტრუქტურული, განათლების, ინოვაციური ტექნოლოგიების და სხვა სახის პროექტების დასაფინანსებლად გამოყენების) შედეგია.

ჩემს დასკვნას ადასტურებს ფაქტებიც, რომ გონიერი, ჭკვიანი, მონდომებული დაბალი შემოსავლის მქონე სტუდენტები ცდილობენ აიღონ რაც შეიძლება დიდი რაოდენობით იაფი სესხი და სწავლა რაც შეიძლება პრესტიჟულ სასწავლებლებში გააგრძელონ საიდანაც მათი მომავალი „ნათელია“. ვალის აღების მოწინააღმდეგენი კი ამ სტუდენტებს ალტერნატივად იაფფასიან სასწავლებლებს სთავაზობენ, რომლის სწავლის საფასურის გადახდაც მათ ძალუბთ, ჩემი შეფასებით კი, ეს ნიჭიერების „ჩაკვლის“ ტოლფასია.

გამოყენებული ლიტერატურა და წყაროები

1. ანანიაშვილი ი., „ეკონომეტრიკა“. სახელმძღვანელო. მეორე შეესებული და შესწორებული გამოცემა. თბილისი, მერიდიანი, 2012.
2. ბენასი-კუერი ა., კიური ბ., ჟაკი პ., ჟან პისანი-ფერი - ეკონომიკური პოლიტიკა, თეორია და პრაქტიკა, უნივერსიტეტის გამომცემლობა, 2016.
3. ბერიძე თ. „ეკონომიკური ზრდა და ეკონომიკური განვითარება: რაოდენობრივი და თვისებრივი განსაზღვრულობა“. საქართველოს ეკონომიკურ მეცნიერებათა აკადემია. შრომები. ტ.10 გამომცემლობა „სიახლე“.
4. ბლანშარი ო. - მაკროეკონომიკა, მეხუთე გამოცემა, თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა 2010.
5. გველესიანი რ., გოგორიშვილი ი. "ეკონომიკური პოლიტიკა", გამომცემლობა "უნივერსალი", თბილისი, 2009.
6. გელაშვილი ს. „ეკონომიკური პროცესების სტატისტიკური პროგნოზირება“. სახელმძღვანელო. გამომც. „მერიდიანი“, თბ., 2012.
7. პაპავა ვ. - პოსტკომუნისტური საქართველოს ეკონომიკური განვითარების ვექტორის შესახებ, თბილისი 2013.
8. ხარაიშვილი ე., გაგნიძე ი., ჩავლეიშვილი მ., ნაცვლიშვილი ი., ნაცვალაძე ი. „მიკროეკონომიკა“, სახელმძღვანელო, მე-3 შეესებული და გადამუშავებული გამოცემა. ავტორები: გამომცემლობა „უნივერსალი“, თბილისი, 2014.
9. ხადური ნ. - საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი, თბილისი 2011.
10. ხადური ნ., კაკულია ნ., ჩიქოზავა მ. „მაკროეკონომიკა“, ლექციების კურსი. თბილისი, 2011.
11. ჯიბუტი ა., ლლონტი ი. - საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი, თბილისი 2003.
12. ჯიბუტი ა.- საქართველოს საგარეო და შიგა ვალი, თბილისი 2003.
13. საქართველოს მთავრობა - საქართველოს სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების სტრატეგია, საქართველო 2020, ნოემბერი 2013.
14. Bivens, Josh. 2010. "Budget deficits and interest rates." Briefing Paper #262

15. Ball, Lawrence, and N. Gregory Mankiw. 1995. "What do Budget Deficits Do?" NBER Working Paper #5263. Cambridge, Mass.
16. "The Economics and Law of Sovereign Debt and Default" (*PDF*). Journal of Economic Literature. 2009. Retrieved 2014-06-18.
17. Гаспар В. и Морено Бадиа М.- Крупные негативные факторы: глобальный взгляд на долг, 5 октября 2016 года.
18. Гаспар В. и Харамильо Л. -Снижение высокого уровня долга, 18 апреля 2018 года.
19. <http://hir.harvard.edu/article/?a=2853>
20. https://en.wikipedia.org/wiki/Government_debt
21. https://www.treasurydirect.gov/govt/reports/pd/histdebt/histdebt_18cent.htm
22. <https://www.investopedia.com/articles/economics/10/sovereign-debt-default.asp>
23. <https://tradingeconomics.com/country-list/government-debt-to-gdp>
24. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/70557/1/730869520.pdf>
25. https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt0512i.pdf
26. https://bus.wisc.edu/-/media/bus/knowledge-expertise/academic-departments/finance/yang_liu_government_debt_and_risk_premia_20170120.pdf?la=en
27. <http://www.aeaweb.org/aea/conference/program/retrieve.php?pdfid=460>.
28. <https://www.epi.org/publication/bp271/>
29. <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2018/041818ar.pdf>
30. <http://www.imf.org/external/russian/np/blog/2016/100516r.pdf>
31. https://mof.ge/saxelmwifo_vali
32. <https://mof.ge/5231>
33. <https://mof.ge/5233>
34. <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/32452?publication=12>
35. <https://sao.ge/audit/report-on-budget-execution/2015/784>
36. <https://www.imf.org/en/data>
37. <https://data.worldbank.org/indicator>
38. <http://datatopics.worldbank.org/debt/>
39. https://mof.ge/saxelmwifo_vali
40. <https://budgetmonitor.ge/ka/debt>

დანართები

დანართი 1. მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზისთვის გამოყენებული ძირითადი მაჩვენებლების სიდიდეები საბაზისო და ალტერნატიული სცენარებისთვის. (წყარო საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო)

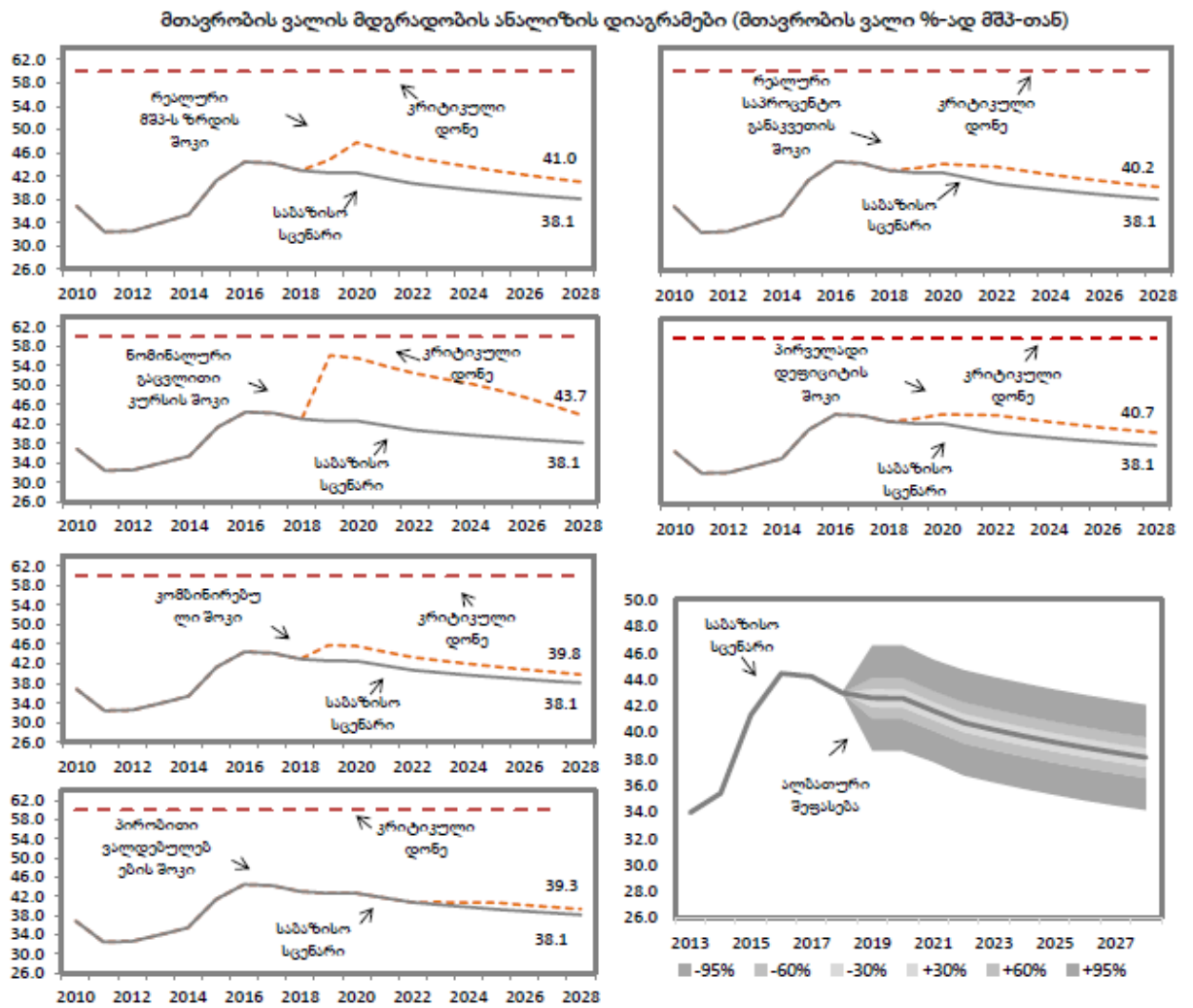
გამოყენებული ცვლადების სიდიდეები საბაზისო სცენარისთვის

ცვლადები	10 წლის საშუალო	სტანდარტული გადახრა	2019	2020	2021	2022
საშუალო რეალური საპროცენტო განაკვეთი მთავრობის ვალზე (ნომინალურ განაკვეთს გამოკლებული მშპ დეფლატორი, %)	-0.6	3.9	0.1	0.4	0.1	0.2
რეალური მშპ-ს ზრდა (%)	3.7	3.1	4.5	5.0	5.5	6.0
პირველადი დეფიციტი (%-ად მშპ-თან)	3.5	1.9	1.5	1.4	1.6	1.5
ლარის ნომინალური გამყარება პროცენტებში (აშშ დოლარი ერთ ლარში)			0.0	0.0	0.0	0.0

გამოყენებული ცვლადების სიდიდეები ალტერნატიული სცენარებისთვის

ცვლადები	10 წლის საშუალო	სტანდარტული გადახრა	2019	2020	2021	2022
საშუალო რეალური საპროცენტო განაკვეთი მთავრობის ვალზე (ნომინალურ განაკვეთს გამოკლებული მშპ დეფლატორი, %)	-0.6	3.9	2.0	2.3	2.0	2.2
რეალური მშპ-ს ზრდა (%)	3.7	3.1	1.4	1.9	5.5	6.0
პირველადი დეფიციტი (%-ად მშპ-თან)	3.5	1.9	2.5	2.4	2.5	2.5
ლარის ნომინალური გამყარება პროცენტებში (აშშ დოლარი ერთ ლარში)			-30.0	0.0	0.0	0.0

დანართი 2. მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი, შეფასებული გრაფიკებით.
(წყარო საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო)



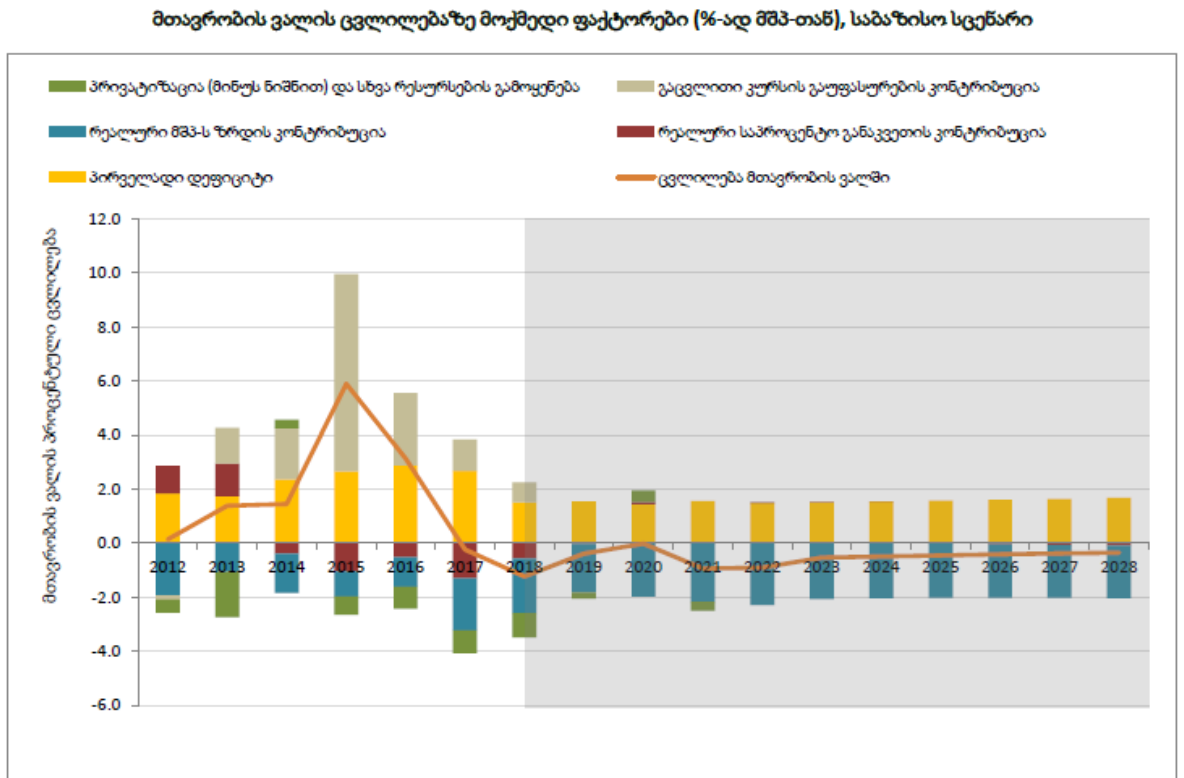
დანართი 3. მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი 2019-2028 წლებისთვის, ციფრობრივ გამოხატულებაში. (წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო)

მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზი, 2019-2028
(პროექტულად მშ-თან, თუ სხვა არ არის მითითებული)

	დატბი										პროექციი							
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
საბაზისი სეგნარი*																		
1 მთავრობის ვალი	32.6	33.9	35.4	41.3	44.4	44.2	43.0	42.6	42.6	41.6	40.7	40.2	39.7	39.2	38.8	38.5	38.1	
მათ შორის, უცხოური ვალუტაში დენომინირებული	27.6	27.2	26.8	32.5	35.1	34.9	33.5	32.8	32.6	31.5	30.7	29.9	29.1	28.4	27.7	27.1	26.4	
2 ცელილუა მთავრობის ვალში	0.1	1.4	1.5	5.9	3.1	-0.2	-1.2	-0.4	0.0	-0.9	-0.9	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	
3 ვალის ზრდის იდენტიფიცირებული კომპონენტები (4+7+12)	0.3	1.5	2.7	7.3	3.1	-0.2	-1.2	-0.4	0.0	-0.9	-0.9	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4	-0.4	
4 პირველადი დეფიციტი	1.8	1.7	2.4	2.7	2.9	2.7	1.5	1.5	1.4	1.6	1.5	1.5	1.5	1.6	1.6	1.6	1.7	
5 მილიანი შუბსაგები და გრანტები	28.9	27.7	27.9	28.2	28.4	28.9	28.0	28.0	27.6	27.0	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	26.6	
6 მილიანი დანახარები (საპროცენტო ხარჯის გარეშე)	30.7	29.4	30.2	30.9	31.3	31.5	29.5	29.5	29.0	28.6	28.1	28.1	28.2	28.2	28.2	28.2	28.3	
7 ვალის კეტიმპტური დინამიკა 1/	-1.1	1.5	0.1	5.3	1.1	-2.1	-1.8	-1.7	-1.9	-2.2	-2.4	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	
8 რეალური საპროცენტო განაკვეთის რეალური მშ-ს ზრდის კონტრიბუცია 2/	-0.9	0.2	-1.8	-2.0	-1.6	-3.2	-2.6	-1.8	-1.9	-2.2	-2.3	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	
9 რეალური საპროცენტო განაკვეთის კონტრიბუცია	1.0	1.2	-0.4	-1.0	-0.5	-1.3	-0.6	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1	-0.1	
10 რეალური მშ-ს ზრდის კონტრიბუცია	-1.9	-1.1	-1.4	-0.9	-1.1	-1.9	-2.0	-1.8	-2.0	-2.2	-2.3	-2.1	-2.0	-2.0	-2.0	-2.0	-1.9	
11 გაცელითი კურსის გაუფასურების კონტრიბუცია 3/	-0.2	1.3	1.9	7.3	2.7	1.2	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
ნიმუშილი = 1+5+9+11	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	
12 ვალის ზრდის სხვა იდენტიფიცირებული კომპონენტები	-0.5	-1.7	0.3	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-0.2	0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
13 პრივტურთა (მირუს ნიშითი) და სხვა რესურსების გამოყენება	-0.5	-1.7	0.3	-0.7	-0.8	-0.8	-0.9	-0.2	0.4	-0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
14 პირიშითი ვალდებულებები	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
15 სხვა	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
16 ვანსხევის (2-3)	-0.2	-0.2	-1.3	-1.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
სეგნარი 1. რეალური საპროცენტო განაკვეთის შიკი	32.6	33.9	35.4	41.3	44.4	44.2	43.0	43.4	44.1	43.8	43.6	42.9	42.3	41.7	41.1	40.6	40.2	
სეგნარი 2. რეალური მშ-ს ზრდის შიკი	32.6	33.9	35.4	41.4	44.4	44.2	43.0	44.8	47.8	46.5	45.2	44.4	43.6	42.9	42.2	41.6	41.0	
სეგნარი 3. პირველადი დეფიციტის შიკი	32.6	33.9	35.4	41.4	44.4	44.2	43.0	43.6	44.5	44.4	44.3	43.6	42.9	42.3	41.7	41.2	40.7	
სეგნარი 4. ნიშინალური გაცელითი კურსის შიკი	32.6	33.9	35.4	41.4	44.4	44.2	43.0	56.1	55.5	53.9	52.4	51.3	50.3	48.9	47.4	45.6	43.7	
სეგნარი 5. კომპინირებული შიკი	32.6	33.9	35.4	41.4	44.4	44.2	43.0	45.8	45.6	44.5	43.4	42.7	42.0	41.4	40.8	40.3	39.8	
სეგნარი 6. პირიშითი ვალდებულებების შიკი	32.6	33.9	35.4	41.4	44.4	44.2	43.0	42.6	42.6	41.6	40.7	40.7	40.7	40.6	40.1	39.7	39.3	
მირითადი მატრიკომიკური და ფისკალური დაშვებები																		
რეალური მშ-ს ზრდა (%)	6.4	3.3	4.6	2.9	2.8	4.8	5.0	4.5	5.0	5.5	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	
საშუალო ნიშინალური საპროცენტო განაკვეთი მთავრობის ვალზე (%) 4/	4.7	3.1	2.7	2.8	3.0	3.1	3.3	3.6	3.4	3.1	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1	3.0	2.9	
საშუალო ნიშინალური საპროცენტო განაკვეთი მთავრობის საგარეო ვალზე (%) 4/	1.9	1.8	1.8	1.7	1.7	1.9	2.1	2.4	2.0	1.8	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	1.9	
საშუალო რეალური საპროცენტო განაკვეთი მთავრობის ვალზე (საშუალო ნიშინალური საპროცენტო განაკვეთის გამოკლებული მშ დეფლატორი, %)	3.5	3.8	-1.0	-2.9	-1.2	-2.8	-1.1	0.1	0.4	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.0	-0.1	
გაცელითი კურსი (ლარი ერთ აშ დოლარში)	1.7	1.7	1.9	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	
ლარის ნიშინალური გაუფასურება (ლარი ერთ აშ დოლარში)	-0.6	4.8	7.4	29.4	10.5	-2.1	0.7	0.4	0.0	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
გაცელითი კურსი (აშ დოლარი ერთ ლარში)	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
ლარის ნიშინალური გაჭარბება (აშ დოლარი ერთ ლარში)	0.6	-4.6	-6.9	-22.7	-9.5	2.1	-0.7	-0.4	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
ინფლაცია (მშ დეფლატორი, %)	1.2	-0.7	3.8	5.9	4.2	6.1	4.5	3.5	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	

1/ მიღებულია, როგორც $(r - p(1+g) - g + ae(1+r))(1+g+gq)$ - ეერ გასული პერიოდის ვალის თანაგრადობა ნიშინალურ მშ-თან, სადა r = რეალური საპროცენტო განაკვეთი, p = მშ-ს დეფლატორის ზრდის განაკვეთი, g = რეალური მშ-ს ზრდა, a = უცხოური ვალუტაში დენომინირებული მთავრობის ვალის წილი მილიან მთავრობის ვალში, და e = ნიშინალური გაცელითი კურსის გაუფასურება (დათვლილია როგორც ლარის ღირებულების ზრდა აშ დოლართან მიმართებაში)
2/ რეალური საპროცენტო განაკვეთის წელი მიღებულია მე-2-ე სქილიდან, როგორც $r - z(1+g)$ და რეალური ზრდის წელი მიღებულია როგორც g
3/ გაცელითი კურსის კონტრიბუცია მიღებულია ასევე მე-2-ე სქილიდან, როგორც $ae(1+r)$
4/ მიღებულია მთავრობის ვალის ნიშინალური საპროცენტო ხარჯის გაყოფით გასული პერიოდის ვალის ნაშთზე

დანართი 4. საბაზისო სცენარი, მთავრობის ვალის ცვლილებაზე მოქმედი ფაქტორები.



დანართი 5. სახელმწიფო საგარეო ვალი (მლნ. აშშ დოლარი) და GDP

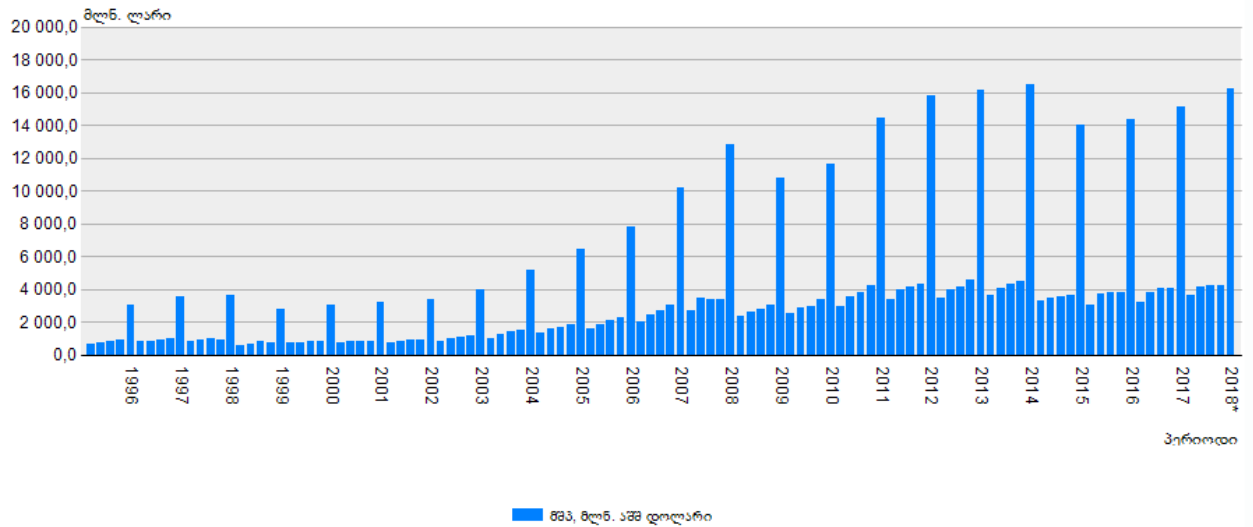
საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი (მლნ. აშშ დოლარი)

წელი	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ვალის მოცულობა	1 150	1 348	1 486	1 627	1 636	1 556	1 521	1 659	1 754

წელი	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ვალის მოცულობა	1 858	1 735	1 698	1 790	2 692	3 382	3 937	4 176

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი (2004 წლამდე), საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთლიანი შიდა პროდუქტი



დანართი 6. საინვესტიციო პროექტებში საგარეო საკრედიტო რესურსების ათვისების მდგომარეობა 2018 წელი

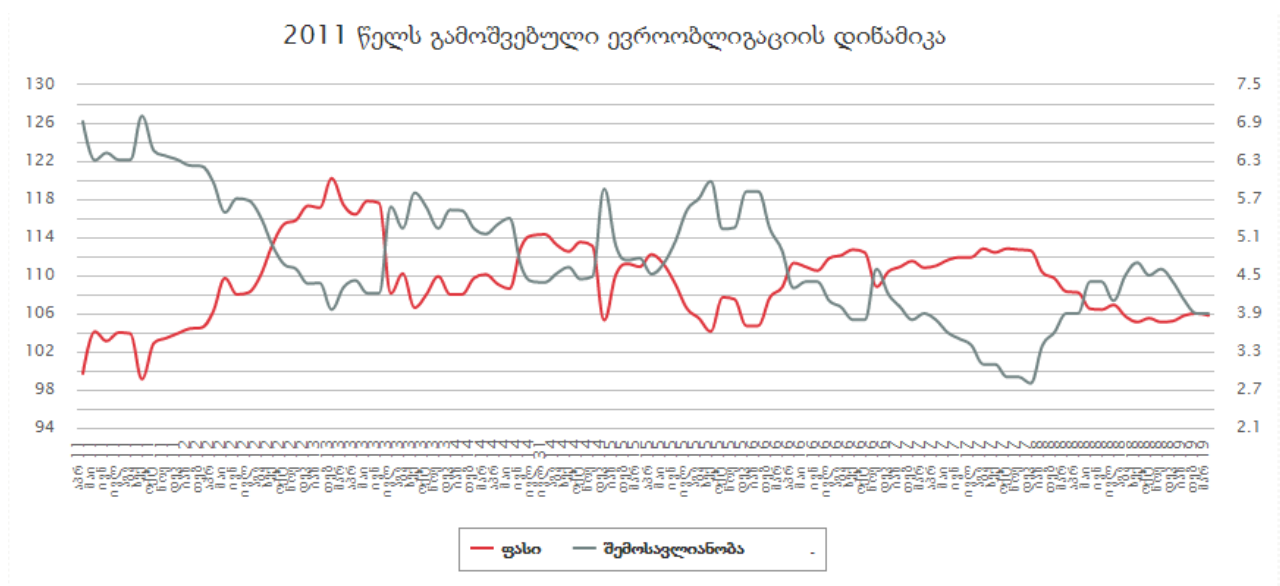
მდინარე დებედაზე ხიდის მშენებლობა (EBRD)	4,200,000 c	- c	0%
თბილისი-სენაკი-ლესელიძის საავტომობილო გზის ძირულა არგვეთას მონაკვეთის რეკონსტრუქცია-მშენებლობა (JICA)	52,450,000 c	- c	0%
თბილისი-წითელი ხიდის (აზერბაიჯანის რესპუბლიკის საზღვარი) საავტომობილო გზის კმ22-კმ57 რუსთავი-წითელი ხიდის მონაკვეთის მშენებლობა (EIB)	17,350,000 c	- c	0%
ალგეთი-სადახლოს საავტომობილო გზის მშენებლობა-მოდერნიზაცია (EIB)	17,350,000 c	- c	0%
მცხეთა-სტეფანწმინდა-ლარსის საავტომობილო გზის ქვეშეთი-კობის მონაკვეთზე საავტომობილო გზის და გვირაბის მშენებლობა (ADB)	43,175,000 c	- c	0%
საქართველოს სატრანსპორტო კომუნიკაცია ბ (EIB)	7,600,000 c	- c	0%
თბილისი-ბაკურციხე-ლაგოდეხის საავტომობილო გზის კმ20-კმ50 ლოჭინი-საგარეჯოს მონაკვეთის მშენებლობა (EIB)	16,400,000 c	- c	0%
საქართველოს მუნიციპალური ინფრასტრუქტურის განახლების პროექტი (EIB)	800,000 c	- c	0%

ჭიათურის საბაგირო გზების რეკონსტრუქცია-რეაბილიტაციის პროექტი (Government of France)	1,000,000 c	- c	0%
ქობულეთის წყალარინების პროექტი (EBRD, ORET)	2,500,000 c	- c	0%
ქვემო ქართლის ნარჩენების მართვის პროექტი (EBRD, SIDA)	550,000 c	- c	0%
აგროკრედიტი (EIB)	10,000,000 c	- c	0%
თბილისის საჯარო სკოლების რეაბილიტაცია და ენერგო ეფექტურობის გაზრდის პროექტი (E5P, CEB)	10,000,000 c	- c	0%
აჭარის მყარი ნარჩენების პროექტი (EBRD)	4,000,000 c	- c	0%
თბილისი-სენაკი-ლესელიძის საავტომობილო გზის ჩუმათელეთი-ხევის მონაკვეთის რეკონსტრუქცია-მშენებლობა (WB, EIB)	41,600,000 c	125,744 c	0%
ქუთაისის წყალარინების პროექტი (EIB, EPTATF)	2,400,000 c	35,078 c	1%
ბათუმი (ანგისა) - ახალციხის საავტომობილო გზის ხულო-ზარზმის მონაკვეთის რეაბილიტაცია-რეკონსტრუქცია (Kuwait Fund)	23,700,000 c	746,175 c	3%
ვარდნილისა და ენგურის ჰიდროელექტროსადგურების რეაბილიტაციის პროექტი (EIB, EU)	12,150,000 c	2,588,278 c	21%
შიდასახელმწიფოებრივი მნიშვნელობის ძირულა-ხარაგაული-მოლითი-ფონა-ჩუმათელეთის საავტომობილო გზის ჩუმათელეთი-ხარაგაულის მონაკვეთის რეაბილიტაცია-რეკონსტრუქცია (ADB)	35,500,000 c	8,905,426 c	25%
აღმოსავლეთ-დასავლეთის ჩქაროსნული ავტომაგისტრალის მოდერნიზაცია-მშენებლობა სამტრედია-გრიგოლეთის მონაკვეთზე (EIB, EU)	111,550,000 c	34,739,841 c	31%
საქართველოს ეროვნული ინოვაციების ეკოსისტემის პროექტი ბ (IBRD)	10,000,000 c	3,301,452 c	33%
ქ. ბათუმის ახალი შემოვლითი გზა (ADB, AIIB)	56,000,000 c	23,120,640 c	41%
რეგიონალური განვითარების პროექტი II (იმერეთი) (WB)	10,000,000 c	4,551,406 c	46%

საქართველოს ელექტროგადამცემი ქსელის გაფართოების დია პროგრამა (WB, EBRD, KfW)	32,000,000 €	16,231,738 €	51%
სენაკი-ფოთი-სარფის საავტომობილო გზის კმ48-კმ64 გრიგოლეთი-ჩოლოქის მონაკვეთის მშენებლობა (EIB)	36,250,000 €	20,357,404 €	56%
ირიგაციისა და მიწის ბაზრის განვითარების პროექტი (WB)	23,250,000.00 €	13,887,856 €	60%
რეგიონალური განვითარების პროექტი III (მცხეთა-მთიანეთი და სამცხე-ჯავახეთი) (WB)	24,000,000 €	16,603,307 €	69%
ადმოსავლეთ-დასავლეთის ჩქაროსნული ავტომაგისტრალის დერეფნის გაუმჯობესების პროექტი (ზემო ოსიაური-რიკოთი) (EIB, WB)	73,900,000 €	51,973,543 €	70%
შიდასახელმწიფოებრივი გზების აქტივების მართვის პროექტი (WB)	35,000,000 €	26,864,338 €	77%
სოფლის მეურნეობის მოდერნიზაციის, ბაზარზე წვდომისა და მდგრადობის პროექტი (GEF, IFAD)	11,750,000 €	9,037,794 €	77%
საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის სტრუქტურაში, ჰიდროტექნიკური კვლევების ლაბორატორიის ჩამოყალიბების პროექტი (Unicredit Bank)	20,300,000 €	16,175,188 €	80%
მდგრადი ურბანული ტრანსპორტის განვითარების საინვესტიციო პროგრამა (ADB)	59,000,000 €	47,998,670 €	81%
ელექტროგადამცემი ქსელის გაძლიერების პროექტი (IBRD, ADB, WB)	18,650,000 €	15,887,652 €	85%
ქუთაისის მყარი ნარჩენების ინტეგრირებული მართვის პროექტი (KfW, EU)	7,000,000 €	6,116,158 €	87%
ბათუმში კომუნალური ინფრასტრუქტურის დაწესებულებათა რეაბილიტაცია (III ფაზა) (KfW, EU)	10,000,000 €	9,549,182 €	95%
საქართველოს შეიარაღებული ძალების შესაძლებლობის გაძლიერება (SG)	22,000,000 €	22,881,135 €	104%
შიდასახელმწიფოებრივი და ადგილობრივი გზების მესამე პროექტი (WB)	20,000,000 €	21,259,113 €	106%
ურბანული მომსახურების გაუმჯობესების პროგრამა (წყალმომარაგებისა და წყალარინების სექტორი) (ADB)	121,000,000 €	130,364,459 €	108%

აღმოსავლეთ-დასავლეთის სატრანზიტო მაგისტრალი IV (აგარა - ზემო ოსიაური) (WB)	16,000,000 €	17,737,417 €	111%
რეგიონალური და მუნიციპალური ინფრასტრუქტურის განვითარების პროექტი II (WB, WB-TF)	6,400,000 €	7,098,988 €	111%
ბათუმის ავტობუსების პროექტი (E5P, EBRD)	7,000,000 €	8,749,280 €	125%
საქართველოს ურბანული რეკონსტრუქციის და განვითარების პროექტი (EIB)	37,600,000 €	49,409,381 €	131%
მიწის ბაზრის განვითარება (WB)	2,000,000 €	2,629,761 €	131%
შიდასახელმწიფოებრივი და ადგილობრივი გზების მეორე პროექტი (WB)	12,800,000 €	18,446,967 €	144%
KfW - ბათუმში კომუნალური ინფრასტრუქტურის დაწესებულებათა რეაბილიტაცია - IV ფაზა (KfW)	10,100,000 €	15,506,689 €	154%
წყლის ინფრასტრუქტურის განახლების პროექტი II (EIB, EU)	8,700,000 €	14,326,037 €	165%
ქ. ქობულეთის ახალი შემოვლითი გზა (ADB)	24,475,000 €	41,178,915 €	168%
რეგიონალური განვითარების პროექტი I (კახეთი) (WB)	800,000 €	1,387,157 €	173%
თბილისი-სენაკი-ლესელიძის საავტომობილო გზის ხევი უბისას მონაკვეთის რეკონსტრუქცია - მშენებლობა (ADB)	52,450,000 €	113,756,375 €	217%
თბილისი-სენაკი-ლესელიძის საავტომობილო გზის უბისა ძირულას მონაკვეთის რეკონსტრუქცია- მშენებლობა (EIB)	52,450,000 €	201,682,010 €	385%
აღმოსავლეთ-დასავლეთის ჩქაროსნული ავტომაგისტრალის ზესტაფონი-ქუთაისი-სამტრედიის მონაკვეთის მშენებლობა-რეკონსტრუქცია (JICA)	1,600,000 €	6,591,718 €	412%
საქართველოში მყარი ნარჩენების მართვის პროექტი (EBRD)	- €	744,150 €	

დანართი 7. ევროობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთის და ფასის დინამიკა:



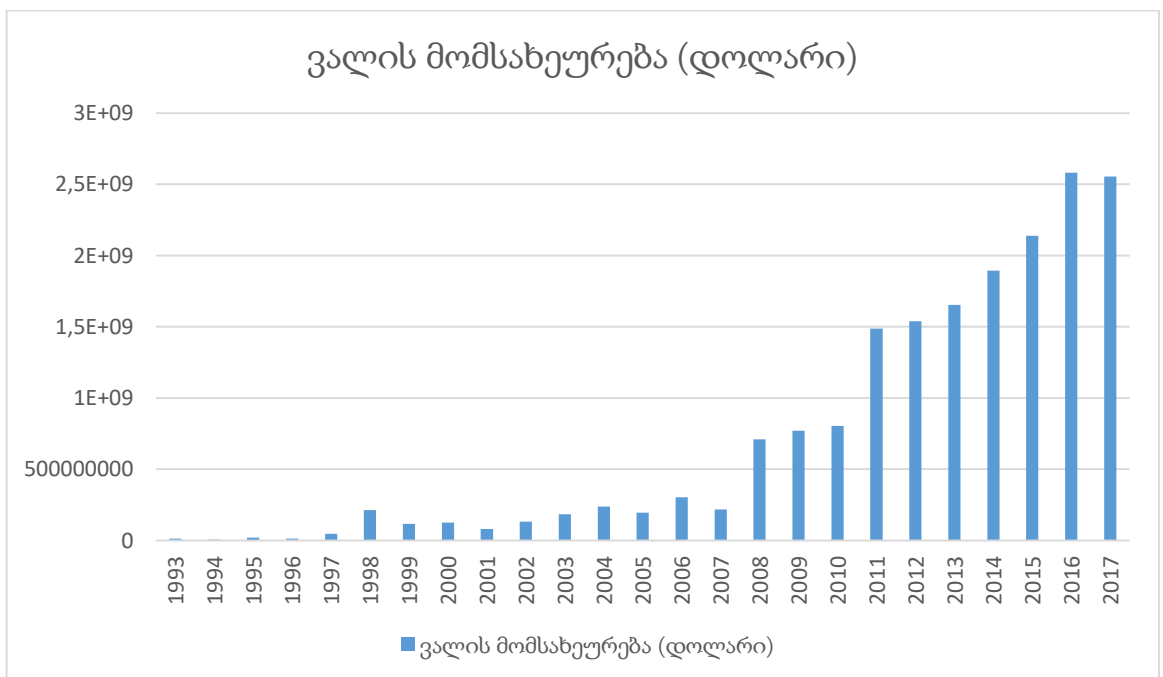
დანართი 8. ქვეყნის მასშტაბით გამოყოფილი CO2-ის რაოდენობის დამოკიდებულება, სახელმწიფო ვალსა და ინვესტიციებთან (საქართველო):

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple F	0,767252							
R Square	0,588676							
Adjusted R Square	0,533833							
Standard Error	0,339081							
Observations	18							
ANOVA								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	2	2,468255	1,234128	10,73382	0,001278			
Residual	15	1,724635	0,114976					
Total	17	4,19289						
Coefficients								
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	1,250806	0,574852	2,175876	0,04596	0,025539	2,476074	0,025539	2,476074
X Variable	-0,00447	0,009217	-0,48518	0,634555	-0,02412	0,015173	-0,02412	0,015173
X Variable	0,055196	0,025388	2,17413	0,046113	0,001084	0,109308	0,001084	0,109308

დანართი 9. ქვეყნის მასშტაბით გამოყოფილი CO2-ის რაოდენობის დამოკიდებულება, სახელმწიფო ვალსა და ინვესტიციებთან (ბელარუსი):

SUMMARY OUTPUT								
Regression Statistics								
Multiple R	0,486889							
R Square	0,237061							
Adjusted R Square	0,135336							
Standard Error	0,478715							
Observations	18							
ANOVA								
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>			
Regression	2	1,06811	0,534055	2,330405	0,131424			
Residual	15	3,437526	0,229168					
Total	17	4,505636						
Coefficients								
	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	5,693651	0,261149	21,80229	9,01E-13	5,137025	6,250278	5,137025	6,250278
X Variable	0,025371	0,016899	1,501294	0,154035	-0,01065	0,06139	-0,01065	0,06139
X Variable	0,000849	0,001704	0,498121	0,625623	-0,00278	0,00448	-0,00278	0,00448

დანართი 10. ვალის მომსახურების მაჩვენებლები წლების მანძილზე (საქართველო), (წყარო: მსოფლიო ბანკი):



დანართი 11. სახელმწიფო ვალის მაჩვენებელი ქვეყნების მიხედვით:

