

# მაკროეკონომიკური პოლიტიკა

ლექცია 11-12

## ლექცი 11-12.

### სახელმწიფო ვალი

#### 1. სახელმწიფო ვალის არსი

##### 1.1. სახელმწიფო ვალის არსი და წარმოქმნის მიზეზები

როდესაც მთავრობა ხარჯავს იმაზე მეტს, ვიდრე ღებულობს გადასახადების სახით, ის სესხულობს ფულს კერძო სექტორებიდან ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფინანსებლად.

სახელმწიფო ვალი წარმოადგენს დროის გარკვეული მომენტისთვის სახელმწიფო სექტორის (მთავრობის, ცენტრალური და ადგილობრივი სამთავრობო ორგანოების, აგრეთვე ავტონომიური დანაყოფების, სახელმწიფო ორგანიზაციების, საწარმოებისა და სხვა დაწესებულებების) მიერ გამოყენებულ, მაგრამ დაუფარავ სავალო ვალდებულებათა ჯამს. სახელმწიფოს მიერ აღებული ყველა სესხი მათზე დარიცხული საპროცენტო გადასახდელებით, რომლებიც მოცემული მომენტისთვის არ არის დაფარული, ქმნის სახელმწიფო ვალს.<sup>1</sup>

არსებობს სახელმწიფო შიდა და საგარეო ვალი.

*სახელმწიფო შიდა ვალი* - მოცემული ქვეყნის მთავრობის მიერ მისი მოქალაქეებისაგან აღებული ვალია.

*სახელმწიფო საგარეო ვალი* - მოცემული ქვეყნის მთავრობის მიერ სხვა ქვეყნებისა და ორგანიზაციებისაგან აღებული სესხია და გულისხმობს მსესხებელი ქვეყნის სავალო ვალდებულებას გამსესხებელი ქვეყნის წინაშე.

სახელმწიფო ვალს წარმოქმნის დეფიციტური ბიუჯეტის პირობებში სამთავრობო ხარჯების გადიდება, რაც ისტორიულად ყოველთვის დაკავშირებულია ომთან და ეკონომიკურ დაქვეითებასთან.

ჩვეულებრივ, ომის დროს, ეკონომიკის მნიშვნელოვანი რესურსები სამოქალაქო დანიშნულების პროდუქციის წარმოებიდან სამხედრო პროდუქციის წარმოებაზე მიიმართება და, შესაბამისად, იზრდება შეიარაღებისა და სამხედრო მომსახურეთა შენახვის ხარჯები.

მეორე მსოფლიო ომის დროს ეკონომიკის მნიშვნელოვანი რესურსები სამოქალაქო დანიშნულების პროდუქციის წარმოების ნაცვლად სამხედრო პროდუქციის წარმოებას ხმარდებოდა. ამან ომში მონაწილე ქვეყნების სახელმწიფო ვალი მნიშვნელოვნად გაზარდა. ასევე, ეკონომიკური დაქვეითების პირობებში, როცა ქვეყნის მეპ-ის წარმოების მოცულობა მცირდება, ავტომატურად მცირდება საგადასახადო შემოსავლები და ბიუჯეტის დეფიციტის წარმოქმნის ტენდენცია ყალიბდება.

ორივე შემთხვევაში იქმნება სამთავრობო ხარჯების გადიდების და, აქედან გამომდინარე, შიდა ან საგარეო ვალის აღების აუცილებლობა.

აქ მოტანილი ორი ისტორიული ანალოგის პარალელურად არსებობს მესამე გარემოებაც, რაც ბიუჯეტის დეფიციტის მიზეზი ხდება. ესაა ქვეყნის ეკონომიკის გაჯანსაღების მიზნით გადასახადების განაკვეთების შემცირება. მაგალითად, 80-იანი წლების დასაწყისში აშშ-ს ბიუჯეტის დეფიციტის მნიშვნელოვანი ნაწილის მიზეზი გახდა გადასახადების განაკვეთის შემცირების შესახებ მიღებული კანონი, რითაც მნიშვნელოვნად შემცირდა როგორც პირადი საშემოსავლო გადასახადი, ისე კორპორაციათა მოგების გადასახადებიც.<sup>2</sup>

1981 წელს გადასახადებიდან მიღებული შემოსავლების შემცირებამ, ქვეყნის ეკონომიის დაქვეითებასთან ერთად, გამოიწვია ბიუჯეტის მზარდი დეფიციტი, რამაც 1982 წელს 146 მლრდ

<sup>1</sup> სამუელსონი, პ. ნორდჰაუსი., „ეკონომიკა“, ტ. IV, თბ., 2000. გვ. 152

<sup>2</sup> ჯიბუტი ა., ლლონტი ი., „საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი“, თბილისი, 2003. გვ.7

დოლარს მიაღწია. ამ მდგომარეობიდან თავის დაღწევის მიზნით აშშ-ს მთავრობა იძულებული გახდა აელო შიდა ვალი.<sup>1</sup>

ამრიგად, სახელმწიფო ვალის მნიშვნელოვანი ნაწილი მსოფლიოს სხვადასხვა ქვეყნებში სხვადასხვა დროს წარმოქმნილი იყო სამხედრო პერიოდის დანახარჯებით, ეკონომიკის ციკლური დაქვეითებით ან გადასახადების შემცირების მიზეზებით.

მამასადამე, სახელმწიფოს მიერ სესხის აღების აუცილებლობა ნებისმიერ შემთხვევაში უკავშირდება სახელმწიფო ხარჯების გადიდებას.

საერთოდ, არსებობს გადიდებული სამთავრობო ხარჯების დაფინანსების 3 ვარიანტი:

- ა) გადასახადების გადიდება;
- ბ) საჭირო რაოდენობაზე მეტი ფულის ბეჭდვა და მიმოქცევაში გაშვება;
- გ) სახელმწიფოს მიერ შიდა და საგარეო ვალის აღება.

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

სახელმწიფო ვალის სიმძიმეს, პირველყოვლისა, განსაზღვრავს:

- ა) რა სახისაა იგი - სახელმწიფო შიდა ვალია იგი თუ საგარეო ვალი;
- ბ) სახელმწიფო ვალის სიდიდე ან სიმცირე იზომება და განისაზღვრება მეკ-ისა და მშპ-ს სიდიდესთან შეფარდებით;
- გ) სახელმწიფო ვალის სიმძიმე დამოკიდებულია აღებული ვალის სარგებლის დონეზე;
- დ) სახელმწიფო ვალის ტვირთი დიდადაა დამოკიდებული აღებული სესხის მიზნობრივ და ეფექტიან გამოყენებაზე.

სწორედ ამ კრიტერიუმების გამოყენებით უნდა განიხილებოდეს როგორც სახელმწიფო შიდა ვალის, ასევე სახელმწიფო საგარეო ვალის პრობლემა.

სახელმწიფო ვალი წარმოადგენს მთავრობის მიერ ამ სესხის გადახდის პრობლემას.

ამასთან დაკავშირებით, პოპულარულია თვალსაზრისი, რომ ვალი ტვირთია, რომელიც ართულებს ეკონომიკის ნორმალურ ფუნქციონირებას.

ამიტომ, ცდილობენ რა თავიდან აიცილონ მოსალოდნელი სოციალური და ეკონომიკური დამაბულობა, მთავრობა უპირატესობას ანიჭებს შიდა სესხების მოზიდვას.<sup>2</sup>

გარკვეული მოსაზრების თანახმად, რომ საგარეოსთან შედარებით შიდა ვალი ქვეყნისთვის ნაკლები ტვირთია, რადგან იგი შეიძლება განხილულ იქნეს, როგორც ვალი, რომელიც მას თვითონ მართებს, რომლის დაფარვის დროს ქვეყანაში შექმნილი პროდუქციის გატანა არ ხდება (სარგებლის ან ვალის ძირითადი ნაწილის სახით). თუ ამ მოსაზრებას დავეყრდობით, მაშინ შიდა ვალი საშიში არ არის. ამასთან დაკავშირებით, ისმის კითხვა: შესაძლებელია თუ არა მზარდმა შიდა ვალმა რაღაც მომენტში კრახამდე მიიყვანოს ერი, სახელმწიფომ დაკარგოს საკუთარი ფინანსური ვალდებულებების დაფარვის უნარი და მთავრობა გაკოტრდეს? პასუხი ცალსახაა: არა, რადგან სახელმწიფოს აქვს: ა) შიდა სესხის რეფინანსირების; ბ) გადასახადების განაკვეთის გადიდების და გ) საჭიროზე მეტი რაოდენობის ფულის მასის დაბეჭდვისა და მიმოქცევაში გადასროლის შესაძლებლობანი.

<sup>1</sup> სამუელსონი, პ. ნორდჰაუსი., „ეკონომიკა“, ტ. IV, თბ., 2000. გვ. 153

<sup>2</sup> ჯიბუტი ა., ლლონტი ი., „საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი“, თბილისი, 2003. გვ. 8

ა) ვალის რეფინანსირება. როგორც კი დადგება შიდა ვალის რაღაც ნაწილის გადახდის წინასწარ განსაზღვრული ვადა, მთავრობა როგორც წესი, არც ხარჯებს შეამცირებს და არც გადასახადებს გაზრდის, არამედ ვადადამდგარი ობლიგაციების დასაფარავი სახსრების მისაღებად მოახდენს მხოლოდ ვალის რეფინანსირებას, ე.ი. დაბეჭდავს და გაავრცელებს ახალ ობლიგაციებს და დამატებით მიღებული თანხებით დაფარავს ობლიგაციების მფლობელთათვის გასაცემ ვალდებულებებს.

ბ) გადასახადების განაკვეთების გადიდება. სახელმწიფოს ყოველთვის ყოველთვის შეუძლია გადასახადების გადიდება (თუ ეს იმ კონკრეტულ პირობებში მისაღებია). აღნიშნული ღონისძიება გამოიყენება შემოსავლების, სახელმწიფო ვალის ნაწილისა და სარგებლის თანხის გადასახდელად.

გ) საჭიროზე მეტი რაოდენობის ფულის დაბეჭდვა და მიმოქცევაში გაშვება. საჭიროზე მეტი რაოდენობის ფულის მასის დაბეჭდვისა და მიმოქცევაში გადასროლის გზით სახელმწიფო იხდის შიდა ვალის ძირითად თანხასაც და სესხის სარგებელსაც. ამას შეიძლება მოჰყვეს საინფლაციო ეფექტი, მაგრამ ეს საშიში არ არის.<sup>1</sup>

საკუთარი ფინანსური ვალდებულებების დასაფარავად, საჭიროების შემთხვევაში, სახელმწიფო იყენებს ერთ ან ყველა ზემოთ ჩამოთვლილ ღონისძიებას.

ამდენად, სახელმწიფო შიდა ვალის აღება ნებისმიერ ქვეყანას არანაირ საშიშროებას არ უქმნის, მითუმეტეს ის ითქმის ეკონომიკურად მაღალგანვითარებულ ქვეყნებზე. მაგალითად, აშშ-ის სახელმწიფო შიდა ვალი 1998 წლისათვის შეფასებული იყო 2.6 ტრილიონ დოლარად ეს კოლოსალური თანხაა. თუ 2.6 ტრილიონ ერთდოლარიან კუპონურებს დავალაგებთ ერთიმეორის მიყოლებით, მიღებული „ლენტი“ 240 მლნ მილზე, ანუ დედამიწიდან მზემდე და უკან გამოიჭიმება და მეტი იქნება კიდევ. თუ 2.6 ტრილიონ დოლარის ასდოლარიანი კუპონურებით შემდგარ შეკვრებს სიმაღლეზე დავალაგებდით, იგი 174 მილის სიმაღლის იქნება.<sup>2</sup>

ნიშნავს თუ არა ეს, რომ ბიუჯეტის დეფიციტი გამოვიდა კონტროლიდან, რომ გაზრდილი სარგებლის განაკვეთები აიძულებენ ამერიკის მთავრობას გაზარდოს გადასახადები? პასუხი ცალსახაა-არა, რადგან აშშ-ს მთლიანი ეროვნული პროდუქტი იზრდება უფრო სწრავად, ვიდრე ვალი.

თუ ვალის ზრდას თან არ ახლავს ეკონომიკური ზრდა, შიდა (და მით უმეტეს, საგარეო) ვალის ხარჯზე ბიუჯეტის დაბალანსების ყოველგვარი მცდელობა ბოლოს და ბოლოს კრახით მთავრდება.

მიუხედავად ასეთი კოლოსალური სიდიდისა, შიდა ვალი აშშ-ის ეკონომიკისთვის სრულიად არ არის საშიში, რამდენადაც აშშ-ის ეკონომიკის პოტენციალი საოცრად დიდია და იგი ყოველწლიურად გიგანტური ტემპებით იზრდება. 1988 წელს აშშ-ში წარმოებულ იყო 4 ტრილიონ 862 მილიარდი დოლარის საქონელი და მომსახურება, ანუ უფრო მეტი, ვიდრე ნებისმიერ სხვა ქვეყანაში. წარმოებული პროდუქციის მოცულობამ მოსახლეობის ერთ სულზე 16840 დოლარი შეადგინა. აშშ-ის სახელმწიფო შიდა ვალი ქვეყნის მეკ-ის მოცულობის 53%-ს აღემატება.

გადასახადების აბსოლუტურ მოცულობასთან ერთად, აშშ-ში მკვეთრად გაიზარდა სარგებლის გადასახდელების მოცულობა, მისმა ყოველწლიურმა მოცულობამ 150 მლრდ დოლარს გადააჭარბა, მაგრამ ეს სრულიადაც არ წარმოადგენდა საშიშროებას, რადგან ამ დანიშნულებით გადასახდელი თანხა აშშ-ს მეკ-ის ღირებულების 3%-ს არ აღემატებოდა.

<sup>1</sup> ჯიბუტი ა., ლლონტი ი., „საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი“, თბილისი, 2003. გვ. 9

<sup>2</sup> მაკკონელი რ., ბრიუ ლ., „ეკონომიკის“, თბ., 1993. ტ. II, გვ. 440

სახელმწიფო შიდა ვალის აბსოლუტური მოცულობა აშშ-ში 1940-1988 წლებში 50-ჯერ გაიზარდა, მაგრამ აშშ-ს მეკ-ის მოცულობა ამავე პერიოდში 55-ჯერ მეტად გადიდა. ეს იმას ნიშნავს, რომ ვალის შედარებითი სიდიდე პრაქტიკულად თითქმის 1940 წლის დონეზე დარჩა.<sup>1</sup>

აშშ-ში სახელმწიფო შიდა ვალი არავითარ ტვირთს არ აკისრებს ქვეყნის მომავალ თაობებს. ამერიკის სახელმწიფო ვალის სავალო ვალდებულებების მფლობელთა თითქმის 1/4-ს არასამთავრობო დაწესებულებები და ბანკირები წარმოადგენენ, ხოლო დანარჩენი 3/4 შტატებისა და ადგილობრივი ხელისუფლების ორგანიზაციებზე, კერძო პირებზე, კომერციულ ბანკებზე, სადაზღვევო კომპანიებზე და ა.შ. მოდის. რადგან აშშ-ს სამთავრობო ობლიგაციათა 87% მოთავსებულია ქვეყნის შიგნით, ე.ი. მოქალაქეებისა და ორგანიზაციების, ბანკების, სადაზღვევო კომპანიების სამთავრობო დაწესებულებების ხელში იმყოფება, ანუ სახელმწიფო შიდა ვალი ამ შემთხვევაში ამავდროულად საზოგადოებრივი აქტივებიცაა. ამ ვალების დიდი ნაწილი, ამასთანავე, ამერიკელ მოქალაქეთა(როგორც აქციებისა და ობლიგაციების მფლობელების) აქტივებს წარმოადგენს. შიდა სახელმწიფო ვალის შემთხვევაში სახელმწიფო ობლიგაციების განადგობის დროს, რომლებიც მოცემული ქვეყნის რეზიდენტთა განკარგულებაშია, არ ხდება საქონლისა და მომსახურების ქვეყნის ფარგლებს გარეთ გატანა.

მაშასადამე, ამერიკაში დაბადებულები, რომლებმაც საშუალოდ სახელმწიფო ვალის 10586 დოლარის სავალო ვალდებულება მიიღეს მემკვიდრეობით, იმავდროულად ამავე თანხის სამთავრობო ობლიგაციების მემკვიდრენი გახდნენ.<sup>2</sup>

ამრიგად, დიდი სახელმწიფოებისთვის სახელმწიფო შიდა ვალი არ წარმოადგენს ეკონომიკური ტვირთის სიმძიმის ერთი თაობიდან მეორეზე გადაკისრების საშუალებას.

თუმცა სხვადასხვა დამაიმედებელი მოტივი სრულიადაც არ ნიშნავს შიდა სახელმწიფო ვალის გამართლებას. მისი არსებობა ნამდვილად აყენებს ზოგიერთ რეალურ და პოტენციურ პრობლემას.

როცა შიდა ვალით ვერ მიიღწევა სასურველი შედეგი, ქვეყნის შიგნით მაკროეკონომიკური სტაბილურობისთვის მიმართავენ საგარეო სესხებს.

უცხოური კრედიტები ქვეყანას საშუალებას აძლევს მოიხმაროს ან დააბანდოს მასზე მეტი თანხა, ვიდრე ამას შიდა ვალით შეძლებდა, ე.ი. საგარეო ვალი, მისი მიზნობრივად და ეფექტიანად გამოყენების შემთხვევაში, საშუალებას იძლევა თავიდან იქნეს აცილებული ქვეყნის ეკონომიკაში არასასურველი შედეგები, მიუხედავად იმისა, რომ სახელმწიფოში შექმნილი პროდუქციის მეტი ნაწილის გატანა ხდება უცხო ქვეყნის ვალის დასაფარავად.<sup>3</sup>

მაშასადამე, საგარეო ვალის აღება გამართლებულია იმ შემთხვევაში, თუ ადგილი აქვს ეკონომიკურ ზრდას და, აქედან გამომდინარე, ასევე სწრაფად იზრდება ექსპორტიდან შემოსავალი - ეს უზრუნველყოფს ქვეყანაში საკმარისი რაოდენობით უცხოური ვალუტის შემოსავალს, რის ხარჯზეც უნდა დაიფაროს მუდმივად მზარდი საგარეო ვალის საპროცენტო (მომსახურების) გადასახდელები და ძირითადი თანხა. მაგრამ, თუ გადასახდელები საგარეო ვალის მომსახურებისთვის იზრდება უფრო სწრაფად, ვიდრე შემოსავალი უცხოურ ვალუტაში, მაშინ წარმოიქმნება საგადასახდელო ბალანსისა და სახელმწიფო ბიუჯეტის პრობლემები.<sup>4</sup>

<sup>1</sup> ჯიბუტი ა., ლლონტი ი., „საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი“, თბილისი, 2003. გვ. 10

<sup>2</sup> მაკკონელი რ., ბრიუ ლ., „ეკონომიკა“, თბ., 1993. ტ II., გვ. 46.

<sup>3</sup> ჯიბუტი ა., ლლონტი ი., „საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი“, თბილისი, 2003. გვ. 11

<sup>4</sup> თ. კასრაძე, მ. კაციტაძე, „საგარეო ვალის ზრდის პრობლემა და მისი დაძლევის გზები“, ჟურნალი „ეკონომიკა“, 1996, N12, გვ. 18

ამდენად, თუ ქვეყანაში არ ხდება ეკონომიკური ზრდა (შესაბამისად, ექსპორტიდან შემოსავლების ზრდა), საგადასახდლო ბალანსისა და ბიუჯეტის დეფიციტი ყველა უარყოფითი შედეგით კიდევ უფრო ძლიერდება.

## 1.2 თეორიები სახელმწიფო ვალის შესახებ

### *კლასიკური შეხედულებები სახელმწიფო ვალის შესახებ*

სახელმწიფო ვალზე კლასიკოს ეკონომისტთა შეხედულებები დამოკიდებულია მთავრობის როლზე ქვეყნის ეკონომიკურ ცხოვრებაში. ჟან-ბაპტისტ სეი აღნიშნავს, რომ არსებობს დიდი განსხვავება მსესხებელ ინდივიდსა და მსესხებელ მთავრობას შორის, რომ ზოგადად, მთავრობა სესხულობს კაპიტალს მომგებიანი დასაქმების მიზნით, ეს უანასკნელი კი მწირი დასაქმებისა და დანახარჯებისთვის გამოიყენება. იგი თვლიდა, რომ ვალის ტვირთი შეიძლება გადანაწილდეს თანმიმდევრულად, წლების მიხედვით.

ადამ სმიტს მიაჩნდა, რომ სახელმწიფო იყო არარაციონალური, მას სჭირდებოდა ნასესხები სახსრები კერძო კაპიტალისტებისგან არაპროდუქტიული მიზნებისთვის, რომელიც აუცილებელია წარმოებისა და ვაჭრობისთვის. ყოველწლიური გამოშვების გარკვეული ნაწილი ბრუნდება კაპიტალის მომსახურების ფუნქციაში შემოსავლების მომსახურებისთვის, პროდუქტიული მუშების მომსახურებიდან არაპროდუქტიული მუშების მომსახურებამდე, და რომ უნდა იყოს დახარჯული და გახარჯული, ძირითადად, წლის განმავლობაში, მომავალი რეპროდუქციის იმედის გარეშე.

რიკარდოც დარწმუნებული იყო საგარეო დანახარჯებში. ის აღიარებდა, რომ ვალის მომსახურება ჩართულია ტრანსფერულ გადახდებში, თუმცა უცნობია, ასეთი შემოსავლის მიმღები იყენებს მას პროდუქტიულად თუ ხარჯავს. რიკარდო ჩართული იყო საგარეო ვალის ეფექტების კვლევაში.

ადამ სმიტი, სეი და რიკარდო გმობდნენ სახელმწიფო ვალს, რადგან ისინი ფიქრობდნენ, რომ ის ერეოდა ბუნებრივ წესრიგში, რომელიც წამყვანია სიმდიდრის შექმნასა და მატერიალური კეთილდღეობის ზდრაში.

სახელმწიფო ვალის კლასიკურმა ფორმულირებამ იპოვა თავისი საუკეთესო გამოხატულება მე-19 საუკუნის ბოლო ორ ათწლეულში.

ჰაულ ლეროიმ შექმნა სახელმწიფო ვალზე კლასიკური შეხედულების ერთ-ერთი ყველაზე ნათელი პოზიცია. მან გააკრიტიკა კლასიკოსები მათი ჩავარდნისთვის, რათა ენახა, რომ სახელმწიფო ვალის დანახარჯები შეიძლება ყოფილიყო პროდუქტიული. როგორც მან აღნიშნა, სესხის ზიანი ან სარგებელი საზოგადოებისთვის დამოკიდებულია იმაზე, თუ როგორ იყენებს და ინახავს სახელმწიფო შემოსავლებს, ფლანგავს ან ანადგურებს კაპიტალს, რომელიც რანტიებმა შეიძლება უარყონ.

სახელმწიფო ვალის შესახებ დომინანტური კლასიკური შეხედულებები შემდეგნაირად შეიძლება შეჯამდეს:

მთავრობის სესხის შემოსავლები ანულირებს ფონდებს პროდუქტიული კერძო დასაქმებიდან;

დეფიციტი უფრო ნაკლებ საზიანოა, ვიდრე არსებული გადასახადები; ამის გამო დაუბალანსებელი ბიუჯეტი აფართოებს მთავრობის საქმიანობას და იწვევს მთავრობის უპასუხისმგებლო ქმედებას;

მთავრობის სესხები მომავალ დაფინანსებას ართულებს ბიუჯეტის წილის ზრდით, რომელიც უნდა წავიდეს ფიქსირებული დანახარჯებისთვის და გადასახადების რაოდენობის შემცირებით, რომელიც უნდა დაიფაროს ვალის პროცენტის დასაფინანსებლად;

სახელმწიფო ვალი იწვევს ვალუტის გაუფასურებას.

*სახელმწიფო ვალის კეინზიანური თეორია*

თანამედროვე სახელმწიფოს ფინანსების პირობებში სახელმწიფო ვალის ეკონომიკაზე ძლიერი ზეგავლენა მოახდინა კეინზიანურმა რეკლუციამ, რომლის შედეგად მიღებული თეორიტიკული შედეგები რადიკალურად განსხვავდება მის განვითარების პერიოდში არსებული ეკონომიკის ფორმისგან. სახელმწიფო ვალის თანამედროვე თეორიას საფუძვლად დაედო 1936 წლის დასაქმების, სარგებლისა და ფულის ზოგადი თეორია. ახალი თეორია წმინდა ფორმით გამოხატავს ფუნქციონალურ ფინანსებს, რომელიც გულისხმობს, რომ „რეალურად სახელმწიფო ვალის ოდენობას არ აქვს მნიშვნელობა, და რომ, რაც არ უნდა მაღალი სარგებელი(პროცენტი) ჰქონდეს დარიცხული მას, ის საერთო ჯამში არ წარმოადგენს ტვირთს საზოგადოებისთვის.“

„ტვირთის არარსებობის“ დოქტრინის მომხრეები უდგებიან ეკონომიკას როგორც ერთეულს და აცხადებენ, რომ „პირადი ვალი სახელმწიფო ვალისგან განსხვავდება მხოლოდ იმით, რომ ის წარმოადგენს საგარეო ვალს.“ ეს არის ერთი პირის ვალი სხვა დანარჩენებისათვის და ეს წარმოადგენს ტვირთს საზოგადოებისთვის. იმის გამო, რომ ის არის ინტერპერსონალური, ის წარმოადგენს არა სახელმწიფო ვალის, არამედ საერთაშორისო ვალის ანალოგს. სახელმწიფო, რომელსაც აქვს სხვა სახელმწიფოს ვალი არის გაღარიბებული ან აქვს ისეთივე ტვირთი, როგორც ფიზიკურ პირს, რომელსაც აქვს სხვა ფიზიკური პირის ვალი. მაგრამ ეს არ წარმოადგენს იმ სახის სახელმწიფო ვალს, რომლის დროსაც სახელმწიფოს აქვს საკუთარი მოქალაქეების ვალი. ასეთ შემთხვევაში არ არსებობს გარე კრედიტორი, არამედ ჩვენ გვაქვს ჩვენივე თავის ვალი. ამ ანალიზისას საზოგადოება განიხილება როგორც ოჯახის ანალოგია. ის ასევე უგულვებელყოფს განსხვავებას კერძო საწარმოზე დაფუძნებულ ეკონომიკურ წესრიგსა და კონტროლირებად ეკონომიკას შორის.

„ტვირთის არარსებობის“ თეზისი ასევე ეყრდნობა სახელმწიფო სესხების გარკვეულ უპირატესობებს. ვალის საშუალებით, სახელმწიფოებს შეუძლიათ დანაზოგების ნაკადები და რესურსები გამოიყენონ პროდუქტიულად და გაზარდონ ეროვნული შემოსავლები. შემოსავლის გაზრდილი ნაკადი კი ხელს შეუწყობს გადასახადების გადახდას, რომლებიც ვალს ემსახურება. უმუშევრობის დროს სახელმწიფო ვალის ზრდა ემსახურება არსებული კაპიტალის ფორმირებას, ხელს უწყობს ისეთი ინსტიტუციონალური წყაროების მეტად განვითარებას, როგორებიცაა ბანკები, საფონდო ბირჟები და სადაზღვევო კომპანიები. ის ხელს უწყობს მოხმარების ზრდას, დანაზოგების მოგროვებას და ეხმარება კაპიტალს ფორმირებაში, რაც შემდგომში უზრუნველყოფს ქვეყნის მოსახლეობის ცხოვრების სტანდარტების გაუმჯობესებას.

*სახელმწიფო ვალის პოსტ - კეინზიანური თეორი ბიუკენენის თეზისი*

ჯ.მ. ბიუკენენი სახელმწიფო ვალის მიმდინარე დომინანტ თეორიას უწოდებს „ახალ მართლმადიდებლობას“, რომელიც მისი თქმით ეფუძნება სამ ძირითად პრინციპს:

- ა) სახელმწიფო ვალის არსებობა არ გულისხმობს რეალური ტვირთის შემდგომ თაობებზე რაიმე სახით გადაცემას;
- ბ) ანალოგია პირად ან კერძო და სახელმწიფო ვალს შორის არის მცდარი;

გ) არსებობს მკვეთრი და მნიშვნელოვანი განსხვავება შიდა და გარე ვალს შორის.

მას შემდეგ რაც გამოქვეყნდა ბიუკენენის, სახელმწიფო ვალის პრინციპები (1958), უთანხმოება ეროვნული ვალის ტვირთის შესახებ კიდევ უფრო გამძაფრდა. მოსაზრებას, რომ ეროვნული ვალი არ წარმოადგენს ეკონომიკის ტვირთს და სახელმწიფო დანახარჯების რეალურ ღირებულებას, და რომ მიუხედავად დაფინანსების ოდენობისა ის ვერ გადავა შემდგომ თაობებზე, მოჰყვა ძლიერი თავდასხმა ჯ.მ. ბიუკენენის, ჯ.ე. მეიდის და რ.ა მასგრევის მხრიდან.

ბიუკენენი ცდილობდა დაემტკიცებინა, რომ უმეტეს შემთხვევებში:

- ა) სახელმწიფო ვალის პირველადი რეალური ტვირთი გადადის შემდგომ თაობებზე;
- ბ) ანალოგია სახელმწიფო და კერძო ვალს შორის არის აბსოლუტურად გამართლებული;
- გ) საგარეო და საშინაო ვალი შინაარსობრივად ექვივალენტურია.

ბიუკენენი ამტკიცებდა, რომ გადასახადების გადახდა თავისთავად არის ტვირთი. ვალთან დაკავშირებული გადასახადების გადახდევინების გადადება კი ნიშნავს მის გადასვლას შემდგომ თაობებზე. აღნიშნული ფაქტის გამართლება არის ის, რომ გადასახადები სავალდებულო და აუცილებელია. ამისგან განსხვავებით საბაზრო ტრანსაქციები, მათ შორის სახელმწიფო ვალის შექმნა, წარმოადგენს ნებაყოფლობით შეთანხმებებს. ბიუკენენის მოსაზრება გულისხმობს, რომ დემოკრატიული საზოგადოების „ტვირთი“ არსებობს, მიუხედავად იმისა, ისინი თანხმდებიან თუ არა მათი წევრების სოციალურ ვალდებულებებზე. მეორეს მხრივ, ხელშეკრულებები, რომლებიც არ გულისხმობენ სახელმწიფოებრივ იძულებას აშკარად არ წარმოადგენს ტვირთს არცერთი მხარისთვის.

ბოუენმა, დევისმა და კოფმა (ბდკ) 1960 წელს მათ ერთობლივ სტატიაში მხარი დაუჭირეს ჯეიმზ ბიუკენენს, მაგრამ ხაზი გაუსვეს იმ ფაქტს, რომ ბიუკენენი:

- ა) ტვირთს არ განსაზღვრავს სათანადო ფორმით;
- ბ) მის მიერ „თაობები“ იმგვარადაა განსაზღვრული თითქოს ერთი პირი არ შეიძლება წარმოადგენდეს რამდენიმე თაობის წევრს.<sup>1</sup>

ავტორებმა სცადეს გამოესწორებინათ ეს ხარვეზი და განმარტეს, რომ თუ ვალის რეალური ტვირთი განიმარტება, როგორც იმ საზოგადოების მიერ პირადად მოხმარებული საქონლის მთლიანი ღირებულება, რომლის დროსაც იხარჯება ნასესხები თანხები, მაშინ სახელმწიფო პროექტის ღირებულება უნდა იკისროს იმ თაობამ, რომელიც არსებობს სესხების დროს. ეს არის საბაზრო ვალდებულებების არსებობა, რომლის დროსაც ვალით დაფინანსებული სამთავრობო დანახარჯების ტვირთი გადადის მომავალ თაობაზე.

1961 წელს ვიქერიმ მხარი დაუჭირა ბოუენ - დევის - კოფის მოსაზრებას და წარმოადგინა ვალის ფინანსირების ეფექტი მომავალში საზოგადოების რეალურ შემოსავალთან ერთად. 1961 წელს ციტოვსკი ამტკიცებდა, რომ „სახელმწიფო ვალის ტვირთი შეიძლება გადავიდეს თაობებზე იმის მიხედვით თუ რას მიიჩნევს საზოგადოება ტვირთად“, ეს შეიძლება იყოს პირადი ხარჯებისა და პირადი მოგების ბალანსის ცვლილება, რომელიც გამოწვეულია სახელმწიფო ვალით.

1959 წელს მასგრევიმა გამოთქვა მოსაზრება, რომ სახელმწიფოსთვის ერთნაირად მომგებიანი იქნება გადასახადების ან სესხის დაფინანსების გამოყენება. “თუ გადასახადის გადადამხდელს სურს მისი ტვირთის მოხსნა, მან შესაძლოა უზრუნველყოს გადასახადი ან

<sup>1</sup> Rajan Vaguhese, Government Finance: Public Debt of Kerala 1974-75 to 1996-97 August 1999. გვ. 19



სამომხმარებლო სესხი და ამგვარად მოიპოვოს გავლენა იმ წყაროებზე, რომლებიც სხვაგვარად მოხმარდებოდა კაპიტალის ფორმირებას. შედეგი იქნება სახელმწიფო სესხის ფინანსრების მსგავსი, განსხვავება იქნება მხოლოდ იმაში, რომ სახელმწიფო სესხისგან განსხვავებით კერძო გაცემულია და სახელმწიფო სესხის დაფინანსება შესაძლოა განხორციელდეს იმგვარად, რომ გადასახადის გადამხდელს გარკვეული ვადით მიეცეს საგადასახადო შეღავათი. გადასახადების გადახდის „გადაიხადე როგორც შეგიძლია“ (pay-as-you-go) პრინციპით ჩანაცვლებით სესხის ფინანსირება რჩება პოლიტიკის მნიშვნელოვან ინსტრუმენტად, თუმცა ეს არ გაზრდის რესურსების მთლიან ხელმისაწვდომობას”.

*მოდილიანის ტვირთის თეზისი*

კიდევ ერთი პოსტ-კეინზიანური სახელმწიფო ვალის თეორია არის 1961 წლის მოდილიანის ტვირთის თეზისი. მან შეიმუშავა საინვესტიციო მიდგომა სახელმწიფო ვალზე ეკონომიკის გავლენის იზოლირების მიზნით. მისი დასკვნები მოიცავს:

ა) სახელმწიფოს მიერ საქონლისა და მომსახურების შესყიდვისას, რეალური საშინაო ან საგარეო სახელმწიფო ვალის გაზრდა ზოგადად ხელსაყრელია მათთვის, ვინც იმ პერიოდში ესწრება ამ ზრდას;

ბ) გაზრდილი სახელმწიფო ვალი ტვირთად დააწვება მომავალში მცხოვრებ ხალხს, რომლებსაც შეუმცირდებათ კერძო კაპიტალის საერთო მარაგი;

გ) თუ სახელმწიფოს მიერ აღებული ვალის საპროცენტო განაკვეთი მიახლოებული იქნება კაპიტალის პროდუქტიულობის ზღვართან, მაშინ შემდგომი თაობის მთლიანი ტვირთი შეიძლება გაიზომოს სახელმწიფო ვალზე არსებული საპროცენტო განაკვეთით;

დ) სახელმწიფო ვალის მთლიანი ტვირთი შესაძლოა გაიქვითოს ან შემცირდეს, იმდენად რამდენადაც ვალის გაზრდას თან ახლავს სახელმწიფო ხარჯების ზრდა, რომელსაც წვლილი შეაქვს მომავალი თაობების შემოსავლების უზრუნველყოფაში, ე.ი პროდუქტიული სახელმწიფო კაპიტალის ფორმირებაში.

მოდილიანი აღნიშნავს, რომ სახელმწიფო დანახარჯების დაფინანსების მეთოდი არ ცვლის არსებული რესურსების მოცულობის ფორმას. თუმცა, მან შესაძლოა შეცვალოს რესურსების პირადი გამოყენების ფორმა. ის ამტკიცებს, რომ ვალის დაფინანსება ჩანაცვლებს ინვესტიციას და საგადასახადო დაფინანსება ძირითად მოხმარებას.

სოციალისტების მიერ დიდი საგარეო ვალის აღების წინააღმდეგობა გამოწვეულია მის მიერ გადასახადებზე და მოგებაზე გამოწვეული ძლიერი ზეგავლენით, რომელიც სხვა შემთხვევაში უნდა მოხმარდეს თავისუფალ საწარმოო ეკონომიკას და შერეულ ეკონომიკას. დიდი სახელმწიფო ვალის არსებობა მიიჩნევა რანტიე კლასის შექმნით, რომელიც მოგებას იღებს სახელმწიფო ვალდებულებებიდან. რანტიე კლასის გაზრდა კი თავისთავად აღრმავებს უფსკრულს შეძლებულ და ღარიბ კლასს შორის, რაც ქმნის საზოგადოებრივ უთანასწორობას. საგარეო ვალის სწრაფი ზრდა სავარაუდოდ გაამლიერებს სიმდიდრის უთანასწორო განაწილებას.

*ტრადიციული დავები*

*რიკარდიანული ექვივალენტობის თეორემა*

1817 წელს რიკარდომ ჩამოაყალიბა თეორემა, რომელსაც ეწოდა რიკარდიანული ექვივალენტობის თეორემა. თეორემა ამტკიცებს, რომ შიდა ვალის და გადასახადის ჯამური თანხის ექვივალენტური ოდენობა ინდივიდუალზე ახდენს ერთნაირ ზეგავლენას. თეორემა შემუშავებულია შემდეგი პირობებით:

ა) სრულყოფილი კაპიტალური ბაზრები სესხების შეზრუდვების გარეშე;

- ბ) სწორად განსაზღვრული გადასახადები;
- გ) სრულყოფილად განსაზღვრული სამომავლო გადასახადები; და
- დ) საჯარო და კერძო სექტორის თანაბარი დაგეგმარება.

ამ პირობებში, თეორემის არსი მდგომარეობს იმაში, რომ ინდივიდუალისთვის ორივე ალტერნატივის შემთხვევაში(გადასახადები და საშინაო ვალი) წესდება ტვირთი, რომლის შედეგიც ერთნაირია. ბიუკენენმა (1968) განმარტა, რომ „რიკარდიანული ექვივალენტობა არ გულისხმობს, რომ გადასახადების გადახდის ობიექტური მოდელი ორივე ალტერნატივის შემთხვევაში არის იგივე. გადასახადების და ვალის საკითხი განსხვავდება და არ არის მსგავსი იმ მარტივი მიზეზით, რომ ფინანსური ინსტიტუტების მიერ გადასახადების ამოღება მოითხოვს ინდივიდუალის მიერ მის გადახდას საწყის პერიოდში, ხოლო ვალის გადახდა შემდგომი პერიოდისთვის წარმოადგენს სამომავლო საკითხს.“

მომხმარებელთა ქცევის თანამედროვე თეორიაში ხაზგასმულია რომ რამდენადაც მომხმარებლები თავიანთ ქცევაში ითვალისწინებენ მომავლის ინტერესებს, მოხმარება არ შეიძლება დამოკიდებული იყოს მხოლოდ მიმდინარე შემოსავალაზე. მომხმარებლის წინდახედულობას ცენტრალური ადგილი უჭირავს ფრანკო მოდილიანის სასიცოცხლო ციკლისა და მილტონ ფრიდმენის პერმანენტული შემოსავლის ჰიპოთეზებში. საბიუჯეტო პოლიტიკის სახელმწიფო ვალზე გავლების რიკარდიანული ანალიზი ეფუძნება მომხმარებელთა ქცევის ლოგიკას, რომელიც ითვალისწინებს მომავლის ინტერესებს.

საერთო პრინციპი მდგომარეობს იმაში, რომ სახელმწიფო ვალის ჯამი ტოლია მომავალი გადასახადების ჯამისა და თუკი მომხმარებელი სამარისად ითვალისწინებს მომავალ მოვლენებს, მაშინ მომავალი გადასახადები მისთვის ახლანდელის ექვივალენტური იქნება, შესაბამისად, სახელმწიფო ხარჯები დაფინანსება ვალის ხარჯზე ტოლფასია მათი დაფინანსებისა და გადასახადების ხარჯზე. ეს თვალსაზრისი ცნობილია, როგორც რიკარდიანული ტოლობა, რომელსაც ასევე ეწოდა XIX საუკუნის ეკონომისტის დავიდ რიკარდოს პატივსაცემად, ვინაიდან მან პირველმა გაამახვილა ყურადღება ამ თეორიულ არგუმენტზე. დასკვნა იმაში მდგომარეობს, რომ ვალის ხარჯზე დაფინანსებული გადასახადების შემცირება არ ცვლის მოხმარებას.საოჯახო მეურნეობა არ ცვლის მოხმარებას. საოჯახო მეურნეობა ზოგავს განკარგვადი შემოსავლის ნაზრდს, რათა გადაიხადოს მომავალში გაზრდილი საგადასახადო ვალდებულებები, რომლებიც განპირობებულია მიმდინარე გადასახადების შემცირებით.

ლეიდერმენმა და ბლეჯერმა 1988 წელს წარმოადგინეს მარტივი მოდელი, რათა ეჩვენებინათ რიკარდიანული ექვივალენტობის ვარაუდების შედეგები. პრაქტიკაში არსებული გადასახადები ძირითადად არასწორადაა განსაზღვრული. ამ გადასახადებმა შესაძლოა ზეგავლენა იქონიოს კერძო სექტორზე და ეკონომიკაზე, რადგან მათი მოგება, რედისტრიბუცია და დროებითი ცვლილება ექცევა ზეგავლენის ქვეშ. გადასახადების დონეს და ტიპს აქვთ გადამცემი ეფექტი, რომელიც სხვადასხვანაირად აისახება ინდივიდუალებზე.

მომავალში არსებული გადახადების ზრდის სახე, ოდენობა და ხანგრძლივობა სავარაუდოდ ცნობილია. თუმცა, ეს პრაქტიკაში არ მოხდება თუ არ იქნება განსაზღვრული ინდივიდუალების მიერ მომავალში გადასახადელი გადასახადები და გაიზრდება თუ არა ეს გადასახადები. ამ ყველაფერმა კი შესაძლოა გამოიწვიოს ექვივალენტობიდან გადახრა.

თუ ინდივიდუალები იმოქმედებენ იმგვარად, თითქოს ისინი მუდმივად იცხოვრებენ (ან თუ ოჯახს და სახელმწიფოს ექნება ერთნაირი დაგეგმვის ჰორიზონტი) ეს იქნება ექვივალენტობის აუცილებელი პირობა. მაგრამ ვინაიდან გაურკვეველია ინდივიდუალების

სიცოცხლის ხანგრძლივობა, შესაბამისად გადასახადის შემცირება გაზრდის მისაღებ მოგებას და არსებული ცოცხალი ინდივიდუალების მიერ მოხმარების ოდენობას. ამრიგად, გადასახადების შემცირებით, სამომავლო საგადასახადო ვალდებულებები გადავა შემდეგ თაობებზე არსებული თაობის კეთილდღეობაზე ზეგავლენის მოხდენის გარეშე. ყოველივე ეს კი მიგვიყვანს ექვივალენტობის თეორემის დარღვევამდე.

ამ ჰიპოტეზის შემოწმების ტრადიციული მიდგომა იქნებოდა სახელმწიფო ბიუჯეტისა და სხვა საშუალებების მოხმარების შემცირება. ამ საკითხის ცდისეული მტკიცებულება არის დაუზუსტებელი, რადგან პერიოდები, ეკონომეტრიკული ტექნიკა და აღრიცხვის მეთოდები განსხვავდება ერთმანეთისგან. ლეიდერმენმა და ბლეჯერმა სცადეს დაეძლიათ ეს ხარვეზები და გამოეკვეთათ სავარაუდო შედეგები ინტერტემპორალური ოპტიმიზაციის ჩარჩოში. გარკვეული კვლევების შედეგად მათ აღმოაჩინეს, რომ თუ რიკარდიანული ექვივალენტობა დარღვეულია, მაშინ იარსებებდა ამ პროპორციიდან გადახრაც და შესაბამისად ფისკალურ პოლიტიკას შესაძლოა გავლენა ჰქონდეს პირად მოხმარებასა და მთლიან მოთხოვნაზე.

მათი მცდელობა, აეღორძინებინათ რიკარდიანული ექვივალენტობის თეორემა, რაციონალური მოლოდინის თეორიტიკოსებმა დაამტკიცეს, რომ საშინაო ვალს არ გააჩნია რაიმე სახის გავლენა კერძო დანაზოგებზე. ისინი ამტკიცებდნენ, რომ როდესაც სახელმწიფო მის მთლიან შიდა პროდუქტთან მიმართებაში აგროვებს დიდი ოდენობის საშინაო ვალს, “რაციონალურ” ოჯახებს მომავალში ემუქრებათ მაღალი გადასახადები. ამ მოლოდინის გამო კი მათი “პერმანენტული” შემოსავალი მცირდება. შესაბამისად, აკუმულირებული საშინაო ვალის გავლენა მოხმარებაზე და არა დანაზოგებზე, თავიდან აიცილებს შემამცირებელ ეფექტს დანაზოგების მაჩვენებელზე.

### 1.3 სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგიები

სახელმწიფო ვალის მენეჯმენტი წარმოადგენს სახელმწიფო ვალის გონივრულად დაგეგმვისა და განხორციელების სტრატეგიის შემუშავებას იმისთვის, რომ დაკმაყოფილდეს სახელმწიფოს ფინანსური საჭიროებები და მისი ხარჯებისა და რისკების მიზნები, სხვა სახელმწიფო ვალთან დაკავშირებული მიზნები, რომლებიც შეიძლება სახელმწიფოს დაესახა, ისეთები, როგორებიცაა საბაზრო დონის განვითარება და შენარჩუნება ეფექტურ დონეზე სახელმწიფო უსაფრთხოების მიზნით. სახელმწიფო ვალის მენეჯმენტის მიზანია, რომ სახელმწიფო ვალდებულებების საჭიროები ეფექტურად კმაყოფილდებოდეს და სახელმწიფო ვალდებულებების აქციების დონე სახელმწიფო ბიუჯეტიდან და არასაბიუჯეტო რესურსებიდან ფულის მოძრაობა შეესაბამებოდეს სახელმწიფო ხარჯებისა და რისკების საჭიროებებს.

სახელმწიფო ვალის მენეჯმენტის პროცესები გულისხმობს გასაგები მიზნების დასახვას ვალის მენეჯმენტთან დაკავშირებით, და მათ მხარდაჭერას კარგად დაგეგმილი სტრატეგიის საშუალებით, გონივრული ხარჯებისა და რისკების მართვით, ამასთანავე გონივრული პორტფელის მართვას რეგულაციებით, ეფექტური ორგანიზაციული სტრუქტურით, შესაბამისი მენეჯერული ინფორმაციის სისტემით და ძლიერი საშინაო რისკების მენეჯმენტის კულტურით. ყველა პორტფელთან დაკავშირებული ტრანსაქცია უნდა იყოს სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგიასთან შესაბამისი და რაც შეიძლება ეფექტურად შესრულებული, რეპორტირების სისტემა უნდა დაიგეგმოს, რომ სახელმწიფო ვალის მენეჯერებმა მოახერხონ მათზე

დაკისრებული მოვალეობების შესრულება. იდეალური პრაქტიკა სახელმწიფო ვალის მენეჯმენტში გულისხმობს, რომ სახელმწიფო ვალის მენეჯმენტის სტრატეგია უნდა შეიცავდეს ყველა საშინაო და საგარეო ვალუტის ვალდებულებების დაფარვას, რომელიც სახელმწიფოს გააჩნია. ზოგიერთ სიტუაციაში ეს შეიძლება შეიცავდეს უფრო ფართო სახალხო სექტორის ვალდებულებებს, სახელმწიფოს საკუთრებაში მყოფი ორგანიზაციების ჩათვლით და სახელმწიფოს მიერ ვალდებულებების გარანტიას. სახელმწიფო ვალის მენეჯერები უფრო მეტად აკონტროლებენ რისკებს, რომლებიც გამოკვეთილად ახლავს სახელმწიფო ვალდებულებებს, ისეთი, როგორცაა სახელმწიფო გარანტია.

სახელმწიფო ვალდებულებებთან დაკავშირებული რისკები ყურადღებით უნდა კონტროლდებოდეს და რეგულარულად ფასდებოდეს ვალის აღებასთან დაკავშირებით გადაწყვეტილებების მიღების დასახმარებლად და სახელმწიფო რისკების შესამცირებლად, ვალდებულებების მენეჯერებმა უნდა შეაფასონ ფინანსური და სხვა სახის რისკები, რომლებიც სახელმწიფო ფულად ნაკადებს უკავშირდება. მენეჯერებმა უნდა გაითვალისწინონ უცხოურ ვალუტებთან და მოკლვადიან მოძრავ პროცენტებთან დაკავშირებული რისკები. უნდა არსებობდეს ფულის ეფექტიანად ხარჯვის რეგულაციები, იმისთვის, რომ ავტორიტეტებმა შეძლონ უფრო მაღალი ფინანსური ვალდებულებების შესრულება, როცა საჭირო იქნება.

მიუხედავად იმისა, რომ ბევრ მთავრობას აქვს ვალის მართვის მნიშვნელოვანი დონე, გონივრული და ეფექტიანი სამთავრობო ვალის მენეჯმენტი წარმოადგენს განსაკუთრებით მნიშვნელოვანს განვითარებადი საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში. მთავრობები ასეთ ქვეყნებში ხშირად აწყდებიან რისკების შესამჩნევ ბალანსს, მოცემულს დავალიანების მაღალი დონით მშპ-სა და ექსპორტთან მიმართებაში, მათი ეკონომიკის დამოკიდებულებას საქონელზე და ზემოქმედება არასტაბილური ვაჭრობის პირობების მოძრაობაზე და კაპიტალის ნაკადებზე. ამავე დროს მათი შიდა კაპიტალი შეიძლება იყოს არამყარი, ფისკალური დეცენტრალიზაციის პროცესი ხშირად არის ჩამოყალიბების სტადიაში; და გარანტიების ფართო სპექტრი და სხვა ობლიგაციების კონტინგენტი უნდა იყოს მართვადი. პრუდენციული მთავრობის ვალის მართვა მნიშვნელოვანია რამდენიმე მიზეზის გამო, მთავრობის ვალის პორტფელი, როგორც წესი, არის ჩვეულებრივ ყველაზე დიდი ფინანსური პორტფელი ქვეყანაში. ის ხშირად მოიცავს რთულ და სარისკო საფინანსო სტრუქტურებს, მან შეიძლება გამოიწვიოს რეალურად მნიშვნელოვანი რისკები მთავრობის ბალანსისა და ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობისთვის. მთავრობის ვალის მომსახურების ხარჯები ხშირად მაღალია, და იმის გამო, რომ ვალის მომსახურების გადასახადი პრიორიტეტულია მთავრობისთვის, მათ შეიძლება შეამცირონ რესურსების მოცულობა სხვა მიზნებისთვის. ეს არ არის უჩვეულო, მაგალითად, ყოველწლიურად, მთავრობის ვალის მომსახურების ხარჯები აღემატება მთავრობის მთლიან ხარჯებს ჯანდაცვასა და განათლებაზე. სახელმწიფო ვალის მაღალი ხარისხის მართვას შეუძლია დაეხმაროს დაბალი განვითარების მთავრობის ვალის მომსახურების ხარჯებს საკრედიტო და ლიკვიდურობის პრემიის შემცირების გზით.

მიუხედავად ამისა, სახელმწიფო ვალის მართვის ხარისხი შეიძლება არ იყოს მართვის საჭირო პრაქტიკა, რამაც თავისთავად შეიძლება გამოიწვიოს უმაღესი საკრედიტო შეფასება ფინანსურ ბაზრებზე ან სუვერენული საკრედიტო რეიტინგის სააგენტოებზე, ეს ხელს შეუწყობს რეიტინგს, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც თან ახლავს პრუდენციული ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკა. დაბალი ხარისხის ვალის მართვის პრაქტიკას ხშირად მოიშველიებენ სუვერენული საკრედიტო რეიტინგის სააგენტოები სუვერენული დაბალკვალიფიციური შეფასებისას. მას შემდეგ, რაც მთავრობის სუვერენული საკრედიტო რეიტინგი ჩვეულებრივ

ადგენს მაქსიმალურ ზღვარს სხვა საყოფაცხოვრებო პირებზე, უმაღლესმა სუვერენულმა რეიტინგმა შეიძლება შექმნას ხელახლა შეფასების სისტემა სხვა საყოფაცხოვრებო მსესხებლებისა. თუმცა, მეორეს მხრივ, სახელმწიფო ვალის სტრატეგია არის ცუდად შექმნილი, განხორციელებული და ცნობილი, მან შეიძლება გამოიწვიოს არასასურველი ინვესტორის შეფასება, გაზარდოს ვალის მომსახურების ხარჯები, დააზარალოს მთავრობის რეპუტაცია, და გაამწვავოს ფინანსური ბაზრის არასტაბილურობა. სახელმწიფო ვალის ეფექტურად მართვა ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობის ერთ-ერთი გარანტიაა. დღეის მდგომარეობით, თითქმის არ არსებობს მსოფლიოში ქვეყანა, რომელსაც ვალი არ აქვს. არიან ქვეყნები, რომელთაც საკმაოდ დიდი სახელმწიფო ვალი აქვთ და დეფოლტის საშიშროების წინაშე იმყოფებიან (მაგალითად, საბერძნეთი, ისლანდია, არგენტინა). არიან ქვეყნები, რომლებიც ეკონომიკის ანტიკრიზისული სტიმულირებისთვის საკმაოდ დიდი ოდენობის ვალს იღებენ (მაგალითად, საქართველო 2008 წლის ბოლოს). არიან ქვეყნები, რომელთა ეკონომიკურ წარმატებაში მნიშვნელოვანი როლი ითამაშა მთავრობის მიერ აღებული სესხმა. მაგალითად, იაპონია, რომელმაც მეორე მსოფლიო ომის შედეგად განადგურებული ინფრასტრუქტურის აღდგენა ძირითადად საგარეო წყაროებიდან აღებული სესხებით დააფინანსა. სახელმწიფო ვალი არ უნდა განიხილებოდეს როგორც პრობლემა ქვეყნის ეკონომიკისთვის. პრობლემა შეიძლება დადგეს სახელმწიფო ვალის არა ეფექტური მართვის შედეგად და საჭირო, ზომიერ ოდენობაზე მაღალი სახელმწიფო ვალის აღების და ვალის მომსახურების ვერ უზრუნველყოფის შემთხვევაში.

ზოგადად, სახელმწიფო ვალის მართვისას ეროვნული მთავრობის მიერ უზრუნველყოფილი უნდა იყოს ვალის მდგრადობა, განსაზღვრული უნდა იყოს ვალის აღების კრიტერიუმები და მკაფიოდ უნდა იყოს იდენტიფიცირებული ის პროექტები და სექტორები, რისთვისაც ვალი უნდა იყოს აღებული. გარდა ამისა, მინიმუმამდე უნდა იქნას შემცირებული დამატებით სესხებზე დამოკიდებულება. ასევე მნიშვნელოვანია, საგარეო ვალის მომსახურების მექანიზმის განსაზღვრა და ვალის მომსახურების დაბალი კოეფიციენტის შენარჩუნება. და რაც მთავარია, მთავრობის პასუხისმგებელი ორგანოების როლის და ფუნქციების განსაზღვრა.

ვალის ოდენობა და მისი მართვა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია განვითარებადი ქვეყნებისთვის, განსაკუთრებით კრიზისულ და პოსტ-კრიზისულ მდგომარეობაში მყოფი ქვეყნებისთვის. ბევრ ქვეყანას გააჩნია ვალის მართვის სტრატეგია, სადაც დეტალურადაა გაწერილი ყველა იმ აუცილებელი ვალდებულების, პირობის თუ ღონისძიებების შესახებ, რომელიც ქვეყნის მთავრობამ ვალის მართვისას უნდა გაითვალისწინოს. საქართველოში მსგავსი სტრატეგია არ არსებობს, მაგრამ ჩამოყალიბებულია ხედვა და მიდგომები თუ როგორ უნდა იმართებოდეს სახელმწიფო ვალი და საკანონმდებლო დონეზე გაწერილია ვალის მართვაზე პასუხისმგებელი ორგანოს (ფინანსთა სამინისტრო) ფუნქციები და მოვალეობები. საქართველოს კანონმდებლობა ასევე განსაზღვრავს ვალის აღების და მართვის პროცესში სხვა სახელმწიფო ინსტიტუტების (ეროვნული ბანკი, საქართველოს მთავრობა, საქართველოს პარლამენტი) უფლებამოსილებას.<sup>1</sup>

ვალის მართვის სტრატეგია პირდაპირ კავშირშია ქვეყნის მაკროეკონომიკურ და ფინანსურ პოლიტიკასთან. მთლიანობაში, სახელმწიფო ვალის მართვის პოლიტიკის უმთავრესი მიზანია, რომ ქვეყანას ჰქონდეს ეკონომიკური და ფინანსური სარგებელი საგარეო და საშინაო დაფინანსებიდან, ისე რომ თავიდან იყოს აცილებული მაკროეკონომიკური პრობლემები და

<sup>1</sup> ეკონომიკური პოლიტიკის კვლევის ცენტრი - „ეკონომიკის სტიმულირების ანტიკრიზისული პაკეტი“, (სახელმწიფო ვალის მართვის ეფექტური პოლიტიკის შემუშავება), 2014 წელი. გვ.16.

შენარჩუნებული იქნას საგადამხდელო ბალანსის სტაბილურობა. იმისთვის, რომ თავიდან იქნას აცილებული სახელმწიფო ვალის ნეგატიური გავლენა ეკონომიკაზე, ვალის მართვა მაკროეკონომიკური პოლიტიკის მუდმივი შემადგენელი ნაწილი უნდა იყოს. ბევრი ქვეყანა ვალის მართვას კრიზისის დროს იწყებს, რაც შეიძლება დაგვიანებული იყოს, რადგან სწორედ ამ კრიზისის ასარიდებლად არის საჭირო ვალის მართვის პროცესის წარმოება.

მთავრობის ფინანსური საჭიროებების საპასუხოდ, ვალის მართვაზე პასუხისმგებელ ორგანოს (ხშირ შემთხვევაში ფინანსთა სამინისტრო) სხვადასხვა პოტენციური ალტერნატიული ინსტრუმენტებს შორის რთული არჩევანის გაკეთება უწევს. მაგალითად, თუ საერთაშორისო საფინანსო ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთი უფრო დაბალია, ვიდრე ადგილობრივზე, ბუნებრივია რომ საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტებიდან ვალის აღება უფრო მიმზიდველია. მაგრამ, აქვე გასათვალისწინებელია გაცვლითი კურსის რისკი, რომელმაც შესაძლოა უცხოურ ვალუტაში აღებული ვალი გააძვიროს. აქედან გამომდინარე, ვალის მართვის სტრატეგიამ უნდა ახსნას ყველა შესაძლო რისკი და მათთან დაკავშირებული ყველა შესაძლო არჩევანის მიზანშეწონილობა. ასევე აღსანიშნავია, რომ საგარეო ვალი ყოველთვის არ არის იაფი და ქვეყნის საფინანსო სექტორის სიჯანსაღისთვის და ნორმალური ფუნქციონირებისათვის აუცილებელია გარკვეული მოცულობის შიდა ვალის არსებობაც.

ვალის მართვის სტრატეგია არის ვადებში გაწერილი კონკრეტული გეგმა, რომელიც მთავრობას ეხმარება მიაღწიოს სახელმწიფო ვალის პორტფელის სასურველ, ოპტიმალურ შემადგენლობას. სტრატეგიაში მოცემული უნდა იყოს ვალის აღების და მართვის პროცედურა და აღწერილი უნდა იყოს ვალის მართვასთან დაკავშირებული ყველა შესაძლო რისკის შინაარსი და გამომწვევი ფაქტორი.<sup>1</sup>

სტრატეგიის არსებობა ქვეყნების მთავრობებს ეხმარება რომ მოახდინოს რისკების იდენტიფიცირება, შეაფასოს და მართოს რისკები, უზრუნველყოს ფისკალური და მონეტარული სახელმწიფო ორგანოების საქმიანობის კოორდინაცია, შეამციროს ვალის მომსახურების ღირებულება და უზრუნველყოს ვალის მართვის პროცესის გამჭვირვალობა. ვალის მართვის სტრატეგია სრულ შესაბამისობაში უნდა იყოს ქვეყნის ეკონომიკური პოლიტიკის ყველა ინსტრუმენტთან - ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკა, გაცვლითი კურსი და საგადამხდელო ბალანსი, ადგილობრივი ფინანსური სექტორი. ვალის მართვის სტრატეგია ასევე შესაბამისობაში უნდა იყოს ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების სტრატეგიასთან და სხვა მნიშვნელოვან დოკუმენტებთან.

რადგან სტრატეგიის მიზანია მაკროეკონომიკური რისკების შემცირება, მასში აღწერილი უნდა იყოს ის უპირატესობები, რაც კონკრეტულ შემთხვევებში შიდა ვალს გააჩნია და საგარეო ვალის შიდა ვალით ჩანაცვლების საჭიროება (მაგალითად სახაზინო ვალდებულებები). გასათვალისწინებელია, რომ გრძელვადიან პერიოდში შიდა ვალი უფრო იაფი შეიძლება იყოს ვიდრე საგარეო ვალი, რადგან საგარეო ვალს თან ახლავს საპროცენტო ხარჯი, სტერილიზაციის ხარჯი და გაცვლითი კურსის ხარჯი.

სტრატეგია წარმატებულია იმ ქვეყნებში, სადაც შესაბამისი ხელშემწყობი გარემო არსებობს. პირველ რიგში იგულისხმება მაკროეკონომიკური პოლიტიკა თანმიმდევრული ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკით. გარდა ამისა, აუცილებელია გამართული კანონმდებლობა, ინსტიტუციური მოწყობა და ვალის აღრიცხვის თანამედროვე და ეფექტური

<sup>1</sup> ეკონომიკური პოლიტიკის კვლევის ცენტრი - „ეკონომიკის სტიმულირების ანტიკრიზისული პაკეტი“, (სახელმწიფო ვალის მართვის ეფექტური პოლიტიკის შემუშავება), 2014 წელი. გვ.18.

მეთოდები, რაშიც იგულისხმება შესაბამისობა საერთაშორისო სტანდარტებთან. რაც შეეხება უშუალოდ სტრატეგიის დოკუმენტის დიზაინს და მომზადებას, დოკუმენტის მომზადება შემდეგ ეტაპებზე უნდა აიგოს: 1. სახელმწიფო ვალის მართვის მიზნების და ფარგლების იდენტიფიცირება; 2. ვალის მართვის მიმდინარე სტრატეგიის ჩამოყალიბება და არსებული ვალის ფასის და რისკების შეფასება; 3. პოტენციური დაფინანსების წყაროების იდენტიფიცირება და ანალიზი, მათი რისკების შეფასება; 4. ფისკალური, მონეტარული, საგარეო ეკონომიკური და შიდა ბაზრის განვითარების მიმართულელების და რისკების იდენტიფიცირება; 5. ქვეყნის ეკონომიკის განვითარების ხანგრძლივადიანი სტრუქტურული ფაქტორების მიმოხილვა; 6. ვალის მართვის რისკების და პირობების ალტერნატიული სტრატეგიების შეფასება; 7. სტრატეგიის შესაძლო ურთიერთკავშირის შეფასება ფისკალურ და მონეტარულ პოლიტიკაზე, შიდა ფინანსური ბაზრის მუშაობაზე; 8. სტრატეგიის საბოლოო შეთანხმება და გავრცელება.

ყველაფერი ზემოთქმულიდან გამომდინარე, სახელმწიფო ვალის მართვის სტრატეგია შინაარსობრივად შედგება რამდენიმე ერთმანეთთან დაკავშირებული კომპონენტისგან, რომელთაგან შეიძლება გამოიყოს 3 ძირითადი:

- ვალის აღების და მართვის ორგანიზაციული პროცედურების უზრუნველყოფა;
- ვალის დაფინანსების წყაროს მოძიება და გრაფიკის განსაზღვრა;
- ასაღები ვალის ოდენობის განსაზღვრა, რისკების შეფასება, მართვა და ხარისხიანი სტატისტიკური მონაცემების წარმოება.<sup>1</sup>

რაც შეეხება ვალის მართვის სტრატეგიის მთავარ კომპონენტებს, რაც სტრატეგიაში დეტალურად უნდა გაიწეროს და რაზეც ვალის მართვაზე პასუხისმგებელმა უწყებამ ყოველდღიურად უნდა იმუშაოს, ისინი შემდეგნაირად შეიძლება ჩამოყალიბდეს:

1. *სახელმწიფო სექტორის განმარტება (Public sector definition) და სახელმწიფო ვალის მართვის ადმინისტრაციული და საკანონმდებლო კოორდინაცია.* სტრატეგიისთვის მნიშვნელოვანია იმის დაფიქსირება, თუ რომელი ვალი კლასიფიცირდება სახელმწიფო ვალად. საქართველოს შემთხვევაში კანონმდებლობით სახელმწიფო ვალად კლასიფიცირდება საქართველოს სამთავრობო სექტორის ვალი და სახელმწიფო გარანტიებით აღებული ვალი. ხოლო სახელმწიფო საგარეო ვალად კლასიფიცირდება უცხოურ ვალუტაში გამოსახული იმ თანხების ერთობლიობა, რომლებიც წარმოიქმნა საქართველოს სახელით ფინანსთა სამინისტროსა და მისი გარანტიით სხვა ორგანოების ან დაწესებულებების მიერ დადებული ხელშეკრულებებით განსაზღვრული ვალდებულებები, ან ფინანსთა სამინისტროს მიერ უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განთავსებიდან მიღებული თანხები და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ საქართველოსთვის დამტკიცებული საფინანსო რესურსიდან მიღებული თანხები. კანონმდებლობით ეროვნული ბანკის მიერ აღებული ვალი არ ჩაირთვება სახელმწიფო ვალში, თუმცა ფინანსთა სამინისტროს მიერ გამოქვეყნებულ ოფიციალურ დოკუმენტებში ეროვნული ბანკი ჩართულია სახელმწიფო ვალში. სახელმწიფო სექტორის განმარტება მნიშვნელოვანია იმდენად, რამდენადაც სრულ შესაბამისობაში უნდა იყოს საერთაშორისო პრაქტიკასთან და მკაფოდ უნდა იყოს განსაზღვრული თუ რომელი ვალდებულება ითვლება სახელმწიფო ვალად და სახელმწიფო საგარეო ვალად. გარდა ამისა, მნიშვნელოვანია ეგრედ წოდებული პოლიტიკური კონსესუსი,

<sup>1</sup> ეკონომიკური პოლიტიკის კვლევის ცენტრი - „ეკონომიკის სტიმულირების ანტიკრიზისული პაკეტი“, (სახელმწიფო ვალის მართვის ეფექტური პოლიტიკის შემუშავება), 2014 წელი. გვ.19.

რომ ვალის მართვის პროცესი იყოს შეთანხმებული და ხორციელდებოდეს შეთანხმებული, გაწერილი წესების შესაბამისად, რაც თავის მხრივ სტრატეგიაში უნდა აისახოს.

2. *ვალის შეფარდება მშპ-თან (Debt Intolerance)* სახელმწიფო ვალის ოდენობის შეფარდება მთლიან შიდა პროდუქტთან ან მთლიან ეროვნულ შემოსავალთან ეკონომიკაზე ვალის ტვირთის შეფასების და ვალის ზღვრული ოდენობის განსაზღვრის საუკეთესო საშუალებაა. გამომდინარე იქედან, რომ განვითარებადი ქვეყნებისთვის რთულად ხელმისაწვდომია საერთაშორისო ფინანსური ბაზრები, ამ ქვეყნებისთვის ვალის დასაშვები ზღვრული ოდენობა უფრო დაბალია, ვიდრე განვითარებული ქვეყნებისთვის. განვითარებული ეკონომიკის ქვეყნების და მათ შორის ევროკავშირის წევრი ქვეყნებისთვის სახელმწიფო ვალის მშპ-თან შეფარდების მისაღები ზღვრული ნორმა რეკომენდირებულია 60 პროცენტი, მაშინ როდესაც განვითარებული ქვეყნებისთვის და მათ შორის საქართველოსთვის, ეს მაჩვენებელი 35 და 40 პროცენტს შორის მერყეობს. დღეის მდგომარეობით, საქართველოში ეს მაჩვენებელი ნორმის ფარგლებშია. საშუალოვადიანი პერიოდის მიზნობრივი ვალის მაქსიმალური ზღვრული ოდენობის განსაზღვრა უნდა დაეფუძნოს ვალის ისტორიულ „გონივრულ“ დონეს და ქვეყნის ეკონომიკის შესაძლებლობას, რომ შენარჩუნებული იქნეს მიზნობრივი დონე მაკროეკონომიკურ პროგნოზებთან მიმართებაში. ვალის მიზნობრივი დონე არ უნდა იყოს არარეალურად ან არასაკმარისად ამბიციური. ის ოპტიმალურად უნდა ასახავდეს ქვეყნის ფისკალურ შესაძლებლობას და თანხვედრაში უნდა იყოს მონეტარული პოლიტიკის პარამეტრებთან. უნდა გაკეთდეს რამდენიმე სცენარი, მაგალითად, 1) სცენარი დაშვებით რომ არ შეიცვლება არსებული პოლიტიკა, 2) სცენარი შემოსავლების ზრდით, 3) სცენარი აქტიური, აგრესიული პრივატიზაციით ან 4) რამდენიმე სცენარის კომბინაცია. მოსალოდნელი, საპროგნოზო მაჩვენებლები შემდეგ რამდენიმე წელზე უნდა იყოს გაწერილი.

3. *ვალის მომსახურება (Debt Service Ratio)*. ვალის მომსახურების შეფარდება ექსპორტთან და საგადასახადო შემოსავლებთან. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის და მსოფლიო ბანკის ვალის მდგრადობის მაჩვენებლის მიხედვით (Debt Sustainability Ratio – DSF), ექსპორტთან ვალის მომსახურების შეფარდების დასაშვები ზღვრული ოდენობა მერყეობს 15-დან 25 პროცენტამდე. DSF ძირითადად შემუშავებული დაბალშემოსავლიანი, ღარიბი ქვეყნებისთვის. გამომდინარე იქედან, რომ საგარეო ვალი დომინირებულია მყარ ვალუტაში, ქვეყნის საერთაშორისო ფინანსური პოზიცია მით უფრო ჯანსაღია, რაც უფრო დაბალია ეს მაჩვენებელი, რადგან მით უფრო უწყობს ხელს ქვეყნის ეკონომიკის ზრდას. რადგან, ძირითადად ექსპორტი არის ქვეყნის სავალუტო შემოსავლის ძირითადი წყარო, რასაც ემატება ფულადი გზავნილების სახით და ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლები. ხოლო ვალის მომსახურების დამოკიდებულება საბიუჯეტო შემოსავლებთან, რაც ძირითადად საგადასახადო შემოსავლებთან მიმართებაში იზომება, აჩვენებს ქვეყნის შესაძლებლობას, დააფინანსოს ვალის მომსახურება ადგილობრივი წყაროებიდან. DSF დაბალ შემოსავლიან ქვეყნებს ვალის მომსახურების შეფარდების ზღვრული ოდენობის მიხედვით 3 კატეგორიად ჰყოფს, ძლიერი, საშუალო და სუსტი.

ამიტომ, სტრატეგიის დაგეგმვისას, ქვეყნებისთვის მნიშვნელოვანია, რომ შეინარჩუნონ ვალის მომსახურების შეფარდების ზღვრული ოდენობა როგორც ექსპორტთან, ასევე საგადასახადო შემოსავლებთან. შეფარდების ზღვარი შეიძლება გაიზარდოს ექსპორტის შემცირების, ექსპორტის გაძვირების და საგადასახადო შემოსავლების შემცირების პირობებში. სტრატეგიაში მოსალოდნელი, საპროგნოზო მაჩვენებლები შემდეგ რამდენიმე წელზე უნდა იყოს გაწერილი.



4. *რეფინანსირების რისკი.* რეფინანსირების რისკი დგება მაშინ, როდესაც ვალის მომსახურება ვერ ფინანსდება ან ვერ ხდება მისი ახალი სესხით ჩანაცვლება, ან ხდება ჩანაცვლება უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთით აღებული სესხით. მსგავსი შემთხვევა ამწვავებს ვალის კრიზისს და იწვევს სერიოზულ პრობლემებს მთლიანად ეკონომიკისთვის. ვალის მართვის სტრატეგიაში გათვალისწინებული უნდა იყოს მსგავსი რისკიდან დაზღვევის პირობები, განსაკუთრებით საქართველოს მსგავსი ქვეყნისთვის, რომლისთვისაც საერთაშორისო საფინანსო რესურსები ადვილად ხელმისაწვდომი არ არის.

5. *საპროცენტო განაკვეთის რისკი.* ეს არის საპროცენტო განაკვეთის შესაძლო ცვლილებიდან გამომწვეული რისკი. ვალის მართვის სტრატეგიაში აღწერილი უნდა იყოს ეგრედწოდებული „მცოცავი საპროცენტო განაკვეთით“ გამოწვეული რისკი და მოცემული უნდა იყოს შეწონილი საშუალო საპროცენტო განაკვეთის ოდენობა, განსაკუთრებით საგარეო ვალზე. სასურველია ის იყოს ფიქსირებული განაკვეთით და ვალის მართვაზე პასუხისმგებელმა ორგანომ უნდა გაითვალისწინოს, რომ დღევანდელი დაბალი საპროცენტო განაკვეთი არ ნიშნავს იმას, რომ 10 ან 15 წლის შემდეგ საპროცენტო განაკვეთი იგივე იქნება. კრიზისის დროს და პოსტ-კრიზისულ პერიოდში, რომელშიც დღევანდელი მსოფლიო ეკონომიკა იმყოფება, საპროცენტო განაკვეთი დაბალია, რისი მეშვეობითაც ხდება კრიზისის სტიმულირება. როგორც კი მსოფლიო ეკონომიკა გაჯანსაღდება, დაიწყება ინფლაციური პროცესები და ბანკები და საერთაშორისო ფინანსური კორპორაციები აწვევენ საპროცენტო განაკვეთს, რაც ბუნებრივია რომ გააძვირებს სესხს. ამიტომ, მნიშვნელოვანია რომ სტრატეგიამ გაითვალისწინოს ფიქსირებული განაკვეთის მნიშვნელობა და აუცილებლობა.

6. *გაცვლითი კურსის რისკი.* ვალის მომსახურების ღირებულება ყოველთვის შეიძლება შეიცვალოს ვალუტის გაცვლითი კურსის ცვლილების შესაბამისად. საგარეო ვალზე, როცა სესხის მომსახურება ხდება უცხოურ ვალუტაში, ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურება აძვირებს სესხის მომსახურებას თუ მომსახურება ხდება ადგილობრივი წყაროებიდან.<sup>1</sup>

ისტორიის მიხედვით დაგროვებული სახელმწიფო ვალი არის პრობლემატური რამდენიმე მიზეზის გამო. პირველი, მაღალი და მზარდი სახელმწიფო ვალი პრობლემებს უქმნის სახელმწიფო ფინანსების განვითარებასა და დგება გასადახდისუნარობის რისკები. ზოგიერთი ფინანსური ბაზრები უკვე ეჭვობენ სახელმწიფოს გადახდისუნარობაზე და ეს ეხება ისეთ ქვეყნებს, როგორებიცაა საბერძნეთი, ირლანდია და პორტუგალია.<sup>2</sup>

გარდა ამისა, სახელმწიფო ვალები ზრდის საპროცენტო განაკვეთებს, ამას კი შეიძლება ჰქონდეს არახელსაყრელი ეფექტი გრძელვადიან პერიოდსა და პროდუქტუნარიანობისთვის. მაგალითად შემცირდება კერძო ინვესტიციები, რაც რაღა თქმა უნდა, ძალიან ცუდია ქვეყნისთვის.

გარდა ამისა, როდესაც ეს ყველაფერი შეეხება მოსახლეობას, უფრო მეტად დამძიმდება ქვეყნის ფინანსურ მდგრალობა.

საბოლოოდ, სახელმწიფოს ფინანსურმა არამდგრადობამ შეიძლება შეამციროს ინფლაციის მოლოდინი და გამოიწვიოს ხელსაყრელი გავლენა სახელმწიფოს ეკონომიკაზე. შესაბამისად, საჯარო ფინანსებისთვის, კონსოლიდაცია გარდაუვალია თითქმის ყველა განვითარებული ქვეყნისათვის. ასე რომ კონსოლიდაციის პროგრამების შეიძლება იყოს ორ ქვეყანას შორის. ეს

<sup>1</sup> ეკონომიკური პოლიტიკის კვლევის ცენტრი - „ეკონომიკის სტიმულირების ანტიკრიზისული პაკეტი“, (სახელმწიფო ვალის მართვის ეფექტური პოლიტიკის შემუშავება), 2014 წელი. გვ. 25

<sup>2</sup> M. Nautet, L. Van Meensel – “Economic impact of the public debt”. გვ. 16.

იქნება უფრო აქტუალური და უფრო მზარდი იმ ქვეყნებისთვის, რომლებიც მზარდი პრობლემებისა და რისკების წინაშე დგანან. თუ ქვეყანა არ გაიზიარებს კონსოლიდაციის სტრატეგიას. ისეთი პრობლემა, როგორცაა სახელმწიფო ვალი, გარდა ფინანსური პრობლემებისა, ასევე გამოიწვევს ქვეყნებისთვის მაკროეკონომიკურ არასტაბილურობას. ბაზრის „უხილავ ხელი“, რაც გულისხმობს სახელმწიფოს მხრიდან ჩაურევლობას ბაზრებში, გამოიწვევს ფასების გაზრდას.

ამიტომ, პრობლემებში ჩაფლულმა სახელმწიფომ უნდა არეგულიროს პროგრამები, რომლებიც გათვლილია სახელმწიფოს ფინანსური მდგომარეობის დასარეგულირებლად და ეს ყველაფერი უნდა მოხდეს დაუყონებლივ. ქვეყნებისთვის, რომლებიც არ არიან ასეთი მწვავე პრობლემების წინაშე, კონსოლიდაცია არანაკლებ აქტუალურია. ამ ქვეყნებმა უნდა გამოიყენონ ეს სტრატეგია, თუმცა, რაღა თქმა უნდა, ეს ყველაფერი უნდა იყოს კორექტირებული.

სამი მიმართულებით სტრატეგია ჩამოყალიბდა სტოქჰოლმის ევროპის საბჭოს მიერ 2001 წლის მარტში, რადგან მათთვის აქტუალური იყო იმ პრობლემების მოგვარება რასაც ჰქვია ქვეყნებისთვის ფინანსური არამდგრადობა, ხოლო საბჭოს ეს პროგრამა ეხმარება ქვეყნებს ამ ბრძოლის მოგებაში. ასე რომ, ეს სტრატეგია ამცირებს სახელმწიფო ვალებსა და უმუშევრობის დონეს. ზრდის პროდუქტუნარიანობას, იქმნება საპენსიო ფონდები, უმჯობესდება ჯანდა.

ასე რომ, უპირველესად, ყველა განვითარებულმა ქვეყანამ უნდა გამოიყენოს ეს სტრატეგიები და შეინარჩუნოს თავისი ქვეყნის საბიუჯეტო პოზიციები.

უმეტესმა ქვეყნებმა კორექტირების ზომები უნდა მიიღოს, რაც მდგომარეობს საჯარო ხარჯების შემცირებაში, რომელიც ასე იზრდებოდა ბოლო წლებში. თუმცა შეუძლებელია ისეთი საჯარო ხარჯების შემცირება, როგორებიცაა: მწარმოებლურობა და სახელმწიფოს ის ხარჯები, რომლებიც მიდის კვლევის, ინოვაციებისა და განათლების სფეროებში.

ასე რომ, ამ თვალსაზრისით, კონსოლიდაცია აუცილებელია ყველა ქვეყნისთვის მათ შორის, მოწინავე ქვეყნებისთვისაც, რადგან ეს სტრატეგია საუკეთესო გზაა შემოსავლების გაზრდისთვის.

საჭიროა საფინანსო ინსტიტუტებისა და სახაზინო წესების გაძლიერება, რადგან ეს რეფორმა უზრუნველყოფს, რომ კონსოლიდაცია იყოს წარმატებული. ამ კონტექსტში, უნდა გაძლიერდეს ასევე ქვეყნის ვალუტა, რაც დადებითი ნიშანია ქვეყნის კეთილდღეობისთვის. ამდენად, ქვეყანაში, რომლის ვალი აღემატება 60%-ს, 1/20 წელიწადში უნდა შეამციროს ან ამოავსოს ეს უფსკრული.

მეორე გზა, ქვეყანამ უნდა გაზარდოს შრომის ბაზრები და შრომის ნაყოფიერება, ამ ფაქტორთა გაზრდა გამოიწვევს მშპ-ს გაზრდას, რაც მნიშვნელოვანია ფისკალური ფარგლებისთვის. განათლება კი არის ყველაზე მნიშვნელოვანი ქვეყნისთვის. მთავრობამ უნდა გაიღოს ხარჯები განათლებისთვის, რადგან სწორედ განათლებული საზოგადოება არის მომავალი ფინანსური უზრუნველყოფის საწინდარი.

მესამე გზა, ქვეყანამ უნდა განიხილოს ისეთი რეფორმები, როგორებიცაა საპენსიო სქემები, ჯანდაცვის სისტემები და პროგრამის განვითარება, რომელიც იზრუნებს მოხუცებისთვის. ფაქტობრივად, შეზღუდვები დაკავშირებულია დაბერების ასაკთან, ამიტომ საჭიროა სტრატეგიების განვითარება ხარჯების ზრდასთან დაკავშირებით. განვითარებული ქვეყნებისთვის სადაც ზეწოლა უფრო დიდია, არსებითია თავიდან იქნას აცილებული დანახარჯების ექსპონენციალური ზრდა საშუალოვადიან პერსპექტივაში. რაც შეეხება საპენსიო

ხარჯებს, ბევრმა განვითარებულმა ქვეყანამ უნდა შემოიტანოს რეფორმები, რათა გაზარდოს ეფექტური საპენსიო ასაკი.<sup>1</sup>

## 2. სახელმწიფო ვალის მაკროეკონომიკური პარამეტრები

### 2.1. ვალის სიმძიმე და მისი დაფარვის წყაროები

სახელმწიფოსთვის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან პარამეტრს წარმოადგენს სახელმწიფო ვალის ოდენობა. როგორც წესი, განვითარებადი სახელმწიფოები ხშირად იღებენ საგარეო ვალს გარკვეული საინვესტიციო და სხვა პროექტების განსახორციელებლად, რადგან განვითარების ამ კონკრეტულ ეტაპზე სახელმწიფოს შესაბამისი შესურსები შეიძლება არ გააჩნდეს. არც თუ ისე იშვიათია შემთხვევები, როდესაც სახელმწიფოს (და კერძო აგენტების) მიერ აღებული სესხი იმდენად მაღალია, რომ მისი მომსახურება შეუძლებელი ხდება და სახელმწიფო იძულებულია გამოაცხადოს დეფოლტი (არგენტინის ეკონომიკის ისტორია კარგ მაგალითს წარმოადგენს იმისა, თუ როგორ შეიძლება სახელმწიფომ ერთი და იგივე შეცდომები დაუშვას სახელმწიფო ვალთან დაკავშირებით). ამდენად, გასაგებია პრესასა და ტელევიზიაში ხშირად გამოთქმული აზრი სახელმწიფო ვალის ჭარბად აღების საშიშროებასთან დაკავშირებით. მეორეს მხრივ, ეს კიდევ ერთი მაგალითია ეკონომიკური მაჩვენებლების არასწორი ინტერპრეტაციისა - არ უნდა დაგვავიწყდეს, რომ მნიშვნელოვანია არა სახელმწიფო ვალის აბსოლუტური მნიშვნელობა, არამედ მისი ფარდობა ქვეყნის მშპ-სთან - სწორედ ქვეყნის მთლიანი შიდა პროდუქტი (მისი ზრდის ტემპსა და სახელმწიფო ბიუჯეტის მშპ-სთან ფარდობასთან ერთად) განსაზღვრავს თუ რამდენად მაღალია ქვეყნის სახელმწიფო ვალი და რამდენად უსაფრთხოა ამ ვალის გაზრდა. ამ ეტაპზე საერთაშორისო სტანდარტად მიღებულია სახელმწიფო ვალის მშპ-სთან შეფარდების 60 პროცენტის ტოლი ზღვარი (ეს ზღვარიც არ წარმოადგენს განსაკუთრებით დიდ საშიშროებას, რასაც მრავალი წარმატებული ქვეყნის მაგალითი გვაჩვენებს, რომელთა სახელმწიფო ვალის ფარდობა მშპ-სთან ამ ზღვარს საკმაოდ სცილდება (მაგალითად იაპონიისთვის ეს მაჩვენებელი 134.3 პროცენტია, აშშ-სთვის \_ 87.9 პროცენტი, დიდი ბრიტანეთისთვის \_ 82.8 პროცენტი).

სახელმწიფო ვალის სიმძიმის განსაზღვრის დროს ძირითად გაითვალისწინება ის, თუ რა სახისაა იგი, სახელმწიფო ვალის სიდიდე ან სიმცირე იზომება და განისაზღვრება მეკ-ისა და მშპ-ს სიდიდესთან ფარდობით, სახელმწიფო ვალის სიმძიმის განსაზღვრისთვის გაითვალისწინება აღებული ვალის სარგებლის დონე და ამასთან, სახელმწიფო ვალის ტვირთი დიდად არის დამოკიდებული იმაზე, თუ რამდენად ეფექტიანად და მიზნობრივად არის გამოყენებული აღებული სესხი.

როგორც უკვე აღინიშნა, სახელმწიფო ვალი საგარეო და საშინაო ვალის ერთობლიობაა და წარმოადგენს დროის გაკრვეული პერიოდისათვის სახელმწიფო სექტორის მიერ გამოყენებულ სავალო ვალდებულებათა ჯამს.

ქვეყნის ეკონომიკის ზრდის ადექვატურად, 2005-2006 წლებში შეიმჩნეოდა საქართველოს საგარეო ვალის კლების ტენდენცია, რაც ერთი მხრივ, საბიუჯეტო შემოსავლების ზრდით და

<sup>1</sup> M. Nautet, L. Van Meensel – “Economic impact of the public debt”. გვ.16.

მეორე მხრივ, სავალუტო კურსის ცვლილებით იყო გამოწვეული.<sup>1</sup> ამასთან, ამ წლებში პრაქტიკულად არ ხდებოდა სახელმწიფო ვალის აღება.

საგარეო ვალის მოცულობა ბოლო 3 წლის მანძილზე მკვეთრად გაიზარდა, რაც 2008 წლის აგვისტოში განვითარებული ტრაგიკული მოვლენების შედეგია. თუმცა, საგარეო ვალის ზრდა 2007 წელსაც ფიქსირდება. ამასთან, 2008 წლის აპრილში (როცა ბიუჯეტს დადებითი საოპერაციო სალდო გააჩნდა, აგვისტოს მოვლენები იყო მომხდარი და არც მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისის გავლენა შეინიშნებოდა) საქართველოს ხეისუფლებამ 500 მლნ. დოლარის ევრობლიგაციები გამოუშვა, რამაც საგარეო ვალის მოცულობა გაზარდა და საგარეო ვალის მოცულობა კიდევ უფრო გაზარდა.<sup>2</sup>

მსოფლიო ბანკის მხრიდან არსებობს მიდგომა, რომ ზღვარი, რომლის ზემოთ საგარეო ვალის მოცულობის ზრდაც უკვე ეკონომიკურ ზრდას აფერხებს, დაახლოებით მთლიანი შიდა პროდუქტის 50%-ია. ასეთი მიდგომის მიხედვით, ექსპორტთან მიმართებაში ანალოგიური ზღვარი 100-105%-ზე გადის. თუ გავანალიზებთ საქართველოს საგარეო ვალის მაჩვენებლებს ამ კუთხით, ვნახავთ, რომ 2015 წლის ბოლოსათვის საგარეო ვალის თანაფარდობა მშპ-სთან (34,1%), ასევე ექსპორტთან მიმართებაში (72,6%) ზღვარს ქვემოთაა.

ცხრილი №1

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	ფაქტ.	ფაქტ.	ფაქტ.	მოს.	პროგნ.	პროგ.	პროგნ.	პროგნ.
სახელმწიფო ვალის თანაფარდობა მშპ-სთან, %	34.8	34.7	35.7	43.1	42.6	41.6	40.2	38.7
საგარეო ვალის თანაფარდობა მშპ-სთან, %	27.6	27.2	26.8	34.1	33.9	32.7	31.2	29.8
საგარეო ვალის თანაფარდობა ექსპორტთან, %	72.1	58.3	59.2	72.6	72.2	67.6	62.4	57.4
საგარეო ვალის მომსახურება ექსპორტთან, %	2.3	4.9	5.1	4	4.1	3.3	3.9	3.8
საგარეო ვალის თანაფარდობა ბიუჯეტის შემოსავლებთან, %	95.5	98.1	96.4	120.7	120.7	120.6	116.1	112.4

<sup>1</sup> საქართველოს სახელმწიფო ბიუჯეტის მონიტორინგი, ეკონომიკის პრობლემების კვლევის ცენტრი, ავტ. ნარმანია დ., მურდულია შ., ხადური ნ., მურდულია თ., თბ. 2010., გვ. 50.

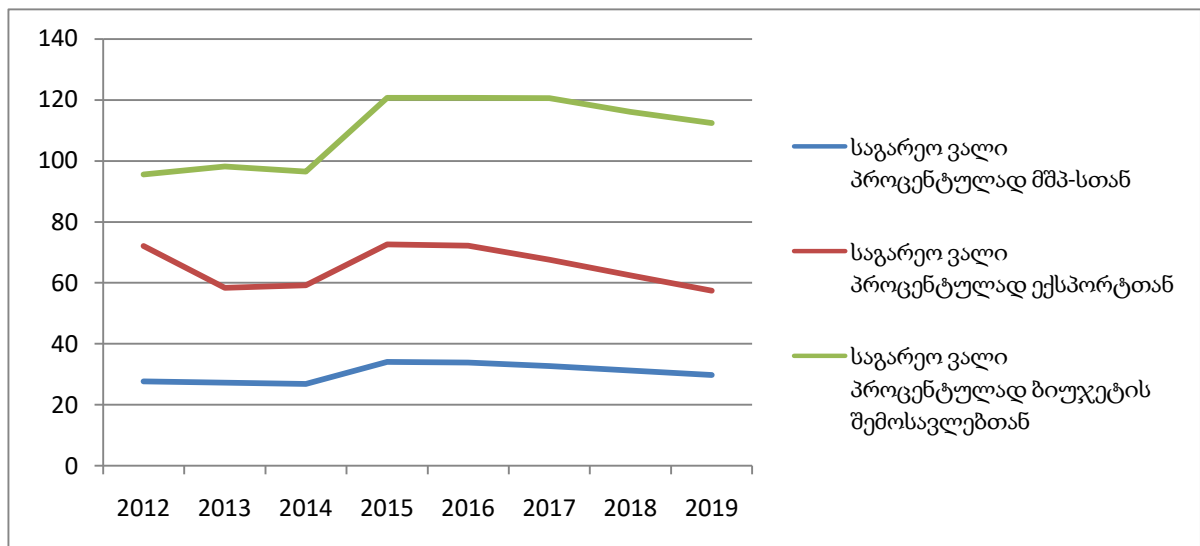
<sup>2</sup> ვ. პაპავა, ომის შემდგომი საქართველოს ეკონომიკა: ახალი გამოწვევები და ძველი შეცდომები, საქართველო-2009, ომისშემდგომი გამოწვევები და პერსპექტივები, დამოუკიდებელ ექსპერტთა კლუბი, თბ. 2010., გვ. 51-52.

შიდა ვალის თანაფარდობა მშპ- სთან, %	7.2	7.5	8.8	9	8.8	8.9	8.9	8.9
სახელმწიფო ვალის თანაფარდობა ბიუჯეტის შემოსავლებთან, %	120.5	125.3	128.1	152.6	152	153.4	149.3	146.2
საგარეო ვალის მომსახურება ბიუჯეტის შემოსავლებთან, %	3	7.9	7.9	6.3	6.8	5.9	7.2	7.5

წყარო: საქართველოს 2016 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტი. [www.mof.ge](http://www.mof.ge)

თუ გადავხედავთ ვალის სიმძიმის დიაგრამას, ვნახავთ, რომ 2015 წლიდან, საგარეო ვალის სიმძიმე მცირდება, ხოლო საგარეო ვალის პროცენტული თანაფარდობა ექსპორტთან მნიშვნელოვან შემცირებას განიცდის საბაზისო საპროგნოზო მაჩვენებლებით 2017 წლიდან, რასაც ვერ ვიტყვი საგარეო ვალის მშპ-სთან თანაფარდობაზე.

დიაგრამა 1



წყარო: საქართველოს 2016 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტი, [www.mof.ge](http://www.mof.ge)

ტრადიციული ფილოსოფიის მიხედვით, ვალის მართვა (Debt Management) გულისხმობდა სესხის აღებას შესაძლო მინიმალური საპროცენტო განაკვეთით და გადახდას შესაძლებლად გვიან პერიოდში. თანამედროვე ზრუნვაზე ორიენტირებული სახელმწიფოები (Welfare States) მათი სოციალურ-ეკონომიკური მიზნებიდან გამომდინარე, ცდილობენ ვალი აიღონ შესაძლო მინიმალური საპროცენტო განაკვეთით და მოახმარონ ეკონომიკურ სტაბილიზაციას, ზრდას, დასაქმებასა და საყოველთაო კეთილდღეობას.<sup>1</sup>

<sup>1</sup> Bhatia H.L., Public Finance, 26th edition, Delhi, 2010., გვ. 216-217.

საქართველოს შემთხვევაში, ადგილი აქვს ვალის აღების მცდელობას შესაძლო დაბალი საპროცენტო განაკვეთებით, გადახდას შესაძლოდ გვიან (მაგ. პარიზის კლუბის ფარგლებში 2005 წელს 5-წლიანი რესტრუქტურისა და კი განხორციელდა) და ხარჯვას მთელ რიგ შემთხვევებში მიმდინარე ვალდებულებების გასასტუმრებლად და არა გრძელვადიანი ეკონომიკური ეფექტის მისაღებად.<sup>1</sup> აქვე შეიძლება ითქვას, რომ საქართველოს საგარეო ვალის გასტუმრების თვალსაზრისით ყველაზე მძიმე იყო 2013 წელი, როდესაც დგებოდა 2008 წელს 5 წლის ვადით გამოშვებული ევროობლიგაციების გასტუმრების ვადა. ამასთან, ამავე წელს საქართველოს სხვადასხვა ქვეყნების და საერთაშორისო ორგანიზაციების ვალდებულებების გასტუმრებაც უწევს. გასასტუმრებელი ვალდებულება ჯამში დაახლოებით 800 მლნ. აშშ დოლარამდე იყო, რისი საშუალებაც ქვეყანას ერთიანად არ ექნებოდა<sup>2</sup>, ამდენად საჭირო გახდა მისი რეფინანსირება (დაფარვა სხვა ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით მიღებული სახსრებით).

საქართველოს პრემიერ-მინისტრის მიერ 2010 წლის შემოდგომაზე ჩინეთში გამართულ ბიზნეს-ფორუმზე, ასევე 2011 წლის მარტში საპარლამენტო გამოსვლისას გაცხადებული ევროობლიგაციების სამომავლო ემისია 2011 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტში არ აისახა. „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ საქართველოს კანონის ადრე მოქმედი რედაქციით, სახელმწიფო მიერ აღებული ვალი აუცილებლად უნდა ასახულიყო სახელმწიფო ბიუჯეტში. ამ კანონის მე-2 მუხლის მე-4 პუნქტში 2011 წლის გაზაფხულზე განხორციელებული ცვლილებით კი, აღებული ვალი ბიუჯეტში აღარ აისახება, რაც საბიუჯეტო გამჭვირვალობის პრინციპს მნიშვნელოვნად აკნინებს.<sup>3</sup>

2011 წელს საქართველოს მთავრობამ ახალი ევროობლიგაციების გამოშვებით დამატებით 500 მლნ. დოლარის ვალი აიღო, ხოლო 2008 წელს აღებული ვალის 83,4% ანუ დაახლოებით 417 მლნ. აშშ დოლარი გადაფარა (მოახდინა ნაწილობრივი რეფინანსირება, ვინაიდან ყველა დონორი არ აღმოჩნდა თანახმა წინასწარ გასტუმრებაზე). 2008 წელს აღებული ვალის წლიური მომსახურების პროცენტი 7,5%-ს შეადგენდა, ხოლო 2011 წელს აღებულის - საშუალოდ 6,9%-ს. უხეში გაანგარიშებით, 2008-2010 წლებში მთავრობამ ვალის მომსახურებაზე 112,5 მლნ. აშშ დოლარი გადაიხადა, 2011-2013 წლებში ძველ დარჩენილ ევროობლიგაციებზე 18,5 მლნ. აშშ დოლარს გადაიხდის, ხოლო 2011-2021 წლებში ახალ ევროობლიგაციებზე - 345 მლნ. აშშ დოლარს. გამოდის, რომ 500 მლნ. აშშ დოლარის ევროობლიგაციების მომსახურებაზე პროცენტის სახით საქართველოს მთავრობა 476 მლნ. აშშ დოლარს გადაიხდის, რაც შედევითაინი პირობებით აღებული ვალი ნამდვილად არ არის. ინფორმაციისათვის, „პარიზის კლუბის“ ფარგლებში განხორციელებული ვალების რესტრუქტურისა და კი პირობებში საპროცენტო განაკვეთი საშუალოდ 4%-მდე მერყეობდა, ხოლო ლონდონის საფონდო ბირჟაზე LIBOR (The London Interbank Offered Rate) განაკვეთი აშშ დოლარზე ბოლო წლებში 2%-ს არ აღემატებოდა.<sup>4</sup>

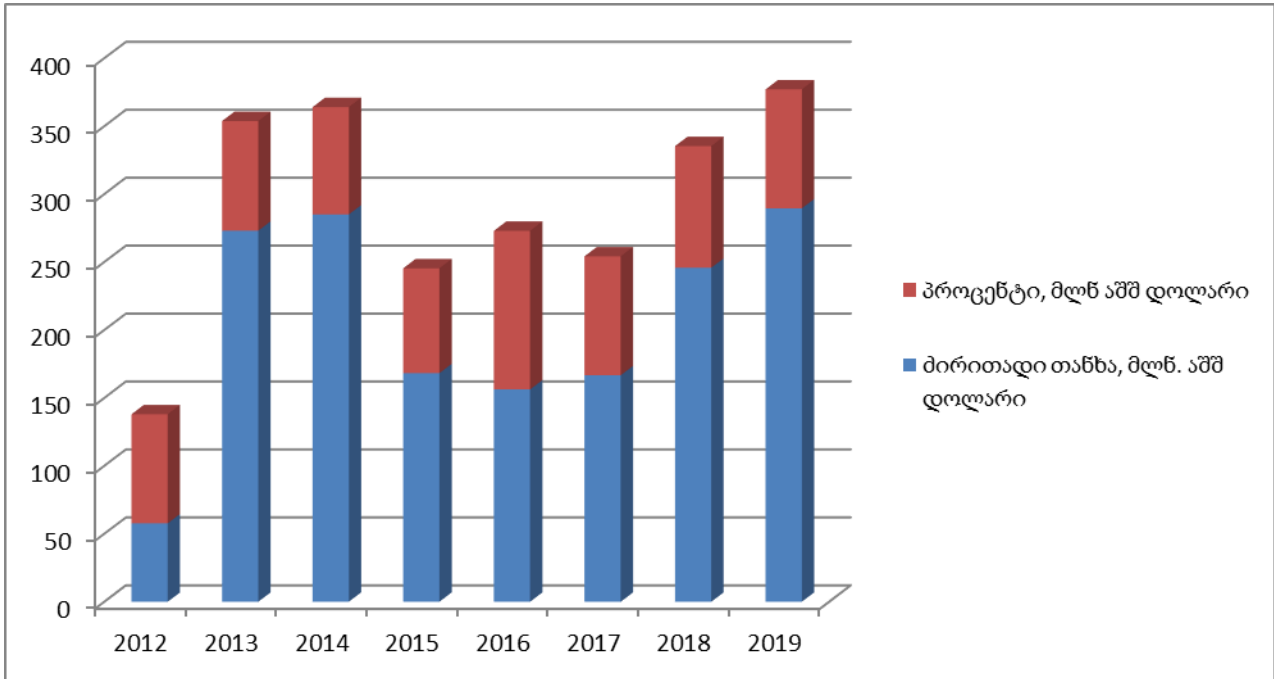
<sup>1</sup> საქართველოს სტრატეგიული კვლევებისა და განვითარების ცენტრი - ბიულეტენი N121 - გვ.8

<sup>2</sup> საქართველოს სახელმწიფო ბიუჯეტის მონიტორინგი, ეკონომიკის პრობლემების კვლევის ცენტრი, ავტ. ნარმანია დ., მურდულია შ., ხადური ნ., მურდულია თ., თბ. 2010., გვ. 52.,

<sup>3</sup> საქართველოს სტრატეგიული კვლევებისა და განვითარების ცენტრი - ბიულეტენი N121 - გვ.9-10

<sup>4</sup> <http://www.global-rates.com/interest-rates/libor/american-dollar/usd-libor-interest-rate-12-months.aspx>

დიაგრამა 2



წყარო: საქართველოს 2016 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტი, [www.mof.ge](http://www.mof.ge)

სახელმწიფო ვალის სიმძიმეზე საუბრისას მნიშვნელოვანია ყურადღება გამახვილდეს ვალის მდგრადობაზე, ფოკუსირება მოხდეს იმ რისკებზე, რომლებიც პირდაპირ თუ ირიბად შეიძლება მოქმედებდეს ვალის მდგრადობაზე. ვალი არის მდგრად დონეზე, თუ ქვეყანას შეუძლია განსაკუთრებული დაფინანსების (როგორცაა ვალის პატიება, მომავალი შემოსავალ-გასავლის ბალანსის საგრძნობი კორექტირება და ა. შ.) გარეშე. ვალის მდგრადობის ანალიზის მიზანს წარმოადგენს შეაფასოს ვალის მდგრადობის დონე, აჩვენოს თუ სადამდე შეუძლია სხვადასხვა შოკებს გაზარდონ ვალის დონე და გამოავლინოს შესაძლო რისკები (და ფაქტორები), რომლებსაც შეუძლიათ ვალის ტვირთი არამდგრად დონემდე გაზარდონ.<sup>1</sup>

ვალის მომსახურებასთან და მართვასთან შესაძლო რისკების დონეები შემდეგნაირად განისაზღვრება:

**დაბალი რისკი:** ვალის ტვირთის ყველა ინდიკატორი როგორც საბაზისო, ასევე ალტერნატიული სცენარებით თავიანთ ზღვრულ მაჩვენებელზე მნიშვნელოვნად ნაკლებია;

**საშუალო რისკი:** საბაზისო სცენარით ვალის ტვირთის ინდიკატორები ზღვრულ მაჩვენებელზე ნაკლებია, თუმცა ალტერნატიული სცენარების ინდიკატორების საგრძნობ ზრდას აჩვენებენ (საანგარიშო პერიოდის მანძილზე) რის გამოც ვალის მომსახურების ინდიკატორი უახლოვდება ზღვრულ მაჩვენებელს ხოლო ვალის ნაშთის ინდიკატორები კი აღემატებიან დასაშვებ ზღვარს;

**მაღალი რისკი:** ვალის ტვირთის ინდიკატორები საბაზისო სცენარით აღემატებიან ზღვრულ მაჩვენებელს, ალტერნატიული სცენარები კი დამატებით აუარესებენ მდგომარეობას;

**სავალო სტრესი:** მიმდინარე ვალის ნაშთის და მომსახურების ინდიკატორები საგრძნობლად აღემატებიან დასაშვებ ზღვრულ მაჩვენებლებს.

**ცხრილი 2**

**ვალის მდგრადობის ინდიკატორების ზღვრული მაჩვენებლები**

<sup>1</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010 წ., გვ.21.

	საქართველო		ზღვარი CPIA კატეგორიების მიხედვით		
	2009	2010-2020	სუსტი	საშუალო	ძლიერი
ვალის NPV %-ად					
მშპ	22,2	27,8	30	40	50
შემოსავლები	75,7	102,8	200	250	300
ვალის მომსახურება %-ად					
შემოსავლები	5,8	10,2	25	30	35

ვალის მდგრადობის ანალიზზე საუბრისას მნიშვნელოვანია ეროვნული ბანკის 2010 წლის ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშში განხილულ ანალიზზე ყურადღების გამახვილება.

2006 წლიდან საქართველო ძლიერი ეფექტური პოლიტიკის ქვეყნების (დაბალი შემოსავლის ქვეყნებს შორის) რიგში შევიდა. 2006-2008 წლების განმავლობაში საქართველოს CPIA (განისაზღვრება CPIA-ით, Country Policy and Institutional Assessment, რომელსაც მსოფლიო ბანკი აქვეყნებს: <3,25 სუსტი, 3,25-სა და 3,75-ს შორის საშუალო, >3,75 ძლიერი) საშუალოდ 4.3-ს შეადგენს. (ვმა-თვის პოლიტიკის ეფექტურობის შესაფასებლად გამოიყენება ბოლოს სამი წლის საშუალო).<sup>1</sup>

ვალის მდგრადობის ანალიზისას გამოიყენება სტრეს-ტესტები და სცენარები, რომლებიც ითვალისწინებენ: შოკებს მშპ-ს ზრდაში და ბიუჯეტის დეფიციტში ბიუჯეტის დეფიციტის გარკვეულ დონეზე ფიქსაციას, მშპ-ს პერმანენტულ, შენელებულ ზრდასა და ეროვნული ვალუტის კურსის გაუფასურებას.

ვალის მდგრადობის ანალიზი გვიჩვენებს, თუ როგორი იქნება ვალის მხრივ მდგომარეობა საქართველოში, პოლიტიკის უცვლელიობისა და ეგზოგენური შოკების არარსებობის შემთხვევაში. ეს არის საბაზისო სცენარის სახელით ცნობილი, სადაც საჭიროა გარკვეული დაშვებების გაკეთება ძირითად მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე, რომლებიც მოქმედებენ ვალის მდგრადობაზე. საბაზისო სცენარი გვიჩვენებს, თუ რამდენად მდგრადია სამთავრობო ვალი იმ შემთხვევაში, თუ გარკვეული დაშვებებიდან არ მოხდება გადახრები და არ გაითვალისწინება ანალიზში.

რეალური მშპ-ს ზრდა დაშვებულია 5 პროცენტზე 2012 წლიდან 2018 წლამდე, 4 პროცენტთან ზრდა 2019-2026 წლებში და შემდგომ გრძელვადიანი ზრდა 3,5 პროცენტზე. ამ ეტაპზე საქართველოს ეკონომიკა აღდგენის პროცესშია, ამიტომ 2012 წლამდე ზრდის ტემპმა უნდა იმატოს. ბუნებრივია, მაღალი ზრდის ტემპი მუდმივად არ შენარჩუნდება, ამიტომ რაღაც დროის შემდეგ ზრდის მაჩვენებელი შემცირდება.<sup>2</sup>

სფი ინფლაცია ეროვნული ბანკის მიზნობრივი მაჩვენებლის შესაბამისად რამდენიმე წლის განმავლობაში დაგეგმილია 6 პროცენტზე, და შემდგომ თანდათანობით 3 პროცენტამდე მცირდება. განვითარებულ ქვეყნებში ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი 2 პროცენტია, მაგრამ სფი-ს გარკვეული ნაკლოვანებები გააჩნია, რომლებიც საქართველოს მსგავს ქვეყნებში

<sup>1</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010წ. გვ.21.

<sup>2</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010წ. გვ.22



უფრო მკაფიოდ იჩენს თავს. ასევე ზოგადად განვითარებად ქვეყნებში განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით უფრო მაღალი ინფლაციაა, ამიტომ ამ ეტაპზე საქართველოსთვის ოპტიმალური ინფლაცია 4 \_ 6 პროცენტის ფარგლებშია. შესაბამისად ამ სცენარში ჩვენ თავიდან ვუშვებთ 6%-იან ინფლაციას, თუმცა თანდათანობით ეკონომიკის ზრდასთან ერთად მოხდება ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის ეტაპობრივი შემცირება 3 პროცენტამდე. ლარის გაცვლითი კურსი ა.შ.შ. დოლართან მიმართებაში არის უცვლელი. ეს დაშვება კეთდება იმისთვის, რომ გამოჩნდეს სხვადასხვა სცენარის და ზღვრული ტესტების „წმინდა ეფექტი“ (ჩეტერის პარიზუს). ამ ანალიზში ასევე განხილული იქნება სხვადასხვა სცენარების ერთდროული განხორციელება.

რაც შეეხება ფისკალურ პოლიტიკას, საქართველოს პრეზიდენტის მიერ ინიცირებული ეკონომიკური თავისუფლების აქტის შესაბამისად, მთავრობა თავის თავზე იღებს ვალდებულებას, რომ ბიუჯეტის ხარჯების ზღვრული ლიმიტი მშპ-ს 30 პროცენტი, დეფიციტის ზღვრული ლიმიტი კი მშპ-ს 3 პროცენტი იქნება. აქედან გამომდინარე, საბაზისო სცენარის დაშვებით ბიუჯეტის შემოსავლები მშპ\_ს 27 პროცენტს შეადგენს. ანალიზი აკეთებს დაშვებას, რომ დეფიციტი დაფინანსდება ახალი სესხების მეშვეობით, რომელთა უმეტესი ნაწილის აღება საბაზრო საპროცენტო განაკვეთით მოხდება. საბაზისო სცენარი ითვალისწინებს, რომ 2015 წლიდან (2015 წლამდე თანდათანობით ხდებოდა ამ პროპორციის მიღწევა) ყოველი ახალი აღებული სესხიდან 60 იქნება საგარეო წყაროებიდან მოზიდული სახსრების წილი, ხოლო დარჩენილი ნაწილი შიდა წყაროებით: 20 პროცენტი გრძელვადიანი საბაზინო ვალდებულებები, 20 პროცენტი მოკლევადიანი. საბაზისო სცენარით მთავრობის მიერ 2008 წელს გამოშვებული ევროობლიგაციების დაფარვა (ვმა-ს მიზნებიდან გამომდინარე) მათი ხელახალი გამოშვებით ანუ როლოვერით მოხდება. ჩვენი დაშვებით როლოვერი მუდმივად მოხდება (საანგარიშო პერიოდში). შესაძლებელია განვიხილოთ მათი დაფარვაც, თუმცა ასეთ შემთხვევაში ბიუჯეტის ხარჯების დაფინანსება მაინც ახალი ვალდებულებების აღებით მოხდება, ამიტომ სიმარტივისთვის როლოვერის დაშვებას უმჯობესი იქნება. საბაზისო სცენარის (შოკების გარეშე) განხორციელების შემთხვევაში ვალის ტვირთს აღმავალი ტრენდი აქვს, თუმცა მდგრად დონეზე რჩება. მდგრადობის სამივე ინდიკატორი ზღვრული მაჩვენებლიდან საკმაოდ შორს არის.<sup>1</sup> (ცხრილი 3)

*ცხრილი 3*

*ვალის მდგრადობის ინდიკატორები საბაზისო სცენარით*

მაჩვენებლები	ზღვარი	2010	2015	2020	2025	2030
ვალი (NPV) / მშპ.	50%	22.90%	28.20%	31.10%	34.80%	38.60%
ვალი (NPV) / შემ.	300%	81.60%	104.30%	115.20%	128.80%	143.10%
ვალის მომსახურება/შემ.	35%	6.30%	10.80%	13.10%	13.20%	14.00%

საბაზისო სცენარიდან ლოგიკურია ალტერნატიულ სცენარზე გადასვლა, საბაზისო სცენარი აგებულია არსებული დინამიკის გათვალისწინებით. თუმცა, როგორც ცნობილია, ეკონომიკაში შოკები ხდება და უნდა გავანალიზოთ ალტერნატიული სცენარები, რომლებიც

<sup>1</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010წ. გვ.22

გვიჩვენებენ, თუ როგორ იცვლება ვალის მდგრადობა საბაზისო სცენარიდან რომელიმე (ერთი ან რამდენიმე) მნიშვნელოვანი ფაქტორის (შოკის) გადახრის შედეგად. ვალის მომსახურების არსებული გრაფიკის მიხედვით 2013 წელს ვალის მომსახურების პიკი იქნება, რადგან ამ პერიოდს ემთხვევა ევროობლიგაციების რადგან ვალის მომსახურებასთან განსაკუთრებული სიმძნელები მოსალოდნელია 2013 წლისთვის, ამიტომ ყველა სცენარში შოკი დაშვებულია 2013 წელს.

განვიხილოთ ბიუჯეტის დეფიციტის შოკი. 2008-2009 წლებში ნაერთი ბიუჯეტის დეფიციტი საკმაოდ მაღალი იყო (შესაბამისად მშპ-ს 6.2 და 9.3 პროცენტი) და ამ დონეზე მისი შენარჩუნება მდგრადი ვერ იქნება და მოსალოდნელიც არ არის. ასევე საქართველოს მთავრობის მიერ მიღებულ თავისუფლების აქტში აღნიშნულია დეფიციტის მშპ-ს 3 პროცენტთან დონეზე შენარჩუნება, რის გამოც საბაზისო სცენარში გათვალისწინებულია ფიქსირებული 3 პროცენტის დეფიციტი. აღნიშნულ სცენარში განვიხილავთ შოკს, რის გამოც ბიუჯეტის დეფიციტი მუდმივად თავისუფლების აქტში მითითებულ (მშპ-ს) 3 პროცენტზე მეტი (3.5) იქნება. ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდა ნიშნავს დამატებითი ვალის აღებას, რაც ზრდის ვალის ნაშთს და მომავალში გაზრდის ვალის მომსახურების ხარჯებსაც, ამრიგად იგი ვალის მდგრადობაზე იმოქმედებს.<sup>1</sup>

ვალის (ნაშთისა და მომსახურების) შემოსავლებთან ფარდობა უმნიშვნელოდ სცდება ზღვრულ მაჩვენებლებს, ხოლო ვალის მშპ-თან თანაფარდობის მაჩვენებელი კი საგრძნობლად აღემატება ზღვრულ მაჩვენებელს, რაც მიანიშნებს რომ მშპ-ს შოკს შეუძლია სამთავრობო ვალი არამდგრად დონემდე მიიყვანოს<sup>2</sup> (ცხრილი 5).

*ცხრილი 6*

*მშპ-ს ზრდის ტემპის ერთჯერადი შოკი*

მაჩვენებლები	ზღვარი	2010	2015	2020	2025	2030
ვალი (NPV) / მშპ.	50%	22.9%	34.6%	50.00%	65.2%	81.4%
ვალი (NPV) / შემ.	300%	81.6%	128.3%	185%	241.7%	301.5%
ვალის მომსახურება/შემ.	35%	6.3%	13.3%	21.7%	30.2%	39.5%

ასევე განვიხილოთ სცენარი სადაც მშპ-ს ზრდის ტემპი პერმანენტულად 0.7 პროცენტული პუნქტით არის შემცირებული საბაზისო სცენარში არსებულ მაჩვენებელთან შედარებით. როგორც ვხედავთ, შემოსავლებთან ფარდობის პარამეტრები უახლოვდება ზღვრულ მაჩვენებლებს, ხოლო მშპ-თან ფარდობის მაჩვენებელი კი საკმაოდ ცდება თავის ზღვარს. (ცხრილი 6).

<sup>1</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010წ. გვ.22-23

<sup>2</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010წ. გვ.24-25

*ცხრილი 7*

*მშპ-ს ზრდის ტემპის პერმანენტული შოკი*

მაჩვენებლები	ზღვარი	2010	2015	2020	2025	2030
ვალი (NPV) / მშპ.	50%	22.9%	29.8%	39.2%	54.4%	75.6%
ვალი (NPV) / შემ.	300%	81.6%	110.4%	145.2%	201.4%	280.1%
ვალის მომსახურება/შემ.	35%	6.3%	11.4%	16.6%	22.9%	33.9%

თუკი გადაცდომა კიდევ 0.1-0.2 პროცენტული პუნქტით მეტი იქნება, სამთავრობო ვალი არამდგრად დონემდე მივა. მშპ-ს ზრდის ტემპის პერმანენტულ, თუნდაც მცირე ზომით შემცირებას შეუძლია სამთავრობო ვალის ტვირთი საგრძნობლად გაზარდოს და შესაძლოა არამდგრად დონემდე მიიყვანოს.

საგარეო ვალის მდგრადობის გაუარესებაზე მოქმედ ერთ-ერთ შოკად განიხილება ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურება. საგარეო ვალის ძირითად ნაწილს მთავრობა აშშ დოლარში ლეზულობს და მისი გასტუმრებაც ამავე ვალუტაში ხდება. აქედან გამომდინარე, ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურება (აშშ დოლარის) მიმართ გააძვირებს ვალის მომსახურებას და გაზრდის ვალის რაოდენობას ლარებში. ამ ანალიზში განხილულია გაცვლითი კურსის ერთჯერადი (საგრძნობი) და ყოველწლიური (მცირე ტემპებით) გაუფასურება. ერთჯერადი 30 პროცენტისანი გაუფასურება (2013 წელს).<sup>1</sup>

*ცხრილი 8*

*ლარის კურსის ერთჯერადი საგრძნობი გაუფასურება*

მაჩვენებლები	ზღვარი	2010	2015	2020	2025	2030
ვალი (NPV) / მშპ.	50%	22.9%	34.2%	37.3%	42.1%	47.9%
ვალი (NPV) / შემ.	300%	81.6%	126.5%	138.2%	156.0%	177.2%
ვალის მომსახურება/შემ.	35%	6.3%	12.4%	15.8%	17.5%	20.3%

როგორც ვხედავთ, ყველა ინდიკატორი ზღვარზე დაბლაა, თუმცა ვალის NPV-ს მშპ-თან თანაფარდობა ახლოს არის ზღვართან. მთლიანობაში შეგვიძლია ვთქვათ რომ ლარის კურსის ერთჯერადი მკვეთრი გაუფასურება ვალის მდგრადობას საფრთხეს არ უქმნის. მუდმივი ყოველწლიური 5 პროცენტისანი გაუფასურება.

<sup>1</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010წ. გვ.26

*ცხრილი 9*

*ლარის კურსის პერმანენტული (მცირე ტემპებით) გაუფასურება*

მაჩვენებლები	ზღვარი	2010	2015	2020	2025	2030
ვალი (NPV) / მშპ.	50%	22.9%	32.1%	41.1%	55.6%	79.0%
ვალი (NPV) / შემ.	300%	81.6%	119.0%	152.1%	206.1%	292.5%
ვალის მომსახურება/შემ.	35%	6.3%	11.7%	16.5%	21.9%	33.2%

ერთჯერადი გაუფასურების შედეგთან შედარებით ინდიკატორები უფრო მაღალ დონეზეა (ვალის NPV-ს მშპ-თან ფარდობა კი ზღვარს მნიშვნელოვნად ცდება). რაც იმაზე მიგვანიშნებს, რომ ლარის კურსის მუდმივი (თუნდაც ძალიან მცირე ტემპებით) გაუფასურება უფრო მეტ რისკს შეიცავს, ვიდრე ერთჯერადი საგრძნობი გაუფასურება. თუმცა ვალის მდგრადობას დიდ საფრთხეს არც ეს სცენარი უქმნის. მაგრამ თუკი ყოველწლიური გაუფასურების ტემპი 5%-ზე გაცილებით მეტი იქნება, მაშინ ვალის მდგრადობას საფრთხე დაემუქრება.<sup>1</sup>

ზემოთ აღნიშნული სცენარები განიხილავენ თუ რა ზეგავლენა შეუძლია მოახდინოს ამა თუ იმ შოკმა ვალის მდგრადობაზე. უფრო რეალური იქნება განვიხილოთ ზემოთ ხსენებული სცენარების კომბინაცია. განვიხილოთ შოკი მშპ-ს ზრდის ტემპში, მას თავისთავად მოჰყვება დეფიციტის ზრდა ავტომატური ფისკალური სტაბილიზატორების ზემოქმედებით: ეს ორი ფაქტორი კი მოახდენს ზეწოლას ლარის გაცვლით კურსზე. ამ სცენარში 2013 წელს მშპ-ს ზრდის ტემპი მცირდება 2 პროცენტული პუნქტით და შემდგომ თანდათანობით 5 წლის შემდეგ დაუბრუნდება ნორმალურ დონეს. შედეგად ბიუჯეტის დეფიციტიც 2 პროცენტული პუნქტით იზრდება და ასევე 5 წლის შემდეგ უბრუნდება ნორმალურ დონეს. ლარის კურსი ამ ხუთი წლის მანძილზე უფასურდება (თავიდან 20 პროცენტით და შემდეგ მცირდება, რადგან მშპ და დეფიციტი ნორმალურ დონეს უბრუნდება) და შემდეგ ისევ ფიქსირებულ დონეზეა. როგორც ვხედავთ, მოვლენების ასეთი განვითარება, სამთავრობო ვალის მდგრადობას საკმაოდ დიდ საფრთხეს უქმნის. საანგარიშო პერიოდში ვალის მდგრადობის სამივე ინდიკატორი მნიშვნელოვნად ცდება ზღვრულ მაჩვენებელს.

*ცხრილი 10.*

*ერთჯერადი შოკების კომბინაცია*

მაჩვენებლები	ზღვარი	2010	2015	2020	2025	2030
ვალი (NPV) / მშპ.	50%	22.0%	44.8%	59.5%	71.5%	85.5%
ვალი (NPV) / შემ.	300%	78.6%	166.1%	220.4%	264.8%	361.7%
ვალის მომსახურება/შემ.	35%	6.2%	16.1%	26.9%	34.3%	43.5%

ასევე განხილულია სცენარი, სადაც მშპ-ის ზრდის ტემპი და ბიუჯეტის დეფიციტი მუდმივად არიან გადახრილი საბაზისო დონიდან (2 პროცენტული პუნქტით) და შედეგად

<sup>1</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010წ.

ლარის გაცვლითი კურსი ყოველწლიურად 2 პროცენტით უფასურდება. როგორც ვხედავთ შედეგები წინა სცენარის ანალოგიურია და ვალის მდგრადობას ამ შემთხვევაშიც საფრთხეს უქმნის.

*ცხრილი 11.*

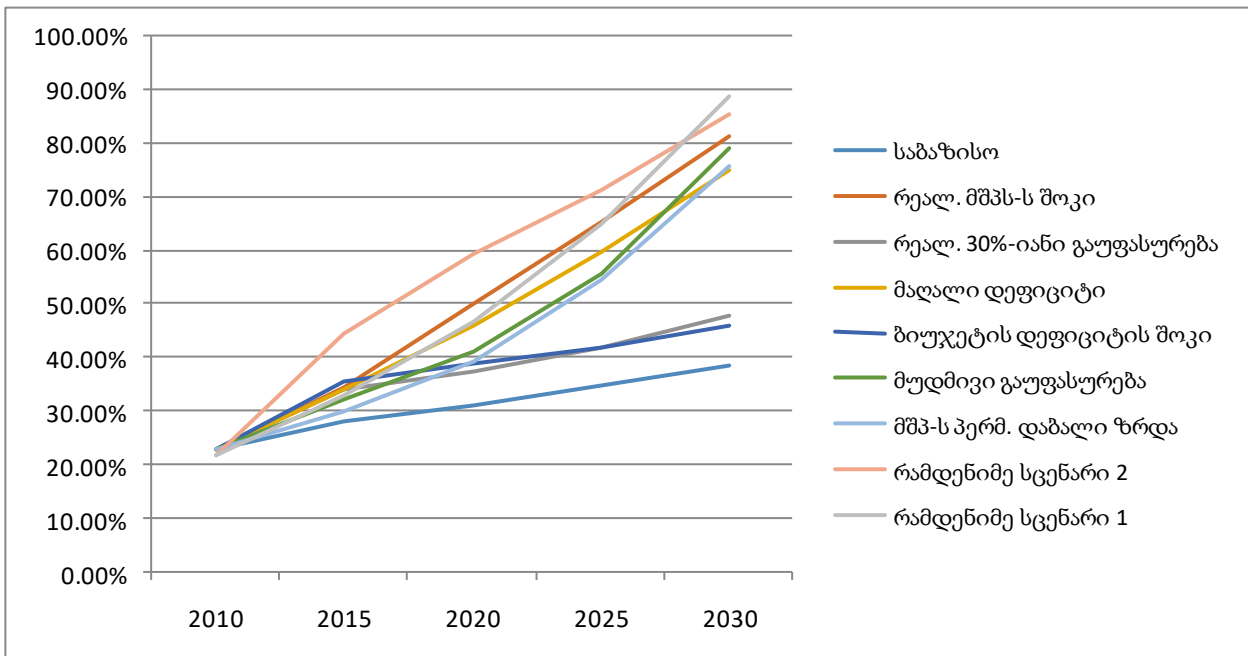
*პერმანენტული შოკების კომბინაცია*

მაჩვენებლები	ზღვარი	2010	2015	2020	2025	2030
ვალი (NPV) / მშპ.	50%	22.0%	33.1%	46.8%	64.9%	88.8%
ვალი (NPV) / შემ.	300%	78.6%	122.7%	173.5%	240.3%	328.8%
ვალის მომსახურება/შემ.	35%	6.2%	12.7%	20.1%	29.0%	42.2%

თუ შევაჯამებთ არსებულ ანალიზს, ვნახავთ, რომ ვალის მხრივ არსებული მდგომარეობის გაუარესება ყველაზე მეტად მშპ-ში მომხდარ შოკებს შეუძლიათ გამოიწვიონ, ხოლო საბაზისო სცენარის მაჩვენებლებიდან ყველაზე ნაკლებ გადახრას ბიუჯეტის დეფიციტისა და ლარის გაცვლითი კურსის ერთჯერადი შოკები იწვევენ.<sup>1</sup>

*ცხრილი 12*

*ვალის NPV/მშპ*



გრაფიკებიდან ჩანს რომ მუდმივად დეფიციტის და სხვა რაიმე მოსალოდნელი პრობლემის არსებობის შემთხვევაში ვალის ტვირთი უფრო და უფრო მძიმდება. 2030 წლისთვის მსოფლიო ბანკის მიერ დადგენილი სამი ინდიკატორიდან ორი (ვალის მომსახურების და ვალის NPV-ს შემოსავლებთან ფარდობა) დასაშვებ ფარგლებშია (კომბინაციური სცენარების

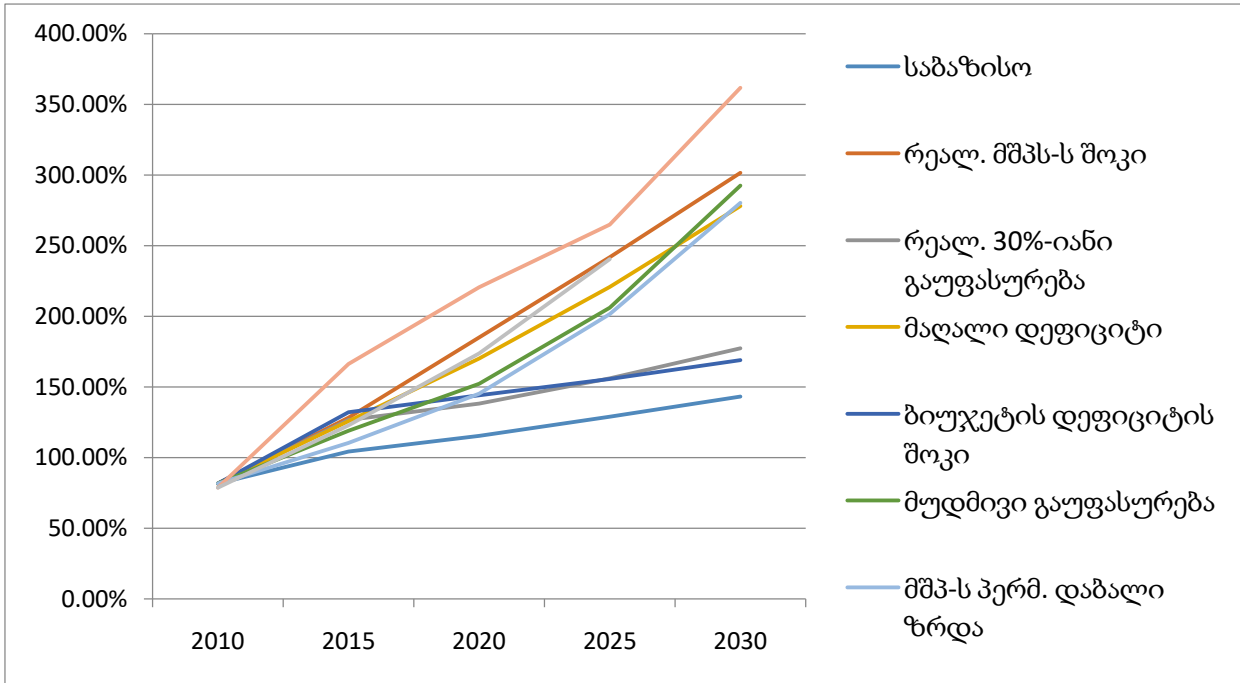
<sup>1</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010წ.

გამონაკლისის გარდა), თუმცა მშპ-ს შოკები ძალიან აახლოვებს ინდიკატორებს ზღვრულ დონესთან.<sup>1</sup>

მესამე ინდიკატორი (ვალის NPV-ს მშპ-თან ფარდობა) კი ვალის მდგომარეობის მხრივ შესაძლო პრობლემებზე მიგვანიშნებს. 2024 წლისთვის არსებული რვა ალტერნატიული სცენარიდან, ექვს შემთხვევაში აღნიშნული ინდიკატორი დასაშვებ ზღვარს ცდება. ამ ექვსი სცენარიდან ოთხი მშპ-ს შოკებს ეხება, დანარჩენი ორი კი ლარის გაცვლითი კურსის მუდმივი გაუფასურება და მუდმივად მაღალი ბიუჯეტის დეფიციტია.

*ცხრილი 13*

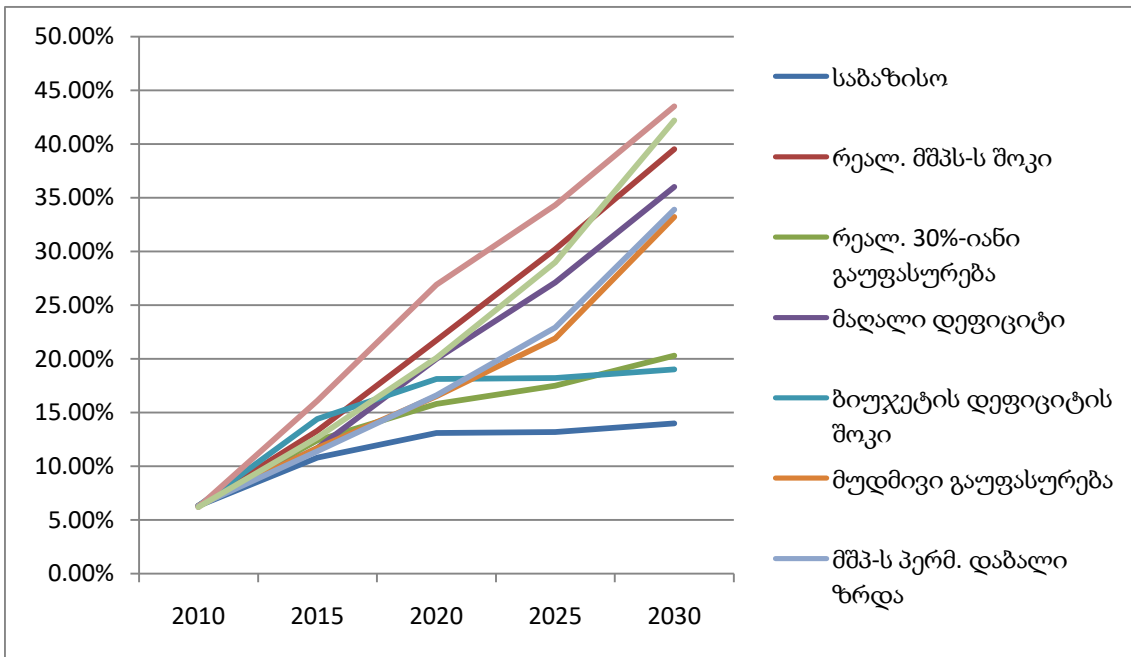
*ვალის NPV/შემოსავლები*



დამატებით განხილულ იქნა სცენარი, როდესაც საგარეო ვალის წვლილი მთლიან ვალში არ შემცირდებოდა. გამოიკვეთა, რომ რაც უფრო მეტად იქნება მთავრობა დაფინანსების საგარეო წყაროებზე დამოკიდებული, მით უფრო მეტად რისკიანი იქნება ლარის გაცვლითი კურსის (ერთჯერადი/ყოველწლიური) გაუფასურება სამთავრობო ვალის მდგრადობისთვის. ამრიგად მნიშვნელოვანია, რომ მთავრობამ მოახერხოს საგარეო ვალდებულებების ნაწილობრივი ჩანაცვლება შიდა წყაროებიდან მოზიდული დაფინანსებით.<sup>2</sup>

<sup>1</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010წ.  
<sup>2</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010წ.

ცხრილი 14  
ვალის მომსახურება/შემოსავლები



ამჟამად საბაზისო სცენარის მიხედვით საქართველოს სამთავრობო ვალის მდგრადობის ინდიკატორები ზღვრულ მაჩვენებელზე დაბალია შეფასების პერიოდში, თუმცა ზოგიერთი ალტერნატიული სცენარის მიხედვით ერთ-ერთი ინდიკატორი (ვალის NPV-ს მშპ-თან ფარდობა) ზღვარს სცდება შეფასების პერიოდის მანძილზე, ხოლო ვალის მომსახურების ინდიკატორი კი თავის ზღვრულ მაჩვენებელს უახლოვდება. ამიტომ, შეიძლება ვთქვათ, რომ საქართველოს ვალის მართვის და მომსახურების რისკი საშუალო დონისაა.<sup>1</sup>

ვალის სიმძიმის და მასზე მოქმედი ფაქტორების განხილვის შემდეგ მნიშვნელოვანია განვიხილოთ ის, თუ როგორ შეიძლება დავაღწიოთ თავი ვალის სიმძიმეს, რათა მას არ ჰქონდეს უარყოფითი გავლენა ეკონომიკაზე და არ გამოიწვიოს უარყოფითი შედეგები, რომელთა გამოსწორებასაც უფრო მეტი დრო და რესურსი დასჭირდება.

ვალის (როგორც ძირითადი თანხის, ასევე მომსახურების პროცენტების) გადახდის სიმძიმისაგან თავის დაღწევის ყველაზე კარგი ვარიანტია მოვალის მიერ ახალი სესხის იმ მოცულობით მიღება, რომელიც აღემატება კრედიტის ძირითადი ნაწილისა და პროცენტების სახით დასაბრუნებლად, აგრეთვე, ქვეყნიდან სხვა ფორმით კაპიტალის გადინების თანხების, რაც ფორმულით შეიძლება წარმოვადგინოთ.<sup>2</sup>

$$RT=L-S+O;$$

სადაც L - ახალი კრედიტების მოცულობაა;

S - კრედიტორისათვის (კრედიტის ძირითადი ნაწილისა და პროცენტის) გადასახდელი თანა;

O - მოვალე ქვეყნიდან კაპიტალის სუფთა გადინება.

თუ RT დადებითია, მაშინ ახალი კრედიტების მოცულობა, რომელსაც მოვალე იღებს, აჭარბებს გადასახადებს და ადგილი აქვს რესურსების მოდინებას.

<sup>1</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკი - ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში - 2010წ.

<sup>2</sup>ჯიბუტი ა., ლლონტი ი., „საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი“, თბილისი, 2003. გვ. 24

როცა RT უარყოფითია, ეს ნიშნავს, რომ ახლადმიღებული კრედიტები ვერ გარავენ კრედიტის ძირითად ნაწილს და მომსახურების თანხებს, ე.ი. ხდება მოვალე ქვეყნებიდან კაპიტალის გადინება.

მოვალე ქვეყანა არ იტყვის უარს სესხის დაბრუნებაზე მანამ, სანამ კრედიტორებისათვის რესურსი მოედინება, ე.ი. ვიდრე RT დადებითია. მოვალე ყოველთვის შეასრულებს ვალის ძირითადი ნაწილისა და მომსახურების თანხების დაბრუნების ხელშეკრულებას, თუ ახალ სესხებს უმტკივნეულოდ მიიღებს კრედიტორებისაგან.

ამავე დროს, მოვალე ქვეყანა გადაწყვეტილებას - უარი თქვას ვალის გადახდაზე, მიიღებს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა ვალის მომსახურების თანხა გადააჭარბებს ხელშეკრულების დარღვევისაგან გამოწვეულ სავარაუდო ხარჯებს.

მსოფლიო პრაქტიკაში არსებობს აგრეთვე მევალე ქვეყნის მიერ მესამე ქვეყნისათვის ნომინალურ ღირებულებასთან შედარებით გაცილებით დაბალ ფასებში საგარეო ვალდებულებების (ე. წ. „რუხ ბაზარზე“) მიყიდვის ფაქტები, როგორც მოვალისა და მევალის, ასევე მესამე მხარის მონაწილეობით.

ეკონომისტთა ერთ ჯგუფს მიაჩნია, რომ ე.წ. „მეორად ბაზარზე“ სავალო ვალდებულებების ფასების დაბალი დონე უზრუნველყოფს საგარეო დავალიანების პრობლემების ადვილად გადაწყვეტას, მაგრამ სინამდვილეში ეს ასე არ არის. მეორად ბაზარზე სავალო ვალდებულებების გამოსყიდვა ან მსგავსი ოპერაციები ვერ უზრუნველყოფენ მოვალე ქვეყნების სავალო პრობლემების გადაწყვეტას, ერთადერთი, ვინც იგებს ამგვარი ოპერაციებით, კრედიტორია.<sup>1</sup>

სავალო ვალდებულებების გამოსყიდვის ოპერაციების დროს განსაკუთრებულ შემთხვევას წარმოადგენს ვალის ანულირება, როცა კრედიტორები მოვალეებს პატიობენ ან ჩამოაწერენ ვალის ნაწილს. ვალის გამოსყიდვის თანხებს იხდიან კრედიტორები.

მაგალითად, 1989 წელს არგენტინის საგარეო ვალი მეორად ბაზარზე გაიყიდა 1 დოლარი 17,5 ცენტად, ასეთ აქცია უმსუბუქებს მოვალე ქვეყნებს მდგომარეობას არამარტო სავალო ვალდებულებების მოცულობის, არამედ, ხარჯებისა და დარჩენილი ვალის საჯარიმო გადასახადების შემცირებით.

სამწუხაროდ, ანულირების პოლიტიკა აწყდება სერიოზულ პრობლემებს. ხშირად ხდება ჩამოწერილი საგარეო ვალის ნაწილის შემდგომ დარჩენილი ვალის საბაზრო ფასის გადიდება. ამ სიტუაციაში თითოეული კრედიტორი მოცდას ამჯობინებს, სანამ სხვა კრედიტორები არ გამოვლენ ვალის ნებაყოფლობით ჩამოწერის ინიციატორებად. ასეთი აქცია ხორციელდება მხოლოდ სახელმწიფოთა მთავრობებისა და საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციების შეთანხმებით.

სუსტად განვითარებული ქვეყნების სავალო კრიზისის დასაძლევად ან უკიდურეს შემთხვევაში, შესამსუბუქებლად, მიზანშეწონილად შეიძლება ჩაითვალოს ფასების და სარგებლის განაკვეთების დაწევა, ამასთან, უნდა შემცირდეს დოლარის კურსი და დაძლეულ იქნეს განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკური უძრაობა, რომელიც მთლიანად აღმავლობით უნდა შეიცვალოს. წინააღმდეგ შემთხვევაში ეკონომიკურად ჩამორჩენილი ქვეყნების დავალიანება უწინდებურად მწვავე პრობლემად დარჩება.<sup>2</sup>

გამომდინარე იქედან, რომ განვითარებადი ქვეყნებში კაპიტალის ნაკლებობაა, ამ ქვეყნების მთავრობები და კერძო სექტორი ცდილობენ სესხი აიღონ განვითარებული ქვეყნებიდან, სადაც

<sup>1</sup> ჯიბუტი ა., ლლონტი ი., „საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი“, თბილისი, 2003. გვ. 24

<sup>2</sup> ჯიბუტი ა., ლლონტი ი., „საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი“, თბილისი, 2003. გვ. 25



კაპიტალი ხელმისაწვდომია და შესაბამისად, დაბალი საპროცენტო განაკვეთიც გარანტირებულია. ამ შემთხვევაში, ორივეს, როგორც სესხის ამღებს, ასევე სესხის გამცემი ქვეყანას გარკვეული სარგებელი აქვს. თავის მხრივ, სესხის ამღები ქვეყნისთვის მნიშვნელოვანია სესხის დაბანდება მომგებიან პროექტებში, ექსპორტის ზრდაში, ინვესტიციებში, რამაც უნდა უზრუნველყოს სესხის მომსახურება.<sup>1</sup>

---

<sup>1</sup> ეკონომიკური პოლიტიკის კვლევის ცენტრი - „ეკონომიკის სტიმულირების ანტიკრიზისული პაკეტი“, (სახელმწიფო ვალის მართვის ეფექტური პოლიტიკის შემუშავება), 2014 წელი