

სსიპ ბათუმის შოთა რუსთაველის სახელმწიფო უნივერსიტეტი



ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი  
საფინანსო, საბანკო და სადაზღვევო საქმის დეპარტამენტი

**ბექა ფუტყარაძე**

**ფინანსური გლობალიზაცია და მისი გავლენა  
ეროვნულ ეკონომიკაზე**

(ნაშრომი წარდგენილია ბიზნესის ადმინისტრირების დოქტორის აკადემიური  
ხარისხის მოსაპოვებლად)

სამეცნიერო ხელმძღვანელი:  
ეკონომიკურ მეცნიერებათა კანდიდატი, პროფესორი **ა. ცინცაძე**

**ბათუმი-2019**

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

ბექა ფუტყარაძე

11/06/2019

## სარჩევი

|   |           |
|---|-----------|
| შესავალი .....  | 5         |
| <b>თავი 1. ფინანსური ინტეგრაციის არსის, მიზნებისა და ისტორიის მიმოხილვა .....</b>                                 | <b>10</b> |
| § 1.1. ფინანსური ინტეგრაციის არსი, ნიშნები და კატეგორიები .....   | 10        |
| § 1.2. ფინანსური ინტეგრაციის მიზნები და ამოცანები .....   | 14        |
| § 1.3. ფინანსური გლობალიზაციისა და ფინანსური ინტეგრაციის .....  | 18        |
| ისტორიის მიმოხილვა .....  | 18        |
| 1.3.1. ფინანსური ინტეგრაციის პირველი პერიოდი 1690-1789 .....  | 18        |
| 1.3.2. ფინანსური ინტეგრაციის მეორე პერიოდი 1875-1914 .....  | 20        |
| 1.3.3. ფინანსური ინტეგრაციის მესამე პერიოდი 1975-2007 .....   | 24        |
| <b>თავი 2. საქართველოს ეკონომიკის განვითარების ეტაპების და ფინანსური ინტეგრაციის ტენდენციების მიმოხილვა .....</b> | <b>28</b> |
| § 2.1. საქართველოს ეკონომიკის განვითარების ეტაპების მიმოხილვა .....   | 28        |
| 2.1.1. საბჭოთა ეკონომიკური მემკვიდრეობის ანალიზი .....  | 28        |
| 2.1.2. გამოწვევები 1990 წლების მეორე ნახევარში .....  | 32        |
| 2.1.3. ეკონომიკური რეფორმების მიმოხილვა 2004- 2016 წლებში .....   | 34        |
| § 2.2. ძირითადი მაკროეკონომიკური ინდიკატორების მიმოხილვა .....  | 39        |
| 2.2.1. მთლიანი შიდა პროდუქტი და ინფლაცია .....  | 39        |
| 2.2.2. საგარეო ვაჭრობა, საგარეო ვალი და ვალუტის გაცვლითი კურსი .....  | 43        |
| 2.2.3. ნაერთი ბიუჯეტი, შემოსავლები და ხარჯები .....   | 46        |
| § 2.3. საქართველოს ფინანსური ინტეგრაციის მიმოხილვა .....  | 48        |
| <b>თავი 3. ფინანსური ინტეგრაციის შესწავლის თეორიული საფუძვლები .....</b>  | <b>56</b> |
| § 3.1. არსებული კონტექსტი და ძირითადი მიდგომები .....   | 56        |
| § 3.2. ფინანსური ინტეგრაციის შესახებ ეკონომიკური .....  | 60        |
| თეორიის მიმოხილვა .....   | 60        |
| 3.2.1. ემპირიულ კვლევებში გამოყენებული თეორიული მოდელების .....   | 64        |
| მოკლე მიმოხილვა .....   | 64        |
| § 3.3. დებატები ფინანსური ინტეგრაციის როლზე ეკონომიკური .....   | 67        |
| ზრდის კუთხით .....  | 67        |
| 3.3.1. ფინანსური ინტეგრაცია და ეკონომიკური ზრდა 1970-2005 წლებში .....  | 68        |
| 3.3.2. დასკვნები ფინანსური ინტეგრაციისა და ეკონომიკური ზრდის .....  | 70        |
| კავშირის შესახებ .....  | 70        |

|  |            |
|--|------------|
| § 3.4. დებატები ფინანსური ინტეგრაციის როლზე არასტაბილურობის ზრდის კუთხით ..... | 73         |
| 3.4.1. ფინანსური კრიზისების სოციალური და ეკონომიკური ხარჯები .....             | 76         |
| § 3.5. დებატები კაპიტალის ნაკადების სტრუქტურის და .....                        | 79         |
| ეკონომიკური ზრდის შესახებ.....   | 79         |
| 3.5.1. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები .....                                    | 79         |
| 3.5.2. პორტფელური კაპიტალის ნაკადები .....                                     | 82         |
| 3.5.3. საგარეო სესხის ნაკადები.....  | 85         |
| § 3.6. ფინანსური ინტეგრაციის არაპირდაპირი (ირიბი და კატალიზური) სარგებელი      | 86         |
| 3.6.1. ფინანსური სექტორის განვითარება .....                                    | 88         |
| 3.6.2. ინსტიტუტებისა და მმართველობის ხარისხის გაუმჯობესება.....                | 89         |
| 3.6.3. მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გაუმჯობესება.....                            | 90         |
| § 3.7. აუცილებელი და მინიმალური პირობები ფინანსური.....                        | 91         |
| ინტეგრაციის წარმატებისთვის.....  | 91         |
| 3.7.1. განვითარებული ფინანსური სექტორი და სახელმწიფო ინსტიტუტები..             | 92         |
| 3.7.2. ეფექტური მაკროეკონომიკური პოლიტიკა.....                                 | 94         |
| 3.7.3. საგარეო ვაჭრობის სრული ლიბერალიზაცია.....                               | 95         |
| 3.7.4. საერთაშორისო ფინანსურ სისტემაში ინტეგრაციის დონე.....                   | 96         |
| § 3.8. ლიტერატურის მიმოხილვის შეჯამება .....                                   | 97         |
| <b>თავი 4. ემპირიული კვლევის საფუძვლები და რეგრესული მოდელი .....</b>          | <b>99</b>  |
| § 4.1. ემპირიული კვლევის საფუძვლები.....                                       | 99         |
| § 4.2. რეგრესული მოდელი .....  | 106        |
| 4.2.1. მონაცემები, მათი განსაზღვრა და წყაროები .....                           | 107        |
| 4.2.2. არასტაციონალურობა და დროის სერიის მონაცემთა ტრანსფორმაცია..             | 119        |
| § 4.3. ემპირიული შედეგები .....  | 128        |
| <b>დასკვნები.....</b>  | <b>131</b> |
| <b>გამოყენებული ლიტერატურა .....</b>   | <b>142</b> |

## შესავალი

**თემის აქტუალობა:** უკანასკნელი ათეული წლებია მსოფლიოს წამყვან ეკონომისტების განხილვის საგნად იქცა ფინანსური ინტეგრაცია და მისი ზეგავლენა სოციალურ-ეკონომიკურ გარემოზე. განსაკუთრებული ყურადღება კი დაეთმო განვითარებადი ქვეყნების მაგალითს. ერთ-ერთი განმარტების მიხედვით, ფინანსური ინტეგრაცია არის უცხოური საქონლის და მომსახურების მოძრაობა, პირდაპირი ინვესტიციები, უცხოური კაპიტალი და კომერციული ოპერაციები ადგილობრივ და უცხოურ ბაზრებს შორის. ეს არის ლოკალური ფინანსური სისტემის ინტეგრაცია საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებთან და ინსტიტუტებთან.

კაპიტალიზმის მსოფლიო სისტემებისა და მსოფლიო ბაზრის ფორმირებამ, კომუნიკაციის და ტრანსპორტის სფეროში მომხდარმა ტექნოლოგიურმა მიღწევებმა, ქვეყნებს შორის საგარეო ეკონომიკური საქმიანობის გააქტიურებამ, წარმოების ეფექტურობამ, მენეჯმენტის სრულყოფამ და სხვა ეკონომიკურ თუ პლოტიკურ ფაქტორებმა განაპირობა ფინანსური გლობალიზაციის<sup>1</sup> ჩამოყალიბების აუცილებლობა. აგრეთვე, მნიშვნელოვანი წვლილი მიუძღვის ფინანსური ბირჟების, ტრანსნაციონალური კორპორაციების და საერთაშორისო ინსტიტუტების განვითარებას.

მსოფლიო პრაქტიკაში დაწერილია ათობით სტატიები და ნაშრომები იმის შესახებ, თუ როგორ უნდა წავახალისოთ ეკონომიკური ზრდა და რა უწყობს ხელს ამ პროცესს. თუმცა, ნაშრომების უმრავლესობა კონცენტრირებულია ამა თუ იმ ქვეყნის/რეგიონის სპეციფიკურ პრობლემებზე და განიხილავს ისეთ ცალკეულ საკითხებს, როგორცაა საბანკო სექტორის განვითარება, სადაზღვევო ინდუსტრიის ევოლუცია, საგადასახადო და საკანონმდებლო ბაზის სრულყოფა და ა.შ. მიუხედავად სხვადასხვა ნაშრომების სიუხვისა, არ არსებობს მკაფიო და ერთმნიშვნელოვანი პასუხი იმაზე, თუ როგორი ზეგავლენა აქვს ფინანსურ ინტეგრაციას ქვეყნის ეკონომიკაზე.

არსებობს აზრთა სხვადასხვაობა გლობალიზაციის დადებით და უარყოფით მხარეებზე. გლობალისტები საუბრობენ იმ ეკონომიკურ და ტექნიკურ მიღწევებზე,

---

<sup>1</sup>ამ ნაშრომში ტერმინები: ფინანსური ინტეგრაცია, ფინანსური გლობალიზაცია, ფინანსური ლიბერალიზაცია და კაპიტალის ანგარიშების ლიბერალიზაცია მოხსენებულია სინონიმებად.

რომელიც თან ახლავს ამ პროცესს. ანტიგლობალისტები კი, ძირითადად, აქცენტს აკეთებენ იმაზე, რომ გლობალიზაციისას შთაინთქმება ისეთი პატარა ქვეყნების, მაგალითად როგორც საქართველოა, კულტურა და თვითმყოფადობა. გლობალიზაცია საშუალებას აძლევს მოსახლეობას ისარგებლონ თავისუფალი ვაჭრობით, დაკმაყოფილდება რა მომხმარებელთა მოთხოვნები ყველაზე ეფექტიანი გზითა და მსოფლიო რესურსების რაციონალური გამოყენებით. ყოველივე ეს ზრდის კონკურენციას, ავითარებს ინოვაციებს, იწვევს მსოფლიოში სიმდიდრის ზრდასა და საცხოვრებელი სტანდარტების ამაღლებას. მეორეს მხრივ გლობალიზაცია აღრმავებს უთანასწორობასა და სიღარიბეს. აგრეთვე მნიშვნელოვნად ხელს უწყობს ფინანსური და სავალუტო კრიზისების განვითარებას.

საბჭოთა კავშირის დაშლის შემდეგ, საქართველო (სხვა პოსტსოციალისტურ ქვეყნებთან ერთად) შეუერთდა საბაზრო ეკონომიკაზე ტრანსფორმაციის პროცესს. ბალტიისპირეთის ქვეყნების, ჩეხეთისა და პოლონეთისგან განსხვავებით, საქართველოს ტრანსფორმაციის პერიოდი შედარებით უფრო პრობლემატური და მძიმე აღმოჩნდა. ქვეყანას ჰქონდა სირთულეები ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკის მხრივ, აგრეთვე, დაუხვეწავი საკანონმდებლო ბაზა, ჰიპერინფლაცია, ბიუჯეტის დეფიციტი და სხვა სოციალურ-ეკონომიკური პრობლემები. ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი ფაქტორი იყო აფხაზეთის ომი 1990-იან წლების დასაწყისში, რამაც მნიშვნელოვნად შეანელა ქვეყნის განვითარება და პროგრესისკენ სწრაფვა. უპრეცედენტოდ იყო გაზრდილი უმუშევრობის დონე და შავი ბაზრის წილი ქართულ ეკონომიკაში. ამ ყველაფერმა, შედეგად, გამოიწვია ეკონომიკური არასტაბილურობა და პოლიტიკური ქაოსი საქართველოში.

მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოს ხელისუფლებამ განახორციელა მნიშვნელოვანი რეფორმები და ცვლილებები სხვადასხვა დარგებში, ქვეყნის სტაბილურობა და ეკონომიკური ზრდა ჯერ კიდევ შორს არის ოპტიმალური დონისაგან. ინფლაციისა და უმუშევრობის მაღალი დონე, ფინანსური სექტორის განუვითარებლობა და პოლიტიკური არასტაბილურობა იყო და არის ეკონომიკის ზრდის ძირითადი წინაღობები. სწორედ ამიტომ საქართველოს ეკონომიკის ზრდის სხვადასხვა ასპექტების შემდომი გამოკვლევაა საჭირო, რათა შესაძლებელი იყოს

სწორი რეფორმების განხორციელება მომავალში, რომელიც ხელს შეუწყობს ეკონომიკური ზრდის სტიმულირებას და მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მიღწევას.

**სადისერტაციო ნაშრომის მიზანია** ემპირიულ ეკონომიკურ კვლევაში ეკონომეტრიკული მეთოდის, კერძოდ რეგრესული ანალიზის საფუძველზე საქართველოს ეკონომიკის გლობალურ ფინანსურ სისტემაში ინტეგრაციის ანალიზი და ფინანსური ინტეგრაციის ზეგავლენის დადგენა ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის (მშპ) მაჩვენებელზე.

ამ მიზნიდან გამომდინარე აღნიშნული დისერტაციის **ძირითად ამოცანებს წარმოადგენს:**

- მსოფლიო ფინანსური სისტემის და ფინანსური ინტეგრაციის ჩამოყალიბების თავისებურებების ანალიზი;
- ფინანსური ინტეგრაციის ფორმების კლასიფიკაციის დადგენა და მათი მოქმედების მასშტაბის განსაზღვრა საქართველოში;
- ფინანსური ინტეგრაციის არაპირდაპირი (ირიბი და კატალიზური) ეფექტის გავლენა საქართველოს ეკონომიკურ და სოციალურ ცხოვრებაზე;
- ფინანსური ინტეგრაციის წარმატებით განხორციელებისთვის აუცილებელი და მინიმალური პირობების დადგენა და ჩამოყალიბება;
- რეგრესული ანალიზის საფუძველზე ფინანსური ინტეგრაციის ზეგავლენის გამოკვლევა ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდაზე. ამ ანალიზის შედეგად კი პრაქტიკული რეკომენდაციების შემუშავება.

**სადისერტაციო ნაშრომის კვლევის საგანია** საქართველოს ფინანსური ინტეგრაცია მსოფლიო ფინანსურ სისტემაში და მისი ზეგავლენა ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდაზე.

**კვლევის ობიექტია** ფინანსური ინტეგრაციის ტენდენციების საქართველოს ეკონომიკაზე ზემოქმედების თავისებურებები.

**კვლევის თეორიული საფუძველია** ფინანსურ ინტეგრაციასთან და ეკონომიკურ ზრდასთან დაკავშირებით არსებული პრინციპები და თეორიები. გამოყენებულია როგორც ქართველი, ისე უცხოელი მკვლევარების ნაშრომები. ნაშრომში ჩატარებული

კვლევებისა და ანალიზისათვის მონაცემთა ბაზას წარმოადგენს მსოფლიო ბანკის, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს, საქართველოს სტატისტიკის სამსახურის და საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემები. აგრეთვე საერთაშორისო და ქართულ პრესაში გამოქვეყნებული პუბლიკაციები და კვლევები.

**ნაშრომის მეთოდოლოგიური საფუძველია** მონაცემების სისტემატიზაცია, მათი ვერბალური განხილვა და ანალიზი, მიღებული შედეგების და კავშირურთიერთობების ფორმულებითა და გრაფიკებით წარმოდგენა, ამ კავშირების მათემატიკურ-სტატისტიკური მეთოდებით, კერძოდ რეგრესიული ანალიზით გამოსახვა.

**კვლევის მეცნიერულ სიახლეს** წარმოადგენს გლობალური ფინანსური ინტეგრაციის სისტემური გააზრება და მისი კლასიფიკაცია ისტორიული სპეციფიკის გათვალისწინებით. გლობალური ფინანსური ინტეგრაციის მთავარ სუბიექტთა შორის გამოყოფილია მისი მთავარი მოქმედი სუბიექტები და მათი ევოლუციის მიხედვით განსაზღვრულია მსოფლიო ფინანსური სისტემის განვითარების ეტაპები. გამოკვეთილია ფინანსური ინტეგრაციის ის დადებითი და უარყოფითი მხარეები, რომლებიც მნიშვნელოვან გავლენას ახდენენ ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდასა და მაკროეკონომიკურ სტაბილურობაზე. გამოკვეთილია ის მინიმალური და აუცილებელი პირობები, რომელსაც უნდა აკმაყოფილებდეს ქვეყანა, რომ საფრთხე არ დაემუქროს მის სტაბილურ ეკონომიკურ განვითარებას. შემუშავებულია ფინანსური ინტეგრაციის ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდაზე ზეგავლენის დადგენის ეკონომეტრიკული მოდელი. დამუშავებულია მონაცემთა საკმაოდ დიდი ბაზა და მათემატიკურ-სტატისტიკური მეთოდების საშუალებით ნაპოვნი კონკრეტული კავშირები და კონკრეტულ რიცხვებშია გამოსახული ფინანსური ინტეგრაციის საქართველოს ეკონომიკურ ინდიკატორებზე გავლენის მოხდენის შესაძლებლობები.

**სადისერტაციო ნაშრომის პრაქტიკული მნიშვნელობა** მდგომარეობს ქვეყნის მსოფლიო ფინანსური სისტემაში ინტეგრაციის როლის და საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე მისი ზემოქმედების შეფასებაში. კვლევის შედეგები და დასკვნები შეიძლება გამოყენებულ იქნას ხელისუფლების შესაბამისი ორგანოების



მიერ, სტრატეგიის განსაზღვრისათვის ფინანსური ინტეგრაციის აქტიური პოლიტიკის გატარების პროცესში. აკადემიური კუთხით მიზანშეწონილია კვლევაში განხილული საკითხების გამოყენება “ეკონომიკური პოლიტიკის”, “მსოფლიო ეკონომიკის” და “საერთაშორისო ეკონომიკის” სწავლების დროს.

**ნაშრომის მოცულობა და სტრუქტურა.** სადისერტაციო ნაშრომი „ფინანსური გლობალიზაცია და მისი გავლენა ეროვნულ ეკონომიკაზე“ შედგება 149 ნაბეჭდი გვერდისგან, 4 თავისგან, 17 პარაგრაფისგან, 25 ქვეპარაგრაფისგან, შესავლისგან, დასკვნებისგან და გამოყენებული ლიტერატურისგან.

# თავი 1. ფინანსური ინტეგრაციის არსის, მიზნებისა და ისტორიის მიმოხილვა

## § 1.1. ფინანსური ინტეგრაციის არსი, ნიშნები და კატეგორიები

ფინანსური ინტეგრაცია არის მოვლენა, რომელიც გულისხმობს მეზობელ, რეგიონული და/ან გლობალური ეკონომიკის ფინანსურ ბაზრების ერთმანეთთან მჭიდროდ დაკავშირებას. ფაქტობრივი ფინანსური ინტეგრაცია მოიცავს სხვადასხვა ფორმებს: ინფორმაციის, საუკეთესო პრაქტიკისა და უახლოესი ტექნოლოგიების გაზიარება ფინანსურ ინსტიტუტებს შორის; ფირმების მიერ კაპიტალის მოზიდვა უშუალოდ საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებიდან; ინვესტორების მიერ პირდაპირი და უშუალო ინვესტირება საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებზე; ახალი ფინანსური წარმოებულების (პროდუქტების) შექმნა და მათი ვაჭრობა საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებზე; ქვეყნებს შორის უცხოური კაპიტალის ნაკადების შეუფერხებელი მოძრაობა და უცხოური კაპიტალის მონაწილეობა ქვეყნის შიდა/ეროვნულ ფინანსურ ბაზრებზე.

ვინაიდან თავად ფინანსური ბაზარი სრულყოფილი არ არის, მეზობელ, რეგიონული და/ან გლობალური ეკონომიკებს შორის ფინანსური ინტეგრაციაც შესაძლოა სრულყოფილად ვერ განხორციელდეს. გარდა ამისა, სამართლებრივმა შეზღუდვებმა შეიძლება ხელი შეუშალოს ზოგიერთი ქვეყნის ფინანსურ ინტეგრაციას საერთაშორისო ფინანსურ სისტემაში. აქედან გამომდინარე, ფინანსური ინტეგრაცია შეიძლება მიღწეული იქნას თუ აღმოიფხვრება შეზღუდვები, რომლებიც ეხება ქვეყნებს შორის ისეთი ფინანსური ოპერაციების წარმოებას, როგორცაა:

- ფინანსური ინსტიტუტების თავისუფლად ფუნქციონირება
- ბიზნესის თავისუფლება, რათა პირდაპირ მოიზიდოს საჭირო კაპიტალი
- საერთაშორისო კაპიტალის და ობლიგაციების ინვესტორების თავისუფლება, რათა მოახდინონ ინვესტირება მათთვის საინტერესო ფინანსურ ინტრუმენტებში ქვეყნის შიდა კაპიტალის ბაზრებზე.

თუმცა ასევე უნდა აღინიშნოს, რომ ბევრი სამართლებრივი შეზღუდვა არსებობს მხოლოდ იმიტომ, რომ დაძლეული იქნას თავად ფინანსური ბაზრების

ხარვეზები და არასრულყოფილება. შესაბამისად, ზოგიერთი სამართლებრივი შეზღუდვის მოხსნა მხოლოდ გააურესებს მსოფლიო ეკონომიკის მდგომარეობას.

ზოგადად, მეზობელი, რეგიონული და/ან გლობალური ეკონომიკების ფინანსური ინტეგრაცია ხორციელდება ფორმალური საერთაშორისო ხელშეკრულებებით, რომლის საშუალებითაც მმართველი ორგანოები თანხმდებიან, რომ ითანამშრომლონ ერთმანეთთან, რომ გადაჭრან რეგიონალური ან/და გლობალური ფინანსური პრობლემები ფინანსური ბაზრების ან ფინანსური ინტეგრაციის აქტიური რეგულირების მეშვეობით.

ფინანსური ინტეგრაციის გაზომვის სხვადასხვა მეთოდები არსებობს, მაგრამ ძირითადად იგი მოიცავს მთლიანი კაპიტალის და უცხოური კაპიტალის ნაკადების მოცულობას, უცხოური აქტივებისა და ვალდებულებების ფასიან ქაღალდებს, კაპიტალის ბაზრებზე უკუგების საზღვრებს შორის მოძრაობის თავისუფლებას, რეალური საპროცენტო განაკვეთებს შორის განსხვავებას სხვადასხვა ფინანსურ ბაზრებზე და ა.შ.

გლობალური ფინანსური ინტეგრაციის საწყის წერტილად ითვლება მეჩვიდმეტე საუკუნის ბოლო და მეთვრამეტე საუკუნის დასაწყისი. მეჩვიდმეტე საუკუნის ბოლოს მსოფლიოს კომერციულ და ფინანსურ ცენტრად ითვლებოდა ჰოლანდიის რესპუბლიკა. იმ დროისთვის ყველაზე მნიშვნელოვანი ფინანსური ცენტრი ამსტერდამში მდებარეობდა, სადაც უაღრესად განვითარებული იყო საბანკო ოპერაციები, უცხოური ვალუტითა და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა. ამავე დროს ჰოლანდიელი ინვესტორები მთელი მსოფლიოს მასშტაბით ახდენდნენ თავიანთი კაპიტალის ინვესტირებას. ამსტერდამის საფონდო ბირჟა წამყვან საფონდო ბირჟად ითვლებოდა მსოფლიოში და იმ დროს გაცილებით აღემატებოდა ლონდონის საფონდო ბირჟას. ამავე დროს ლონდონისა და ამსტერდამის საფონდო ბირჟები მჭიდროდ თანამშრომლობდნენ ერთმანეთთან და მათ შორის ფინანსური ინტეგრაციის ხარისხი საკმაოდ მაღალი იყო. მაგალითად, ამსტერდამის საფონდო ბირჟა ინგლისში ფინანსური კრიზისების დროს მასტაბილიზებულ ფუნქციას ასრულებდა ლონდონის საფონდო ბირჟისთვის (Neal, 1990).

თუმცა, ფინანსურ ინტეგრაციამ ევროპის ტერიტორიაზე შედარებით სრული ფორმა მიიღო კლასიკური ოქროს სტანდარტის პერიოდში (1870 წლებიდან პირველი მსოფლიო ომის დაწყებამდე). მაგალითად, ამ პერიოდში ფასიანი ქაღალდებისა და უცხოური ვალუტის ბაზრები მჭიდროდ იყო ერთმანეთთან დაკავშირებული; ასევე აქციებისა და ობლიგაციების ბაზრებს აქტიური კავშირი ჰქონდათ საერთაშორისო დონეზე. ამ დროისთვის საერთაშორისო არბიტრაჟის ოპერაციები ასევე უცხო არ იყო, ხოლო წამყვან კომერციულ და საინვესტიციო ბანკებს ევროპის ქვეყნებში მჭიდრო კავშირი ჰქონდათ დამყარებული ერთმანეთთან (Jackson და Lothian, 1993; Lothian, 2000).

საბოლოოდ, 1980 და 1990-იან წლებში ადგილი ჰქონდა ფინანსური ინტეგრაციის მნიშვნელოვან ზრდას (Lothian, 2000). მაგალითად, რეალური გაცვლითი კურსის არასტაბილურობის და ბაზრის რისკის მკვეთრი ზრდის გამო ამ წლების განმავლობაში, საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტები ერთად მუშაობდნენ, რათა ამ გამოწვევებისთვის სათანადო პასუხი გაეცათ. ასევე შემცირდა მარეგულირებელი შეზღუდვები კაპიტალის საერთაშორისო მობილურობაზე, როგორცაა კაპიტალის კონტროლი, საპროცენტო განაკვეთის ჭერი, და ა.შ. ასევე უნდა აღინიშნოს, რომ გაცვლითი კურსის არასტაბილურობის გვერდითი ეფექტების დასარეგულირებლად შემუშავდა როგორც ახალი ფინანსური ინსტრუმენტები, ასევე ახალი ფინანსური ბაზრები.

ზოგადად, ფინანსური ინტეგრაციის სარგებელი მოიცავს კაპიტალის ეფექტურ განაწილებას, უკეთეს მმართველობას, ინვესტიციებისა და ეკონომიკური ზრდის უფრო მაღალ დონეს და რისკის გადანაწილებს. ზოგიერთი კვლევა (Levine, 2001) აჩვენებს, რომ ფინანსური ინტეგრაცია დადებითად მოქმედებს შიდა ფინანსური სექტორის გაძლიერებაზე, ხელს უწყობს კაპიტალის უფრო ეფექტურ განაწილებას და მეტი საინვესტიციო და ზრდის შესაძლებლობების დაგენერირებას. ფინანსური ინტეგრაციის შედეგად, იზრდება შიდა ეროვნული ფირმების ეფექტურობაც, რადგან ისინი ვითარდებიან უცხოელი კონკურენტებთან პირდაპირი კონკურენციის პირობებში - კერძოდ, ამ კონკურსში უმჯობესდება კორპორაციული მართვის სისტემები და მეთოდები. ამასთან ადგილი შეიძლება ჰქონდეს უცხოური

ტექნოლოგიური ცოდნის შემოსვლას ეროვნულ ეკონომიკაში, რაც ასევე ზრდის ადგილობრივი ფირმების ეფექტურობასა და კონკურენტუნარიანობას (Kose და სხვები, 2006).

თუკი დავუშვებთ, რომ კაპიტალზე ხელმისაწვდომობა დადებითად მოქმედებს ეკონომიკურ ზრდაზე, მაშინ ფინანსური ინტეგრაცია ეკონომიკური ზრდის ერთ-ერთი ხელშემწყობი ფაქტორი გამოდის, რადგან იგი ხელს უწყობს კაპიტალის ნაკადების მოძრაობას განვითარებული ეკონომიკებიდან განვითარებადი ეკონომიკებისკენ, რომლებიც კაპიტალის მკვეთრ დეფიციტს განიცდიან. აღნიშნული უცხოური კაპიტალის შემოდინებამ შეიძლება მნიშვნელოვნად შეამციროს კაპიტალის ღირებულება მიმდებ ქვეყანაში, რაც თავის მხრივ ხელს უწყობს საინვესტიციო აქტივობის ზრდას. გარდა ამისა, ფინანსური ინტეგრაცია ეხმარება კაპიტალით ღარიბ განვითარებად ქვეყნებს, რომ მათ მოახდინონ თავიანთი წარმოების ბაზის დივერსიფიკაცია და ნაკლებად იყვნენ დამოკიდებულნი სასოფლო-სამეურნეო საქმიანობაზე ან ბუნებრივი რესურსების მოპოვებაზე. აღნიშნული დივერსიფიკაცია მნიშვნელოვნად ამცირებს მაკროეკონომიკურ არასტაბილურობას. ფინანსურ ინტეგრაციას ასევე შეუძლია თავისი წვლილის შეტანა მოხმარების ცვალებადობის შემცირებაში, ვინაიდან მომხმარებლებს, როგორც წესი, აქვთ სურვილი რომ გამოიყენონ ფინანსური ბაზრები, როგორც მათი შემოსავლის რისკის დაზღვევის საშუალება. ასე რომ, ფინანსური ინტეგრაციის წყალობით მცირდება მერყეობა ეროვნულ შემოსავლებში და შესაბამისად, ეროვნულ მოხმარებაში. მოხმარების ძლიერი ზრდა, რომელიც შეიმჩნევა მთელს მსოფლიოში ბოლო პერიოდში, შეიძლება ასევე გარკვეულწილად უკავშირდებოდეს ფინანსური ინტეგრაციის ზრდას (Kose და სხვები, 2006). გარდა ამისა, ფინანსურ ინტეგრაციას ასევე დიდი სარგებლის მოტანა შეუძლია ეროვნული რისკის გადანაწილების კუთხით საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე (Lewis, 1999; Obstfeld, 1994; van Wincoop, 1999).

ფინანსურ ინტეგრაციას ასევე ახლავს გარკვეული უარყოფითი მოვლენები. მაგალითად, ფინანსური ინტეგრაციის ხარისხის გაზრდამ შეიძლება ხელი შეუწყოს ფინანსური კრიზისების გავრცელებას ერთი ქვეყნიდან მეორეში ანდა სულაც მთელი

გლობალური ეკონომიკის მასშტაბით. გარდა ამისა, მკვლევარები (Boyd და Smith, 1992) ამტკიცებენ, რომ კაპიტალის გადინება შეიძლება მოხდეს კაპიტალით შედარებით ღარიბი ქვეყნებიდან კაპიტალით მდიდარი ქვეყნებისკენ, ვინაიდან ამ უკანასკნელთ აქვთ უფრო უკეთესი ეკონომიკური და პოლიტიკური გარემო. შესაბამისად, გარკვეულ შემთხვევებში ფინანსურმა ინტეგრაციამ შეიძლება რეალურად დააზარალოს კაპიტალით მწირი ქვეყნები, რომლებიც, როგორც წესი, გამოირჩევიან სუსტი ინსტიტუტებითა და მდარე მაკროეკონომიკური პოლიტიკით.

უკანასკნელი ორი ათეული წლის განმავლობაში, ადგილი ჰქონდა მნიშვნელოვან ზრდას ფინანსური ინტეგრაციის კუთხით; აღნიშნული მოვლენა იწვევს ტრანსსასაზღვრო კაპიტალის ნაკადების მოძრაობას როგორც განვითარებულ ქვეყნებს შორის, ასევე განვითარებულსა და განვითარებად ეკონომიკებს შორის. გარდა ამისა, ფინანსური ინტეგრაციის აღნიშნული ზრდა იწვევს გლობალური ფინანსური ბაზრების დაახლოებას და უცხოური ფინანსური ინსტიტუტების გავრცელებას მთელ მსოფლიოში. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ კაპიტალის ნაკადების შეუფერხებელი მოძრაობის გამო მთელს მსოფლიოში, სავალუტო და ფინანსური კრიზისი გვიან 1980 და 1990 იყო ფაქტიურად გარდაუვალი. შესაბამისად, ზოგიერთ შემთხვევაში, იმ განვითარებად ქვეყნებში რომლებიც მიესალმებოდნენ ჭარბ უცხოური კაპიტალის ნაკადების შემოსვლას, კრიზისმა მიიღო უფრო მწვავე ფორმა, ვიდრე ნაკლებად ინტეგრირებულ ქვეყნებში. აღნიშნულმა პრობლემამ ფართო დისკუსია გამოიწვია სამეცნიერო წრეებში იმის შესახებ, რომ ფინანსური ინტეგრაციის სარგებელი აღემატება თუ არა მისგან გამოწვეულ არასტაბილურობას და ზოგადად არის თუ არა ფინანსური ინტეგრაცია დადებითი მოვლენა განვითარებადი ქვეყნებისათვის. აღნიშნული დებატები ჯერაც მიმდინარეობს და საერთო ხედვა ფინანსური ინტეგრაციის სიკეთის შესახებ ჯერ კიდევ არ არსებობს.

## **§ 1.2. ფინანსური ინტეგრაციის მიზნები და ამოცანები**

ფინანსური ინტეგრაციის ძირითადი მიზანია ინტეგრირებული ეკონომიკური ტერიტორიის შექმნა, რომელშიც გარდა საქონლის და მომსახურების თავისუფლად გადაადგილებისა, ასევე შეუფერხებლად გადაადგილდება საერთაშორისო

კაპიტალის ნაკადები. ინტეგრირებული ეკონომიკური ტერიტორია უზრუნველყოფს ფართო ბაზარზე საქონლის და მომსახურების გატანას მწარმოებლებისთვის, რის შედეგადაც მასშტაბის ეკონომიის ეფექტის გამო შემცირდება წარმოების ხარჯები. ანალოგიურად, კონკურენციის ზრდის გამო, მცირდება ფასები როგორც საქონელსა და მომსახურებაზე, ასევე კაპიტალზე. გარდა ამისა, გაზრდილი კონკურენცია, ასევე, აიძულებს მწარმოებლებს, რომ განავითარონ უფრო ეფექტური წარმოების მეთოდები და პროცესები, რაც, თავის მხრივ, ზრდის პროდუქტიულობას. ფინანსურ ინტეგრაციას თან ახლავს ადგილობრივი ფინანსური ბაზრების სტანდარტიზაცია და საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკის დამკვიდრება.

ფინანსური ბაზრებისა და მომსახურების ინტეგრაციის ფუნდამენტური ფართო პროცესი ხელს შეუწყობს ქვეყნების ინტეგრაციას სხვა სფეროებშიც. ფინანსური მომსახურების ხარისხის გაუმჯობესება და კაპიტალური დანახარჯების შემცირება სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანია ეკონომიკის სხვა სექტორში ეფექტურად ფუნქციონირებისათვის. უკეთესი, უფრო მრავალფეროვანი და იაფი ფინანსები და მასთან დაკავშირებული ხარისხიანი მომსახურების მიღება ასევე წარმოადგენს ბაზრის ინტეგრაციის ერთ-ერთ ძირითად მიზანს. საბოლოო ჯამში, დიდი და უაღრესად განვითარებული ფინანსური ბაზრები ხელს შეუწყობს ეკონომიკურ ზრდას და მაკროეკონომიკურ სტაბილურობას.

მეორეს მხრივ, ფინანსური ინტეგრაციის გრძელ გზაზე დიდი მნიშვნელობა აქვს ფინანსური ინტეგრაციისკენ მიმართული ღონისძიებების თანმიმდევრობას. ამას შეიძლება დიდი გავლენა ჰქონდეს მთელი ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე. კაპიტალის მოძრაობის ლიბერალიზაციის საკმაოდ დიდი გამოცდილება არსებობს მთელს მსოფლიოში. გამოცდილებამ აჩვენა იმისათვის, რომ თავიდან ავიცილოთ ფინანსური კრიზისები, რომლებიც ხშირად თან სდევს ლიბერალიზაციას, საჭიროა იმავედროულად მოხდეს ზედამხედველობის ინსტიტუტების რეფორმირება. ინტეგრირებული საერთაშორისო ფინანსური ბაზრები, ასევე, ზოგჯერ იწვევს პრობლემების გადაცემას ერთი ქვეყნიდან მეორეში. ფინანსური პრობლემები შეიძლება გავრცელდეს ისეთ ქვეყანაშიც, რომელსაც კრიზისის რეალური საფუძველი არ გააჩნია. თუმცა უარი ეთქვას ფინანსური ბაზრის ინტეგრაციაზე ამ მიზეზის გამო

არ იქნება გონივრული, რადგან გაზრდილი სტაბილურობა შეიძლება რეალურად იყოს ერთ-ერთი გრძელვადიანი შედეგი წარმატებული ფინანსური ინტეგრაციასა.

ფინანსური ბაზრების მნიშვნელობა ეკონომიკური განვითარებისთვის შეიძლება გავიგოთ თუ ჩვენ თავდაპირველად შევხედავთ ფინანსური სისტემის ძირითად ფუნქციებს. აღნიშნული შეიძლება დაიყოს ოთხ ნაწილად:

- 1) დანაზოგების დაგროვება - განვითარებული ფინანსური ბაზარი საშუალებას იძლევა მოხდეს ეფექტური დანაზოგების დაგროვება ცალკეული წყაროებიდან, მიუხედავად ინდივიდუალური თანხების მოცულობისა. ეს, თავის მხრივ, ხელს უწყობს ძირითადი და მნიშვნელოვანი ინვესტიციების დაფინანსებას.
- 2) რისკების დივერსიფიკაცია - მეორეს მხრივ, კერძო პირთა და კორპორაციების მიერ დაგროვილი დანაზოგები შეიძლება გამოყენებული იყოს სხვადასხვა საინვესტიციო ობიექტებისთვის, ისე, რომ ინვესტორები თავს აარიდებენ დიდ ინდივიდუალურ რისკებს.
- 3) ფინანსური რესურსების განაწილება - განვითარებულ ბაზრებზე ფინანსური შუამავლები სპეციალიზდებიან საინვესტიციო პროექტების შეფასებაზე. ეს არის აუცილებელი პროცესი ეფექტური გადაწყვეტილების მიღებისთვის საკრედიტო და საინვესტიციო კუთხით, მაგრამ არ არის ეფექტური, თუ ამას ინდივიდუალურად გააკეთებს თითოეული დანაზოგების მფლობელი. გარდა ამისა, ფასიანი ქაღალდების ფასები ეფექტურ ფინანსურ ბაზარზე ასახავს კომპანიებისა და საინვესტიციო პროექტების ჭეშმარიტ ღირებულებას და შესაბამისად ახალისებს საფინანსო და საინვესტიციო გადაწყვეტილებების განხორციელებას.
- 4) კორპორაციული მართვა - კომპანიის მენეჯერების მონიტორინგი და კონტროლი ასევე შეიძლება განხორციელდეს უფრო ეფექტურად ფინანსური შუამავლებისა და სხვა ფინანსური პროფესიონალების დახმარებით. განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ასევე უზრუნველყოფს კორპორატიული კონტროლის განხორციელებას, რაც



მმართველობითი დისციპლინის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს წარმოადგენს.

ფინანსური ბაზრის გაფართოება და ფინანსური მომსახურების განვითარება, რომელიც ხორციელდება ფინანსური ინტეგრაციის მეშვეობით ხელს შეუწყობს ყველა აღნიშნული მიზნების მიღწევას ეროვნულ ფინანსურ სისტემაში. ამის ერთ-ერთი მაგალითია ის, რომ ევროკავშირის ტერიტორიაზე ფინანსური ინტეგრაციის განხორციელებიდან რამდენიმე წელიწადში უკვე ნათლად ჩანს, რომ რეალურად მოხდა საინვესტიციო რისკების ფართო გადანაწილება. ზოგადად, ეკონომიკური ინტეგრაცია და დაბრკოლებების გაუქმება პოლიტიკური ღონისძიებებით თავისუფლად მუშაობის საშუალებას აძლევს ეროვნულ ფინანსურ ბაზარს.

ევროკავშირის ტერიტორიაზე ერთიანი ვალუტის შემოღებით შეიქმნა უნიკალური პრეცედენტი. ამან გარკვეული ბიძგი მისცა ასევე ფინანსური ინტეგრაციის განვითარებას ევროკავშირის ტერიტორიაზე, ვინაიდან ევროს შემოღების შედეგად მოიხსნა სავალუტო რისკები. სამთავრობო ვალდებულებებზე საპროცენტო განაკვეთების დაახლოება ასევე წარმოადგენს კარგ მაგალითს ევროს შემოღების დრამატული გავლენის შესახებ ფინანსურ ბაზრებზე. ევრო თავის თავად გულისხმობს საერთო ინტეგრაციას ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ფარგლებში. ფინანსური მომსახურება უკვე კარგად იყო განვითარებული ევროკავშირის ტერიტორიაზე, შესაბამისად ფინანსურ ინტეგრაციას, რომელიც გამოიწვია ევროს შემოღებამ, ამ კუთხით დიდი გავლენა არ მოუხდენია.

მეორეს მხრივ, ფინანსური ინტეგრაციის საბოლოო ფორმებს, როგორცაა ახალი სტრუქტურები და ოპერაციული მეთოდები სხვადასხვა სექტორში, გარკვეულწილად აყალიბებს საბაზრო მექანიზმიც. აქედან გამომდინარე, სრული ფინანსური ინტეგრაციის მიზანი ვერ იქნება ფინანსური რესურსების რომელიმე ერთ დარგში კონცენტრაცია. ეს ეწინააღმდეგება თავისუფლად ფუნქციონირებადი ბაზრის პრინციპს და, უფრო ფართოდ, ეკონომიკური ინტეგრაციის ფუნდამენტურ იდეას. ანალოგიურად, ფინანსური ინტეგრაციის მიზნად ვერ ჩაითვლება, რომელიმე ბაზრის მოთამაშის მიერ დომინანტური პოზიციის მოპოვება ბაზარზე. იმისათვის, რომ აღნიშნულ მავნე მოვლენას არ ჰქონდეს ადგილი, საჭიროა არსებობდეს მუდმივი

დიალოგი ბაზრის მარეგულირებელ ორგანოებსა და ბაზრის ყველა მოთამაშეს შორის. ფინანსური ბაზარი ასევე მოითხოვს მუდმივ მონიტორინგს საზედამხედველო ორგანოების მიერ.

ბოლო პერიოდში მსოფლიოს მრავალ ქვეყანაში ბევრი რამ გაკეთდა საკანონმდებლო არენაზე უკეთესი სამართლებრივი ჩარჩოს შემოღებისთვის, ასევე მოხდა რეგულირების და კონტროლის სტრუქტურების რეფორმირება და განვითარება. ფინანსური ინტეგრაციის ერთ-ერთი მთავარი მიზანია, რომ მივაღწიოთ ისეთი საკანონმდებლო ბაზის არსებობას ეროვნულ საფინანსო სექტორში, რომელიც თავსებადი იქნება საერთაშორისო ნორმებთან, რაც თავის მხრივ კიდევ უფრო ხელს შეუწყობს ქვეყნის შემდგომ ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ სტაბილურობას. ფინანსური ინტეგრაციის მხრივ, კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი მიზანია, რომ თანაბარი და სამართლიანი სათამაშო მოედანი იქნას უზრუნველყოფილი ფინანსური ბაზრის ყველა მონაწილისთვის, მათი ფინანსური სახსრების მოცულობის ან გავლენის მიუხედავად. გარდა ამისა, სხვა ქვეყნების ცენტრალურ ბანკებთან ერთად ხელს შეუწყობს ფინანსური ინტეგრაციის გაღრმავებას და ფინანსური კრიზისების ოპერატიულად პრევენციას.

### **§ 1.3. ფინანსური გლობალიზაციისა და ფინანსური ინტეგრაციის**

#### **ისტორიის მიმოხილვა**

ამ ნაწილში განვიხილავთ ფინანსური გლობალიზაციისა და ფინანსური ინტეგრაციის სამ ყველაზე მნიშვნელოვან პერიოდს. ესენია 1690 წლიდან 1789 წლამდე, 1875 წლიდან 1914 წლამდე და 1975 წლიდან 2007 წლამდე პერიოდები. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ პირველი პერიოდი (1690-1789) ყველაზე ნაკლებად არის გამოკვლეული, თუმცა მიუხედავად ამისა ჩვენ შევეცადეთ სათანადო ყურადღება დაგვეთმო ამ პერიოდისთვისაც.

#### *1.3.1. ფინანსური ინტეგრაციის პირველი პერიოდი 1690-1789*

მეცამეტე-მეთექვსმეტე საუკუნეებში იტალიის ქალაქ-სახელმწიფოები წამოადგენდნენ დომინანტ ძალას როგორც საერთაშორისო ვაჭრობის, ასევე

საერთაშორისო ფინანსების კუთხით. თუმცა შემდეგი ასი წლის განმავლობაში სიტუაცია რადიკალურად შეიცვალა (Kindleberger, 1984). მეჩვიდმეტე საუკუნის დასასრულს, უკვე ჰოლანდიის რესპუბლიკა წარმოადგენდა მსოფლიოს უპირველეს კომერციულ იმპერიას და ამსტერდამში იყო მისი ყველაზე მნიშვნელოვანი ფინანსური ცენტრი. ამსტერდამი წარმოადგენდა საბანკო ოპერაციების, უცხოური ვალუტითა და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის მსოფლიო ცენტრს. უფრო მეტიც, ამსტერდამი იყო არხი, რომლის საშუალებითაც ჰოლანდიელი ინვესტორები საზღვარგარეთ (ძირითადად ინგლისში) აბანდებდნენ თავიანთ კაპიტალს. ჰოლანდიელები ამ ეპოქაში წარმოადგენენ წამყვან ფინანსური ნოვატორებს და ასევე აქტიური როლი ეკავათ საერთაშორისო საარბიტრაჟო ოპერაციებში. მაგალითად, უვადო ობლიგაციები იყო ჰოლანდიელების გამოგონება. ფიუჩერული კონტრაქტები, მოკლევადიანი გაყიდვების ოპერაციები (short sale) და სხვა ფინანსური ბაზრის ინსტრუმენტები, რომლებსაც ჩვენ დღეს კარგად ვიცნობთ, იმ პერიოდში უკვე არსებობდა და ფართოდ იყო გავრცელებული (Homer და Sylla, 1996).

ამსტერდამის ბირჟამ, რომელიც ჰოლანდიის ფინანსურ და სავაჭრო ცენტრს წარმოადგენდა, განიცადა არსებითი ცვლილებები ამ პერიოდის განმავლობაში, მნიშვნელოვნად გაფართოვდა რა როგორც ვაჭრობაში არსებული აქტივების ტიპები, ასევე ვაჭრობის გეოგრაფიული საზღვრები. მეჩვიდმეტე საუკუნის დასაწყისში ამსტერდამის ბირჟაზე ივაჭრებოდა მხოლოდ "დაჩ ისტ ინდია კამპანის" აქციები, ნედლეულის გარკვეული სახეები და თამასუქები, ისიც მხოლოდ მცირე რაოდენობით. ერთი საუკუნის შემდეგ, ამსტერდამი უკვე მსოფლიო სავაჭრო და ფინანსური ცენტრი გახდა, რომელშიც ფართო სპექტრის ფასიანი ქაღალდებითა და ნედლეულით ვაჭრობა მიმდინარეობდა. ამ წლების განმავლობაში, ლონდონი და ამსტერდამი მჭიდროდ დაუკავშირდა ერთმანეთს ფინანსური კუთხით (Neal, 1990).

მეჩვიდმეტე საუკუნის დასასრულს უკვე დაიწყო ინგლისის როლის ზრდა მსოფლიო ფინანსურ სისტემაში. ამ პროცესის საწყისი წერტილი იყო ინგლისის ცენტრალური ბანკის - Bank of England-ის შექმნა 1694 წელს. ეს იყო ერთ-ერთი ნაწილი ეგრეთ წოდებული "ტონაჟის" საკანონმდებლო აქტისა, რომელიც თავის მხრივ წარმოადგენდა ლონისძიებების ფართო პაკეტს, რომელიც მიზნად ისახავდა

ბრიტანეთის მთავრობის ფისკალური პოზიციის გაძლიერებას. შემდგომ წლებში კომერციული საბანკო საქმიანობა ინგლისში სწრაფად განვითარდა. ლონდონში არსებული ბანკების რაოდენობამ 1765 წელს მიაღწია 30-ს, 1770 წლისთვის 50, ხოლო 1800 წლისთვის უკვე 80 ბანკი ირიცხებოდა. მთელი ქვეყნის მასშტაბით კი 1797 წელს 334 ბანკი იყო რეგისტრირებული. ამ პერიოდში ასევე ჩამოყალიბდა ლონდონის საფონდო ბირჟა და გააქტიურდა სავალუტო ოპერაციები.

იმ პერიოდშიც, ისევე როგორც ახლა, საინფორმაციო და საფინანსო საქმიანობა მჭიდროდ იყო ერთმანეთთან დაკავშირებული. ჯერ კიდევ 1681 წელს, დაარსდა პირველი გამოცემა, რომელიც რეგულარულად აწვდიდა ანგარიშგებას ფინანსურ ბაზარზე ფასების კვოტირების შესახებ. მას რამდენიმე კონკურენტი პუბლიკაცია სწრაფად მოჰყვა. იმ დროისთვის ყველაზე ცნობილი და ხანგრძლივი გამოცემა იყო *Course of the Exchange*, რომელიც კვირაში ორჯერ გამოდიოდა. იგი დაარსა 1697 წელს ჯონ კასტაინგმა, რომელიც თავად ლონდონის საფონდო ბირჟის ბროკერს წარმოადგენდა. აღნიშნული ბიულეტენი გამოიცემოდა 1810-იან წლებამდე. ეს გამოცემა ფაქტიურად წარმოადგენდა მეთვრამეტე საუკუნის Reuters. კასტაინგის გამოცემამ და ასევე მისმა კონკურენტებმა დიდი როლი ითამაშეს ლონდონის მსოფლიო ფინანსურ ცენტრად ჩამოყალიბებაში. კასტაინგის გამოცემა ასევე მნიშვნელოვანი ისტორიული წყაროა მეთვრამეტე საუკუნის ფინანსური და სავაჭრო ოპერაციების შესასწავლად. ფინანსური გლობალიზაციის და ფინანსური ინტეგრაციის პირველი პერიოდი სრულდება იმ წერტილში, როდესაც ლონდონმა გადაასწრო ამსტერდამს და თავად იქცა მსოფლიო ფინანსურ ცენტრად. ეს მოხდა მეთვრამეტე საუკუნის დასაწყისში, ნაპოლეონიკური ომების დასრულების შემდგომ ათწლეულში.

### *1.3.2. ფინანსური ინტეგრაციის მეორე პერიოდი 1875-1914*

1870 წლების შუა რიცხვებიდან პირველი მსოფლიო ომის დაწყებამდე პერიოდი დღესდღეობით ცნობილია როგორც კლასიკური ოქროს სტანდარტის ხანა. იგი ასევე იყო მნიშვნელოვანი ეკონომიკური და ფინანსური სტაბილურობის ეპოქა, და ყველა მოსაზრებით, საკმაოდ მნიშვნელოვანი ეკონომიკური და ფინანსური

ინტეგრაციის პერიოდი. თანამედროვე მეცნიერული კვლევები და იმ დროინდელი მტკიცებულებები ნათლად მიუთითებს, რომ ფასიანი ქაღალდებისა და სავალუტო ბაზრების ინტეგრაციამ მიაღწია ყველა დროის პიკს. საფონდო და ობლიგაციების ბაზრებს ჰქონდათ ძლიერი საერთაშორისო განზომილება. საერთაშორისო არბიტრაჟის საქმიანობა კიდევ უფრო მეტად გავრცელდა. კომერციული და საინვესტიციო საბანკო სისტემებს ყველა ძირითად ქვეყანაში ჰქონდათ ერთმანეთთან ჩამოყალიბებული მჭიდრო კავშირები. მკვლევარის (Cameron, 1991) მოსაზრებით, ამ პერიოდში "საერთაშორისო საინვესტიციო აქტივობამ მიაღწია იქამდე უცნობ ზომებს და საბანკო სისტემების მსოფლიოში მიღწეული ინტერნაციონალიზაციის ხარისხი ასევე უპრეცედენტო იყო." თანამედროვე რაოდენობრივი კვლევები ამ პერიოდში ფინანსური ინტეგრაციის შესახებ ადასტურებს აღნიშნულ ფაქტს. ესენია Jackson და Lothian (1993), Obstfeld და Taylor (1997), Bordo, Eichengreen და Kim (1998), Lothian (2000) და ასე შემდეგ. ყველა ზემოთ მოცემული კვლევა ადასტურებს, რომ კლასიკური ოქროს სტანდარტის ეპოქაში ფინანსური ინტეგრაცია ძალიან მაღალ დონეზე იყო. სამეცნიერო ლიტერატურაში დებატები მიმდინარეობს იმასთან დაკავშირებით, რომ იყო თუ არა ამ პერიოდში ფინანსური ინტეგრაცია უფრო მაღალი ვიდრე ფინანსური ინტეგრაციის მესამე პერიოდში ანუ 1980-2010 წლებში.

როგორც უკვე ზემოთ ითქვა 1875-1914 წლების პერიოდში მსოფლიო ფინანსურ სისტემაში მოხდა რადიკალური ცვლილებები. განსაკუთრებით კი აღსანიშნავია კაპიტალის ნაკადების უპრეცედენტო ზრდა და შედეგად ფინანსური ინტეგრაციის, ასევე საერთაშორისო კომუნიკაციის დაჩქარება. 1870 წლამდე, მხოლოდ ლონდონი და პარიზი არსებობდა, როგორც მსოფლიოს წამყვანი ფინანსური ცენტრები. მას შემდეგ, უკვე ბერლინი და ნიუიორკიც გახდნენ მსოფლიოს ძირითადი ფინანსური ცენტრები. ასევე თავიანთი საბაზრო ნიშები მოიპოვეს ისეთმა მცირე ფინანსური ცენტრებმა, როგორცაა ამსტერდამი, ბრიუსელი, ციურიხი და ჟენევა. თუმცა ლონდონი კვლავ ინარჩუნებდა წამყვანი საერთაშორისო საფინანსო ცენტრის სტატუსს ოთხი ათეული წლის განმავლობაში პირველ მსოფლიო ომამდე.

პირველი ტალღა თანამედროვე ეკონომიკური გლობალიზაციისა დაიწყო სწორედ 1870-1914 წლების პერიოდში. ამ დროს აღინიშნება სატრანსპორტო

ინფრასტრუქტურის გაფართოება, მიგრაციის დონის ზრდა, კომუნიკაციების გაუმჯობესება, ვაჭრობის გაფართოება და კაპიტალური ტრანსფერების ზრდა. XIX საუკუნის შუა ხანებში, სარკინიგზო ტრანსპორტის სწრაფად გაფართოებას მოჰყვა საპასპორტო სისტემის მოშლა ევროპაში. ქვეყნების უმეტესობა აღარ ითხოვდა პასპორტების ტარებას, რითაც ნებისმიერ ადამიანს შეეძლო თავისუფლად გადაადგილება ევროპის უმეტეს ტერიტორიაზე. 1870-1915 წლების პერიოდში 36 მილიონ ევროპელმა დატოვა ევროპა და წავიდა ემიგრაციაში. აქედან დაახლოებით 25 მილიონი (70%) გადასახლდა შეერთებულ შტატებში, ხოლო დანარჩენები გადავიდნენ ძირითადად კანადაში, ავსტრალიაში, არგენტინასა და ბრაზილიაში. მეორე მხრივ, თავად ევროპაში მოხდა დიდი რაოდენობით უცხოელთა შემოდინება. 1860-1910 წლებში უცხოელების წილი გაიზარდა მთლიანი მოსახლეობის 0,7-დან 1,8%-მდე. მიუხედავად იმისა, რომ არ არსებობდა მნიშვნელოვანი საპასპორტო შეზღუდვები, მიგრაციის ასეთი მასშტაბის მიღწევა იქნებოდა უკიდურესად რთული, თუ არა უახლესი ტექნოლოგიური მიღწევები სატრანსპორტო სფეროში, განსაკუთრებით რკინიგზის ქსელის გაფართოება და სამგზავრო და ორთქლმავალი ხომალდების განვითარება. მსოფლიო სარკინიგზო ქსელი გაიზარდა 205,000 კილომეტრიდან 1870 წელს 925,000 კილომეტრამდე 1906 წელს. ტელეფონისა და უკაბელო ტელეგრაფის (რადიოს წინამორბედი) განვითარებამ ნამდვილი რევოლუცია მოახდინა სატელეკომუნიკაციო სფეროში. 1866 წელს, პირველი ტრანსატლანტიკური კაბელი ჩაიდო ატლანტიკის ოკეანეში, რითაც ერთმანეთს დაუკავშირდა ლონდონი და ნიუ იორკი, ხოლო ასევე სულ მალე ევროპა და აზია ასევე დაუკავშირდა ერთმანეთს ტელეგრაფის მეშვეობით.

ფინანსური გლობალიზაციისა და ინტეგრაციის ზრდა დაიწყო თავისუფალი ვაჭრობის განვითარებასთან ერთად 1860 წლიდან, როდესაც გაერთიანებულმა სამეფომ მოაწერა ხელი თავისუფალი ვაჭრობის შეთანხმებას საფრანგეთთან (ცნობილია, როგორც Cobden-Chevalier ხელშეკრულება). გლობალიზაციის ტალღის ამ ოქროს ხანამ ასევე წარმატებით გაუძლო პროტექციონიზმის გარკვეულწილად დაბრუნებას 1880-1914 წლებში. 1879 წელს გერმანიის კანცლერმა ოტო ფონ ბისმარკმა შემოიღო ტარიფები სოფლის მეურნეობის და მრეწველობის საქონლის დასაცავად,

რითაც გერმანია გახდა პირველი ქვეყანა, რომელმაც შემოიღო ახალი ტიპის დამცავი სავაჭრო ბარიერები ფინანსური ინტეგრაციის მეორე პერიოდში. 1892 წელს, ასევე საფრანგეთში შემოღებულ იქნა ე.წ. meline-ის ტარიფი, რომელმაც დიდად გაზარდა საბაჟო გადასახადები სასოფლო-სამეურნეო და სამრეწველო საქონელზე. ასევე ამერიკის შეერთებული შტატები საკმაოდ ძლიერ პროტექციონისტულ პოლიტიკას ატარებდა მთელი მეცხრამეტე საუკუნის პერიოდში - მისი საბაჟო ტარიფები საშუალოდ 40% - 50% ფარგლებში მერყეობდა. მიუხედავად ამ ფაქტებისა, საერთაშორისო ვაჭრობა კვლავ იზრდებოდა მთელი ამ პერიოდის განმავლობაში.

ამავე პერიოდში დაფიქსირდა უცხოური ინვესტიციების უპრეცედენტო ზრდა. უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები ფინანსური ინტეგრაციის ერთ-ერთ მამოძრავებელ ძალას წარმოადგენდა 1880 - 1900 წლების მსოფლიოში. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოცულობამ შეადგინა \$ 44 მილიარდი აშშ 1913 წელს (დღევანდელი კურსით \$ 1.02 ტრილიონი აშშ დოლარი). წამყვან ქვეყნებს უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების დაბანდების კუთხით წარმოადგენდა გაერთიანებული სამეფო (42%), საფრანგეთი (20%), გერმანია (13%) და ამერიკის შეერთებული შტატები (8%). ასევე გარკვეული როლი ჰქონდათ ჰოლანდიას, ბელგიას და შვეიცარიას (სამივე ერთად ფლობდა მსოფლიო უცხოური აქტივების 12%).

ფინანსური ინტეგრაციის მეორე პერიოდს კრიზისების გარეშე არ ჩაუვლია. 1907 წლის ოქტომბერში ამერიკის შეერთებული შტატების მომხმარებლებმა დაიწყეს თავიანთი დეპოზიტების გატანა Knickerbocker Trust Company-დან, აიძულეს რა იგი დროებით დახურულიყო ამავე წლის 23 ოქტომბერს. აღნიშნულმა ფაქტმა პროვოცირება მოახდინა შემდგომი საბანკო არეულობისა. პანიკა განიმუხტა მხოლოდ მას შემდეგ რაც აშშ-ის ხაზინის მდივანმა George Cortelyou და ცნობილმა ბანკირმა John Pierpont "J.P." Morgan \$ 25 მილიონი და \$ 35 მილიონი აშშ დოლარი შესაბამისად, შეიტანეს ნიუიორკის ბანკების რეზერვში, რომლის საშუალებითაც მომხმარებელთა მოთხოვნა თავიანთ დეპოზიტებზე სრულად დაკმაყოფილდა. თუმცა კრიზისი ამით არ დასრულებულა, ვინაიდან ამავე დროს გაიზარდა კრედიტზე მოთხოვნა მარცვლეულის ექსპორტიორების მხრიდან. ეს მოთხოვნები შეიძლება დაკმაყოფილებულიყო თუკი ამერიკული ბანკები დიდი რაოდენობით ოქროს

შეიძენდნენ ლონდონის ბირჟაზე, რაც იმავდროულად ამერიკის ფინანსური კრიზისის ექსპორტს ნიშნავდა საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე. ინგლისის ცენტრალური ბანკი იძულებული იყო შეენარჩუნებინა ხელოვნურად მაღალი სასესხო განაკვეთი 1908 წლამდე. ამავე დროს იმისთვის, რომ ამერიკული ბანკებისთვის საჭირო რაოდენობის ოქრო მიეწოდებინა, ინგლისის ცენტრალურმა ბანკმა ორგანიზება გაუწია 24 სხვადასხვა ერის ბანკების მობილიზაციას.

### *1.3.3. ფინანსური ინტეგრაციის მესამე პერიოდი 1975-2007*

ფინანსური ინტეგრაციის მესამე პერიოდის დროს მოხდა მნიშვნელოვანი ინსტიტუციური ცვლილებები ფინანსურ ბაზრებზე და, როგორც ჩანს, საგრძნობლად გაიზარდა და კვლავაც იზრდება, ფინანსური ინტეგრაცია. ზოგჯერ ჩნდება კითხვა, თუ რატომ ვერ მოახდინა მნიშვნელოვანი უარყოფითი გავლენა ფინანსური ინტეგრაციის პროცესზე ამ პერიოდში რეალური გაცვლითი კურსის მერყეობამ, რომელიც მკვეთრად შესამჩნევია 1970 წლების შემდეგ. ინტუიციურად, მოსალოდნელია ვიფიქროთ, ვალუტის გაცვლითი კურსების მერყეობას უნდა მოეხდინა მკვეთრი უარყოფითი გავლენა ფინანსურ ინტეგრაციაზე - ის, რაც რეალობაში არ ჩანს. ამის მიზეზი სავარაუდოდ უნდა იყოს (Lothian, 2000) ის, რომ ამ პერიოდში თავად საერთაშორისო საფინანსო დაწესებულებებმა განიცადეს მნიშვნელოვანი ევოლუცია, რაც დიდწილად განხორციელდა ამ წლების განმავლობაში გაზრდილი რისკებისა და არასტაბილურობის საპასუხოდ. ასევე შემცირდა მარეგულირებელი შეზღუდვები კაპიტალის საერთაშორისო მობილობაზე, როგორცაა კაპიტალის კონტროლი, საპროცენტო განაკვეთის ჭერი, და ა.შ. ასევე უნდა აღინიშნოს, რომ გაცვლითი კურსის არასტაბილურობის გვერდითი ეფექტების დასარეგულირებლად შემუშავდა როგორც ახალი ფინანსური ინსტრუმენტები, ასევე ახალი ფინანსური ბაზრები.

როგორც ჩანს, აღნიშნულმა ცვლილებებმა ფინანსურ ინსტიტუტებში საგრძნობლად დააბალანსა ვალუტის გაცვლითი კურსის არასტაბილურობის პრობლემები.



1976 წლის იანვარში საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წევრებმა ხელი მოაწერეს იამაიკის შეთანხმებას, რითაც მოხდა ბრეტონ-ვუდის სისტემის დაშლის რატიფიცირება და ასევე შეცვალა საერთაშორისო სავალუტო ფონდის როლი საერთაშორისო სავალუტო სისტემაში. შეთანხმება ოფიციალურად ემხრობოდა მოქნილი გაცვლითი კურსების არსებობას და ასევე იწონებდა ცენტრალური ბანკების სავალუტო ინტერვენციებს საჭიროების შემთხვევაში. შეთანხმების მეორე შესწორებას მოეწერა ხელი 1978 წელს. აღნიშნული შესწორება იურიდიულად ადასტურებდა თავისუფალ მცურავ კურსებზე გადასვლას და სარეზერვო ოქროს დემონეტოზაციას. ამასთან იგი ავალდებულებდა ხელმომწერ ქვეყნებს სტაბილური მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გატარებას, რათა ვალუტის კურსების ზედმეტი მერყეობა თავიდან ყოფილიყო არიდებული.

განვითარებულ ქვეყნებს შორის ფინანსური ინტეგრაცია საგრძნობლად გაიზარდა 1980-1990 წლებში, ისევე როგორც გაიზარდა მათი კაპიტალის ანგარიშების ლიბერალიზაციის დონე. ფინანსურ ბაზრებსა და ბანკებს შორის ინტეგრაციამ გამოიწვია ისეთი სარგებელი, როგორცაა უფრო მაღალი პროდუქტიულობა და რისკების გადანაწილება. ამავე დროს გაზრდილ ურთიერთდამოკიდებულებას თავისი დანახარჯები ახლდა, რაც გამოიხატებოდა სისტემური რისკების მიმართ გაზრდილი მოწყვლადობისკენ. ამ პერიოდში ფინანსური ინტეგრაცია იყო პირმშობოლო ათწლეულების განმავლობაში განხორციელებული დერეგულაციის პოლიტიკისა, რომელსაც მრავალი ქვეყანა ატარებდა, ამარტივებდნენ რა ბიუროკრატიულ მოთხოვნებს და ამცირებდნენ მარეგულირებელი ორგანოების როლს.

ამასთან როგორც კი გაიზარდა ეკონომიკების გახსნილობის ხარისხი, ქვეყნები გახდნენ უფრო დაუცველნი გარე შოკების მიმართ. ზოგიერთი მეცნიერ-ეკონომისტი ამტკიცებდა, რომ მსოფლიო ფინანსური ინტეგრაციის შედეგად გაიზარდა კაპიტალის ნაკადების არასტაბილურობა, რაც ქმნიდა ნაყოფიერ ნიადაგს ფინანსური ბაზრების ტურბოლენტურობისთვის. იმის გათვალისწინებით, რომ მაღალი იყო ინტეგრაციის ხარისხი ერთა შორის, სისტემური კრიზისი ადვილად გადაიოდა ერთი ქვეყნიდან მეორეში. 1980 და 1990-იან წლებში სახეზე იყო მთელი ტალღა სავალუტო

კრიზისებისა და სუვერენული დეფოლტებისა, მათ შორის 1987 წლის "შავ ორშაბათს" საფონდო ბაზრის კრიზისი აშშ-ში, 1992 წელს ევროპის სავალუტო სისტემის კრიზისი, 1994 მექსიკური პესოს კრიზისი, 1997 წლის აზიის სავალუტო კრიზისი, 1998 წლის რუსეთის ფინანსური კრიზისი, და 1998-2002 წლების არგენტინული პესოს კრიზისი. აღნიშნული კრიზისების გამომწვევი მიზეზები საკმაოდ განსხვავებული და მრავალფეროვანი იყო დაწყებული სპეკულაციური თავდასხმებით ფიქსირებული სავალუტო კურსებზე დასრულებული დისფუნქციური საბანკო სისტემებით.

სისტემური კრიზისების კვლევის შედეგად, მეცნიერ-ეკონომისტებმა მიაღწიეს კონსენსუსს - იმისათვის, რომ ფინანსურმა ინტეგრაციამ მოიტანოს ეკონომიკური სარგებელი ქვეყნისათვის, საჭიროა ეს ქვეყანა აკმაყოფილებდეს გარკვეულ წინაპირობებს. აღნიშნული წინაპირობები მოიცავს სტაბილურ მაკროეკონომიკურ პოლიტიკას, ჯანსაღ ფისკალურ პოლიტიკას, ძლიერ საბანკო რეგულირებას და ძლიერ საკუთრების დაცვის უფლებას. ეკონომისტები დიდწილად ემხრობიან ფინანსური ინტეგრაციის შემდეგ თანმიმდევრობას: პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ხელის შეწყობა, შიდა კაპიტალის ბაზრების ლიბერალიზაციას და კაპიტალის თავისუფლად გადინების დაშვებას მხოლოდ მას შემდეგ, როცა ქვეყანას გააჩნია ეფექტური და განვითარებული კაპიტალის შიდა ბაზარი და გამართული მარეგულირებელი სისტემები.

ამასთან განვითარებად საბაზრო ეკონომიკას უნდა ჰქონდეს საიმედო ვალუტა როგორც შიდა, ასევე საერთაშორისო ინვესტორების თვალში, რომ მიიღოს ფინანსური ინტეგრაციის ისეთი სარგებელი, როგორცაა მეტი ლიკვიდურობა, მეტი საინვესტიციო აქტივობა და დაჩქარებული ეკონომიკური ზრდა. თუკი ქვეყანას ახასიათებს შეუზღუდავი ხელმისაწვდომობა უცხოური კაპიტალის ბაზრებთან და ამასთან არ გააჩნია სანდო და საიმედო ვალუტა, იგი შეიძლება გახდეს მოწყვლადი კაპიტალის სპეკულაციური მოძრაობის მიმართ, რომელმაც თავის მხრივ შეიძლება გამოიწვიოს სერიოზული ეკონომიკური და სოციალური დანახარჯები.

თუმცა მრავალი ეკონომიკისტის მოსაზრებით, 1930 წლების დიდი დეპრესიის შემდეგ ყველაზე დიდი ფინანსური კრიზისი მოხდა 2007-08 წლებში. იგი

გაკოტრებით დაემუქრა მსოფლიოში უდიდეს ფინანსურ ინსტიტუტებს, რაც აღკვეთილი იქნა მხოლოდ ეროვნული მთავრობების მიერ გაწეული დახმარებით, თუმცა კრიზისი ამით არ შეჩერებულა. მან გამოიწვია მკვეთრი ვარდნა საფონდო ბაზრებზე, რაც შემდეგ უკვე აისახა რეალურ ეკონომიკაზე - დაიწყო რეცესიისა და უმუშევრობის ხანგრძლივი პერიოდი. კრიზისი შეეხო როგორც განვითარებული, ასევე განვითარებადი ქვეყნების უმრავლესობას, ხოლო ზარალმა ტრილიონობით აშშ დოლარი შეადგინა.

აღნიშნული ფინანსური კრიზისი გამოიწვია კომპლექსურმა არაეფექტურმა პოლიტიკამ, რომელიც ახალისებდა უძრავი ქონების კერძო საკუთრებაში ქონას, გაადვილა იპოთეკურ სესხებზე ხელმისაწვდომობა დაბალი რეიტინგის მქონე მსესხებლებისთვის, ზედმეტად გადააფასა იპოთეკური კრედიტების ღირებულება მხოლოდ იმის ვარაუდზე უძრავი ქონების ფასები მუდმივად გაიზრდებოდა, კომპენსაციის სისტემებმა, რომელიც მოკლევადიან სარისკო მოგებაზე იყო ორიენტირებული გრძელვადიანი ღირებულების შექმნის ნაცვლად და ასევე ადეკვატური კაპიტალის რეზერვების არქონამ, რაც ბანკებსა და სადაზღვევო კომპანიებს თავიანთი ფინანსური ვალდებულებების მომსახურების საშუალებას მისცემდა.

აღნიშნულმა ფინანსურმა კრიზისმა უარყოფითი გავლენა მოახდინა გლობალურ ფინანსურ ინტეგრაციაზე. კერძოდ, დაეცა ინვესტორების ნდობა გლობალურ საფონდო ბაზრების მიმართ, გამკაცრდა სესხების გაცემა, მკვეთრად შემცირდა საერთაშორისო ვაჭრობა და უცხოური კაპიტალის ნაკადები. თუმცა მთავრობებს და ცენტრალური ბანკების უპრეცედენტო ფისკალური სტიმულირების შედეგად, იაფი ფულის მონეტარული პოლიტიკისა და ინსტიტუციური დახმარებების წყალობით შემდგომ რამდენიმე წელიწადში შესაძლებელი აღმოჩნდა გლობალური ფინანსური სისტემის სისტემური კრაზისის თავიდან აცილება.

## თავი 2. საქართველოს ეკონომიკის განვითარების ეტაპების და ფინანსური ინტეგრაციის ტენდენციების მიმოხილვა

### § 2.1. საქართველოს ეკონომიკის განვითარების ეტაპების მიმოხილვა

#### 2.1.1. საბჭოთა ეკონომიკური მემკვიდრეობის ანალიზი

საბჭოთა კავშირის დაშლის შემდეგ, საქართველო, ისევე როგორც პრაქტიკულად ყველა პოსტსაბჭოთა ქვეყნები, ეკონომიკური რეფორმების ახალ ეტაპზე გადავიდა. ჩვენი ქვეყნისთვის ეს პროცესი საკმაოდ მტკივნეული აღმოჩნდა: სამამულო და სამოქალაქო ომები, უკიდურესად მაღალი უმეშევრობის დონე, ჰიპერინფლაცია, რევოლუცია, გაზრდილი კრიმინოგენული ვითარება, და ა.შ. დამოუკიდებლობის აღიარების შემდეგ, საქართველოს იმჟამინდელმა მმართველმა გუნდმა ოფიციალურად აღიარა ეკონომიკური რეფორმების ინიცირება, თუმცა, რა საკვირველია მნიშვნელოვანი შემაფერხებელი ფაქტორი იყო შესაბამისი გამოცდილების დეფიციტი.

ეკონომიკის რეფორმირების თავდაპირველი ეტაპი საქართველოსათვის საკმაოდ მძიმე აღმოჩნდა. 1991-1992 წლების სახელმწიფო გადატრიალებამ და სხვა არასასურველმა მოვლენებმა პოლიტიკურ და ეკონომიკურ ჩიხში შეიყვანა ქვეყანა, ამას თან დაერთო კორუფციის მაღალი დონე, კადრების ნაკლებობა და სრული მოუმზადებლობა ეკონომიკის ერთიანი რეფორმირებისათვის.

ქვეყანა ეკონომიკის რეფორმირების აუცილებლობის წინაშე იდგა, თუმცა სწორი გეგმის გარეშე შეუძლებელი იყო საბჭოური სტილის ეკონომიკური სისტემების გარდაქმნა თავისუფალ საბაზრო ეკონომიკურ სისტემად. გამოიყო რეფორმირების პრიორიტეტული მიმართულებები. თავისუფალი ეკონომიკური სისტემის შექმნა ფულად საკრედიტო ინსტიტუტებისა და საგადასახადო საბიუჯეტო ორგანიზაციების არსებობის გარეშე შეუძლებელი იყო. რეფორმირების ავტორებმა კარგად იცოდნენ, რომ სახელმწიფოს როლი ეკონომიკაში არ უნდა ყოფილიყო წარმოებისა და ხარჯვის დაგეგმვა, რაც პირდაპირ ეწინააღმდეგება თავისუფალი საბაზრო ეკონომიკის პრინციპებს. ამიტომაც დაიწყო სახელმწიფოს მხრიდან ეკონომიკის რეგულირების სწორი და ეფექტური მეთოდების შემუშავება.

პოლონეთის ფინანსთა მინისტრის მიერ განხორციელებული ეკონომიკური რეფორმები მაშინ მთავარ ქრესტომათიულ მაგალითად იქცა, რომლის თანახმად პოლონეთში გატარდა მნიშვნელოვანი ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკა და ითვალისწინებდა ბიუჯეტის დეფიციტის შემცირების მიზნით საბიუჯეტო დოტაციებსა და სუბსიდიებზე უარის თქმას, ასევე მოსახლეობის შემოსავლებისა და მიმოქცევაში არსებული ფულადი ნაკადების კონტროლს. პოლონეთში განხორციელებული ეკონომიკის რეფორმა ბალცეროვიჩის გეგმის სახელითაა ცნობილი, რაც ასევე ერთგვარ შოკურ თერაპიად ითვლებოდა.

საქართველოში შოკური თერაპიის ათვლის წერტილად 1992 წლის თებერვალი მიიჩნევა. აღსანიშნავია ის ფაქტი რომ ამ დროსათვის საქართველოს ხელისუფლებას არ გააჩნდა არანაირი მაკროეკონომიკური ინსტიტუტი, რომელიც განახორციელებდა ეკონომიკის რეფორმირებას, და მათ შორის, არ არსებობდა ფულად-საკრედიტო და საგადასახადო-საბიუჯეტო პოლიტიკის გამტარებელი ორგანოები. საქართველოს არც საკუთარი ვალუტა გააჩნდა და არც ემიტენტი. გამომდინარე აქედან, ყველა ზემოთ აღნიშნული გარემოება არ იძლეოდა რთული და კომპლექსური ეკონომიკის რეფორმის დამოუკიდებლად გატარების შესაძლებლობას. საქართველომ დახმარებისათვის საერთაშორისო ფინანსურ ორგანიზაციებს მიმართა, რომელთაგან უპირველესი საერთაშორისო სავალუტო ფონდი და მსოფლიო ბანკი იყო.

ამდენად, საქართველოს მაკროეკონომიკის პოლიტიკის ფორმირებაში გადამწყვეტი წვლილი მსოფლიოს საფინანსო ორგანიზაციებმა შეიტანეს. ეკონომიკის პოსტკომუნისტური სისტემიდან თავისუფალ ეკონომიკად ტრანსფორმაციის პროცესში საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციები მეთოდოლოგიურ პროცედურების უზრუნველყოფასთან ერთად უწევდნენ ფინანსურ მხარდაჭერასაც. საჭირო გახდა მონოპოლიური სტრუქტურების საქმიანობების შეზღუდვა, რომლის გარეშეც თავისუფალი საბაზრო ეკონომიკის ფორმირება შეუძლებელი იყო, მაგრამ, ანტიმონოპოლიური კანონმდებლობის მიღება მხოლოდ რამოდენიმე წლის შემდეგ მოხერხდა. უნდა აღინიშნოს, რომ ეკონომიკის რეფორმირების ერთ-ერთ პერიოდად ითვლება ვარდების რევოლუციის შემდეგი პერიოდი, რომლის დროსაც ანტიმონოპოლიური კანონი გაუქმდა და შემდეგ ხელმეორედ 2010 წელს მოხდა ამ

კანონის მიღება, რასაც საფუძვლად ევროკავშირის ეკონომიკასთან ჰარმონიზაცია დაედო.

ეკონომიკის რეფორმირების მაშინდელი წამოწყება, რომელიც “შოკური თერაპიის” სახელითაა ცნობილი და რომლის მიზანი პოსტკომუნისტური ეკონომიკური სისტემის ტრანსფორმაცია იყო, ვერ განხორციელდა. პრაქტიკულად, სახელმწიფო აბსოლიტურად მოუმზადებელი იყო ამდაგვარი რეფორმის გატარებისათვის. ამას თან ახლდა მანამდე წამოწყებული ცივი ომი საქართველოს ჩრდილოელ მეზობელთან - რუსეთთან, რომელიც რეფორმირების ადრეულ პერიოდში ჩვენი ეკონომიკის ემიტენტად ითვლებოდა. სწორედ რომ რუსეთის ცენტრალური ბანკი განსაზღვრავდა ქვეყანაში მიმოქცევაში არსებული ფულის რაოდენობას, და შესაბამისად, ეკონომიკის განვითარების ბერკეტებიც რუსეთის ხელში იყო.

ამდენად, ვიდრე საქართველო რეფორმირებისათვის საჭირო ყველა ბერკეტს თავს თავად არ მოუყრიდა, პოსტკომუნისტური სისტემის ტრანსფორმაციის განხორციელება შეუძლებელი იყო. მას შემდეგ, რაც რუსეთის ხელისუფლებამ საქართველოს ფულის მიწოდება შეუწყვიტა, საქართველოს მთავრობა დადგა საკუთარი ვალუტის გამოშვების აუცილებლობის წინაშე. 1993 წლიდან ბრუნვაში ჩაემვა საქართველოს ეროვნული ბანკის კუპონი. კუპონს საზოგადოება ეჭვის თვალით უყურებდა, ვიდრე 1993 წელს რუსეთმა არ გაატარა ფულის ნაწილობრივი რეფორმა, რომლის თანახმადაც მოხმარებიდან ამოიღო საბჭოური მანეთი. მანამდე კუპონი ვერ გამოცხადდა ერთადერთ კანონიერ საგადამხდელო საშუალებად. ამას თან ახლდა რუბლის მასიური გამოცემა ბრუნვაში და ასეთ უკონტროლო ემისიამ ქვეყანა ჰიპერინფლაციის ზღურბლზე მიიყვანა. მაღალი ინფლაციის დროს კი კუპონმა დაკარგა ფულის ფუნქცია და მოხმარებაში რუბლის წილი გაიზარდა. კუპონით კომუნალური გადასახადების გადახდაც კი ჭირდა, ამას ისიც დაერთო, რომ საქართველოში აშშ დოლარის წილი იზრდებოდა, რამაც საბოლოო ჯამში შეზღუდა კუპონის, როგორც ერთადერთი კანონიერი საგადამხდელო საშუალების მოქმედების არეალი.

საბჭოური სტილის ეკონომიკის რეფორმირების გეგმის ერთ-ერთი ნაწილი პრივატიზაცია იყო. რა საკვირველია, რომ კერძო მეურნეობების და საწარმოების განვითარება საბაზრო ეკონომიკის სისტემის ფორმირების აუცილებელი პირობა იყო. სწორედ ამის გამო დაიწყო პრივატიზების გეგმის ნაჩქარევად განხორციელება. შეიქმნა ასეულობით საწარმო და მცირე ბიზნესი, რომელთა უმრავლესობა სავაჭრო-სპეკულაციური ოპერაციებით იყო დაკავებული. რეალურად კი არანაირი მატერიალური დოვლათი არ იქმნებოდა. მსგავსი საწარმოების საქმიანობა არც თუ ისე გრძელვადიანი იყო და ძირითადად ჩრდილოვან ეკონომიკაში ფუნქციონირებდნენ.

მოკლედ, წარმოების განვითარების იდეამ ჩავარდა, ქვეყანაში არანაირი მატერიალური პროდუქტი არ იქმნებოდა და ვერც საბაზრო ეკონომიკისათვის საჭირო გარემოს ფორმირება მოხერხდა. რეფორმირების ავტორების აზრით, წარმოების განვითარება უნდა ყოფილიყო საფუძველი სხვა ახალი რეფორმებისა, მაგრამ სამწუხაროდ არც ეს ნაბიჯი აღმოჩნდა წარმატებული საბჭოური სისტემის ტრანსფორმაციის თავდაპირველ ეტაპზე. აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ მაშინდელი მთავრობა ცდილობდა როგორმე შეექმნა თავისუფალი საბაზრო ეკონომიკური გარემო ქვეყანაში და რისთვისაც მიღებულ იქნა გადაწყვეტილება ქვეყანაში თავისუფალი ვაჭრობის პრინციპების დასამკვიდრებლად. თუმცა ეს რეფორმირების ძალზედ პრიმიტიული სვლა იყო, რადგან ბიზნესი სულ უფრო ემსგავსებოდა ვაჭრობას, რომლის დროსაც ალებ-მიცემობის ოპერაციებით იყვნენ დაკავებული მაშინდელი მეწარმეები. წარმოების დარგების განვითარება ასე მარტივად ვერ მოხდებოდა პირველი იმიტომ, რომ ქვეყანა განიცდიდა საბაზრო ეკონომიკის ყაიდაზე მოაზროვნე კადრების დეფიციტს, ვისაც რეალური პროდუქტი უნდა შეექმნა ქვეყანაში. მთავრობის ძალისხმევა როგორმე დახმარებოდა ბიზნესს ამას დარჩა, კომერცია ვაჭრობას ემსგავსებოდა. ერთი შეხედვით, ტრანსფორმაციის გეგმა რთული და კომპლექსური უნდა ყოფილიყო გამომდინარე იქედან, რომ ქვეყანაში არცერთი მაკროეკონომიკური ინსტიტუტი არ არსებობდა და ამასთან ერთად საზოგადოებრივი ცნობიერება ჯერ კიდევ საბჭოურ წიაღში იყო ჩარჩენილი.

ყველაფერი ის, რაც იმ დროისათვის რეფორმად ითვლებოდა თვითონ რეფორმატორების აზრით, იყო სრულიად არასაკმარისი.

### *2.1.2. გამოწვევები 1990 წლების მეორე ნახევარში*

აღნიშნული კრიზიდან ქვეყნის გამოყვანის მიზნით, 1994 წელს შეიმუშავეს ანტიკრიზისული პროგრამა, ასევე განაახლდა თანამშრომლობა საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციებთან - დაიწყო რეფორმების ახალი ეტაპი. როგორც უკვე ავღნიშნეთ, საქართველო მანამდეც თანამშრომლობდა საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებთან, მაგრამ არად აგდებდა მათ რეკომენდაციებს, ახალი ეტაპი კი აქტიური თანამშრომლობით დაიწყო. ახალი ეტაპი საკმაოდ წარმატებულად დაიწყო და კარგი გავლენა იქონია რეფორმირების შემდგომ ეტაპებზე. 1992 წლიდან საქართველო მსოფლიო ბანკს უერთდება. ეს იყო მნიშვნელოვანი წინ გადადგმული ნაბიჯი, ვინაიდან ამის შემდგომ მსოფლიო ბანკი საქართველოში აფინანსებს მნიშვნელოვან საინვესტიციო წამოწყებებს. ძალზედ დიდი იყო საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების როლი ეკონომიკური ტრანზფორმაციის პროცესში. 1993 წელს საქართველო უერთდება საერთაშორისო განვითარების ასოციაციას. საქართველოში ყველა საერთაშორისო ორგანიზაციებიდან თანხების შემოდინება მოხდა უშუალოდ გრანტებისა და კრედიტების სახით. ამდენად ტრანსფორმაციის ახალი ეტაპი საკმაოდ აქტიურად დაიწყო და კონკრეტული ძვრები უკვე შეინიშნებოდა, რაშიც დიდი დამსახურება უკვე პარტნიორ საერთაშორისო ფინანსურ ორგანიზაციებს ჰქონდათ (ჩიხლაძე და ძოწენაძე, 2013).

1994 წლიდან საქართველოს ეროვნული ბანკი დგამს კონკრეტულ ნაბიჯებს, კერძოდ: ამოღებულ იქნა უკონტროლო კრედიტების გამოშვება, ბანკიდან ნაღდი ფულის გამოტანა ნებადართული გახდა, რითაც ნაღდი და უნაღდო ფულის ნიშნის ღირებულება დაუახლოვდა ერთმანეთს. კერძო სექტორის ერთ-ერთ მიღწევად ამ ეტაპისათვის ლიცენზირების არსებული პროცედურების გამარტივება იყო.

1995 წლიდან დაიწყო უშუალოდ საბაზრო ეკონომიკის სისტემისათვის დამახასიათებელი გარემოს ფორმირება, გაუქმდა კვოტირების საერთო სისტემა და საქონელთა მხოლოდ მცირე ჩამონათვალზე შენარჩუნდა ლიცენზირება კორუფციის



აღმოფხვრის მიზნით. ამ ყველაფერმა ხელი შეუწყო თავისუფალი, ლიბერალური სავაჭრო ეკონომიკური ურთიერთობების დამკვიდრებას ქვეყანაში, სადაც ბაზარზე შესვლა და გამოსვლა დამოკიდებულია კონკრეტულ მეწარმე სუბიექტებზე, და არა მაღალჩინოსნებზე. ამ და სახვა მსგავსი ღონისძიებების გატარებით საქართველოს ეკონომიკური სისტემა პოსტსაბჭოთა სისტემიდან ნელნელა გამოდიოდა. ტრანსფორმაციის პროცესში გეგმის მთავარი ნაწილი იყო თავისუფალი, ლიბერალური სავაჭრო პოლიტიკის ფორმირება და მონოპოლიური, კორუფციული გარემოს შეზღუდვა.

საქართველოს ეკონომიკის რეფორმების ტემპი უფრო დაჩქარდა და 1995-1998 წლებში ქვეყანა ახალ წარმატებებს აღწევს: იქმნება საბაზრო ურთიერთობების მარეგულირებელი შესაბამისი საკანონმდებლო ნორმატიული ბაზა, ყალიბდება საგადასახადო და საბაჟო მომსახურების გამწვევი ინსტიტუტები, ორ იარუსიანი საბანკო სისტემა, ყალიბდება კიდევ უფრო მჭიდრო საგარეო ეკონომიკური ურთიერთობები საერთაშორისო ორგანიზაციებთან, რომლებიც ქვეყანას უზიარებენ საკუთარ გამოცდილებას და ეხმარებიან ტრანსფორმაციის პროცესის წარმატებით განხორციელებაში, დასრულდა პრივატიზაციის პროცესი და სავაჭრო ურთიერთობები კიდევ უფრო ლიბერალური გახდა. ამ ყველაფრის ხარჯზე ქვეყანაში იქმნება საბაზისო პირობები მეწარმეობის განვითარების ხელშეწყობისათვის, რომელიც მომავალი განვითარებისათვის აუცილებელ პირობას წარმოადგენს.

ამდენად, ამ ეტაპისათვის ქვეყანამ წარმატებით განახორციელა ფულად-საკრედიტო რეფორმა და შეიმუშავა ფისკალური პოლიტიკა, რამაც ქვეყანას შესაძლებლობა მისცა ქონოდა საკუთარი ეროვნული ვალუტა. 1995 წლის სექტემბერში შემოღებულ იქნა საქართველოს რესპუბლიკის ეროვნული ვალუტა ლარი და განისაზღვრა მისი გაცვლითი კურსი სხვადასხვა ვალუტებთან მიმართებაში. წარმატებული აღმოჩნდა ფულის რეფორმა, ვინაიდან ახალი ვალუტის გამოშვებიდან რამოდენიმე თვეში ფულმა საზოგადოების დიდი ნდობა დაიმსახურა და დამკვიდრდა ქართულ ბაზარზე როგორც ერთადერთი კანონიერი საგადასახდლო საშუალება. კუპონთან მიმართებაში დაშვებული შეცდომები და შეძენილი

გამოცდილება დაეხმარა მაშინდელ მთავრობას ლარის ბაზარზე ჩაშვების და ბაზარზე დამკვიდრების პროცესში.

1995-1998 წლების განმავლობაში ქვეყანაში შეიქმნა სავაჭრო-ეკონომიკური ურთიერთობების მომწესრიგებელი საკანონმდებლო ბაზა, ფულად-საკრედიტო ორგანიზაციები წარმატებით ასრულებენ მათზე დაკისრებულ მოვალეობებს, ერთობ მნიშვნელოვანი იყო საბიუჯეტო რეფორმებიც, მაგრამ ექსპერტების შეფასებით ყველაზე წარმატებული ნაბიჯი მაინც ფულის რეფორმა იყო - საქართველოს უკვე თავისი ფულის ნიშანი ქონდა.

1998 წლიდან საქართველოს ეკონომიკაში უძრაობის ხანა იწყება, შეინიშნებოდა შეფერხებები ეკონომიკის რეფორმებში და შემცირდა ზრდის ტემპები, რომელსაც ქვეყანამ სხვადასხვა მიმართულებით მიაღწია. ამგვარი ვითარება საქართველოში 2004 წლამდე გაგრძელდა.

### *2.1.3. ეკონომიკური რეფორმების მიმოხილვა 2004- 2016 წლებში*

ვარდების რევოლუციის შემდეგ ახალი ხელისუფლება რთული საშინაო თუ საგარეო გამოწვევების წინაშე იდგა: მძიმე სოციალურ ეკონომიკური ფონი, საბიუჯეტო კრიზისი, უმუშევრობა და სხვა არასასურველი გარემოებები, რაც მაშინდელ ხელისუფლებას მემკვიდრეობით წინა ხელისუფლებისაგან ერგო. ნოემბრის ვარდების რევოლუცია ერთგვარად მიჩნეულია ეკონომიკური უძრაობის დასასრულად, ვინაიდან დაიწყო რეფორმების ახალი სერია. დახვეწას საჭიროებდა სავაჭრო-ეკონომიკური ურთიერთობების მარეგულირებელი ინსტიტუტების საქმიანობა. ამ დროისათვის განსაკუთრებულ ჩავარდნად ითვლებოდა ენერგეტიკული და საბიუჯეტო კრიზისები, აგრეთვე უმუშევრობისა და სიღარიბის მაღალი დონე. დაიწყო რადიკალური ცვლილებები სოციალურ-ეკონომიკური ინსტიტუტების ფორმირებაში, რაც პრაქტიკულად ახალი სახელმწიფოს მშენებლობის ტოლფასი იყო. კერძოდ, 2004 წლიდან გაუქმდა მშენებლობისა და ურბანიზაციის სამინისტრო, ტრანსპორტის, კავშირგაბმულობისა და ფოსტის სამინისტრო, საგზაო ფონდი, ასევე გაუქმდა ვაჭრობისა და საგერეო ეკონომიკური ურთიერთობების სამინისტრო, დასაქმების სააგენტო, ტრანსპორტის

მარეგულირებელი კომისია, კვების მონიტორინგის სამსახური და პროდუქტების ინსპექცია, გაუქმდა მცენარეთა დაცვის სამსახური და ძვირფასი ლითონების დეპარტამენტი. უპირატესობა ენიჭებოდა ქვეყანაში სამშენებლო პროცედურების გამარტივებას. დადგა ლიცენზირების პრობლემაც, რადგან ეს თავის მხვრივ, დამატებითი ხარჯების გაღებას და ძალისხმევას მოითხოვდა მეწარმე სუბიექტის მხრიდან ახალი სამეწარმეო საქმიანობის დასაწყობად. ამიტომაც იმ საქმიანობათა ჩამონათალი, რომლებიც ლიცენზირებას მოითხოვდა შემცირდა 900 დან 114-მდე. ბიზნესის განვითარების გარეშე ძლიერი ეკონომიკური სისტემის ფორმირება შეუძლებელი იყო. მოიხსნა ზომის და წონის კონტროლი და ასევე აღარ სჭირდებოდა ლიცენზია ისეთი საქმიანობების განხორციელებას, როგორც იყო პესტიციდების წარმოება, ვეტერინალური საქმიანობა და სხვა. (ჩიხლაძე და ძოწენაძე, 2013).

ეკონომიკის რეფორმა და სახელმწიფოს ინსტიტუციონალური მოწყობა თეორიულად ევროპული გამოცდილებისკენ იხრებოდა და ევროპული კანონმდებლობა ერთგვარი ორიენტირი იყო შესაბამისი საკანონმდებლო ბაზის ფორმირების პროცესში. მაგრამ პრაქტიკულად კანონმდებლობა სრულიად საპირისპიროდ ვითარდებოდა. ამის მაგალითად შეიძლება მოვიყვანოთ მაშინდელი შრომის კოდექსი რომელიც მხოლოდ დამქირავებლის პოზიციიდან ამოდიოდა და მინიმუმამდე იყო დაყვანილი დასაქმებულთა უფლებები და ინტერესები. ასევე მოხდა ერთი კონკრეტული საქმიანობის მარეგულირებელი კანონმდებლობისა და შესაბამისი უწყების მეორეთი ჩანაცვლება. ასე მაგალითად, ვარდების რეგულაციის შემდეგ ქვეყანაში გაუქმდა ანტიმონოპოლიური კანონი და მის შესაბამისი სამსახური, თუმცა შეიქმნა თავისუფალი ვაჭრობისა და კონკურენციის კანონი თავისი შესაბამისი უწყებით. სხვათაშორის, ანტიმონოპოლიური სამსახური იყო პირველი სერიოზული უწყება, რომელიც გააუქმეს რეფორმირების ამ ეტაპზე.

ამ დროისათვის, ეკონომიკის მარეგულირებელ ინსტიტუტებს შორის ყველაზე წარმატებით საქართველოს ეროვნული ბანკი ფუნქციონირებდა, მის ძირითად მიღწევად ქვეყანაში არსებული მყარი ვალუტა იყო, რომელსაც ერთადერთი საგადამხდელო საშუალების სტატუსი ქონდა და ინარჩუნებდა პოზიციებს სხვა ვალუტებთან მიმართებაში. მაგრამ მიუხედავად ეროვნული ბანკის წარმატებული

საქმიანობისა, დღის წესრიგში დადგა მისი სრული დერეგულირების საკითხი და ფუნქციური შეზღუდვა. ეროვნული ბანკის პრეროგატივაში ლარის გაცვლითი კურსის შენარჩუნება რჩებოდა. 2009 წლიდან კი წამოიჭრა კიდევ ერთი ახალი იდეა რომელიც ლარის, როგორც ერთადერთი საგადამხდელო საშუალების სტატუსის გაუქმებას გულისხმობდა და ეს ფუნქცია ლარს, დოლარსა და ევროს შორის უნდა გადანაწილებულიყო. საყურადღებოა, რომ ლარის წინა პლანზე წამოწევის საკითხი ეროვნულმა ბანკმა 2010 წლიდან კიდევ ერთხელ სცადა და დაიწყო ეკონომიკის ლარიზაციის პროცესი, რითაც ხელი შეუწყო ეროვნული ვალუტის მოქმედების არეალის გაფართოებას.

2003 წლის ვარდების რევოლუციის შემდგომ ქვეყანაში დაიწყო ინსტიტუციური გადაწყობა, რაც საბოლოო ჯამში ეკონომიკურ პოლიტიკაზეც აისახა. სახელმწიფოს განვითარების ძირითად ორიენტირად ლიბერალიზმი გამოცხადდა. კიდევ უფრო გამარტივდა ლიცენზირებისა და ნებართვების გაცემის პროცედურები. სახელმწიფომ უარი თქვა ეკონომიკის პროგნოზირების ტრადიციულ მეთოდებზე.

ლიბერალიზმის დამახასიათებელი ნიშანი კერძო საკუთრება და საკუთრების უფლების დაცვაა. საქართველოში რევოლუციის შემდგომი პერიოდი ამ მხრივ ნამდვილად ვერ გამოირჩეოდა. ერთი იყო, რომ თეორიულად ლიბერალიზმი ქვეყნის იდეოლოგიურ ბაზისად ითვლებოდა, მაგრამ რეალურად მოვლენები სრულიად საპირისპიროდ ვითარდებოდა - სახელმწიფომ უარი თქვა მომხმარებელთა ინტერესების დაცვაზე, ანტიმონოპოლიურ რეგულირებაზე, დაიწყო გადასახადების შემცირება. ყველაზე თვალშისაცემი მაინც პრივატიზების უხეში მეთოდები იყო. ხელისუფლება არ ერიდებოდა უძრავი ქონების ჩამორთმევას კერძო მესაკუთრეებისაგან სხვადასხვა გაუმართლებელი მიზეზების გამო და ახდენდა ამ ქონების გაცილებით მაღალ ფასად ინვესტორებზე გადაცემას. საკმაოდ აქტიურად დაინერგა უძრავ-მოდრავი ქონებისა თუ წილების ერთი-მეორეზე „ჩუქების“ პრაქტიკა. ლიბერალიზმი მხოლოდ იდეოლოგიურ ბაზისად რჩებოდა, ხოლო მეწარმე და მისი ინტერესები აღარავის აინტერესებდა. (ჩიხლაძე და ძოწენაძე, 2013).

ამდენად, ყოველივე ზემოთ ჩამოთვლილი ცხადყოფს, რომ 2007 წლიდან განხორციელებული ეკონომიკური რეფორმები ლიბერალიზმის არანაირ ჩარჩოში არ

ჯდებოდა. ქვეყანაში იქმნებოდა მძიმე სოციალურ-ეკონომიკური ფონი და ამის განეიტრალებისათვის საჭირო იყო რადიკალური ცვლილებების განხორციელება. ამას კი რიგგარეშე საპრეზიდენტო არჩევნები მოჰყვა, რაც თავის მხვრივ, უზარმაზარ ადმინისტრაციულ ხარჯებთან და ეკონომიკური აქტივობების შემცირებასთან არი დაკავშირებული. რიგგარეშე საპრეზიდენტო არჩევნების მიზეზი ქვეყანაში შექმნილი პოლიტიკური კრიზისი იყო, რომელსაც წინ უძღოდა 2007 წლის 3 ნოემბრის მასობრივი საზოგადოებრივი პროტესტი. პოლიტიკური კრიზისი, თავის მხვრივ, აისახა ქვეყნის ეკონომიკაზეც, ვინაიდან ხელისუფლების მთელი ყურადღება პოლიტიკური დამაბულობის გამუხტვისაკენ იყო მიმართული. მოვლენების ამგვარად განვითარებას არც საზოგადოება და არც თავად მაშინდელი ხელისუფლება არ ელოდა, საზოგადოებრივი უკმაყოფილება რევოლუციის შემდგომ გაცემულმა დაპირებებმა გამოიწვია. მოლოდინი ერთობ მაღალი იყო შედეგად კი ხალხს გაცემული დაპირებები შემორჩა. დაპირებების ნუსხა ითვალისწინებდა გადასახადების ზრდას მხოლოდ რეფერენდუმით, დამატებითი მარეგულირებელი ინსტიტუტების მუშაობის აკრძალვას, ფასების კონტროლზე უარის თქმას სახელმწიფოს მხრიდან და ა.შ.

2012 წლის საპარლამენტო არჩევნების შემდეგ ხელისუფლებაში ახალი ძალა მოვიდა. ახალი ხელისუფლების პირობებში შემდეგ მკვეთრად გაუმჯობესდა ვითარება საკუთრების უფლებების დაცვის კუთხით. ეკონომიკა აგრძელებდა განვითარებას მოკრძალებული, თუმცა სტაბილური ტემპებით. თუმცა 2015 წელს რეგიონში პოლიტიკური და ეკონომიკური სიტუაციის გაურესებამ უარყოფითი გავლენა მოახდინა საქართველოს ეკონომიკაზე. 2015-2016 წლების განმავლობაში ეროვნული ვალუტა დაახლოებით 40%-ით გაუფასურდა. ასევე მკვეთრად შემცირდა ექსპორტი, ვინაიდან საქართველოს ძირითად საექსპორტო ბაზრებს მეზობელი ქვეყნები წარმოადგენენ.

ჩვენი ქვეყნისათვის უმუშევრობა ყოველთვის სერიოზულ პრობლემას წარმოადგენდა. საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მონაცემებით, 2012 წელს უმუშევრობის დონე საქართველოში 15% იყო, ხოლო 2015 წელს კი 12%-მდე დაიწია. ამ კუთხით საქართველოში პოზიტიური მიმართულება შეინიშნება.

ქვეყნის ძირითად იდეურ ბაზად კვლავ ლიბერალიზმი რჩება. ნიშანდობლივია, რომ ლიბერალიზმს და მასზე დაფუძნებულ ეკონომიკურ სისტემას ალტერნატივა არ აქვს, მაგრამ მისი პრინციპული დანერგვა შესაბამის ორგანოებისა და ინსტიტუტების არსებობის გარეშე შეუძლებელია. ამ ყველაფრისათვის კი საკმაოდ დიდი დრო და რესურსებია საჭირო.

საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტები წარმეტებულად მიიჩნევენ საქართველოში წლების მანძილზე განხორციელებულ მაკროეკონომიკურ რეფორმებს, მაგრამ თვლიდნენ რომ უცხოური ინვესტიციების სიმცირე ქვეყანაში არასახარბიელო ბიზნეს გარემოს ქმნიდა. ამიტომ საჭირო იყო სტრუქტურული ღონისძიებების განხორციელება. შემფოთების მთავარი საგანი მოუწესრიგებელი საგადასახადო ბაზა და სუსტი იურიდიული ორგანიზაციები ითვლებოდა. აგრეთვე, სახელმწიფოს ზედმეტად ჩარევა დამოუკიდებელი ბიზნეს-სუბიექტების საქმიანობაში, საკუთრების უფლების დაცვის სახელმწიფო უზრუნველყოფა და სხვა - ეს იმ ფაქტორთა მცირე ჩამონათვალია, რაც მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შემოდინებაზე. (EPRC, ეკონომიკური პოლიტიკის კვლევის ცენტრი, 2013).

ბიზნეს გარემოს ანალიზი მოიცავს ასევე მასპინძელი ქვეყნის პოლიტიკური სტაბილურობის ანალიზს. გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ფულის ინვესტირების დროს დიდი ყურადღება ეთმობა ქვეყნის პოლიტიკურ მდგომარეობას, ვინაიდან ის დაკავშირებულია ორი სახის რისკთან. პირველი შიდა არასტაბილურობასა და კომფლიქტს უკავშირდება, რაც მომგებიანობის შემცირებას გამოიწვევს. ხოლო მეორე, უშუალოდ ვალუტასთანაა დაკავშირებული და გულისხმობს კომფლიქტური სიტუაციების დროს ვალუტის გაცვლითი კურსის კლებას, რაც საბოლოოდ იმ ქვეყანაში დაბანდებული ფულისა თუ მოგების ღირებულების კლებას გამოიწვევს.

## § 2.2. ძირითადი მაკროეკონომიკური ინდიკატორების მიმოხილვა

### 2.2.1. მთლიანი შიდა პროდუქტი და ინფლაცია

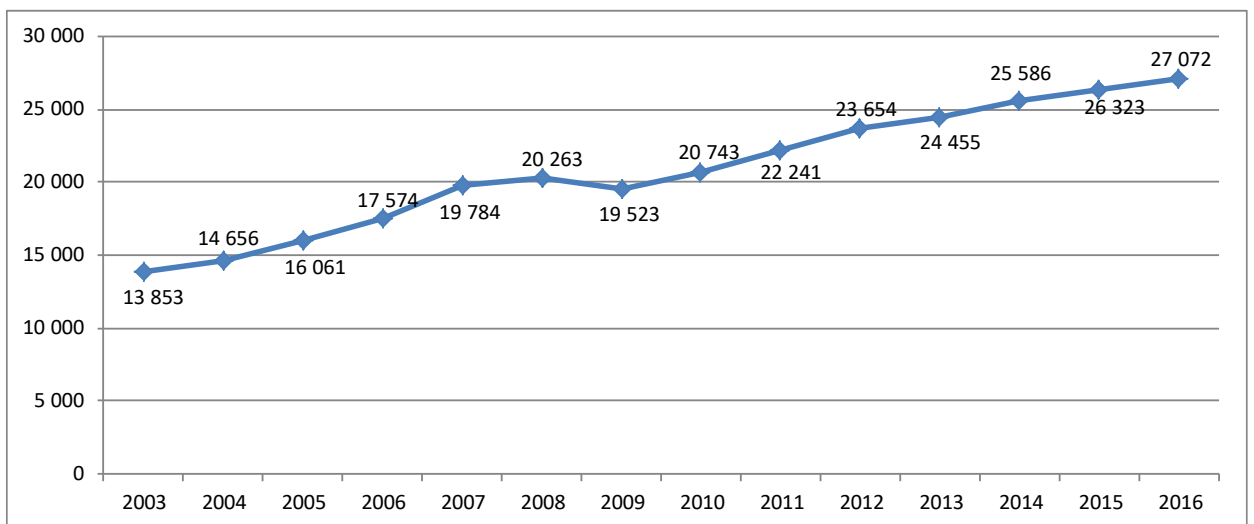
საბჭოთა კავშირის შემადგენლობაში ყოფნის დროს, საქართველო ცხოვრების დონის მიხედვით ერთ-ერთი ყველაზე მოწინავე რესპუბლიკა გახლდათ. დამოუკიდებლობის გამოცხადების შემდეგ კი (1990-იანი წლებიდან) სოციალურ-ეკონომიკურ ფონმა მნიშვნელოვანი რეგრესია განიცადა. 1991 წელს ჩვენი ქვეყნის ეკონომიკაში მთლიანი შიდა პროდუქტის (დაახლოებით) 22%-ი შემცირება დაფიქსირდა. ხოლო შემდეგ წელს კი მშპ-ს ვარდნამ 45%-ს მიაღწია. ეკონომიკის დაღმასვლის კუთხით, არც 1993-1994 წლები იყო გამონაკლისი. თუმცა, უკვე 1995 წლიდან საქართველო ეკონომიკური მდომარეობის გამოსწორების გზას დაადგა: მშპ-მ 2,6%-ნი ზრდა განიცადა, ხოლო ინფლაცია 157,4% დაფიქსირდა, რაც გაცილებით უკეთესი მაჩვენებელი გახლდათ წინა წლებთან შედარებით. მომდევნო წლებში კი (1996-1997) ეკონომიკური გარემო კიდევ უფრო გაუმჯობესდა, რაც მთლიანი შიდა პროდუქტის თითქმის 24 პროცენტთან ზრდაში გამოიხატებოდა. (ჩიხლაძე და მოწინაძე, 2013). ჩვენი აზრით, აღნიშნული მიღწევები დაკავშირებულია საქართველოს იმდროინდელ პრეზიდენტ ედუარდ შევარდნაძესთან, რომელიც საკმაოდ დიდი ავტორიტეტით და პოპულარულობით სარგებლობდა მსოფლიო პოლიტიკოსთა არენაზე. სწორედ ე.შევარდნაძის მმართველობის დროს დაიწყო საქართველომ ევროპისა და ევროატლანტიკურ სტრუქტურებში გაწევრიანების მცდელობა. იმჟამინდელი ხელისუფლება აქტიურად შეუდგა საქართველოს საერთაშორისო ასპარეზზე დამკვიდრების გზას როგორც დამოუკიდებელი და პროდასავლური ღირებულებების მქონე დემოკრატიული სახელმწიფო. ამ ყველაფერმა, შედაგად, ამაღლა საქართველოს სტაბილურობის რეიტინგი მსოფლიო ბაზარზე, შეამცირა ქვეყნის რისკები და ხელი შეუწყო პოტენციურ უცხოურ ინვესტიციების შემოდინებას საქართველოში.

1996-1997 წლებში საქართველომ საგრძნობლად გააუმჯობესა ისეთი მაკროეკონომიკური პარამეტრების მაჩვენებლები, როგორცაა (მაგალითად) ინფლაციის წლიური ტემპი. აღნიშნულ წლებში ინფლაციის დონე 13,5 და 7,3 პროცენტები იყო, შესაბამისად. ამან კი, სხვა დადებით პოლიტიკურ-ეკონომიკურ

მოვლენებთან ერთად, პოზიტიური ზეგავლენა იქონია საქართველოს შემდგომი განვითარებისათვის. 1998-2002 წლების განმავლობაში, ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელი შეიცვალა და წლიურ 2%-მდე დაეცა. სამაგიეროდ, 2003 წელს, საკმაოდ რთული შიდა-ქვეყნიური მოვლენების მიუხედავად, მშპ-ის ზრდა 10%-ზე მეტი დაფიქსირდა. თუ გამოვრიცხავთ 2008-2009 წლების უკიდურესად რთულ ეკონომიკურ მდგომარეობას, საქართველოს ეკონომიკური ზრდის დონე შემდეგ წლებშიც საკმაოდ მაღალი გახლდათ. 2008 წელს, ცნობილი მოვლენების გამო (რუსეთ-საქართველოს ომი), მშპ-ს ზრდამ მხოლოდ 1,9%-ს მიაღწია, ხოლო მომდევნო წელს კი 3,9%-ით შემცირდა (ჩიხლაძე და ძოწენაძე, 2013).

მნიშვნელოვანია, აგრეთვე, აღვნიშნოთ, რომ გარდა რუსეთ-საქართველოს ომისა, 2008-2009 წლების რეცესიის ხელშემწყობი ფაქტორი გლობალური ფინანსური კრიზისი გახლდათ, რომელმაც ძირეული ცვლილებები მოახდინა მსოფლიოს ფინანსურ ბაზრებზე. მართალია, საქართველომ შედარებით მსუბუქი და ირიბი დარტყმა მიიღო ფინანსური კრიზისისგან, მაგრამ ამ ყველაფერმა მაინც ნეგატიურად აისახა ჩვენი ქვეყნის ეკონომიკაზე. განსაკუთრებით კი აღსანიშნავია ჩვენი მნიშვნელოვანი სავაჭრო და ეკონომიკური პარტნიორი ქვეყნების მდგომარეობა (რუსეთი, აზერბაიჯანი, თურქეთი და ევროპის რიგი ქვეყნები), სადაც გლობალურმა ფინანსურმა კრიზისმა უფრო მკვეთრი გამოვლინება ჰპოვა.

**გრაფიკი №1: მთლიანი შიდა პროდუქტი მუდმივ 2010 წლის ფასებში (2003-2016)**



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური და საქართველოს ეროვნული ბანკი <http://www.nbg.gov.ge/> და <http://geostat.ge/> გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 01. 03.2018



2013 წლის კვლევის მიხედვით (ჩიხლაძე და მოწენაძე, 2013, გვ. 56) საქართველოს 2010-2012 წლების ეკონომიკური მდგომარეობა შემდგომად არი აღწერილი: „2008 წლის მესამე კვარტლიდან დაწყებული რეცესია 2010 წლის პირველ კვარტალში რეალური მშპ-ის 3.7 პროცენტისი ზრდით შეიცვალა. 2010 წელი საქართველოსთვის ეკონომიკური კრიზისის შედეგების დაძლევის პერიოდი იყო. წლის განმავლობაში ქვეყნის რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტი 6.3 პროცენტით გაიზარდა, 2009 წლის პირველ ნახევარში ეკონომიკური კლება უპრეცედენტოდ მაღალი იყო. ეკონომიკის იმ სექტორებმა, რომლებშიც 2009 წელს საგრძნობი კლება დაფიქსირდა (ვაჭრობა, დამამუშავებელი მრეწველობა, მშენებლობა) 2010 წელს მაღალი რეალური ზრდა აჩვენეს და მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანეს ეკონომიკურ ზრდაში. კრიზისამდელ პერიოდში მშპ-ის ზრდას, ძირითადად გაზრდილი „ხარჯები საბოლოო მოხმარებაზე“ განაპირობებდა, რაც ძირითადად უცხოური კაპიტალის შემოდინებით ფინანსდებოდა. აღსანიშნავია, რომ 2010 წელს ეკონომიკური ზრდის აღნიშნული მოდელი შეიცვალა და ზრდის ძირითადი მამოძრავებელი „საქონლისა და მომსახურების ექსპორტი“ გახდა. ეს ფაქტი უფრო მდგრადი ზრდის წინაპირობაა და, შესაბამისად, ეკონომიკური და ფინანსური სტაბილურობის მხრივ ნაკლები რისკების შემცველია. 2011 წელს საქართველოს ეკონომიკის მნიშვნელოვანი ზრდა დაფიქსირდა. რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის წლიურმა მაჩვენებელმა 7 პროცენტს მიაღწია. 2012 წელს ქვეყნის რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტი 6.1 პროცენტით გაიზარდა.

საქართველოს ეკონომიკა მაღალი ტემპებით 2012 წლის პირველი სამი კვარტლის განმავლობაში იზრდებოდა. წლის ბოლოს ზრდის ტემპმა იკლო, რაც განსაკუთრებით მკვეთრად მეოთხე კვარტალში გამოვლინდა, როდესაც ზრდამ 2.8 პროცენტი შეადგინა. აღნიშნული ფაქტი შეგვიძლია ავხსნათ იმით, რომ 2012 წლის 1 ოქტომბერს საქართველოში ჩატარდა საპარლამენტო არჩევნები, რის შემდგომაც ქვეყანაში შეიცვალა საპარლამენტო უმრავლესობა და მმართველი ხელისუფლება. როგორც წესი, ნებისმიერ ქვეყანაში წინასაარჩევნო პერიოდი გამოირჩევა ინვესტიციების და ეკონომიკური აქტივობის შემცირებით. ამის მიზეზი კი ის არის, რომ წინასაარჩევნო პერიოდის დროს იგრძნობა ინვესტორთა შფოთვა და

გაურკვევლობა ქვეყნის პოლიტიკურ მომავალთან მიმართებაში. შესაბამისად, ბიზნესისთვის უფრო მიზანშეწონილია დაელოდოს მოვლენების განვითარებას.

საქართველოს ეკონომიკის წინსვლა 2013-2016 წლებშიც გაგრძელდა. კერძოდ კი, როგორც ცხრილი №1 გვიჩვენებს, მშპ-ის 3-5% რეალური ზრდა დაფიქსირდა აღნიშნული პერიოდის მანძილზე. რაც შეეხება ერთ სულ მოსახლეზე მშპ-ს მაჩვენებელს, იგი 3600-დან 3865 აშშ დოლარამდე გაიზარდა (მიმდინარე ფასებში) 2013-2016 წლებში, რაც დაახლოებით 7.3% ზრდის მანიშნებელია.

**ცხრილი №1: საქართველოს ძირითადი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები 2010-2016 წლებში**

|   | 2010   | 2011   | 2012   | 2013   | 2014   | 2015   | 2016   |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| მშპ მიმდინარე ფასებში, მლნ. ლარი              | 20 743 | 24 344 | 26 167 | 26 847 | 29 150 | 31 756 | 34 028 |
| მშპ მუდმივ 2010 წლის ფასებში, მლნ. ლარი       | 20 743 | 22 241 | 23 654 | 24 455 | 25 586 | 26 323 | 27 072 |
| მშპ-ის რეალური ზრდა, პროცენტული ცვლილება      | 6%     | 7%     | 6%     | 3%     | 5%     | 3%     | 3%     |
| მშპ დეფლატორი, პროცენტული ცვლილება            | 9%     | 9%     | 1%     | -1%    | 4%     | 6%     | 4%     |
| მშპ ერთ სულზე (მიმდინარე ფასებში), ლარი       | 4 676  | 5 447  | 5 818  | 5 988  | 6 492  | 8 551  | 9 146  |
| მშპ ერთ სულზე (მიმდინარე ფასებში), აშშ დოლარი | 2 623  | 3 231  | 3 523  | 3 600  | 3 676  | 3 767  | 3 865  |
| მშპ მიმდინარე ფასებში, მლნ. აშშ დოლარი        | 11 637 | 14 439 | 15 847 | 16 140 | 16 508 | 13 988 | 14 378 |

წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური [www.geostat.ge](http://www.geostat.ge); გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 07. 03.2018

რაც შეეხება მშპ-ს დეფლატორის მაჩვენებელს, 2011-2013 წლებში კლებადი ტენდენცია შეინიშნება. 2013 წლის ბოლოს უარყოფითი ნიშნულიც კი დაფიქსირდა. რაც იმაზე მიუთითებს, რომ ამ წელს ინფლაციის დონე შემცირდა, მომატების ნაცვლად. თუმცა, როგორც ცხრილი #2 გვიჩვენებს, მომდევნო წლებში საგრძნობლად იმატა და 4-6 პროცენტს მიაღწია 2014-2015 წლებში, შესაბამისად.

სამომხმარებლო ფასების ინდექსის საშუალო წლიურის მონაცემებით, ინფლაციის მაქსიმალური დონე 2011 წელს დაფიქსირდა, როგორც ცხრილ #3-შია წარმოდგენილი. ხოლო 2012 წელს საგრძნობლად შემცირების შემდეგ, კვლავ აღმასვლა შეინიშნება 2013-2015 წლების მიხედვით.

**ცხრილი №2: სამომხმარებლო ფასების ინდექსი (ინფლაცია)**

|   | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| საშუალო წლიური წინა წლის საშუალო წლიურთან | 109  | 110  | 102  | 107  | 109  | 99   | 100  | 103  | 104  | 102  |
| დეკემბერი წინა წლის დეკემბერთან           | 111  | 106  | 103  | 111  | 102  | 99   | 102  | 102  | 105  | 102  |

წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური. გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 07. 04.2018

საქართველოს ეროვნული სტატისტიკის სამსახურის ინიციატივით 2012 წლიდან სამომხმარებლო კალათაში შემცირდა სურსათის ხვედრითი წილი. ზოგადად, ნაკლებად განვითარებულ ან/და განვითარებად ქვეყნებში, სურსათის ხვედრითი წილი სამომხმარებლო კალათაში საკმაოდ მაღალია. აქედან გამომდინარე, მაღალია ურთერთკავშირი ინფლაციის მაჩვენებელსა და სურსათის ფასების ცვლილებას შორის. თავის მხვრივ, სურსათის ფასები მნიშვნელოვანი ცვლილებებით ხასიათდება საერთაშორისო ბაზრებზე, რაც ინფლაციაზე აისახება საერთო ჯამში. ანუ ინფლაციის მერყეობა გარკვეულწილად სურსათის ფასების ცვლილებით არი გამოწვეული. (ჩიხლაძე და ძოწენაძე, 2013)

### *2.2.2. საგარეო ვაჭრობა, საგარეო ვალი და ვალუტის გაცვლითი კურსი*

ეკონომიკის თეორიაში, ქვეყნის ერთ-ერთ ყველაზე დიდ რისკ-ფაქტორად ითვლება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი. შესაბამისად, უპრიანი იქნება თუ ამ კუთხითაც გავაკეთებთ საქართველოს ბოლო წლების მოკლე ანალიზს.

ცხრილი №3-ის მიხედვით, 2011-2014 წლებში შეინიშნება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის მატება, სადაც 2014 წელს უარყოფითი სალდო პიკს აღწევს - 5,741 მილიონი აშშ დოლარი. ეს გარკვეულწილად, გამოწვეული იყო ლარის მაღალი გაცვლითი კურსით (გრაფიკი №1), ვინაიდან ადგილობრივი ვალუტის გაცვლითი კურსის სიძლიერე სხვა ვალუტებთან მიმართებაში სტიმულს აძლევს იმპორტის ზრდას. თავის მხვრივ კი, იმპორტის ზრდა ნეგატიურად მოქმედებს ქვეყნის სავაჭრო ბალანსზე (ცხრილი №3). მართლაც, 2011-2014 წლების მანძილზე შეიმჩნევა იმპორტის მზარდი ტენდენცია, რაც საგარეო ვაჭრობის ნეგატიურ სალდოშიც აისახება. (ჩიხლაძე და ძოწენაძე, 2013)

ცხრილი №3: საგარეო სავაჭრო ბრუნვა და საგარეო ვაჭრობის სალდო, 2010-2016 წლები (მლნ. აშშ დოლ.)

|  | 2010  | 2011  | 2012  | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| საგარეო სავაჭრო ბრუნვა                 | 6913  | 9259  | 10433 | 10933 | 11463 | 9505  | 9408  |
| საქონლის რეგისტრირებული ექსპორტი (FOB) | 1677  | 2186  | 2377  | 2910  | 2861  | 2205  | 2113  |
| საქონლის რეგისტრირებული იმპორტი (CIF)  | 5236  | 7072  | 8056  | 8023  | 8602  | 7300  | 7295  |
| საგარეო ვაჭრობის სალდო                 | -3559 | -4886 | -5680 | -5112 | -5741 | -5096 | -5182 |
| ექსპორტი რეექსპორტის გარეშე            | 1380  | 1693  | 1606  | 1812  | 1873  | 1637  | 1657  |

წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, გადამოწმებულია ჩვენ სმიერ 15.02.18

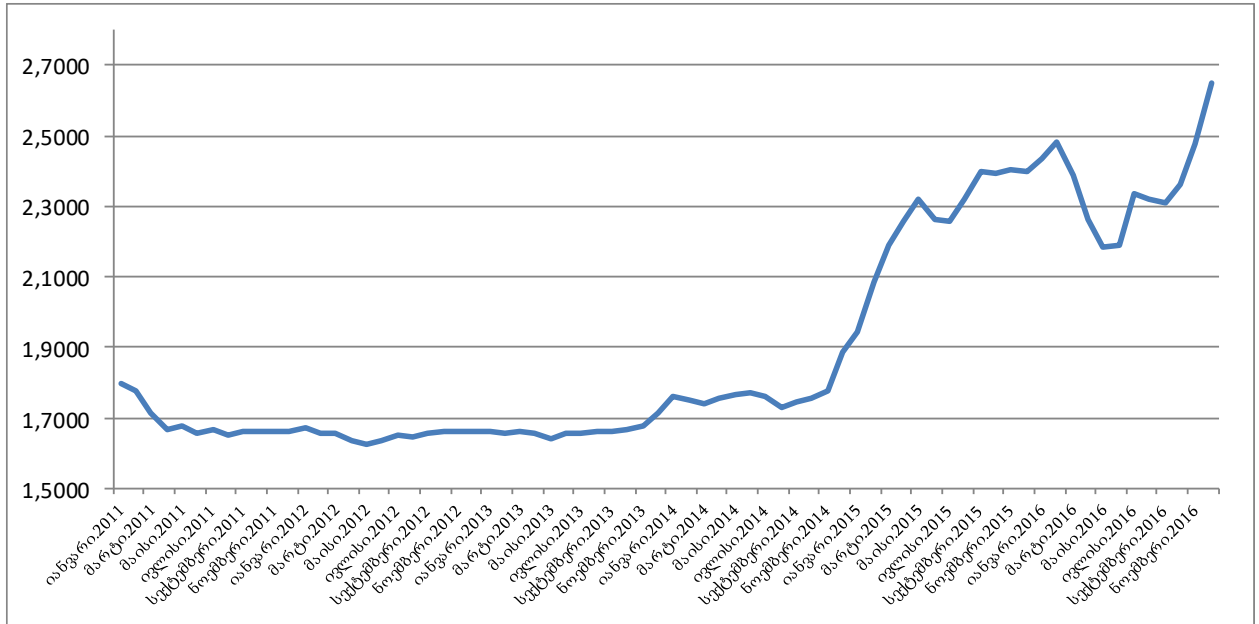
ამავე ცხრილის (№ 3) მიხედვით, 2015 წელს კლება განიცადა ქვეყნის ექსპორტ-იმპორტმა, რამაც საბოლოო ჯამში საგარეო ვაჭრობის ნეგატიური სალდო გააუმჯობესა წინა წელთან შედარებით და -5096 მლნ. აშშ დოლარი შეადგინა. 2016 წელს ამ მიმართლებით მნიშვნელოვანი ცვლილებები არ შეინიშნება.

2015 წელს მკვეთრად გაუფასურდა ლარის გაცვლითი კურსი (დაახლოებით 40%-მდე), რამაც გამოიწვია იმპორტის შემცირება 1302 მლნ. აშშ დოლარით, ანუ დაახლოებით 15%-ით. გარდა ამისა, რეგიონში პოლიტიკურ-ეკონომიკური ფონის გაუარესებამ და არასტაბილურობამ მნიშვნელოვნად იმოქმედა ჩვენი ქვეყნის ექსპორტის მაჩვენებელზე. ეს საკმაოდ ლოგიკურად გახლავთ, ვინაიდან საქართველოსთვის ძირითად საექსპორტო ბაზრებს სწორედ რომ რეგიონის (მეზობელი) ქვეყნები წარმოადგენენ. შედეგად, უკვე 2016 წელს, 2014 წელთან შედარებით, ექსპორტის მაჩვენებელი შემცირდა 26%-ით და გაუტოლდა თითქმის 2011 წლის მაჩვენებელს. როგორც გრაფიკი №2 ცხადყოფს, ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურება 2016 წელშიც გრძელდება და თითქმის 2.7 ნიშნულს უტოლდება (GEL/USD), რამაც კიდევ უფრო ნეგატიურად იმოქმედა ქვეყნის ეკონომიკაზე.

2015-2016 წელს ქართული ვალუტის გაუფასურება დიდწილად იყო დაკავშირებული საგარეო ფაქტორებთან. ამერიკული დოლარი გამყარდა ჩვენი რეგიონის პრაქტიკულად ყველა ვალუტასთან მიმართებაში: რუსული რუბლი, თურქული ლირა, აზერბაიჯანული მანათი, უკრაინული გრივნა და სომხური დრამი. აგრეთვე, აღსანიშნავია, რომ დოლარი გამყარდა ევროსთან და სხვა წამყვან ვალუტებთან მიმართებაშიც. მსოფლიო ბაზარზე დოლარის გამყარებამ გამოიწვია

ლარის გაუფასურება დოლართან მიმართებაში. ამ ყველაფერს დაემატა რეგიონის არასტაბილური მდგომარეობა, რომელიც გამოწვეული იყო უკრაინაში მიმდინარე ომით და რუსეთისთვის სანქციების დაწესებით დასავლეთის ქვეყნების მიერ.

გრაფიკი №2: ოფიციალური გაცვლითი კურსი საქართველოში GEL/USD (2011-2016 წწ.)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი [www.nbg.ge](http://www.nbg.ge) გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 27.02. 2018

რეგიონალურმა და ადგილობრივმა ეკონომიკურმა კრიზისებმა, შესაძლოა შეამციროს კაპიტალის ნაკადები (მაგ. ქვეყნის ექსპორტი, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და სხვა). განსაკუთრებით კი ეს თვალსაჩინოა ისეთი პატარა და განვითარებადი ქვეყნების მაგალითზე, როგორც საქართველოა. ამიტომაც, არც თუ ისე იშვიათად მიმართავენ სხვადასხვა საერთაშორისო ინსტიტუტებსა და პარტნიორ ქვეყნებს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის აღმოსაფხვრელად. სანაცვლოდ კი იზრდება საგარეო ვალი. როგორც ცხრილი №4 გვიჩვენებს, საქართველოს მთლიანი საგარეო ვალი წლების მანძილზე იზრდებოდა. 2015 წლისთვის კი აღემატებოდა 15 მილიარდ აშშ დოლარს. ხოლო 2016 წლისათვის ეს მაჩვენებელი თითქმის 15.8 მილიარდ აშშ დოლარს შეადგენს (იხილეთ ცხრილი №4). აღნიშნული საგარეო ვალის დაახლოებით 2/3 მოდის სამთავრობო სექტორსა და არასაფინანსო კორპორაციებზე, ხოლო საბანკო სექტორის ხვედრითი წილი 1/5 შეადგენს.

**ცხრილი №4: მთლიანი საგარეო ვალი 2011-2016 წლები (ათასი აშშ დოლარი)**

|                                   | 2011              | 2012              | 2013              | 2014              | 2015              | 2016              |
|-----------------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| სამთავრობო სექტორი                | 3 695 195         | 4 250 558         | 4 190 599         | 4 255 819         | 4 390 341         | 4 677 798         |
| ეროვნული ბანკი                    | 815 400           | 582 320           | 338 205           | 251 759           | 219 244           | 200 281           |
| ბანკები                           | 2 119 618         | 2 468 535         | 2 646 886         | 2 683 354         | 2 957 126         | 2 974 359         |
| სხვა სექტორები                    | 2 239 384         | 3 327 974         | 3 471 499         | 3 586 600         | 4 503 475         | 5 430 808         |
| არასაბანკო საფინანსო კორპორაციები | 99 329            | 171 596           | 186 880           | 219 910           | 246 936           | 254 879           |
| არასაფინანსო კორპორაციები         | 2 140 055         | 3 156 378         | 3 284 619         | 3 366 689         | 4 256 539         | 5 175 929         |
| კომპანიათაშორისი სესხები          | 2 724 935         | 2 662 851         | 2 648 357         | 3 074 086         | 3 012 955         | 2 505 546         |
| <b>მთლიანი საგარეო ვალი</b>       | <b>11 594 532</b> | <b>13 292 238</b> | <b>13 295 547</b> | <b>13 851 617</b> | <b>15 083 141</b> | <b>15 788 793</b> |

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი [www.nbg.ge](http://www.nbg.ge) გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 23.02. 2018

შეჯამებისთვის შეიძლება ითქვას, რომ ჩვენი ქვეყნის მიმდინარე ანგარიში კვლავინდებურად ნეგატიურია, რაც იმაზე მიგვანიშნებს, რომ გაცილებით მეტი ღირებულება გაედინება, ვიდრე შემოედინება საქართველოში. განსაკუთრებით აღსანიშნავია მზარდი მიმდინარე და საქონლის ქვეანგარიშების დეფიციტები, რაც თავის მხრივ, გამოწვეულია სამამულო სამრეწველო სექტორის განვითარების დაბალი დონით (ცხრილი №5).

**ცხრილი №5: მიმდინარე ანგარიშის და წმინდა სესხება მლნ. აშშ დოლარი (2007-2016 წწ.)**

|   | 2007          | 2008          | 2009        | 2010          | 2011          | 2012          | 2013        | 2014          | 2015          | 2016          |
|---|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|---------------|-------------|---------------|---------------|---------------|
| მიმდინარე ანგარიში                                      | -1 992        | -2 811        | -1 141      | -1 199        | -1 843        | -1 854        | -935        | -1 764        | -1 684        | -1 841        |
| საქონელი  | -2 889        | -3 837        | -2 417      | -2 628        | -3 500        | -4 226        | -3 506      | -4 286        | -3 952        | -3 883        |
| მომსახურება   | 172           | 25            | 352         | 548           | 754           | 1 115         | 1 422       | 1 309         | 1 472         | 1 633         |
| პირველადი შემოსავალი                                    | 36            | -59           | -44         | -218          | -426          | -150          | -317        | -221          | -323          | -714          |
| მეორადი შემოსავალი                                      | 688           | 1 060         | 968         | 1 098         | 1 329         | 1 408         | 1 466       | 1 434         | 1 120         | 1 122         |
| კაპიტალის ანგარიში                                      | 83            | 107           | 178         | 198           | 146           | 132           | 133         | 108           | 62            | 56            |
| <b>წმინდა დაკრედიტება(+)</b> / <b>წმინდა სესხება(-)</b> | <b>-1 909</b> | <b>-2 705</b> | <b>-964</b> | <b>-1 001</b> | <b>-1 697</b> | <b>-1 722</b> | <b>-803</b> | <b>-1 656</b> | <b>-1 622</b> | <b>-1 785</b> |

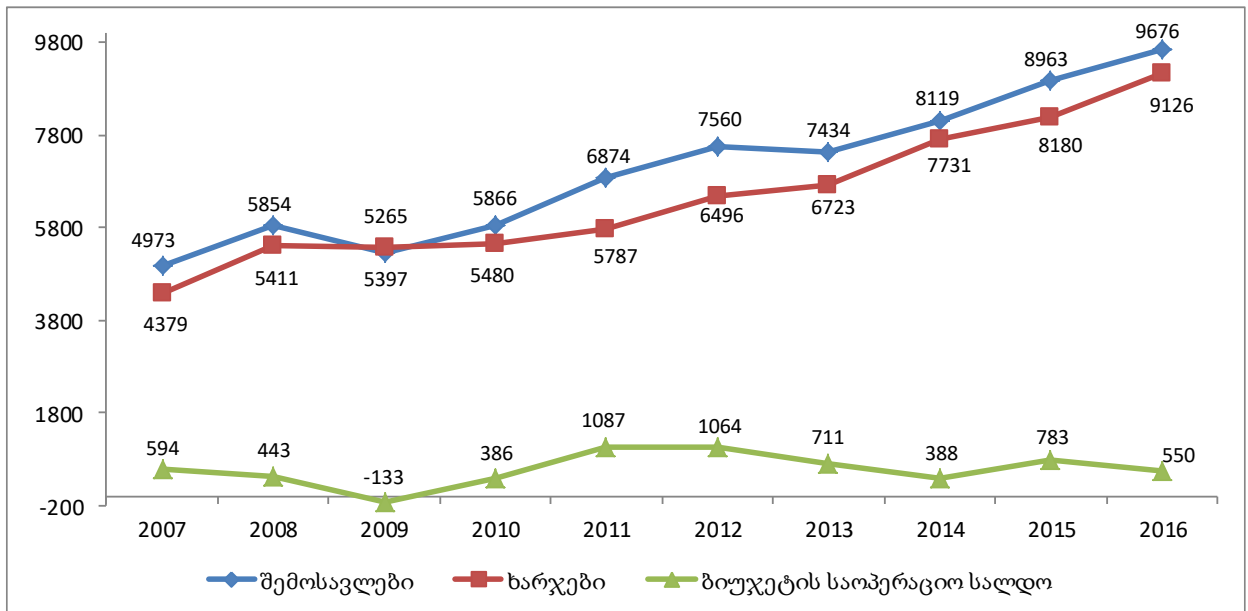
წყარო: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304#sagareoseqtori> საქართველოს ეროვნული ბანკი; გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 03.03. 2018

**2.2.3. ნაერთი ბიუჯეტი, შემოსავლები და ხარჯები**

2016 წლის მონაცემების მიხედვით, კონსოლიდირებული ბიუჯეტის მთლიანმა შემოსავლებმა 9,676 მილიონი ლარი შეადგინა, რაც 7.9%-იანი ზრდაა 2015 წლის ანალოგიურ მაჩვენებელთან შედარებით, ხოლო მთლიანმა ხარჯებმა 9,126 მილიონი ლარი, რაც 11.5%-იან ზრდას წარმოადგენს 2015 წლის შესაბამის მონაცემთან

შედარებით. შედეგად, 2016 წელს შემცირდა საოპერაციო სალდო 233 მილიონი ლარით და შეადგინა 550 მილიონი ლარი (გრაფიკი №3). ხოლო 2014-2015 წლებს თუ შევადრით ერთმანეთს, ბიუჯეტის საოპერაციო სალდო გაიზარდა 395 მილიონი ლარით 2015 წლის ბოლოს, ვინაიდან აღნიშნულ წლებში ნაერთი შემოსავლების პროცენტული ზრდა (10%) აღემატებოდა ნაერთი ხარჯების პროცენტულ ზრდას (5.8%) (იხილეთ ცხრილი №6).

გრაფიკი №3: ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლები, ხარჯები და სალდო, მლნ. ლარი (2007-2016)



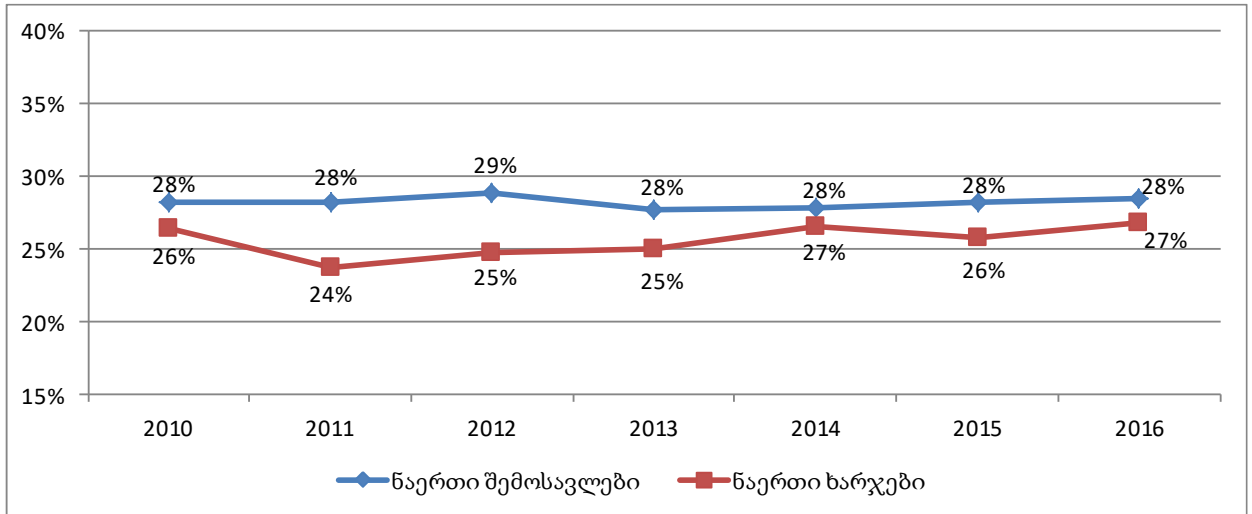
წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 08.03.18

როგორც ეკონომიკური პოლიტიკის კვლევის ცენტრის (EPRC) ნაშრომშია (2012 წლის მიმოხილვა: საქართველოს ეკონომიკის პერსპექტივა, გვ. 33) აღნიშნული, სხვადასხვა ემპირიული კვლევა ადასტურებს, რომ: „სამთავრობო ხარჯების მთელი მოცულობა ეფექტიანობის მაქსიმალურ დონეს აღწევს, როდესაც მშპ-ის 13-14%-ს შეადგენს. მშპ-ში სამთავრობო ხარჯების ყოველი დამატებითი პროცენტული წილი ეკონომიკური ზრდის ტემპის 0.1-0.4%-იან შენელებას იწვევს. როდესაც ხარჯები მშპ-ის 30%-ს აღწევს, ისინი უარყოფითად მოქმედებს ზრდაზე, ანუ, სამთავრობო ხარჯების უმნიშვნელო ზრდა ეკონომიკის ზრდაზე დადებითად არ აისახება“.

როგორც გრაფიკი №4 ქვემოთ აჩვენებს საქართველოს ნაერთი შემოსავლები 2010 წლიდან მოყოლებული სტაბილურად 28%-ს შეადგენს მიმდინარე მთლიან შიდა

პროდუქტთან მიმართებაში, ხოლო ხარჯები მერყეობს 24%-27% პროცენტის ფარგლებში.

გრაფიკი №4: კონსოლიდირებული შემოსავლები და ხარჯები მშპ-თან მიმართებაში



წყარო: [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=313&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=313&lang=geo) საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 08.03.2018

ცხრილი №6: წითელი ბიუჯეტის შემოსავლები, ხარჯები და საოპერაციო სალდო, მლნ. ლარი

|                           | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| შემოსავლები               | 4973 | 5854 | 5265 | 5866 | 6874 | 7560 | 7434 | 8119 | 8963 | 9676 |
| ხარჯები                   | 4379 | 5411 | 5397 | 5480 | 5787 | 6496 | 6723 | 7731 | 8180 | 9126 |
| ბიუჯეტის საოპერაციო სალდო | 594  | 443  | -133 | 386  | 1087 | 1064 | 711  | 388  | 783  | 550  |

წყარო: [http://geostat.ge/?action=page&p\\_id=313&lang=geo](http://geostat.ge/?action=page&p_id=313&lang=geo) საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 08.03.2018

საქართველოს მაკროეკონომიკური ინდიკატორების სხვადასხვა ფაქტორებით ცვლილების შედეგების მიხედვით მნიშვნელოვანია ვიმსჯელოთ ფინანსური ინტეგრაციის დონეზე და როლზე საქართველოს გარდამავალ ეკონომიკაში, რომელიც ქვემოთ იქნება განხილული.

### § 2.3. საქართველოს ფინანსური ინტეგრაციის მიმოხილვა

ქვეყნის ფინანსური ინტეგრაციის დონე ასახავს: როგორია მისი მაკროეკონომიკური პოლიტიკა, საინვესტიციო გარემო, ეკონომიკური ზრდის პერსპექტივები, სტაბილურობის ინდიკატორები, და რაც მთავარია, რამდენად დასაშვებია უცხოური ფინანსური ნაკადების თავისუფლად შემოსვლა და გასვლა. ამ



თვალსაზრისით, საქართველო მსოფლიოს ყველაზე ლიბერალური და გახსნილი ქვეყნების რიგებშია. უნდა აღინიშნოს რომ 2000 წლამდე უცხოური ფინანსური ნაკადების მოძრაობა ძალიან მცირე იყო, რაც პირველ რიგში უკავშირდება ქვეყნის ნაკლებად მიმზიდველ საინვესტიციო კლიმატს. გავრცელებული პრობლემები, როგორცაა კორუფციისა და ბიუროკრატიის მაღალი დონე, სახელმწიფოს მხრიდან ბიზნესში ჩარევა, საგანგაშო კრიმინოგენული ვითარება უარყოფითად მოქმედებდა უცხოელ ინვესტორთა ინტერესზე და შესაბამისად, უცხოური ფინანსური ნაკადების მოცულობაზე.

ქვეყნის საგადასახდელო ბალანსში უცხოური ფინანსური ნაკადების მოძრაობა აისახება კაპიტალის და ფინანსურ ანგარიშში. საქართველოს ეროვნული ბანკის მეთოდოლოგიური განმარტებების მიხედვით (საგარეო სექტორის სტატისტიკა: მეთოდოლოგიური განმარტებები, 2016, გვ. 2-4): „**კაპიტალის ანგარიში** იყოფა ორ ნაწილად: კაპიტალური ტრანსფერები და არაწარმოებული არაფინანსური აქტივების შექმნა–გადაცემა. კაპიტალურ ტრანსფერს მიეკუთვნება ასევე ვალის პატიება. **ფინანსური ანგარიში** მოიცავს: პირდაპირ ინვესტიციებს, პორტფელის ინვესტიციებს, ფინანსურ წარმოებულებს, სხვა ინვესტიციებსა და სარეზერვო აქტივებს.

**პირდაპირი ინვესტიციები** მოიცავს: სააქციო კაპიტალს და საინვესტიციო ფონდის აქციებს, რეინვესტირებულ შემოსავლებს და სავალო ინსტრუმენტებს. **პორტფელის ინვესტიციები** მოიცავს ისეთ დაბანდებებს საწარმოს საწესდებო კაპიტალში, რომელიც იძლევა ხმების 10%-ზე ნაკლებს. **ფინანსური წარმოებულები** მოიცავს ისეთ ფასიან ქაღალდებს, როგორცაა ოპციონები, ფიუჩერსები, სვოპები, ფორვარდული კონტრაქტები და სხვა. **სარეზერვო აქტივები** შედგება შემდეგი კომპონენტებისგან: მონეტარული ოქრო, სესხის სპეციალური უფლება, სავალუტო პოზიცია ფონდში, სხვა სარეზერვო აქტივები. **სხვა ინვესტიციები** მოიცავს ფინანსური ანგარიშის ყველა მოკლე და გრძელვადიან გატარებას, გარდა პირდაპირი და პორტფელის ინვესტიციებისა, წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტებისა და სარეზერვო.“

ცხრილი №7 ცხადად გვიჩვენებს, რომ 2001 წლიდან მოყოლებული 2016 წლის ჩათვლით საქართველოს საგადასახდელო ბალანსის ფინანსურ ანგარიშში ძირითადი

გატარებები ხდებოდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ქვეანგარიშზე, ასევე მნიშვნელოვანი გატარებები იყო პორტფელური ინვესტიციებისა და სხვა ინვესტიციების ანგარიშებზე. განსხვავებით ამისგან, ბრუნვა სარეზერვო აქტივებისა და ფინანსური წარმოებულების ანგარიშებზე საკმაოდ მოკრძალებული იყო.

ცხრილი №7: საქართველოს ფინანსურ ანგარიშზე ბრუნვა 2001-2016 (მლნ. აშშ დოლარი)

|                        | 2001 | 2002  | 2003  | 2004  | 2005 | 2006  | 2007  | 2008  |
|------------------------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
| პირდაპირი ინვესტიციები | 106  | 156   | 331   | 483   | 542  | 1183  | 1676  | 1418  |
| პორტფელის ინვესტიციები | 0    | 0     | 1     | -14   | 15   | 140   | 21    | 623   |
| ფინანსური წარმოებულები | 0    | 0     | 0     | 0     | 0    | 0     | 1     | 8     |
| სხვა ინვესტიციები      | 119  | 64    | 20    | 9     | 178  | 180   | 597   | 842   |
| სარეზერვო აქტივები     | -51  | -32   | 19    | -178  | -111 | -439  | -377  | -131  |
| ფინანსური ანგარიში     | 173  | 188   | 370   | 300   | 625  | 1065  | 1918  | 2760  |
|                        | 2009 | 2010  | 2011  | 2012  | 2013 | 2014  | 2015  | 2016  |
| პირდაპირი ინვესტიციები | 677  | 679   | 902   | 614   | 830  | 1356  | 1267  | 1177  |
| პორტფელის ინვესტიციები | 11   | 251   | 133   | 848   | -37  | 209   | -154  | 41    |
| ფინანსური წარმოებულები | 1    | 1     | 5     | 5     | -2   | 8     | -2    | -4    |
| სხვა ინვესტიციები      | 853  | 300   | 1208  | 347   | 11   | 132   | 499   | 787   |
| სარეზერვო აქტივები     | -616 | -208  | -572  | -38   | 45   | 33    | 99    | -245  |
| ფინანსური ანგარიში     | 925  | 1 022 | 1 675 | 1 777 | 847  | 1 739 | 1 710 | 1 756 |

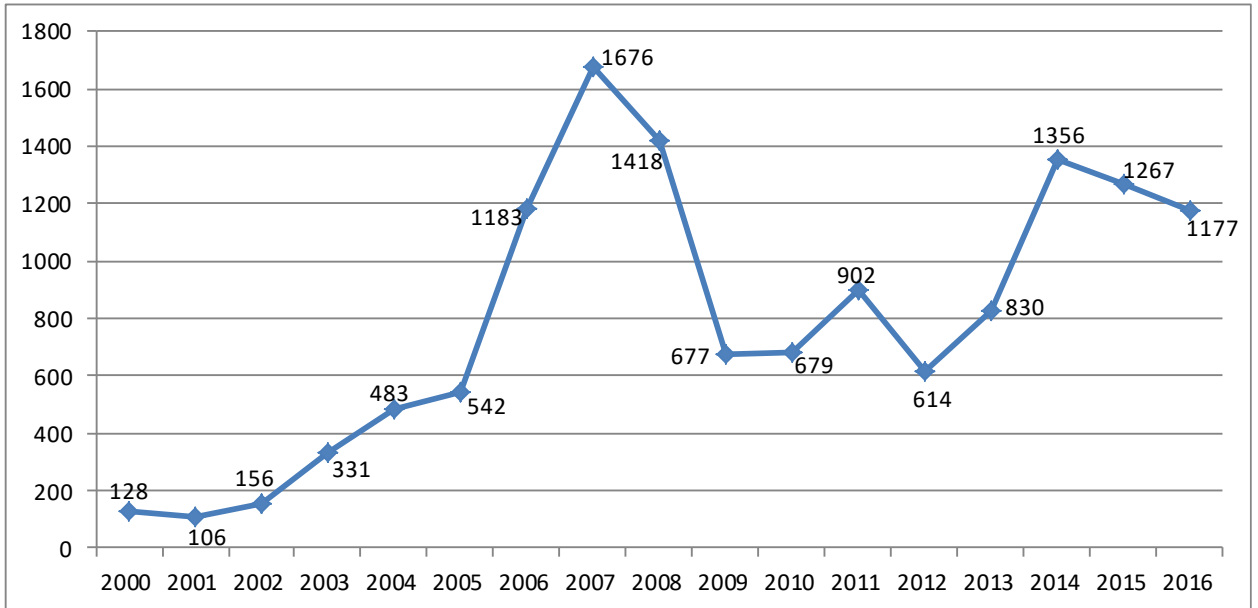
წყარო: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304#sagareoseqtori> საქართველოს ეროვნული ბანკი; გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 21.04. 2018

გარდა ამისა, აღსანიშნავია, რომ ისტორიულად საქართველოში უფრო მეტი უცხოური ფინანსური ნაკადები შემოდიოდა, ვიდრე გადიოდა ქვეყნიდან. შესაბამისად, ფინანსური ანგარიშის მაჩვენებელი წარმოადგენდა და დღესაც წარმოადგენს ერთ-ერთ მნიშვნელოვან წყაროს უარყოფითი სავაჭრო ბალანსის აღმოსაფხვრელად.

გრაფიკი №5 მონაცემების თანახმად, წმინდა პირდაპირმა უცხოურმა ინვესტიციებმა (სხვაობა საქართველოში ინვესტირებასა და საზღვარგარეთ ინვესტირებას შორის) 2000 წელს 128 მლნ. აშშ დოლარი შეადგინა, ხოლო 2016 წლის მონაცემებით 1,177 მლნ. აშშ დოლარი. აღნიშნული მიუთითებს, რომ ბოლო 17 წლის განმავლობაში წმინდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები გაიზარდა თითქმის 10-ჯერ, რაც თავისთავად შესანიშნავი შედეგია. აღსანიშნავია, რომ წმინდა პირდაპირმა უცხოურმა ინვესტიციებმა რეკორდულ ნიშნულს 2007 წელს მიაღწია, როცა მისი მაჩვენებელი 1,676 მლნ აშშ დოლარი იყო. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ 2008 წლის

შემდეგ, პირველად მხოლოდ 2014 წელს წმინდა პირდაპირმა უცხოურმა ინვესტიციებმა გადააჭარბა ერთ მილიარდ აშშ დოლარს.

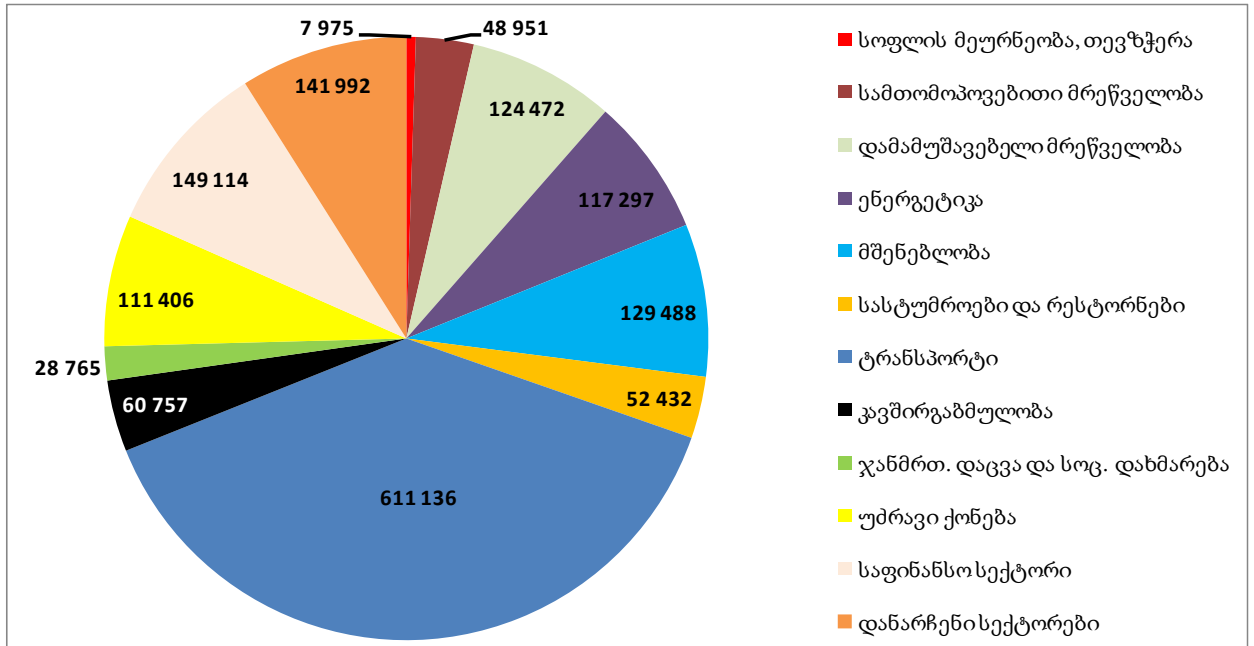
გრაფიკი №5: წმინდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები 2000-2016 (მლნ. აშშდოლარი)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი; გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 21.04. 2018

სექტორების ჭრილში განხილული უცხოური ინვესტიციების მოცულობა იმ სფეროებზე მიუთითებს, რომლებიც საქართველოში უფრო მაღალი პოპულარულობით გამოირჩევიან. თუ 2016 წლის საინვესტიციო დაბანდებებს ინდუსტრიების მიხედვით დავაკვირდებით, აღმოვაჩენთ, რომ წამყვანი სფერო ტრანსპორტი გახლდათ; მას მოსდევს საფინანსო სექტორი და მშენებლობა (გრაფიკი №6).

გრაფიკი №6: პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები ეკონომიკის სექტორების მიხედვით, 2016 (ათასი აშშ დოლ.)



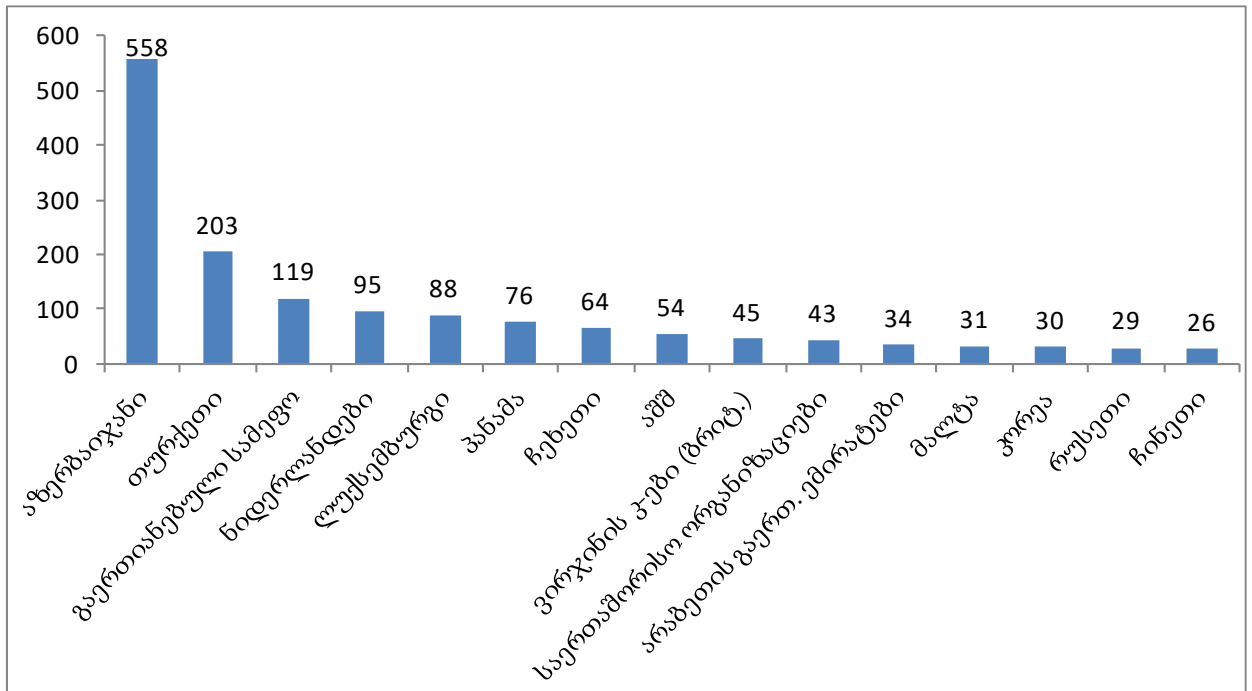
წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური [http://geostat.ge/cms/site\\_images/\\_ \\_Geo.pdf](http://geostat.ge/cms/site_images/_ _Geo.pdf) და <http://www.investingorgia.org/> გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 07.04. 2018

გრაფიკი №7 ასახავს 2016 წელს საქართველოში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების რაოდენობას ქვეყნების ჭრილში. 2016 წლის მონაცემების მიხედვით, აზერბაიჯანი ლიდერობს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების კუთხით, მას მოჰყვებიან თურქეთი და გაერთიანებული სამეფო.

აზერბაიჯანი, თურქეთი, გაერთიანებული სამეფო და ნიდერლანდები პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შედარებით სტაბილურ წყაროებს წარმოადგენენ; გაერთიანებული სამეფოდან შემოსული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, რომლებმაც პიკს 2006 წელს მიაღწია 187 მილიონი აშშ დოლარის ინვესტიციით, მკვეთრად შემცირდა 2009 წელს, ხოლო შემდგომ წლებში კვლავ იმატა და 2016 წელს 119 მლნ. აშშ დოლარს გაუტოლდა.

ნიდერლანდებიდან შემოსული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები ასეთ ზოგად ტენდენციას არ მიუყვება - როგორც 2007, ასევე 2011 წელს ამ ინვესტიციებმა 250 მილიონ აშშ დოლარს გადააჭარბა, 2006-დან დღემდე ყველა სხვა წლებში კი 18 მილიონიდან 136 მილიონ აშშ დოლარამდე მერყეობდა, ხოლო 2016 წელს კი 95 მლნ. აშშ დოლარი შეადგინა.

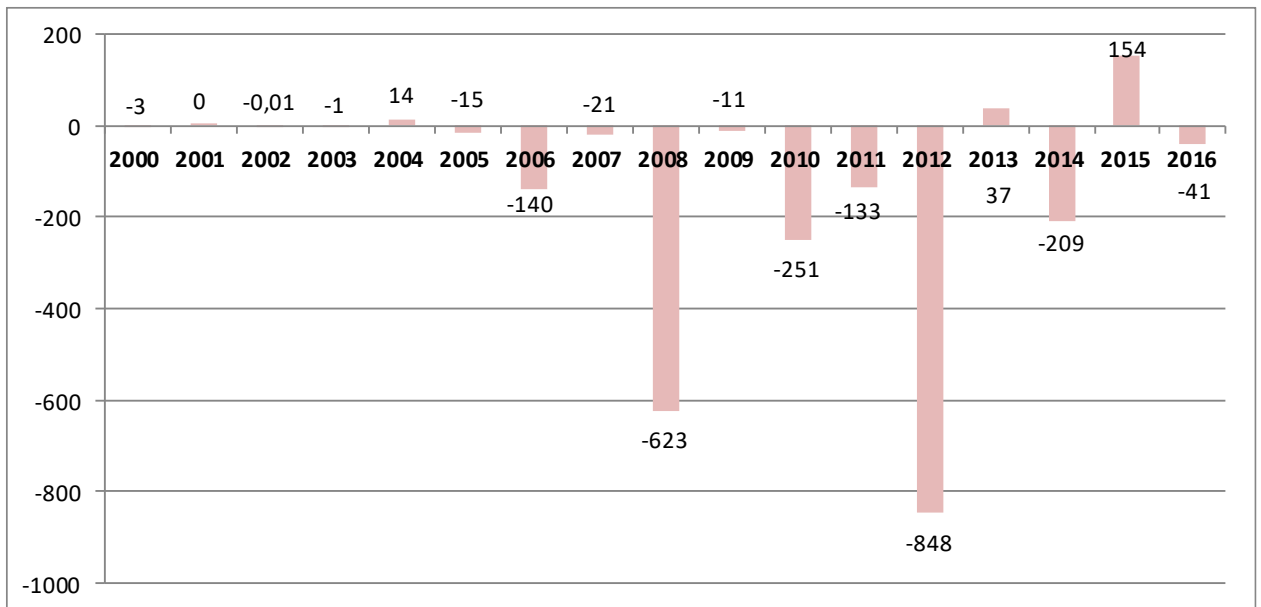
გრაფიკი №7: პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები ქვეყნების ჭრილში 2016 წელი (მლნ. აშშ დოლარი)



წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 07.04.18

გრაფიკი №8 ცხადად მიუთითებს, რომ განსხვავებით წმინდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისგან, წმინდა პორტფელური ინვესტიციების ბალანსი ხშირად იცვლებოდა დადებითიდან უარყოფითისკენ და პირიქით. აღნიშნული ფაქტი მიუთითებს იმაზე, რომ პორტფელური ინვესტიციები სტაბილურობით არ გამოირჩევა და ქვეყნისთვის კრიზისულ სიტუაციებში ხშირად ხდება ფინანსური ნაკადების ქვეყნიდან გასვლა. აღნიშნული ფაქტი - ანუ კაპიტალის მაღალი მობილობა ცხადად მიუთითებს ქვეყნის გახსნილობისა და ფინანსური ინტეგრაციის საკმაოდ მაღალ დონეზე. თვალსაჩინოა 2008 და 2012 წლებში პორტფელური ინვესტიციების ქვეყნიდან მკვეთრი გადინება (გრაფიკი №8). აღნიშნული ფაქტი შეიძლება აიხსნას შესაბამის წლებში ომისა და მთავრობის ცვლილებასთან დაკავშირებით ქვეყნის რისკების მატებით, რამაც საბოლოო ჯამში პორტფელური ინვესტიციების მკვეთრი გადინება გამოიწვია.

გრაფიკი №8: წმინდა პორტფელური ინვესტიციები 2000-2016 (მლნ. აშშ დოლარი)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი; გადამოწმებულია ჩვენს მიერ 21.03. 2018

ამრიგად, საქართველოს ეკონომიკურ ისტორიას საკმაოდ რთული პერიოდები აქვს გამოვლილი. ძირითადი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების შეჯამებისთვის საყურადღებოა ბოლო წლებში მთლიანი შიდა პროდუქტის მზარდი ტენდენცია (გრაფიკი №1). საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მონაცემებით, 2012 წელს უმუშევრობის დონე საქართველოში 15% იყო, ხოლო 2015 წელს კი 12%-მდე დაიწია, რაც, რა თქმა უნდა, კიდევ ერთი დადებითი ფაქტორია ოპტიმისტური პროგნოზებისათვის.

ქვეყნის ბიუჯეტს რაც შეეხება, აქაც გარკვეული სტაბილურობაა მიაღწეული შემოსავლებისა და ხარჯვით ნაწილებში. თუმცა ეს იმას არ ნიშნავს, რომ ქვეყანას არ გააჩნია სუსტი მხარეები, მაგალითად, როგორცაა სავალუტო კრიზისი, სოციალური პრობლემები და სხვა. პატარა ქვეყნების (მაგ. როგორც საქართველოა) შემდგომი ეკონომიკური ზრდა-განვითარება დამოკიდებულია ერთი მხრივ სწორ და ოპტიმალურ სტრატეგიულ გეგმაზე, რომელსაც სახელისუფლებო ორგანოები შეიმუშავებენ. მეორე მხრივ კი იმაზე, თუ რამდენად შეძლებს ქვეყანა იმ უარყოფითი ზეგავლენის თავიდან აცილებას, რაც საგარეო ფაქტორებით არი გამოწვეული. საქართველოს ეკონომიკა, როგორც ზემოაღნიშნულ ანალიზებიდან დავინახეთ, საკმაოდ მკვეთრად რეაგირებს რეგიონსა თუ მსოფლიო ბაზრებზე

განვითარებულ მოვლენების კვალდაკვალ. გრაფიკი №5 გვიჩვენებს, რომ მსოფლიო ფინანსური კრიზისის დროს (რუსეთ-საქართველოს ომის გარდა) პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები რადიკალურად შემცირდა. ასევე, პორთფელური ინვესტიციების უპრეცედენტო ვარდნა დაფიქსირდა ევროპაში განვითარებული სავალო კრიზისის გამო (გრაფიკი №8), რომელიც პიკს 2010-2013 წლებში მიაღწია. გრაფიკი №2 მიგვითითებს ლარის გაცვლითი კურსის ვარდნაზე დოლართან მიმართებაში, რაც 2014 წელს რეგიონში განვითარებული ეკონომიკური და სავალუტო კრიზისებით არის გამოწვეული. ეს ყველაფერი იმის მანიშნებელია, რომ საქართველოს გლობალურ ფინანსურ სისტემაში ინტეგრირების დონე საკმაოდ მაღალია, და მამასადამე, გარე ფაქტორებით გამოწვეული რისკებიც დიდია. აღნიშნული ფაქტი კიდევ ერთხელ ხაზს უსვამს ოფტიმალური მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გატარების მნიშვნელობას ჩვენი ქვეყნისათვის.

გარდა ამისა, უფრო დიდი ყურადღება უნდა გამახვილდეს ქვეყნის ნეგატიური სავაჭრო ბალანსის აღმოსაფხვრელად, გაძლიერდეს ადგილობრივი წარმოების წახალისება, წმინდა ექსპორტის უარყოფითი ნიშნულის კორექტირება ექსპორტის გაზრდითა და იმპორტის შემცირების მეშვეობით.

აგრეთვე, აღსანიშნავია, რომ ბოლო წლებში აქტიურად განიხილება შიდა კაპიტალის ბაზრის ფორმირების და გააქტიურების საკითხი, რაც ერთმნიშვნელოვნად გააუმჯობესებს საქართველოს საფინანსო სექტორს და ხელს შეუწყობს ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდას. თუმცა, ამ კუთხით საგრძნობი ნაბიჯები ჯერ არ განხორციელებულა. იმის გათვალისწინებით, რომ საქართველოში კაპიტალის ბაზარი ჯერ კიდევ არ არის განვითარებული (და შეიძლება ითქვას რომ განვითარების ემბრიონულ სტადიაშიც კი იმყოფება), ქვეყნის ეკონომიკური წინსვლა დიდწილად არის დამოკიდებული დაფინანსების გარე წყაროებზე, განსაკუთრებით კი პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციების მოცულობაზე. იმისათვის, რომ ქვეყანამ მიაღწიოს ეკონომიკურ წინსვლას გრძელვადიან პერიოდში, საჭიროა ქვეყნის უცხოური გრძელვადიანი ინვესტიციებით უზრუნველყოფა, ვინაიდან, ხშირ შემთხვევაში, მსხვილი და მნიშვნელოვანი პროექტების დაფინანსება მხოლოდ ადგილობრივი ფინანსური რესურსებით შეუძლებელია.

## თავი 3. ფინანსური ინტეგრაციის შესწავლის თეორიული საფუძვლები

### § 3.1. არსებული კონტექსტი და ძირითადი მიდგომები

არც ისე ბევრ საკითხს გამოუწვევია ისეთი მღელვარე დებატები განვითარების მკვლევარებსა და პოლიტიკოსებს შორის, როგორცაა ფინანსური ინტეგრაციის დადებითი და უარყოფითი მხარეები. ერთის მხრივ, მრავალი ეკონომისტი ხედავს ფინანსურ გლობალიზაციას, როგორც მნიშვნელოვან ნაბიჯს საშუალოშემოსავლის განვითარებად ქვეყნებისთვის, რომ სწრაფად მიაღწიონ მოწინავე ინდუსტრიული ეკონომიკების შემოსავლის და სტაბილურობის დონეს (მაგალითად, Fischer, 1998; Summers, 2000). მეორეს მხრივ, მრავალი გავლენიანი მკვლევარი ამტკიცებს, რომ ფინანსურ ინტეგრაციას თან ახლავს მნიშვნელოვანი რისკები, რომლებიც ბევრად აჭარბებს მის პოტენციურ სარგებელს დაბალ და საშუალო შემოსავლიან ქვეყნებში (მაგალითად, Bhagwati, 1998; Rodrik, 1998; Stiglitz, 2002). აღნიშნული ეკონომისტები მიუთითებენ განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური კრიზისების მთელ სერიაზე, რომელმაც გადაუარა ლათინურ ამერიკის, აზიისა და აფრიკის ქვეყნებს 80-იან და განსაკუთრებით 90-იან წლებში, როგორც ფინანსური გლობალიზაციის პოტენციურად სავალალო შედეგებს.

პოლიტიკოსებისთვის განვითარებად ქვეყნებში ფინანსური ინტეგრაციის თემას უზარმაზარი პრაქტიკული მნიშვნელობა აქვს, თუნდაც იმიტომ, რომ ისეთი დიდი ქვეყნები, როგორცაა ჩინეთი და ინდოეთი ფინანსური გლობალიზაციის ჯერ კიდევ ადრეულ ეტაპზე იმყოფებიან, და უამრავი მიმდინარე გადაწყვეტილებები აქვთ მისაღები ფინანსური ინტეგრაციის დროსთან და ტემპთან დაკავშირებით. მკვლევარებისთვის, ფინანსური გლობალიზაციის თემა მომხიბლავია არა მხოლოდ მისი პრაქტიკული რელევანტურობის გამო, არამედ იმის გამოც, რომ დღესდღეობით უზარმაზარი ვარიაციაა ფინანსური ინტეგრაციის მიდგომებსა და გამოცდილებას შორის სხვადასხვა ქვეყნებში. განსხვავებები ფინანსური გლობალიზაციის ტემპსა და მიდგომებს შორის ძირითადად გამოწვეულია ისეთი ფაქტორებით, როგორცაა პოლიტიკოსების ხედვები და ფილოსოფია, რეგიონული ტენდენციები, შიდა და საგარეო პოლიტიკური ვითარება და ასევე გარკვეული სპეციფიკური ეკონომიკური



ფაქტორები. აქედან გამომდინარე, ქვეყნებს შორის კვლევებს ფინანსური ინტეგრაციის ეფექტების შესახებ პოტენციურად შეუძლია წარმოაჩინოს ლოკალური გამოცდილების ფართო სპექტრი. დიდძალი ემპირიული ლიტერატურა განვითარდა და დაგროვდა გასული 10 წლის განმავლობაში ფინანსური ინტეგრაციის და მისი გავლენის შესახებ ეკონომიკის ზრდაზე და პოტენციურ კრიზისებზე. საერთო ჯამში, ამ თემაზე ასობით კვლევაა უკვე გამოქვეყნებული. ამასთან, უნდა აღინიშნოს, რომ აღნიშნული კვლევების უმრავლესობა ბოლო წლებშია გამოქვეყნებული, რაც ფინანსური ინტეგრაციის მიმართ მკვლევარების მზარდ ინტერესს ადასტურებს.

აღნიშნული თავის მიზანია, რომ მკითხველს მიაწოდოს არსებული კვლევების ზოგადი სინთეზი და გარკვეული წარმოდგენა შეუქმნას ეკონომიკის ამ მზარდ მიმართულებაზე. რა თქმა უნდა, ჩვენ პრეტენზია არ გვაქვს იმაზე, რომ აღნიშნული ანალიზი სრულყოფილი იქნება, ვინაიდან თვითონ ლიტერატურა ამ სფეროში არ არის ბოლომდე ჩამოყალიბებული, მაგრამ ამ თავში ჩვენ მიმოვიხილავთ ამ მიმართულებით ყველაზე მნიშვნელოვან ნაშრომებს და განსაკუთრებით მათ, რომლებიც ბოლო პერიოდში გამოქვეყნდა და უახლოს მიგნებებს შეიცავს ფინანსური ინტეგრაციის კომპლექსური და საინტერესო სფეროში. ამასთან, ჩვენ ყურადღებას მივაქცევთ არა მარტო ფინანსური ინტეგრაციის პირდაპირ ეფექტს ეკონომიკურ ზრდაზე, არამედ არაპირდაპირ (ირიბ) ზეგავლენასაც, რაც ზოგადად არც ისე ბევრი მკვლევარი უთმობს ჯეროვან ყურადღებას. ამავედროს, ჩვენ მიმოვიხილავთ იმ მოსაზრებას, რომელიც ამტკიცებს, რომ კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია წარმოადგენს ძირეულ პრობლემას განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური კრიზისის უკან ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში.

ახალი მიდგომები გარკვეულწილად დაშორდა სტანდარტული ნეოკლასიკური კვლევების ჩარჩოს, რომლითაც დიდწილად ხელმძღვანელობდა ფინანსური გლობალიზაციის ლიტერატურის ადრეული ტალღა. აღნიშნული ლიტერატურა ფინანსური გლობალიზაციის ძირითად სიკეთედ თვლიდა გრძელვადიანი წმინდა კაპიტალის ნაკადს განვითარებული ქვეყნებიდან განვითარებადი ეკონომიკებისკენ. საბაზისო იდეა იყო ის, რომ განვითარებულ ქვეყნებს აქვთ დიდძალი კაპიტალი მაშინ, როცა განვითარებადი ქვეყნები კაპიტალის მკვეთრ დეფიციტს განიცდიან.

შესაბამისად, კაპიტალის აღნიშნულ ნაკადს უნდა გამოეწვია უფრო მაღალი ზრდა განვითარებად ქვეყნებში და კეთილდღეობის გაუმჯობესება ორივე ჯგუფის ქვეყნებისთვის. ალბათ გასაკვირი არ არის, რომ ლიტერატურა ეკონომიკური ზრდის შესახებ დახურულ (იზოლაციონისტურ) ქვეყნებში (მაგალითად, Hall და Jones, 1999), ხშირად აწყდება კონფლიქტურ შედეგებს. როგორც ჩვენ დავინახავთ, ადრეულ კვლევებს ასევე ჰქონდათ ემპირიული გაზომვის პრობლემები, რომელიც მას შემდეგ იქნა აღიარებული და ნაწილობრივ მაინც გამოსწორებული. მაგალითად, კვლევა (Eichengreen, 2001), რომელიც აქცენტს ეკონომიკურ ზრდასა და კაპიტალის ანგარიშის ოპერაციების შეზღუდვებს შორის ურთიერთობაზე აკეთებდა, ამტკიცებს, რომ ემპირიული მტკიცებულებები საკმაოდ ერთგვაროვანი არ არის. შემდგომი კვლევა (Prasad და სხვები, 2003) აჩვენებს, რომ თუკი ფინანსურ გლობალიზაციას უფრო ფართო სპექტრში შევხედავთ, სურათი უფრო გაურკვეველი ხდება. ამასთან, ადრეული ლიტერატურა ვერ აყალიბებს მიზეზ-შედეგობრივ კავშირზე ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. გარდა ამისა, ამავე კვლევის თანახმად, განვითარებად ქვეყნებში მოხმარების ზრდის ტენდენციები დადებითად უკავშირდება ფინანსურ ინტეგრაციას, რაც საპირისპირო დასკვნაა იმისა, რასაც კანონიკური თეორიული მოდელები პროგნოზირებდნენ.

ძირითადი კონცეპტუალური თვალსაზრისი, რომლითაც თანამედროვე კვლევები ხელმძღვანელობენ არის ის, რომ წარმატებული ფინანსური გლობალიზაციის ძირითადი სარგებელი კატალიზური და ირიბია და ძირითად სარგებელს არ წარმოადგენს გაუმჯობესებული ხელმისაწვდომობა ფინანსური რესურსების მიმართ შიდა ინვესტიციების განსახორციელებლად. თუკი ამ ახალი პერსპექტივიდან შევხედავთ, ამჟამად არსებობს მოკრძალებული მაგრამ მზარდი მტკიცებულებები, რომ ფინანსური ინტეგრაცია შეიძლება მრავალი სხვადასხვა მიმართულების წინსვლას და გაუმჯობესებას უწყობდეს ხელს, როგორციაა შიდა ფინანსური სექტორის განვითარება, დისციპლინის დამყარება მაკროეკონომიკური პოლიტიკის სფეროში, არსებული შიდა კომპანიების ეფექტურობის გაუმჯობესება უცხოეულ კონკურენტებთან მზარდი კონკურენციის გამო და ზოგადად, მართვის გაუმჯობესება როგორც კერძო, ასევე სახელმწიფო სექტორში. რომ შევაჯამოთ,

ფინანსურ ინტეგრაციას შეუძლია მოიტანოს მნიშვნელოვანი არაპირდაპირი სარგებელი სხვადასხვა სფეროებში, რომლებიც თავის მხრივ ხელს შეუწყობენ ეკონომიკის ზრდასა და სტაბილურობის გაძლიერებას ქვეყანაში. უბრალოდ იმისა დასაბუთებლად, რომ მთავარსარგებელი, სავარაუდოდ, კატალიზური და ირიბია, ვიდრე პირდაპირი და ხელშესახები, შეიძლება უკვე სასარგებლო აღმოჩნდეს მრავალი პოლიტიკოსისა და ზოგადად ამ მიმართულებით გადაწყვეტილების მიმღები პირებისათვის.

მოსაზრებას, რომ ფინანსური გლობალიზაცია ეკონომიკურ ზრდაზე მოქმედებს ძირითადად არაპირდაპირი არხების მეშვეობით მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს ემპირიული ანალიზისთვისაც. ქვეყნის ინსტიტუტების შენებას, საბაზრო დისციპლინის გაძლიერება-განმტკიცებას და ფინანსური სექტორის განვითარებას დრო სჭირდება, შესაბამისად გამოდის, რომ დრო სჭირდება ასევე ფინანსური ინტეგრაციის შედეგების ასახვას ეკონომიკურ ზრდაზე. ამით შეიძლება აიხსნას, რატომ არის მოკლევადიან პერიოდებში ფინანსური გლობალიზაციის ხარჯების დანახვა უფრო ადვილი, ვიდრე მისი სარგებლის. თუმცა ისიც მართალია, რომ თუნდაც გრძელვადიან პერიოდში ფინანსური ინტეგრაციის სარგებლის დანახვა მარტივი არ შეიძლება იყოს, რადგან ის მოქმედებს არაპირდაპირ და ძირითადად აისახება სტრუქტურული, ინსტიტუციური და მაკროეკონომიკური პოლიტიკის ცვლადებში.

კიდევ ერთი პრობლემა, რაც ფინანსური ინტეგრაციის ადრეულ ლიტერატურას თან ახლავს არის ის, რომ ისინი ეყრდნობოდნენ ოფიციალურ (de jure) ფაქტებს კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობის შესახებ. მაგრამ არაპირდაპირი სარგებელი სავარაუდოდ განხორციელდება რეალური (de facto) ინტეგრაციის საშუალებით, რომელიც ბევრ ქვეყანაში მკვეთრად განსხვავდება ოფიციალურად გაცხადებული ინტეგრაციის კურსისგან. მაგალითად, ბევრ ქვეყანას აქვს კაპიტალის კონტროლის საკმაოდ მკაცრი ზომები ქალაქებში, მაგრამ მათი უმრავლესობა პრაქტიკაში არ მუშაობს, ასე რომ ასეთი ქვეყნების რეალური (de facto) ინტეგრაციის დონე, რომელიც იზომება უცხოური კაპიტალის ნაკადების ან უცხოური აქტივებისა და ვალდებულებების აქციების სახით, საკმაოდ მაღალია.

პირდაპირი ეფექტის ნაცვლად, ფინანსური გლობალიზაციის არაპირდაპირ ეფექტზე ფოკუსირება ასევე სასარგებლოა იმის ახსნაში, თუ ბოლო კვლევების თანახმად, რატომ აქვს სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაციას ასეთი სერიოზული გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე. საქმე იმაშია, რომ სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაცია, როგორც წესი, ხდება სხვადასხვა შიდა რეფორმებთან ტანდემში და იმ დროს, როცა ეროვნულ მთავრობებს აქვთ რწმენა, რომ მათ შეუძლიათ ადეკვატურად გაუწიონ ზედამხედველობა შიდა ფინანსურ ბაზრებს. ამდენად, სააქციო კაპიტალის ნაკადები, ისევე როგორც პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, ყველაზე ნათლად ასახავს ფინანსური გლობალიზაციის არაპირდაპირ სიკეთეს. შემდგომი ანალიზი ასევე დაგვჩვენებს გავიგოთ, რატომ არსებობს ბევრად უფრო ძლიერი მტკიცებულებები მიკროეკონომიკურ მონაცემებზე დაყრდნობით კაპიტალის კონტროლის მავნებლობის და კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციის სიკეთის შესახებ.

შემდეგ ქვეთავში, ჩვენ მიმოვიხილავთ ზოგად ეკონომიკურ თეორიას ფინანსური ინტეგრაციის შესახებ, შემდეგ განვიხილავთ დებატებს ფინანსური ინტეგრაციის გავლენის შესახებ ეკონომურ ზრდაზე. ჩვენ ასევე მიმოვიხილავთ დებატებს ფინანსური ინტეგრაციის როლის შესახებ კრიზისების წარმოშობასა და გამწვავებაში. შემდეგ ჩვენ მივზრუნდებით უახლეს მიდგომებს ფინანსური ინტეგრაციის პოტენციური არაპირდაპირი ეფექტების შესახებ. სულ ბოლოს განვიხილავთ ფინანსური ინტეგრაციის წარმატებისთვის საჭირო აუცილებელ და მინიმალურ პირობებს.

### **§ 3.2. ფინანსური ინტეგრაციის შესახებ ეკონომიკური**

#### **თეორიის მიმოხილვა**

ყველაზე მარტივი ნეოკლასიკური ეკონომიკური ზრდის მოდელი ვარაუდობს, რომ ფინანსურ გლობალიზაციას უნდა მოჰყვეს კაპიტალის გადინება კაპიტალით მდიდარი ეკონომიკიდან კაპიტალით ღარიბ ეკონომიკაში იმიტომ, რომ ამ უკანასკნელში კაპიტალზე უკუგება უნდა იყოს უფრო მაღალი. როგორც აღმოჩნდა, პრაქტიკაში აღნიშნული მოდელი არ მუშაობს, ვინაიდან ფაქტობრივი კაპიტალის

ნაკადების მოცულობა ახლოსაც კი არ არის იმასთან, რაც ეს საბაზისო მოდელი პროგნოზირებს. აღნიშნული საკითხი საფუძვლიანად არის განხილული Lucas-ის (1990) ძალიან მნიშვნელოვან ნაშრომში. მართლაც, 2004 წლიდან 2006 წლამდე, განვითარებულ ქვეყნებს ერთობლივად ჰქონდათ მიმდინარე ანგარიშის დიდი ნამეტი, და არა დეფიციტი როგორც ამას ნეოკლასიკური ზრდის მოდელი ვარაუდობს. იმის ასახსნელად, თუ რატომ იყო კაპიტალის ნაკადები ასეთი დაბალი განვითარებადი ქვეყნებისკენ, Lucas-მა თავად შემოგვთავაზა ახალი ზრდის მოდელი, რომელიც დაფუძნებულია განვითარებულ ქვეყნებში მაღალ უკუგებაზე ადამიანურ კაპიტალზე. თუმცა უფრო თანამედროვე კვლევებმა სხვა მიმართულებით მოახდინეს ფოკუსირება. Mendoza, Quadrini და Rios-Rull (2007) და Alfaro, Kalemli-Ozcan და Volosovych (2007) ამტკიცებენ, რომ ინსტიტუციურმა ხარვეზებმა განვითარებად ქვეყნებში შეიძლება გამოიწვიოს კაპიტალის ნაკადის შებრუნება და კაპიტალი შემოსვლის ნაცვლად გავიდეს ქვეყნიდან. Reinhart და Rogoff (2004) ვარაუდობენ, რომ განმეორებადი დეფოლტების და ფინანსური კრიზისების საფრთხე განვითარებად ქვეყნებში უფრო მაღალია და ამან შეიძლება დათრგუნოს საინვესტიციო გარემო და შესაბამისად შეამციროს კაპიტალის შემოსვლა. Gordon და Bovenberg (1996) ხაზს უსმევენ ასევე ინფორმაციის ასიმეტრიის პრობლემას.

თეორიულად, კაპიტალის ნაკადებმა განვითარებული ქვეყნებიდან უნდა შეავსოს შეზღუდული შიდა დანაზოგები და შესაბამისად შეამციროს კაპიტალის ღირებულება განვითარებად ქვეყნებში, რაც თავის მხრივ გამოიწვევს შიდა ინვესტიციების გაზრდას. მკვლევარი Henry (2007) ამტკიცებს, რომ თუნდაც ნეოკლასიკური მოდელის კონტექსტში კაპიტალის ნაკადებს შეუძლია გამოიწვიოს ეკონომიკური ზრდა მხოლოდ მოკლევადიან და არა გრძელვადიან პერიოდში. თუმცა არ არის ნათელი, თუ რამდენად მნიშვნელოვანია ეს ნიუანსი, როდესაც ხდება რამდენიმე ათწლეულის მონაცემების ემპირიულად გაანალიზება.

გარკვეული სახის ფინანსურ ნაკადებს ასევე შეუძლია გამოიწვიოს ტექნოლოგიის გადაცემის (spillover) ეფექტი და გააუმჯობესოს კორპორატიული მართვა განვითარებული ქვეყნებიდან მიღებული ცოდნის საფუძველზე. უახლესი ანალიზები ხაზს უსმევენ კიდევ უფრო დახვეწილ და არაპირდაპირ არხებს.

მაგალითად, როდესაც ადგილობრივ მოსახლეობას შეუძლია საკუთრებაში იქონიოს უცხოური აქტივები, მათ შეუძლიათ დააზღვიონ საკუთარი შემოსავალი მათი ქვეყნის სპეციფიკური შოკებისგან. ეს ბუნებრივია საშუალებას იძლევა, რომ მოსახლეობამ მოახდინოს თავისი შემოსავლის რისკის დივერსიფიკაცია, რაც თავის მხრივ, ხელს შეუწყობს პროდუქტიულობას და ეკონომიკური ზრდის ამაღლებას ქვეყნის სპეციალიზაციის გაზრდის გამო. სხვადასხვა კვლევები ადასტურებენ, რომ განვითარებულ ქვეყნებში რისკების დივერსიფიკაცია დადებით კავშირშია სპეციალიზაციის განვითარებასთან (Obstfeld, 1994; Acemoglu და Zilibotti, 1997; Kalemli-Ozcan, Sorensen, და Yosha, 2003).

გარდა ამისა, ფინანსურ ინტეგრაცია ხელს უწყობს შიდა ფინანსური სექტორის განვითარებას და ამყარებს დისციპლინას მაკროეკონომიკური პოლიტიკის სფეროში. უფრო დეტალურად, ამ მექანიზმებს და ემპირიულ მტკიცებულებებს ჩვენ შემდგომ ქვეთავებში მიმოვიხილავთ.

ფინანსური ინტეგრაციის თეორიული ეფექტი ეკონომიკური ზრდის მერყეობაზე ბუნდოვანია. ერთის მხრივ, ფინანსური ინტეგრაცია საშუალებას იძლევა, რომ კაპიტალით ღარიბმა ქვეყნებმა მოახდინონ დივერსიფიკაცია და გამოვიდნენ სასოფლო-სამეურნეო სექტორზე და ბუნებრივ რესურსებზე დამოკიდებულებიდან. თუმცა განვითარების უფრო მოწინავე ეტაპზე, სავაჭრო და ფინანსურ ინტეგრაციამ, როგორც უკვე აღვნიშნეთ შესაძლოა ხელი შეუწყოს ქვეყნის სპეციალიზაციას სხვა დარგებში. მეორეს მხრივ, ამან შეიძლება გამოიწვიოს ის, რომ განვითარებადი ქვეყნები უფრო დაუცველნი გახდნენ კონკრეტული ინდუსტრიული შოკების მიმართ და ამით გაიზარდოს ეკონომიკური ზრდის მერყეობა-არასტაბილურობის საფრთხე (Kose, Prasad და Terrones, 2004). ასევე თუ ფინანსური ინტეგრაცია იღებს საგარეო ვალზე დამოკიდებულების ფორმას, ეს გამოიწვევს ქვეყნის საერთაშორისო საპროცენტო განაკვეთის შოკზე დამოკიდებულებას და შესაბამისად, გაამლიერებს ეკონომიკური ზრდის არასტაბილურობას.

თეორიულად, არსებობს ძლიერი დამოკიდებულება ფინანსურ ინტეგრაციასა და შიდა მოხმარების მერყეობას შორის. იმის გამო, რომ მოხმარებლები და შესაბამისად, ეკონომიკები უარყოფითად არიან რისკის მიმართ განწყობილნი,

მოხმარების თეორია გვეუბნება, რომ მათ უნდა ქონდეთ სურვილი, რომ გამოიყენონ ფინანსური ბაზრები თავიანთი შემოსავლის რისკის დასაზღვევად. ამით გარკვეულწილად განეიტრალდება შემოსავლის ზრდის მერყეობის დროებითი ეფექტი მოხმარების ზრდაზე. მიუხედავად იმისა, რომ რისკის საერთაშორისო დონეზე განაწილების სარგებელი შეიძლება იყოს საკმაოდ დიდ თეორიულ მოდელებში, ამ სარგებლის კონკრეტული ზომა დამოკიდებულია მოდელის სპეციფიკურ თვისებებზე. კერძოდ, მომხმარებლების კეთილდღეობის ზრდა დამოკიდებულია მთლიანი შიდა პროდუქტის მერყეობაზე, რისკების მიმართ უარყოფითი განწყობის დონეზე, რისკების მიხედვით კორექტირებულ ეკონომიკურ ზრდის ტემპზე და ურისკო საპროცენტო განაკვეთზე (Obstfeld და Rogoff, 2004; Lewis, 1999 და van Wincoop, 1999). მკვლევარი ლუკასის (1987) მტკიცება, რომ მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის პოლიტიკას, რომელიც მიმართულია მოხმარების მერყეობის შემცირებისკენ, შეიძლება ჰქონდეს მხოლოდ მინიმალური გავლენა მომხმარებლების კეთილდღეობაზე, დღესაც გავლენიან აზრად ითვლება ლიტერატურაში (Barlevy, 2004).

ბოლო კვლევები დამაჯერებლად გვიჩვენებს, რომ განვითარებად ქვეყნებმა შეიძლება დიდი სარგებელი მიიღონ ფინანსური ინტეგრაციით, ვინაიდან ისინი მოახდენენ მათი ეკონომიკური ზრდის რისკების დაზღვევას საერთაშორისო საფინანსო ხელშეკრულებებით (Pallage და Robe, 2003).

შეჯამებისთვის შეიძლება ითქვას, რომ რამდენიმე ცნობილი ეკონომისტი ექვეყნებში აყენებს ფინანსური ინტეგრაციის სარგებელს პრაქტიკაში. ამ ეკონომისტების უმრავლესობა თავიანთ არგუმენტებს ამყარებს იმ პრობლემებზე, რომლებიც ჩნდება ფინანსური ინტეგრაციის დროს სავაჭრო პოლიტიკის რეჟიმის, მაკროეკონომიკური პოლიტიკის, შრომის ბაზრის სფეროებში და ასევე ინფორმაციის ასიმეტრიის კუთხით. მაგალითად, თუ ეკონომიკის გარკვეული დარგები დაცულია სავაჭრო ბარიერებით, საერთაშორისო კაპიტალის ნაკადი შეიძლება შევიდეს ამ დარგებში, რაც საბოლოო ჯამში გამოიწვევს არაეფექტურ ზრდას და კეთილდღეობის შემცირებას (Eichengreen, 2001). ასევე ინფორმაციის ასიმეტრიამ, რომელიც გამომდინარეობს ფინანსური ინსტიტუტების არასაკმარისი გამჭვირვალობით,

შეიძლება გამოიწვიოს ფინანსური ნაკადების არაეფექტური განაწილება ქვეყნის ეკონომიკაში და საბოლოო ჯამში, გახდეს ძვირადღირებული კრიზისების ერთ-ერთი წყარო (Stiglitz, 2004).

შეშფოთება, რომ ფინანსურ გლობალიზაციამ შეიძლება ზოგჯერ გამოიწვიოს უარყოფითი გვერდითი მოვლენები განვითარებად ეკონომიკებში არის სრულიად ლეგიტიმური, თუმცა ეს გვერდითი მოვლენები ყოველთვის მძიმე შეიძლება არ იყოს. მართლაც, ფინანსური ინტეგრაციის კვლევის მიმართულებით ყველაზე კრიტიკული საკითხი დღესდღეობით არის ის, რომ შესაძლებელია თუ არა, რომ ემპირიული კვლევებით პასუხი გაეცეს კითხვას, რატომ აქვს ფინანსურ გლობალიზაციას აშკარად დადებითი ეფექტი ზოგიერთ შემთხვევაში და საკმაოდ უარყოფითი შედეგები სხვა შემთხვევებში.

### *3.2.1. ემპირიულ კვლევებში გამოყენებული თეორიული მოდელების*

#### *მოკლე მიმოხილვა*

აღნიშნულ ქვეთავში ჩვენ მიმოვიხილავთ რამდენიმე თეორიულ მოდელს, რომლებიც ხშირად გამოიყენება ემპირიულ ნაშრომებში ფინანსური ინტეგრაციის კვლევის დროს.

კვლევაში (Ranciere, Tornell და Westermann, 2003) ავტორებმა განავითარეს მოდელი, რომელშიც ასიმეტრია სავაჭრო და არასავაჭრო სექტორებს შორის წარმოადგენს გასაღებს ფინანსურ ლიბერალიზაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის კავშირის გასაგებად. ასევე იმის გამო, რომ ლიბერალიზაციას არ ახლდა სასამართლო რეფორმა, ხელშეკრულების აღსრულების პრობლემა მწვავედ დადგა ბევრ განვითარებად ეკონომიკაში. მიუხედავად იმისა, რომ ბევრ სავაჭრო სექტორის ფირმებს შეუძლიათ დაძლიონ ეს პრობლემები საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებზე წვდომის გზით, არასავაჭრო სექტორის ბევრ ფირმას ეს არ შეუძლია. ამდენად არასავაჭრო სექტორის ფირმები რჩებიან ფინანსურად შეზღუდულნი და შესაბამისად დამოკიდებულნი შიდა საბანკო კრედიტზე.

თეორიაში ეჭვს არ იწვევს ის ფაქტი, რომ ფინანსური ლიბერალიზაცია ხელს უწყობს ეკონომიკური ზრდის დაჩქარებას ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდის



გზით და შესაბამისად, ფირმების საინვესტიციო საქმიანობის გააქტიურებით. თუმცა, ქვეყნის ფინანსური ინტეგრაცია და შესაბამისად გამარტივებული წვდომა ფინანსურ რესურსებზე ასევე უკავშირდება გადახდისუუნარობის რისკების ზრდას, რომელიც ხშირად იღებს უცხოური ვალუტით დენომინირებული ვალის ფორმას, რომელიც უზრუნველყოფილია არასავაჭრო სექტორის აქტივებით. უნდა აღნიშნოს ისიც, რომ გადახდისუუნარობის რისკი ჩნდება არა მხოლოდ იმიტომ, რომ ფინანსური ლიბერალიზაცია ამარტივებს წვდომას ფინანსურ რესურსებზე, არამედ იმიტომაც, რომ ხშირად იგი ასევე გულისხმობს სახელმწიფოს მხრიდან სისტემურ გარანტიებს კრედიტორების გაკოტრების საფრთხის შემთხვევაში. ამიტომ გასაკვირი არ არის ის, რომ ვინაიდან უცხოური ფინანსური ნაკადების მნიშვნელოვან ნაწილს აქვს მაღალ რისკიანი ფორმა, ფინანსური სექტორი და ზოგადად მთელი ეკონომიკა შედარებით მოწყვლადი ხდება არასტაბილურობისა და კრიზისების მიმართ. მაგალითად, უცხოურ ვალუტაში გამოხატული ვალდებულებების წილი საბანკო სექტორის საკუთარ სააქციო კაპიტალთან შედარებით ტაილანდში გაიზარდა 50%-დან 1990 წელს 240%-მდე 1996 წლისათვის. ეს იყო ერთ-ერთი მიზეზი ქვეყანაში 1997 წელს მწვავე ფინანსური კრიზისისა.

ზოგადად არასავაჭრო სექტორის სწრაფი ზრდა ხელს უწყობს სავაჭრო სექტორის ზრდასაც, ვინაიდან არასავაჭრო სექტორი მას სწრაფად უზრუნველყოფს უხვი და იაფი საწარმოო საშუალებებით. ამდენად, თუ კრიზისი არ მოხდება, ეკონომიკური ზრდა ფინანსურად ინტეგრირებულ ეკონომიკაში უფრო მაღალია, ვიდრე ნაკლებად ინტეგრირებულში. რა თქმა უნდა, მოწყვლადობა ფინანსური კრიზისების მიმართ იმასაც გულისხმობს, რომ შესაძლოა მოხდეს ფინანსური კრიზისი თვითშესრულებადი პროგნოზის (self-fulfilling prophecy) საფუძველზე. საბოლოო ჯამში, შეიძლება ითქვას, რომ როგორც ჩანს საშუალო და გრძელვადიან პერსპექტივაში ეკონომიკური ზრდა შედარებით მაღალია ფინანსურად ინტეგრირებულ ეკონომიკებში.

კიდევ ერთი კვლევა (Martin და Rey, 2006) აანალიზებს საფონდო ბაზრის ლიბერალიზაციის გავლენას კაპიტალის ნაკადებზე, აქტივების ფასებზე და საინვესტიციო აქტივობაზე. იგი აჩვენებს, რომ როდესაც არსებობს ტრანზაქციის

ხარჯები საერთაშორისო აქტივების შესაძენად, საფონდო ბაზრის ლიბერალიზაციამ შეიძლება გამოიწვიოს ორი შესაძლო შედეგები განვითარებად საბაზრო ეკონომიკაში. პირველი, ნორმალურ პირობებში, ფინანსური ლიბერალიზაცია ასრულებს პოზიტიურ როლს კაპიტალის ნაკადების გაზრდის კუთხით, შესაბამისად აფართოებს დივერსიფიკაციის შესაძლებლობებს და ამცირებს კაპიტალის ღირებულებას, ამდენად დადებითად მოქმედებს საინვესტიციო აქტივობასა და ეკონომიკურ ზრდაზე. მეორე, გარკვეულ პირობებში პესიმისტურმა მოლოდინებმა ეკონომიკის სისუსტის შესახებ შეიძლება გამოიწვიოს ფინანსური კრიზისი, რაც ასახვას ჰპოვებს დაბალ საინვესტიციო აქტივობასა და ეკონომიკური ზრდის შენელებაში. ძირითადი ელემენტი ამ მექანიზმის მუშაობისა არის ის, რომ ერთი ეკონომიკური აგენტის საინვესტიციო გადაწყვეტილება გავლენას ახდენს კაპიტალის ღირებულებაზე სხვა ინვესტორებისთვის.

ნაშრომში (Dell'Arricia და Marquez, 2004) ავტორებმა შემოგვთავაზეს ახალი კონცეპტუალური მოდელი, სადაც ფინანსური ლიბერალიზაცია იწვევს ეკონომიკის დაკრედიტების სწრაფ ზრდას, ვინაიდან ხდება ბანკების მიერ კრედიტების გაცემაზე დასაკმაყოფილებელი პირობების შერბილება. შედეგად, საკრედიტო ციკლი კიდევ უფრო მეტ ძალას იძენს და შესაბამისად ამძაფრებს ეკონომიკური ზრდის არასტაბილურობას. აღნიშნულ მოდელში, ფინანსურ ინტეგრაციამდე ბანკები ახორციელებენ მსესხებლების უარყოფით შერჩევას - ისინი თავს არიდებენ ისეთი პროექტების დაფინანსებას, რომლებიც უკვე უარყოფილი იქნა სხვა ბანკების მიერ. როდესაც ხდება ფინანსური ბაზრების ლიბერალიზაცია, შედარებით ხარისხიანი პროექტები ან ფირმები დაფინანსებას იღებენ კაპიტალის ბაზრის საშუალებით. შესაბამისად, ბანკებს უკვე უწევთ ბევრი ახალი და შეუმოწმებელი პროექტების თუ ფირმების დაფინანსება, რომლებსაც ადრე ყურადღებას ნაკლებად აქცევდნენ. საბოლოო ჯამში, აღნიშნული პროცესი ზრდის საინვესტიციო აქტივობას და აუმჯობესებს ეკონომიკურ ზრდას, მაგრამ იგი ასევე იწვევს ბანკების საკრედიტო პორტფელის გაუარესებას, რაც თავისთავად ქვეყნის ფინანსურ სისუსტეში აისახება. ასეთ შემთხვევაში, თუკი წარმოიშობა რაიმე შოკი მაკროეკონომიკურ დონეზე,

აღნიშნული სისუსტე ფართო გზას გაუხსნის ფინანსურ კრიზისსა და ეკონომიკის რეცესიას.

შეჯამებისთვის, ზემოთ განხილული მოდელები ფინანსური ლიბერალიზაციის შესახებ აღწერს კომპრომისს სწრაფ ეკონომიკურ ზრდასა და ფინანსური კრიზისების გაზრდილ ალბათობას შორის. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ფინანსური ინტეგრაციის შემდეგ ეკონომიკა იზრდება უფრო სწრაფად ვიდრე ჩაკეტილ მდგომარეობაში, მაგრამ მას ასევე მეტი მიდრეკილება აქვს ეკონომიკური არასტაბილურობისკენ.

### **§ 3.3. დებატები ფინანსური ინტეგრაციის როლზე ეკონომიკური**

#### **ზრდის კუთხით**

მიუხედავად იმისა, რომ არსებობს რამდენიმე სხვადასხვა განმარტება თუ რას მოიცავს ფინანსური ლიბერალიზაცია, კვლევების უმრავლესობაში იგი გულისხმობს ოფიციალურ სამთავრობო პოლიტიკას, რომელიც ეხება კრედიტებისა და საპროცენტო განაკვეთების კონტროლისგან გათავისუფლებას, ასევე შესვლის ბარიერების მოხსნას უცხოური ფინანსური ინსტიტუტებისთვის, ფინანსური ინსტიტუტების პრივატიზაციას და საგარეო ფინანსურ ოპერაციებზე შეზღუდვების მოხსნას. აქედან გამომდინარე, ფინანსურ ლიბერალიზაციას აქვს როგორც საშინაო, ასევე საგარეო განზომილება. ფინანსურ ინტეგრაციაში, როგორც წესი, მოიაზრება ფინანსური ლიბერალიზაციის მხოლოდ საგარეო განზომილება, თუმცა ხშირად ეს ორი ტერმინი ერთმანეთის პარალელურადაც იხმარება.

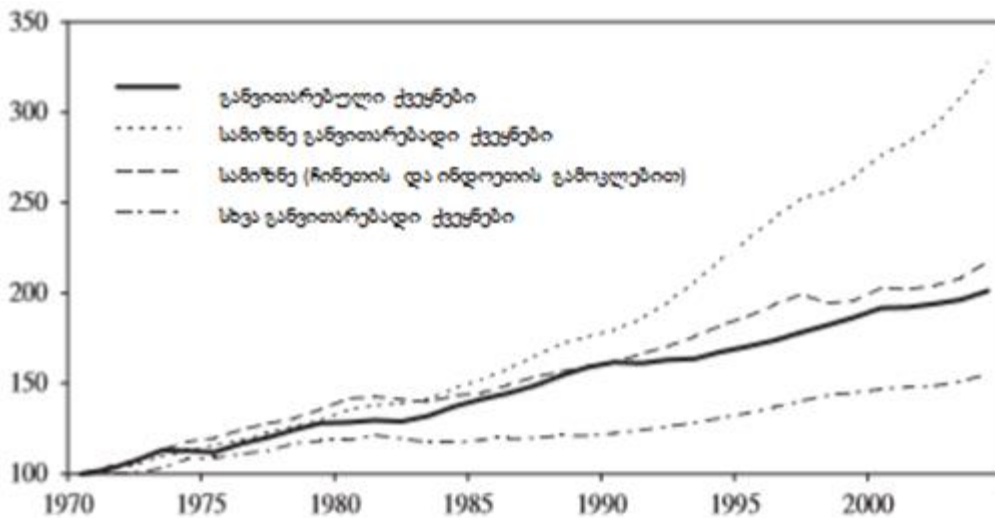
დისკუსია ფინანსური ბაზრების ლიბერალიზაციის და ფინანსური ინტეგრაციის შესახებ დაიწყო 1973 წელს ორი უმნიშვნელოვანესი ნაშრომის გამოქვეყნებით (McKinnon, 1973 და Shaw, 1973). ორივე მეცნიერი აქცენტს აკეთებდა მთავრობის იმ პოლიტიკის კრიტიკაზე, რომელიც ორიენტირებულია ფინანსურ ბაზრების შეზღუდვაზე, (არაფორმალურად აღნიშნული პოლიტიკა ცნობილი იყო როგორც "ფინანსური რეპრესიები"). როგორც ორივე მეცნიერი მიიჩნევდა, აღნიშნული პოლიტიკა იწვევდა ფინანსური რესურსების დეფიციტს ("ფინანსურ შიმშილს") და ასევე ფინანსური რესურსების არაოპტიმალურ განაწილებას დარგებს

შორის. ორივე ავტორი იზიარებდა იმ მოსაზრებას, რომ აღნიშნული "ფინანსური რეპრესიების" პოლიტიკა იყო ძირითადად პასუხისმგებელი დაბალი ეკონომიკური ზრდისა ბევრ განვითარებად ქვეყანაში 50-იან და 60-იან წლებში. ორივე ავტორი ემხრობოდა როგორც საშინაო, ისე საგარეო ლიბერალიზაციას ფინანსურ ბაზრებზე იმ მოტივით, რომ ეს გაზრდიდა ინვესტიციებს, რომელიც თავის მხრივ, ხელს შეუწყობს ეკონომიკურ ზრდას.

*3.3.1. ფინანსური ინტეგრაცია და ეკონომიკური ზრდა 1970-2005 წლებში*

დღესდღეობით თანამედროვე ლიტერატურის საკმაოდ დიდი ნაწილი ფინანსური გლობალიზაციის სარგებლის შესახებ ეყრდნობა ქვეყნებშორის ეკონომიკური ზრდის რეგრესულ ანალიზს. საერთო აღქმა იმის შესახებ, რომ ფინანსური ინტეგრაცია დადებითად მოქმედებს ეკონომიკურ ზრდაზე, მომდინარეობს იმ ფაქტიდან, რომ გარკვეულ განვითარებად საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებს გაცილებით მაღალი კუმულაციური ეკონომიკური ზრდა ჰქონდათ 1970 წლიდან მოყოლებული, ვიდრე სხვა განვითარებად ქვეყნებს ან თუნდაც განვითარებულ ქვეყნებს (ნახაზი №1).

ნახაზი №1: მთლიანი შიდა პროდუქტი ერთ ადამიანზე 1970-2005 წლებში



წყარო: M. Ayhan Kose, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff, and Shang-Jin Wei (*Financial Globalization: A Reappraisal*, 2009)

თუკი ჩინეთს და ინდოეთს ამოვიღებთ ამ სიიდან, ამ ჯგუფის ქვეყნების უპირატესობა ეკონომიკურ ზრდაში კვლავ უკეთესი იქნება, ვიდრე სხვა ქვეყნების, თუმცა კი ნაკლებად შთამბეჭდავი.

იმისათვის, რომ შეგვექმნას უკეთესი ინტუიციური წარმოდგენა ფინანსურ გახსნილობასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის ურთიერთობაზე, ცხრილი №8 წარმოადგენს ყველაზე სწრაფად მზარდი ეკონომიკების სიას 1980-2005 პერიოდში და ყველაზე ნელა მზარდი (ან შემცირებადი) ეკონომიკების ჩამონათვალს იმავე პერიოდში.

ერთი შეიძლება ითქვას ამ ცხრილიდან, რომ ფინანსური გლობალიზაცია არ არის აუცილებელი პირობა ეკონომიკური ზრდის მაღალი ტემპის მისაღწევად. მაგალითად, მავრიტანიამ მოახერხა მაღალი ზრდის მიღწევა მიუხედავად იმისა, რომ მისი ეკონომიკა მაინდამაინც ღია არ ყოფილა ფინანსური ნაკადებისთვის. ყველაზე სწრაფად მზარდი ეკონომიკა მსოფლიოში ამ პერიოდში - ჩინეთი ღია იყო პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისთვის, მაგრამ არა სხვა სახის ფინანსური ნაკადებისთვის.

აშკარაა ისიც, რომ ფინანსური ინტეგრაცია ასევე არ არის ერთადერთი და საკმარისი პირობა სწრაფი ეკონომიკური ზრდის მისაღწევად. მაგალითად, როგორც ბოლივია და ვენესუელა ნაწილობრივ ღია იყო უცხოური კაპიტალის ნაკადებისთვის ამ პერიოდში; თუმცა ამ პერიოდში მათი ეკონომიკები შემცირდა.

ცხრილი №8 ასევე აჩვენებს, რომ ნელა მზარდი ეკონომიკები უფრო ნაკლებად არიან გახსნილი ფინანსური ინტეგრაციისთვის, თუმცა ამ ეტაპზე მიზეზ-შედეგობრივი კავშირი ნათელი არ არის.

**ცხრილი №8: ფინანსური ინტეგრაცია და ეკონომიკური ზრდა 1980-2005 წლებში**

| №  | ყველაზე სწრაფად მზარდი ეკონომიკები | მშპ-ს პროცენტული ცვლილება | ფინანსურად ინტეგრირებულო | ყველაზე ნელა მზარდი ეკონომიკები | მშპ-ს პროცენტული ცვლილება | ფინანსურად ინტეგრირებულო |
|----|------------------------------------|---------------------------|--------------------------|---------------------------------|---------------------------|--------------------------|
| 1  | ჩინეთი                             | 392                       | კი/არა                   | ჰაიტი                           | -40                       | არა                      |
| 2  | სამხრეთ კორეა                      | 234                       | კი                       | ნიგერი                          | -38                       | არა                      |
| 3  | სინგაპური                          | 156                       | კი                       | ნიკარაგუა                       | -31                       | არა                      |
| 4  | ტაილანდი                           | 151                       | კი                       | ტოგო                            | -30                       | არა                      |
| 5  | მავრიტანია                         | 146                       | არა                      | კოტ-დივუარი                     | -29                       | არა                      |
| 6  | ბოტსვანა                           | 135                       | არა                      | ბურუნდი                         | -20                       | არა                      |
| 7  | ჰონგ კონგი                         | 115                       | კი                       | ვენესუელა                       | -17                       | კი/არა                   |
| 8  | მალაზია                            | 109                       | კი                       | სამხრეთ აფრიკა                  | -14                       | კი                       |
| 9  | ინდოეთი                            | 103                       | კი/არა                   | იორდანია                        | -11                       | კი                       |
| 10 | ჩილე                               | 101                       | კი                       | პარაგვაი                        | -10                       | არა                      |
| 11 | ინდონეზია                          | 98                        | კი                       | ეკვადორი                        | -8                        | არა                      |
| 12 | შრი ლანკა                          | 91                        | არა                      | პერუ                            | -8                        | კი                       |

წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, მოძიებულია ჩვენს მიერ 13.04.2018

**3.3.2. დასკვნები ფინანსური ინტეგრაციისა და ეკონომიკური ზრდის**

**კავშირის შესახებ**

ცხრილში №9 მოცემულია ძირითადი ემპირიული კვლევების მიმოხილვა, რომლის მიზანია მიზეზ-შედეგობრივი კავშირის დადგენა ფინანსურ გახსნილობასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. მიუხედავად იმისა, რომ ზოგიერთი კვლევა ამ სიაში ასკვნის, რომ ფინანსურ ინტეგრაციას აქვს გარკვეული დადებითი ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე, აღნიშნული კვლევების უმრავლესობა, როგორც წესი, ან ვერ პოულობს რაიმე კავშირს ამ ორ ცვლადს შორის ან მათ შორის კავშირი მყარი არ არის (მოცემული შედეგები არ არის სტაბილურად დადასტურებული, როცა კვლევა ტარდება მონაცემების სხვა ნიმუშზე ან სხვა ქვეყნებზე). ეს ადასტურებს ზემოთ გამოთქმულ მოსაზრებას, რომ ფინანსური ინტეგრაციის დადებითი ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე, თუნდაც იგი რეალურად არსებობდეს, არ არის პირდაპირი, არამედ ირიბი და კატალიზურია.

ისმება კითხვა: რატომ არის, რომ სხვადასხვა კვლევები იძლევა ასეთ მრავალფეროვან და ერთმანეთისგან განსხვავებულ დასკვნებს ფინანსური ინტეგრაციის გავლენის შესახებ გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდაზე? ემპირიული კვლევები, რომლებიც ეყრდნობიან ოფიციალურ (de jure) მონაცემებს კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობის შესახებ, როგორც წესი, იღებენ დადებით შედეგებს ფინანსურ ინტეგრაციის გავლენის შესახებ ეკონომიკურ ზრდაზე. თუმცა არსებობს

საკმაოდ გავლენიანი კვლევა (Rodrik, 1998), რომელიც ამტკიცებს, რომ კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციას არ აქვს მნიშვნელოვანი ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე. მის ანალიზში ცვლადი კაპიტალის კონტროლის შესახებ მოცემულია ბინარული (ორობითი) სახით, რაც ფინანსური ინტეგრაციის აშკარად ძალიან უხეში გაზომვის მეთოდია. მეორე მხრივ, კვლევაში (Quinn და Toyoda, 2008) გამოიყენეს რა გაცილებით უფრო დახვეწილი მეთოდები ფინანსური ინტეგრაციის გასაზომად, დაადგინეს დადებითი კავშირი კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. იმ კვლევებში, რომლებშიც გამოყენებულია კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობის შესახებ როგორც ოფიციალური (de jure), ასევე რეალური (de facto) მონაცემები, როგორც წესი რეალური (de facto) მონაცემების გამოყენების დროს ფინანსური ინტეგრაციის გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე უფრო დადებითია, ვიდრე ოფიციალური (de jure) მონაცემების გამოყენებისას.

არსებობს კიდევ სხვა მიზეზი, რის გამოც შედეგები საგრძნობლად განსხვავდება სხვადასხვა კვლევებს შორის - ეს არის გამოყენებული მონაცემების პერიოდი, გამოყენებული ქვეყნების სია და გამოყენებული ემპირიული მეთოდოლოგიები. მაგალითად, კვლევის (Rodrik, 1998) ანალიზი მოიცავს 1975-1989 პერიოდს მაშინ, როცა კვლევა (Quinn და Toyoda, 2008) ანალიზებს უფრო ხანგრძლივ პერიოდს, კერძოდ 1955-2004 წლებს. ასე რომ, 1980 წლების საგარეო ვალის კრიზისს უფრო უმაღლესი წონა აქვს Rodrik-ის კვლევაში. ზოგადად, მსგავსი მოვლენების თავიდან ასაცილებლად, ჯობია მკვლევარმა აქცენტი გააკეთოს უფრო ხანგრძლივი პერიოდების შესწავლაზე. ამავე დროს, უნდა გვახსოვდეს, რომ განვითარებად ქვეყნებში მხოლოდ ბოლო ორი-სამი ათწლეულის განმავლობაში გააქტიურდა უცხოური კაპიტალის ნაკადები, შესაბამისად უფრო ადრინდელი პერიოდის შესწავლას დიდი პრაქტიკული აზრი არ აქვს. ზოგიერთი ავტორი (მაგალითად, Quinn, 1997; Arteta, Eichengreen და Wyplosz, 2003) ადგენს, რომ კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციას აქვს დადებითი გავლენა როგორც განვითარებულ, ასევე განვითარებად ქვეყნებზე; მეორეს მხრივ სხვა მკვლევარები (მაგალითად, Edwards, 2001; Edison და სხვები, 2004) ადგენენ, რომ ფინანსური ინტეგრაციის გავლენას ეკონომიკურ ზრდაზე ადგილი აქვს მხოლოდ განვითარებად ქვეყნებში.

**ცხრილი №9: ძირითადი ემპირიული კვლევების მიმოხილვა: ფინანსური ინტეგრაცია და ეკონომიკური ზრდა**

| №  | ავტორები                           | ნაშრომის გამოქვეყნების თარიღი | კვლევაში მონაწილე ქვეყნების რაოდენობა | კვლევის საანგარიშო პერიოდი | ძირითადი მიგნებები |
|----|------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|--------------------|
| 1  | Alesina, Grilli და Milesi-Ferretti | 1994                          | 20                                    | 1950-1989                  | არავითარი ეფექტი   |
| 2  | Grilli და Milesi-Ferretti          | 1995                          | 61                                    | 1966-1989                  | არავითარი ეფექტი   |
| 3  | Quinn                              | 1997                          | 64                                    | 1960-1989                  | დადებითი ეფექტი    |
| 4  | Kraay                              | 1998                          | 117                                   | 1985-1987                  | შერეული ეფექტი     |
| 5  | Rodrik                             | 1998                          | 95                                    | 1975-1989                  | არავითარი ეფექტი   |
| 6  | Bosworth და Collins                | 1999                          | 58                                    | 1978-1995                  | შერეული ეფექტი     |
| 7  | Bailliu                            | 2000                          | 40                                    | 1975-1995                  | შერეული ეფექტი     |
| 8  | Arteta, Eichengreen და Wyplosz     | 2001                          | 61                                    | 1973-1992                  | შერეული ეფექტი     |
| 9  | Edwards                            | 2001                          | 62                                    | 1980-1989                  | შერეული ეფექტი     |
| 10 | McKenzie                           | 2001                          | 112                                   | 1960-1989                  | შერეული ეფექტი     |
| 11 | O'Donnell                          | 2001                          | 94                                    | 1971-1994                  | შერეული ეფექტი     |
| 12 | Quinn, Inclan და Toyoda            | 2001                          | 76                                    | 1960-1998                  | დადებითი ეფექტი    |
| 13 | Quinn და Toyoda                    | 2002                          | 85                                    | 1955-2004                  | დადებითი ეფექტი    |
| 14 | Reisen და Soto                     | 2003                          | 44                                    | 1986-1997                  | შერეული ეფექტი     |
| 15 | Edison და სხვები                   | 2004                          | 57                                    | 1980-2000                  | არავითარი ეფექტი   |
| 16 | Eichengreen და Leblanc             | 2004                          | 47                                    | 1975-1995                  | შერეული ეფექტი     |
| 17 | Bonfiglioli და Mendicino           | 2004                          | 90                                    | 1975-1999                  | შერეული ეფექტი     |
| 18 | Durham                             | 2004                          | 80                                    | 1979-1998                  | შერეული ეფექტი     |
| 19 | Edison და სხვები                   | 2004                          | 73                                    | 1976-1995                  | შერეული ეფექტი     |
| 20 | Bussiere და Fratzscher             | 2005                          | 45                                    | 1980-2002                  | შერეული ეფექტი     |
| 21 | Vanassche                          | 2005                          | 45                                    | 1980-1997                  | დადებითი ეფექტი    |
| 22 | Chanda                             | 2005                          | 82                                    | 1976-1995                  | შერეული ეფექტი     |
| 23 | Klein                              | 2005                          | 71                                    | 1976-1995                  | შერეული ეფექტი     |
| 24 | Modu და Murshid                    | 2006                          | 60                                    | 1979-1999                  | შერეული ეფექტი     |
| 25 | Vlachos და Waldenstrom             | 2006                          | 42                                    | 1980-1990                  | შერეული ეფექტი     |
| 26 | Klein და Olivei                    | 2008                          | 70                                    | 1976-1995                  | შერეული ეფექტი     |

წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, მოძიებულია და გამოკვლეულია ჩვენს მიერ 14.04.2018

ნებისმიერ შემთხვევაში, ცხრილში №9 მოცემული ლიტერატურის ანალიზს მივყავართ იმ აზრამდე, რომ არ არსებობს საერთო დადასტურებული მოსაზრება, ახდენს თუ არა გავლენას ფინანსური ინტეგრაცია ეკონომიკურ ზრდაზე. მიუხედავად ამისა, თანამედროვე კვლევები, როგორც ჩანს, სულ უფრო მეტად იხრება იმ აზრისკენ, რომ ფინანსურ ინტეგრაციას აქვს გარკვეული ზღვრული დადებითი ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე, განსაკუთრებით იმ შემთხვევაში, როცა კვლევა ეყრდნობა ფინანსური ინტეგრაციის რეალურ (de facto) მონაცემებს ან დახვეწილ ოფიციალურ (de jure) მონაცემებს, ასევე როცა კვლევა მოიცავს გრძელვადიან (ორ ათწლეულზე მეტ) პერიოდს და როდესაც ემპირიული მოდელი ასევე შეიცავს ცვლადებს ფინანსური ინტეგრაციის მხარდამჭერი ღონისძიებების შესახებ (მაგალითად, ეკონომიკური პოლიტიკა ან ინსტიტუტების განვითარების დონე).



ასევე კიდევ ერთხელ უნდა აღინიშნოს, რომ მრავალ კვლევაში, განსაკუთრებით მათში, რომლებმაც დაადგინეს დადებითი კავშირი ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის, პოტენციურად მწვავე საკითხია ცვლადების ენდოგენურობის პრობლემა. მკვლევარები სხვადასხვა მეთოდებით ცდილობდნენ ამ პრობლემის გადაჭრას, თუმცა მათი უმრავლესობის მცდელობა დიდი ალბათობით წარმატებული არ იყო.

### **§ 3.4. დებატები ფინანსური ინტეგრაციის როლზე არასტაბილურობის ზრდის კუთხით**

ზოგიერთი მკვლევარი ფიქრობს, რომ კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია მნიშვნელოვან როლს თამაშობს ეკონომიკის არასტაბილურობის გაძლიერებასა და ფინანსური კრიზისების წარმოშობაში. ამ მიმართულებით უფრო ნაკლები კვლევები არსებობს, ვიდრე ეკონომიკური ზრდის კუთხით, თუმცა არსებულ ლიტერატურას არ აქვს მყარი მტკიცებულებები, რომ ფინანსური ინტეგრაცია მართლაც არის კრიზისების და არასტაბილურობის წყარო. მეორეს მხრივ, ზოგიერთმა მკვლევარმა დაადგინა, რომ ქვეყნები, რომლებსაც მკაცრი ზომები აქვთ მიღებული კაპიტალის კონტროლზე, ფაქტობრივად უფრო ექვემდებარებიან კრიზისებს და არასტაბილურობას. მაგრამ ეს შეიძლება იყოს უბრალოდ იმიტომ, რომ ხშირად სწორედ ცუდი მაკროეკონომიკური საფუძვლების მქონე ქვეყნები ახორციელებენ კაპიტალის კონტროლისა და ზოგადად, იზოლაციის პოლიტიკას. კვლევა (Glick, Guo და Hutchison, 2006) აჩვენებს, რომ კაპიტალის ანგარიშის გახსნილობა ამცირებს სავალუტო კრიზისების ალბათობას. ასევე დასაშვებია ის ფაქტი, რომ ხშირად კაპიტალის კონტროლის ოფიციალური (de jure) და რეალური (de facto) მონაცემები არ ემთხვევა ერთმანეთს და ბევრი ქვეყანა რეალურად უფრო მეტად არის ინტეგრირებული მსოფლიო ფინანსურ სისტემაში, ვიდრე ეს ოფიციალურ ანგარიშებში ჩანს.

კვლევაში (Ranciere, Tornell და Westermann, 2003) ავტორებმა დაადგინეს, რომ ფინანსური ლიბერალიზაცია არა მარტო არბილებს სესხების წვდომაზე ადგილობრივი ფირმების შეზღუდვებს და შედეგად ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას, არამედ წარმოქმნის სისტემურ რისკებს, რომლებიც ზოგ შემთხვევაში

გარდაიქმნება ფინანსურ კრიზისად. კვლევაში (Martin და Rey, 2006) ავტორები ამტკიცებენ, რომ საფონდო ბაზრის ლიბერალიზაცია წარმოქმნის ან დიდ საინვესტიციო აღმავლობას, ანდაც ფინანსურ კრიზისებს. ასევე მორიგ კვლევაში (Dell'ariccia და მარკესი, 2004) მკვლევარები მიუთითებენ, რომ ფინანსური ლიბერალიზაციის დროს ხდება ბანკების მიერ კრედიტების გაცემაზე დასაკმაყოფილებელი პირობების შერბილება, რაც თავის მხრივ აძლიერებს საკრედიტო ციკლს ქვეყანაში და შესაბამისად ამძაფრებს ეკონომიკური ზრდის არასტაბილურობას.

კიდევ ერთი კვლევა (Edwards, 2005) ცდილობს აღნიშნული საკითხის გამოკვლევას ოფიციალური (de jure) ფინანსური გახსნილობის ახალი საზომის გამოყენებით. კერძოდ, იგი ამოწმებს ორ უკიდურეს შემთხვევას, როგორცაა კაპიტალის ნაკადების უცარი სრული შეზღუდვა და მიმდინარე ანგარიშის შებრუნება. შედეგად, აღნიშნული ავტორი ასკვნის, რომ არ არსებობს მტკიცებულება, რომ ქვეყნები, სადაც კაპიტალის მობილურობა არის ლიბერალური, უფრო მეტად არიან მიდრეკილნი სავალუტო კრიზისებისადმი. მომდევნო კვლევაში იგივე ავტორი (Edwards, 2008) ამტკიცებს, რომ არ არსებობს მტკიცებულება, რომ ქვეყნებში, სადაც კაპიტალის მობილურობა არის შეზღუდული, სავალუტო კრიზისების გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე არის ნაკლები, ვიდრე იმ ქვეყნებში, რომლებიც ინტეგრირებულია მსოფლიო ფინანსურ სისტემაში.

არსებული ლიტერატურა ძირითადად კონცენტრირებულია სავალუტო კრიზისებზე და ნაკლებ ყურადღებას უთმობს საბანკო კრიზისებს. აღსანიშნავია, რომ საბანკო კრიზისების ანგარიშზე დაახლოებით ფინანსური კრიზისების ერთ მესამედზე მეტი ბოლო სამი ათწლეულის განმავლობაში. ამასთან, საბანკო კრიზისების სიხშირე გაიზარდა ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში. აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ საბანკო კრიზისი ზოგადად უფრო დიდ უარყოფით ზეგავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე, ვიდრე სავალუტო კრიზისი. კვლევამ (Glick და Hutchison, 2001) ვერ იპოვა მყარი მტკიცებულებები, რომ კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია თავისთავად გავლენას ახდენს საბანკო კრიზისის

წარმოშობაზე; უფრო მეტიც, საბანკო კრიზისების უარყოფითი ეფექტი შედარებით ნაკლებია იმ ქვეყნებში, რომლებსაც კაპიტალის ღია ანგარიში აქვთ.

საბოლოო ჯამში, უმნიშვნელოა ისეთი ემპირიული მტკიცებულებები, რომელიც ერთმანეთთან აკავშირებს ქვეყნის ფინანსურ გლობალიზაციას და ქვეყანაში მომხდარ ფინანსურ კრიზისებს. თუმცა, გარკვეულ შემთხვევებში, როცა კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციას თან ახლავს ფიქსირებული სავალუტო კურსის რეჟიმი, შეიძლება გამოიწვიოს პრობლემები კონკრეტული ქვეყნის ეკონომიკაში. მიუხედავად იმისა, რომ კრიზისული ეპიზოდები იქცევა ყველაზე დიდ ყურადღებას, ისინი მხოლოდ განსაკუთრებული გამოვლინებებია უფრო ზოგადი მაკროეკონომიკური არასტაბილურობისა. ამ კუთხით ემპირიული შედეგები ნაკლებად სახარბიელოა - მიუხედავად თეორიული პროგნოზებისა არ არსებობს ემპირიული მტკიცებულება, რომ ფინანსური გლობალიზაცია ნამდვილად ამცირებს მოხმარების ზრდის არასტაბილურობას კონკრეტული ქვეყნის რისკების საერთაშორისო ფინანსურ სისტემაში გადანაწილების გზით.

უკვე კარგად არის დოკუმენტირებული, რომ განვითარებულ ქვეყნებში შეიმჩნევა მაკროეკონომიკური არასტაბილურობის შემცირების ტენდენცია (განსაკუთრებით 1980 წლებიდან), თუმცა ამის მიზეზი ჯერ კიდევ არ არის დადგენილი. ასევე იგივე ტენდენცია შეიმჩნევა განვითარებად ქვეყნებშიც. თუმცა, არსებულ კვლევებს, (Razin და Rose 1994; Easterly, Islam და Stiglitz, 2001; Buch, Dopke და Pierdzioch, 2005) რომლებიც იყენებენ სხვადასხვა რეგრესიის მოდელებს, სხვადასხვა ქვეყნების მონაცემებს და სხვადასხვა პერიოდებს მივყავართ იმ დასკვნამდე, რომ არ არსებობს სისტემური ემპირიული კავშირი ფინანსურ გახსნილობასა და მთლიანი შიდა პროდუქტის არასტაბილურობას შორის.

შემდეგ კვლევაში (Kose, Prasad და Terrones, 2003) აღნიშნულია, რომ 1990-იან წლებში, ეკონომიკური ზრდის არასტაბილურობა უფრო ნაკლებად შემცირდა საშუალო შემოსავლის მქონე განვითარებად ქვეყნებში, ვიდრე განვითარებულ ეკონომიკებში ან დაბალი შემოსავლის მქონე განვითარებად ეკონომიკებში. მათ ასევე აღმოაჩინეს, რომ მოხმარების არასტაბილურობის დონე გაიზარდა უფრო მეტად, ვიდრე მთლიანი შიდა პროდუქტის არასტაბილურობის დონე. ეს შედეგი

წინააღმდეგობაში მოდის იმასთან, რასაც ვარაუდობენ არსებული თეორიული მოდელები, რომ ფინანსური ინტეგრაციის შედეგად რისკების დაზღვევის გამო უნდა შემცირდეს ქვეყნის შიგნით მოხმარების ზრდის არასტაბილურობა.

მას შემდეგ, რამდენიმე მკვლევარი შეეცადა გამოეკვლია აღნიშნული უარყოფითი კორელაცია ფინანსურ ინტეგრაციასა და მოხმარების ზრდის არასტაბილურობას შორის. კვლევებმა (Levchenko, 2005 და Leblebicioglu, 2006) წამოაყენეს დინამიური ზოგადი წონასწორობის მოდელები, სადაც მხოლოდ რამდენიმე აგენტს აქვს წვდომა საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე. ორივე მოდელში, ფინანსური ინტეგრაცია აძლიერებს შიდა მოხმარების ზრდის არასტაბილურობას, ვინაიდან აღნიშნული აგენტები თავს იკავებენ ეკონომიკური ურთიერთქმედებისგან იმ აგენტებთან, რომლებსაც არ გააჩნიათ წვდომა საერთაშორისო ფინანსურ ბაზარზე და შესაბამისად აღარ ხდება ქვეყნის შიგნით რისკების ოპტიმალური გადანაწილება. სხვა კვლევა (Bekaert, Harvey და Lundblad, 2005) ადგენს, რომ მოხმარების არასტაბილურობა მცირდება მას შემდეგ, რაც ქვეყანაში ხდება სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაცია.

აღნიშნული ავტორები ასევე ამტკიცებენ, რომ მოხმარების ზრდის შედარებითი არასტაბილურობა შემოსავლის ზრდასთან მიმართებაში ასევე იზრდება ფინანსური გახსნილობის უფრო მაღალ ხარისხთან ერთად, თუმცა აღნიშნული ეფექტი მოქმედებს ინტეგრაციის მხოლოდ გარკვეულ დონემდე. ფინანსური ინტეგრაციის უფრო მაღალ დონეზე ქვეყნები, როგორც ჩანს, უკვე იღებენ სარგებელს ლოკალური რისკების მსოფლიო ფინანსურ სისტემასთან გაზიარების გამო. განვითარებადი ეკონომიკების უმრავლესობა ფინანსური ინტეგრაციის ამ ბარიერის ქვევით არის, მაშინ როცა განვითარებული ქვეყნების უმრავლესობაში ფინანსური ინტეგრაციის დონე ამ ბარიერზე მაღლაა.

### *3.4.1. ფინანსური კრიზისების სოციალური და ეკონომიკური ხარჯები*

აზიის კრიზისი ძალიან მნიშვნელოვანია იმ თვალსაზრისით, თუ რა ეკონომიკურ და სოციალურ გავლენას ახდენს ფინანსური კრიზისი მოსახლეობაზე დაზარალებულ ქვეყნებში. მსოფლიო ბანკი (2001, გვ. 73) აღნიშნავს, რომ

"დაკარგული მთლიანი შიდა პროდუქტისა და უარყოფითი გავლენის გამო სიღარიბესა და უმუშევრობაზე, აზიის კრიზისი შეიძლება დასახელდეს, როგორც ერთ-ერთი ყველაზე მწვავე ფინანსური არასტაბილურობა მეოცე საუკუნეში". კრიზისის შედეგად მნიშვნელოვნად გაიზარდა სიღარიბე, შემცირდა დასაქმება და რეალური ხელფასი, რამაც გამოიწვია უზარმაზარი სოციალური სიღუბნე. მართლაც, ეკონომიკური კრიზისის უარყოფითი შედეგები იმდენად დიდი იყო, რომ მთელ რიგ ქვეყნებში, მაგალითად, ინდონეზიაში გამოიწვია მოსახლეობის სოციალური სტრუქტურის სრული მოშლა. ამიტომაც არის, რომ აზიის კრიზისის სათანადოდ უწოდებენ, არა მხოლოდ ჩვეულებრივ ეკონომიკურ რეცესიას, არამედ უზარმაზარ კრიზისს. ასევე უნდა აღინიშნოს, რომ ეკონომიკური რეცესია წარმოშობს გაცილებით უფრო დიდ სოციალური დანახარჯებს განვითარებად ქვეყნებში სახელმწიფო სოციალური დაცვის არარსებობის გამო. არსებობს ემპირიული მტკიცებულებები, რომ როგორც განვითარებად ისე განვითარებულ ქვეყნებში ფინანსური ან ეკონომიკური კრიზისის შედეგები განსაკუთრებით მძიმედ აწვებათ სიღარიბეში მყოფ მოსახლეობას და სუსტი სქესის წარმომადგენლებს (Singh და Zammit, 2000; Stiglitz, 1999).

კრიზისების წმინდა ეკონომიკურ დანახარჯებს რაც შეეხება, თეორიული თვალსაზრისით ეკონომიკური კრიზისი უარყოფით გავლენას ახდენს როგორც საინვესტიციო აქტივობაზე, ასევე გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდაზე. გარდა ამისა, ეკონომიკური რეცესია, როგორც წესი, დამატებით ზეწოლას ახდენს ფისკალურ სფეროში, რამაც შეიძლება დიდი გავლენა მოახდინოს ეკონომიკაზე ხანგრძლივი დროის განმავლობაში. კვლევაში (Caprio და Klingebiel, 1996) ავტორებმა შეაფასეს 80-იანი და 90-იანი წლების საბანკო კრიზისების ეკონომიკური დანახარჯები, რომელიც საკმაოდ დიდი აღმოჩნდა; კერძოდ, მათ კვლევაში მითითებულია, რომ საბანკო კრიზისების დანახარჯები მერყეობდა მშპ-ს 3.2 პროცენტიდან ამერიკის შემთხვევაში (დანაზოგების და სესხების კრიზისი 1984-1991) 55 პროცენტამდე არგენტინაში (საბანკო კრიზისი არგენტინაში 1980-1982. ცხრილი №10 იძლევა დამატებით მონაცემებს საბანკო კრიზისების ეკონომიკური დანახარჯების შესახებ ამავე კვლევიდან.

ცხრილი №10: საბანკო კრიზისების ეკონომიკური დანახარჯები (გამოხატულია მთლიანი შიდა პროდუქტის პროცენტის სახით)

| ქვეყანა     | კრიზისის პერიოდი | ეკონომიკური დანახარჯები (მშპ-ს) | ქვეყანა   | კრიზისის პერიოდი | ეკონომიკური დანახარჯები (მშპ-ს) |
|-------------|------------------|---------------------------------|-----------|------------------|---------------------------------|
| არგენტინა   | 1980-1982        | 55.3                            | მექსიკა   | 1995             | 13,5                            |
| ჩილე        | 1981-1983        | 41.2                            | უნგრეთი   | 1991-1995        | 10                              |
| ურუგვაი     | 1981-1984        | 31.2                            | ფინეთი    | 1991-1993        | 8                               |
| ისრაელი     | 1977-1983        | 30                              | შვედეთი   | 1991             | 6,4                             |
| კოტ დივუარი | 1988-1991        | 25                              | შრი ლანკა | 1989-1993        | 5                               |
| სენეგალი    | 1988-1991        | 17                              | მალაზია   | 1985-1988        | 4,7                             |
| ესპანეთი    | 1977-1985        | 16,8                            | ნორვეგია  | 1987-1989        | 4                               |
| ბულგარეთი   | 1990             | 14                              | აშშ       | 1984-1991        | 3,2                             |

წყარო: Caprio და Klingebiel, 1996. მოძიებულია ჩვენს მიერ 25.04.2018

ასევე ნაშრომში (Easterley და სხვები, 2000) ავტორებმა გამოიკვლიეს მონაცემები ეკონომიკური არასტაბილურობის შესახებ 1960-1990 წლების პერიოდში, როგორც განვითარებულ, ასევე განვითარებად ქვეყნებში. შედეგად დადგინდა, რომ განვითარებადი ქვეყნები, როგორც წესი, უფრო მეტად არიან მიდრეკილნი ისეთი სახის არასტაბილურობის მიმართ, როგორცაა მერყეობა მთლიანი შიდა პროდუქტში, ასევე არასტაბილურობა დასაქმების, რეალური ხელფასის, კაპიტალის ნაკადების და საგარეო ვაჭრობის კუთხით. ნეოკლასიკური ეკონომიკური თეორია, როგორც წესი, ეკონომიკურ არასტაბილურობას ხსნის შრომის ბაზრის მოუქნელობით, კერძოდ კი ხელფასების ცვლილების სირთულის გამო. თუმცა, ზემოთ აღნიშნულ ნაშრომში ნახავთ, რომ რეალურად შრომის ბაზარი ბევრად უფრო მეტად მოქნილია (იზომება, როგორც ცვლილება რეალურ ხელფასში) განვითარებად ქვეყნებში, ვიდრე განვითარებულ ქვეყნებში. აღნიშნული ნაშრომის შედეგები ცხადყოფს, რომ ფინანსური სისტემის მახასიათებლები და არა შრომის ბაზრის პარამეტრები არის გადამწყვეტი ფაქტორი ეკონომიკური არასტაბილურობის წარმოშობისთვის. ზოგადად, აღნიშნული კვლევის ავტორები ასკვნიან, რომ ქვეყნები, რომლებსაც აქვთ სუსტი ფინანსური სისტემები, მთლიანი შიდა პროდუქტის უფრო დიდ არასტაბილურობას განიცდიან ნაწილობრივ იმიტომ, რომ აღნიშნული ინსტიტუციური ხარვეზები აძლიერებს კაპიტალის ნაკადის არასტაბილურობის უარყოფით ეფექტებს.

## § 3.5. დებატები კაპიტალის ნაკადების სტრუქტურის და

### ეკონომიკური ზრდის შესახებ

ფინანსური გლობალიზაციის ეკონომიკურ ზრდაზე ზემოქმედების ალტერნატიული ხედვაც არსებობს. კერძოდ, ის რომ სხვადასხვა სახის კაპიტალის ნაკადს განსხვავებული ზეგავლენა აქვს რეალურ ეკონომიკაზე. არსებული ლიტერატურა ცალსახად მიუთითებს, რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და პორტფელური ტიპის ინვესტიციები დადებით ეფექტს ახდენენ ეკონომიკურ ზრდაზე არაპირდაპირი და კატალიზური გზით. კონკრეტული მაგალითები გულისხმობს ტექნოლოგიური და მენეჯერული ცოდნის (know-how) გადაცემას კაპიტალის მიმღებ ქვეყანაში. ამისგან განსხვავებით, აღნიშნული კვლევები ადასტურებს, რომ საგარეო ვალის ნაკადების უარყოფითი ეფექტი მიმღებ ქვეყანაში გაცილებით უფრო მეტია, ვიდრე დადებითი.

#### *3.5.1. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები*

არსებობს ძლიერი მოსაზრება იმის შესახებ, რომ პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს უფრო მეტი სარგებელი მოაქვთ მიმღები ქვეყნისთვის, ვიდრე სხვა სახის ფინანსურ ნაკადებს, რადგან, გარდა იმისა, რომ იზრდება შიდა ინვესტიციები, მას აქვს დადებითი გავლენა პროდუქტიულობაზე ტექნოლოგიური და მენეჯერული ცოდნის (know-how) გადაცემის გზით. იგივე მოსაზრება, ასევე ამტკიცებდა, რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები უფრო მეტად სტაბილურია, ვიდრე სხვა ფინანსური ნაკადები, შესაბამისად, სავარაუდოდ არ ახდენს უარყოფით გავლენას მიმღები ქვეყნის მაკროეკონომიკურ სტაბილურობაზე. მეორეს მხრივ, არსებულ ლიტერატურას ამ მიმართულებით არ აქვს მყარი მტკიცებულებები, რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები დადებით გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე.

ჩვენ გავაანალიზეთ არსებული ლიტერატურა ამ მიმართულებით და ცხრილში №11 მოცემულია ძირითადი კვლევების მიმოხილვა.

**ცხრილი №11: ძირითადი ემპირიული კვლევების მიმოხილვა: პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები და ეკონომიკური ზრდა**

| №  | ავტორები                            | ნაშრომის გამოქვეყნების თარიღი | კვლევაში მონაწილე ქვეყნების რაოდენობა | კვლევის საანგარიშო პერიოდი | ძირითადი მიგნებები |
|----|-------------------------------------|-------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|--------------------|
| 1  | Balasubramanyam, Salisu და Sapsford | 1996                          | 46                                    | 1970-1985                  | შერეული ეფექტი     |
| 2  | Borensztein, De Gregorio და Lee     | 1998                          | 69                                    | 1970-1989                  | შერეული ეფექტი     |
| 3  | DeMello                             | 1999                          | 31                                    | 1970-1990                  | შერეული ეფექტი     |
| 4  | Haveman, Lei და Netz                | 2001                          | 74                                    | 1970-1989                  | დადებითი ეფექტი    |
| 5  | Hermes და Lensink                   | 2003                          | 67                                    | 1970-1995                  | შერეული ეფექტი     |
| 6  | Choe                                | 2003                          | 80                                    | 1971-1996                  | შერეული ეფექტი     |
| 7  | Alfaro და სხვები                    | 2004                          | 71                                    | 1975-1995                  | შერეული ეფექტი     |
| 8  | Carkovic და Levine                  | 2005                          | 72                                    | 1960-1996                  | შერეული ეფექტი     |
| 9  | Blonigen და Wang                    | 2005                          | 69                                    | 1970-1989                  | შერეული ეფექტი     |
| 10 | Aykut და Sayek                      | 2005                          | 37                                    | 1990-2002                  | შერეული ეფექტი     |
| 11 | Lensink და Morrissey                | 2006                          | 88                                    | 1970-1998                  | შერეული ეფექტი     |

წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, მოძიებულია და გამოკვლეულია ჩვენს მიერ 19.04.2018

კვლევა (Carkovic და Levine, 2005) იძლევა ამომწურავ ანალიზს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გავლენის შესახებ ეკონომიკურ ზრდაზე. მკვლევარები ასკვნია, რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებს არ აქვთ მყარი დადებითი გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე. მათი საბაზისო შედეგების მიხედვით, არსებობს დადებითი ასოციაცია პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის, მაგრამ აღნიშნული კავშირი ქრება, როდესაც მოდელში ხდება სავაჭრო და შიდა ფინანსური კრედიტის ცვლადების კონტროლი. აქედან გამომდინარე, აღნიშნული კვლევის შედეგების განზოგადებით შეიძლება დავასკვნათ, რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები დადებითად მოქმედებს ეკონომიკურ ზრდაზე თუ მას თან ახლავს სავაჭრო ბრუნვის ზრდა. დაახლოებით იგივეს უნდა მიუთითებდეს სხვა ორი კვლევა (Haddad და Harrison,1993; Aitken და Harrison,1999). ამ კვლევებში გაანალიზებულია მაროკოს და ვენესუელას მონაცემები იმ პერიოდში, როცა ეს ქვეყნები შედარებით დახურული იყო საგარეო ვაჭრობისთვის. ორივე კვლევამ აჩვენა, რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ამ ქვეყნებში ჰქონდა მინიმალური ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე.

შეიძლება იყოს სხვა მიზეზებიც, რის გამოც პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების დადებითი ეფექტები რთული დასაანახია მაკროეკონომიკურ მონაცემებში. მაგალითად, განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნების ემპირიულ მოდელში ერთობლივი განხილვის დროს, შეიძლება პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების დადებითი ეფექტი შემცირებული სახით გამოჩნდეს, ვინაიდან პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები სავარაუდოდ ძირითადად



თავმოყრილი იქნება განვითარებულ ეკონომიკებში. ასევე არასამრეწველო სექტორებში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების დადებითი ეფექტი შეიძლება ნაკლები იყოს, ვინაიდან, როგორც წესი, ამ დროს არ ხდება ადგილობრივად წარმოებული შუალედური საქონლის გამოყენება. მეორეს მხრივ, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ეფექტი საგრძნობია სამრეწველო სექტორში ინვესტირების დროს, ვინაიდან ზოგადად არსებობს ძლიერი კავშირი სამრეწველო სექტორსა და ეკონომიკის სხვა დარგებს შორის. ზოგიერთი კვლევა (Borensztein, De Gregorio და Lee, 1998; Hermes და Lensink, 2003; Alfaro და სხვები, 2006) ასევე აღნიშნავს, რომ პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს აქვთ დადებითი ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მიმღები ქვეყნის ეკონომიკა აკმაყოფილებს გარკვეულ პირობებს, კერძოდ არსებობს მაღალი დონის ადამიანური კაპიტალი, განვითარებული ფინანსური სექტორი და თავისუფალი ვაჭრობის ხელშემწყობი პოლიტიკა.

თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ არ არსებობს პირდაპირი მტკიცებულება იმისა, რომ პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს თან ახლავს ტექნოლოგიური და მენეჯერული ცოდნის (know-how) გადაცემა. ერთი მიზეზი ამ საკითხის ბუნდოვანებისა შეიძლება იყოს ის მოსაზრება, რომ შესაძლოა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები კი არ ზრდის დარგის პროდუქტიულობას, არამედ ის შედის მხოლოდ მაღალპროდუქტიულ დარგში. მეორე მიზეზი, რაც იწვევს გაურკვევლობას არის ის, რომ ბევრი კვლევა არ ითვალისწინებს იმის შესაძლებლობას, რომ უცხოური ფირმები შესაძლოა ცდილობდნენ თავიანთი ტექნოლოგიური და მენეჯერული ცოდნის (know-how) დაცვას ადგილობრივი კონკურენტებისგან.

თუმცა, ამავე დროს უცხოურ ფირმებს შესაძლოა ჰქონდეთ სურვილი, რომ გააუმჯობესონ თავიანთი ადგილობრივი პარტნიორების და მომწოდებლების პროდუქტიულობა ტექნოლოგიური და მენეჯერული ცოდნის (know-how) გადაცემის გზით. ეს არის ფინანსური ინტეგრაციის კვლევის მეტად საინტერესო მიმართულება, რომელიც სულ უფრო ძალას იკრებს ბოლო წლების განმავლობაში. მაგალითად, კვლევა (Javorcik, 2004) ლიტვის მონაცემების ანალიზის საფუძველზე ნათლად აჩვენებს, რომ ადგილი აქვს ტექნოლოგიური და მენეჯერული ცოდნის (know-how) გადაცემას და შესაბამის პროდუქტიულობის ზრდას ღირებულების ვერტიკალურ

ჯაჭვში (ანუ დარგებს შორის), მაგრამ აღნიშნული ეფექტი ნაკლებად შესამჩნევია ჰორიზონტალურ ჯაჭვში (ანუ იმავე დარგში). იგივე შედეგები აქვს სხვა რამდენიმე კვლევასაც (Lipsey და Sjöholm, 2005; Gorg და Greenaway, 2004).

რომ შევაჯამოთ, ის ემპირიული კვლევები, რომლებიც იყენებენ უფრო დახვეწილ მიდგომებს, განსაკუთრებით ითვალისწინებენ სხვადასხვა საწყისი პირობების (ადამიანური კაპიტალი, სავაჭრო გახსნილობა) როლს, უფრო წარმატებით გვიჩვენებენ პოტენციურ კავშირებს პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. ასევე როცა ტექნოლოგიური და მენეჯერული ცოდნის (know-how) გადაცემის ანალიზი ხდება მომიჯნავე დარგების ჭრილში და არა მხოლოდ ერთი დარგის ფარგლებში.

### *3.5.2. პორტფელური კაპიტალის ნაკადები*

პორტფელური კაპიტალის ნაკადების მზარდ მნიშვნელობას განვითარებად ბაზრებზე თან მოჰყვა კვლევების გააქტიურება ამ მიმართულებით. კვლევების უმრავლესობამ დაადგინა, რომ პორტფელური კაპიტალის ნაკადებს აქვთ ცალსახა დადებითი ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე. თუმცა ამ კვლევების შემთხვევაშიც რჩება მიზეზ-შედეგობრივი კავშირის პრობლემა, შესაძლოა ორივე ფაქტორის ზრდა (პორტფელური კაპიტალის ნაკადების და მთლიანი შიდა პროდუქტის) გამოწვეული იყოს რაიმე სხვა მესამე ფაქტორით, მაგალითად სტაბილური მაკროეკონომიკური პოლიტიკით. მეორეს მხრივ, არსებობს მზარდი ემპირიული მტკიცებულებები მიკრო დონეზე (ინდუსტრიების და ფირმების დონის მონაცემები), რომელიც მხარს უჭერს იმ მოსაზრებას, რომ პორტფელური კაპიტალის ნაკადებს ნამდვილად აქვთ დადებითი გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე. ცხრილში №12 მოცემულია ჩვენს მიერ მოძიებული ლიტერატურის მიმოხილვა ამ კონკრეტული მიმართულებით.

**ცხრილი №12: ძირითადი ემპირიული კვლევების მიმოხილვა: პორტფელური კაპიტალის ნაკადები და ეკონომიკური ზრდა**

| № | ავტორები                    | ნაშრომის გამოქვეყნების თარიღი | კვლევაში მონაწილე ქვეყნების რაოდენობა | კვლევის საანგარიშო პერიოდი | ძირითადი მიგნებები |
|---|-----------------------------|-------------------------------|---------------------------------------|----------------------------|--------------------|
| 1 | Henry                       | 2000                          | 11                                    | 1977-1994                  | დადებითი ეფექტი    |
| 2 | Bekaert, Harvey და Lundblad | 2001                          | 30                                    | 1980-1997                  | დადებითი ეფექტი    |
| 3 | Li                          | 2003                          | 95                                    | 1975-2000                  | დადებითი ეფექტი    |
| 4 | Bekaert, Harvey და Lundblad | 2005                          | 95                                    | 1980-1997                  | დადებითი ეფექტი    |
| 5 | Gupta და Yuan               | 2005                          | 31                                    | 1981-1998                  | შერეული ეფექტი     |
| 6 | Mitton                      | 2006                          | 28                                    | 1980-2000                  | დადებითი ეფექტი    |
| 7 | Hammel                      | 2006                          | 13                                    | 1982-1995                  | შერეული ეფექტი     |

*წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი, მოძიებულია და გამოკვლეულია ჩვენს მიერ 28.04.2018*

საკმაოდ გავლენიანი კვლევა (Bekaert, Harvey და Lundblad, 2005) ამტკიცებს, რომ კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაცია იწვევს მთლიანი შიდა პროდუქტის დაახლოებით ერთი პროცენტით ზრდას გრძელვადიან პერიოდში, რაც საკმაოდ შთამბეჭდავი შედეგია. მეორეს მხრივ, სხვა კვლევა (Henry, 2007) მიუთითებს მეთოდოლოგიურ პრობლემებზე და ამტკიცებს, რომ წინა კვლევის შედეგები შესაძლოა საიმედო არ იყოს. იგივე ავტორი აღნიშნავს, რომ კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაცია ხშირად არის ნაწილი უფრო დიდი ეკონომიკური რეფორმებისა და რომ ეს რეფორმები საერთო ჯამში დადებითი გავლენას ახდენს პროდუქტიულობაზე, რასაც თავის მხრივ გრძელვადიან პერიოდში მოყვება რეალური ეკონომიკის ზრდა. აქედან გამომდინარე, ჯერ კიდევ საკამათოა, აღნიშნული ზრდის ეფექტი შეიძლება თუ არა მთლიანად მივაკუთვნოთ სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაციას, თუ ის ნაწილობრივ სხვა სახის რეფორმების პირმშოა.

ბოლო კვლევები (Henry, 2000; Alfaro და Hammel, 2006) ასევე ამტკიცებს, რომ სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაცია ამცირებს კაპიტალის ღირებულებას ქვეყნის შიგნით, რაც თავის მხრივ ხელს უწყობს შიდა ინვესტიციების ზრდას. ეს დასკვნა პრინციპში სრულ თანხვედრაშია იმასთან, რასაც თეორიული მოდელები პროგნოზირებენ.

ვინაიდან მაკროეკონომიკურ დონეზე საკმაოდ რთულია სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაციის ეფექტის განცალკევება სხვა ტიპის რეფორმების ეფექტისგან ეკონომიკურ ზრდაზე, მნიშვნელოვანია, რომ აღნიშნული საკითხი ასევე გაანალიზებული იყოს მიკროეკონომიკურ (დარგების და ფირმების) ჭრილში. ბოლო

კვლევებმა მიკროეკონომიკურ სპექტრში მართლაც რომ გამამხნეველი და პერსპექტიული შედეგები აჩვენეს. მაგალითად, კვლევა (Gupta და Yuan, 2005) ამტკიცებს, რომ სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაციის შემდეგ ფირმებს, რომლებიც ტექნოლოგიური კუთხით უფრო მეტად არიან დამოკიდებულნი კომპანიის გარე წყაროებიდან დაფინანსებაზე (რომელიც გაზომილია, როგორც სხვაობა განხორციელებულ ინვესტიციებსა და ოპერაციებიდან დაგენერირებულ ნაღდ ფულს შორის), პროდუქტიულობის უფრო მაღალი დონე აქვთ. აღნიშნულმა ავტორებმა ასევე აჩვენეს, რომ სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაციის ზემოთ აღნიშნული ეფექტი უფრო ძლიერია იმ ინდუსტრიებში, რომლებსაც უკეთესი ზრდის პერსპექტივები აქვთ მსოფლიო ბაზარზე. მეორეს მხრივ, როდესაც ლიბერალიზაციის გადაწყვეტილება მოდელში ჩაითვალია ენდოგენურ ცვლადად, აღნიშნული შედეგის საიმედოობა ეჭვქვეშ დადგა. შესაბამისად შეიძლება ვივარაუდოთ, რომ შესაძლოა ქვეყანა მაშინ იღებს სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაციის გადაწყვეტილებას, როცა მას აქვს ისეთი დარგები, რომლებსაც აქვთ პოტენციური წარმატებული კონკურენცია გაუწიონ სხვა ფირმებს მსოფლიო ბაზარზე.

სხვა კვლევები (Chari და Henry, 2004) ასევე ადასტურებს, რომ სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაცია ხელმისაწვდომს ხდის ადგილობრივი ფირმებისთვის ახალი დაფინანსების არხს, რითაც ამცირებს კაპიტალის ღირებულებას და ზრდის შესაძლებლობებს ინვესტირებისთვის. გარდა ამისა, უცხოელი ინვესტორები, როგორც წესი, მოითხოვენ უფრო მაღალ კორპორატიული მმართველობის სტანდარტებს, რომელსაც შეიძლება ჰქონდეს დადებითი გავლენა მომგებიანობაზე, ეფექტურობასა და სხვა საოპერაციო მაჩვენებლებზე. კიდევ ერთი კვლევა (Mitton, 2006) ამტკიცებს, რომ ფირმები, რომელთა აქციების ნაწილს ფლობენ უცხოელი ინვესტორები აჩვენებენ უფრო უკეთეს შედეგებს გაყიდვების ზრდისა და საინვესტიციო ეფექტურობის კუთხით, ასევე აქვთ უფრო დაბალი ლევერაჟის (ვალის შეფარდება მთლიან კაპიტალთან) კოეფიციენტები.

მიუხედავად იმისა, რომ მტკიცებულებები სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაციის დადებითი ეფექტების შესახებ გამოიყურება პერსპექტიულად,

იგი ბადებს ერთ საინტერესო კითხვას. რატომ არის, რომ კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია ფართო ჭრილში უფრო ნაკლებ დადებით ეფექტს ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე, ვიდრე კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაცია, რომელიც კაპიტალის ანგარიშის მხოლოდ კერძო მიმართულებას? როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ერთი მიზეზი შეიძლება იყოს ის, რომ სააქციო კაპიტალის ბაზრის რეფორმებს ადგილი აქვს მხოლოდ მაშინ, როცა მთავრობები გრძნობენ, რომ არსებობს გარკვეული ხელშემწყობი პირობები ქვეყნის შიგნით. შეჯამებისთვის, შეიძლება ითქვას, სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაციას ნამდვილად აქვს დადებითი ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე, თუმცა არა ისეთი ძლიერი, როგორც ამას ზოგიერთი კვლევა ამტკიცებს.

### *3.5.3. საგარეო სესხის ნაკადები*

სესხის ნაკადებს, რომლებიც მოიცავს როგორც პორტუგელის სესხის ნაკადებს, ასევე საბანკო სესხებს დომინანტი ადგილი უკავია განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკაში, თუმცა ბოლო პერიოდში მათი მნიშვნელობა ნელ-ნელა მცირდება. საქმე იმაშია, რომ სესხის ნაკადებს, განსაკუთრებით კი მოკლევადიან საბანკო სესხებს, ახასიათებთ პროციკლური და არასტაბილური ბუნება, რასაც შეუძლია ეკონომიკური შოკის უარყოფითი ეფექტების გაძლიერება.

კონცეპტუალურ დონეზეც კი, სესხის ნაკადებს ნაკლებად გააჩნიათ ისეთი პოზიტიური ატრიბუტები, რომლებიც ახასიათებს კაპიტალის ნაკადებს. კერძოდ, სესხის ნაკადები ვერ წყვიტავენ ეფექტურად principal-agent პრობლემას, შეიძლება მოხდეს კაპიტალის არაოპტიმალური განაწილება დარგებს შორის და ზოგადად სესხები არაფორმალურად გარანტირებულია მთავრობის მიერ ან საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტების მიერ. კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციამ ცუდი ფინანსური სექტორის ზედამხედველობის პირობებში შესაძლოა გამოიწვიოს უარყოფითი გვერდითი მოვლენები, რომლებიც უკავშირდება ბანკების მიერ სპეკულაციებს უცხოური ვალუტით.

ემპირიული ლიტერატურა ფინანსური გლობალიზაციის მიმართულებით არის მტკიცედ ჩამოყალიბებული, რომ სესხის ნაკადები წარმოქმნის დიდ რისკებს

ფინანსური გახსნილობის დროს. კერძოდ, სისტემატური ემპირიული კვლევებით დამტკიცებულია, რომ არსებობს ძლიერი კავშირი მოკლევადიან სესხებზე ხელმისაწვდომობასა და ფინანსური კრიზისების წარმოშობის ალბათობას შორის (Berg, Borenstein და Pattillo, 2004). ამ ფაქტის ერთ-ერთი მიზეზი შეიძლება იყოს ის, რომ ქვეყნები, რომლებსაც არცთუ სახარბიელო ეკონომიკური პარამეტრები აქვთ, იძულებულნი არიან დაეყრდნონ მოკლევადიან საგარეო ვალს უცხოურ ვალუტაში, როგორც უცხოური კაპიტალის ძირითად წყაროს (Eichengreen, Hausmann, და Panizza, 2006). თუმცა, მაშინაც კი როდესაც სესხის ნაკადები უფრო სავარაუდოა რომ იყოს დაკავშირებული უარყოფით შედეგებთან, არ შეიძლება ავტომატურად ითქვას, რომ სესხის ნაკადების აკრძალვა იქნება ხელსაყრელი ყველა შემთხვევაში. კაპიტალით ღარიბი ქვეყანა, რომელსაც ნაკლებად მიუწვდება ხელი სააქციო ან პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ნაკადებზე მაინც შეძლებს სარგებლის მიღებას საგარეო ვალის ნაკადისგან მიუხედავად თანმხლები რისკებისა. ასევე, მოკლევადიანი სესხები შეიძლება გახდეს სასარგებლო იმ კუთხითაც, რომ აიძულოს ეროვნული მთავრობა, რომ გააუმჯობესოს თავისი მაკროეკონომიკური პოლიტიკა, თუმცა საგარეო ვალი, რა თქმა უნდა, გაზრდის ქვეყნის მოწყვლადობას საგარეო შოკების მიმართ (Diamond და Rajan, 2001; Jeanne, 2003).

### **§ 3.6. ფინანსური ინტეგრაციის არაპირდაპირი (ირიბი და კატალიზური) სარგებელი**

როგორც უკვე წინა თავში ("ფინანსური ინტეგრაციის შესახებ ეკონომიკური თეორიის მიმოხილვა") ავღნიშნეთ, ფინანსური ინტეგრაციის ძირითად სარგებელს ნაკლებად აქვს პირდაპირი ხასიათი. იგი ძირითადად ირიბი და კატალიზურია, ანუ მას მოაქვს განვითარებული ქვეყნების საუკეთესო პრაქტიკა განვითარებად ეკონომიკებში. ამ მოსაზრების ემპირიული მტკიცებულებები სულ უფრო იზრდება ბოლო პერიოდში. აღნიშნული არაპირდაპირი სარგებელი შეიძლება მოიცავდეს ისეთ სფეროებს, როგორცაა ქვეყნის შიგნით ფინანსური სექტორის განვითარება, ინსტიტუტების გაუმჯობესება (სახელმწიფო და კორპორატიული მმართველობა, კანონის უზენაესობა და ა.შ.), მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გაუმჯობესება და ასე შემდეგ. აღნიშნული არაპირდაპირი სარგებელი, როგორც წესი, იწვევს ქვეყნის

შიგნით პროდუქტიულობის ზრდას, რაც შემდეგ უკვე დადებითად აისახება ეკონომიკურ ზრდაზე.

ამ თვალსაზრისის პრაქტიკული და ემპირიული გამოყენების მნიშვნელობა ძალზედ დიდია. ეს იმას ნიშნავს, რომ სავარაუდოდ ფინანსური ინტეგრაციის დადებითი გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე გამოჩნდება არა მაშინვე, არამედ წლების შემდეგ, როცა მოხდება მაკროეკონომიკური პოლიტიკისა და შესაბამისი ინსტიტუტების ადაპტაცია ახალ რეალობასთან. ამასთან, საკმარისი დროის გასვლის შემდეგაც შეიძლება რთული იყოს ფინანსური ინტეგრაციის დადებითი ეფექტის დოკუმენტურად დამტკიცება. ვინაიდან ეკონომიკური ზრდის სტანდარტული რეგრესული მოდელები, როგორც წესი, შეიცავს საკონტროლო ცვლადებს ისეთი ფაქტორების შესახებ, როგორცაა ქვეყნის ინსტიტუციონალური განვითარების დონე, ფინანსური სექტორის განვითარების ხარისხი, მაკროეკონომიკური პოლიტიკის ხარისხი და ასე შემდეგ. არადა, ფინანსური ინტეგრაციის დადებითი ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე სავარაუდოდ სწორედ ამ არხების მეშვეობით ხორციელდება, რაც ართულებს რეგრესულ ანალიზში აღნიშნული ეფექტის ცალსახად გამოყოფას.

შეჯამებისთვის, როგორც უკვე ვთქვით, ფინანსური ინტეგრაცია ეკონომიკურ ზრდაზე დადებით გავლენას ახდენს პროდუქტიულობის გაზრდის გზით. თუმცა ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ ამ ეტაპზე არც ისე ბევრი მტკიცებულებაა იმისა, რომ ფინანსური ინტეგრაცია ნამდვილად იწვევს პროდუქტიულობის ზრდას ქვეყნის შიგნით. ამ ეტაპზე არსებობს რამდენიმე მნიშვნელოვანი კვლევა ამ მიმართულებით (Edwards, 2001; Bonfiglioli, 2006; Kose, Prasad და Terrones 2008), თუმცა ეს ფინანსური ინტეგრაციის კვლევის საინტერესო ახალი მიმართულებაა, რომელიც ჩვენი აზრით მომავალში პოპულარობას ჰპოვებს და კიდევ უფრო განვითარდება.

შემდეგ ქვეთავებში ჩვენ მიმოვიხილავთ იმ სამ ძირითად სფეროს, სადაც ფინანსური ინტეგრაციის არაპირდაპირი ეფექტები შეიძლება იყოს ძალიან მნიშვნელოვანი. ესენია ფინანსური სექტორის განვითარება, რელევანტური ინსტიტუტების ჩამოყალიბება/განვითარება და მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გაუმჯობესება.

### 3.6.1. ფინანსური სექტორის განვითარება

საერთაშორისო ფინანსური ნაკადები, როგორც ჩანს, მნიშვნელოვანი კატალიზატორის როლს ასრულებს ქვეყნის შიდა ფინანსური ბაზრის განვითარებაში, როგორც საბანკო სექტორისა და კაპიტალის ბაზრების მოცულობის გაზრდის კუთხით, ასევე უფრო ფართო ჭრილშიც, როგორცაა ზედამხედველობისა და რეგულირების სფეროების განვითარება. არსებობს ბევრი კვლევა (მაგალითად, Levine, 2005; Mishkin, 2008) იმის შესახებ, რომ უცხოელი ინვესტორების მიერ ადგილობრივ ბანკებში წილის ფლობას მოაქვს სხვადასხვა სახის სარგებელი. პირველი, ეს უადვილებს ქვეყანას, რომ გავიდეს საერთაშორისო ფინანსურ ბაზრებზე. მეორე, ეხმარება ქვეყანას ეროვნული რეგულირების და ზედამხედველობის მექანიზმების გაუმჯობესებაში. მესამე, ქვეყანაში შეიძლება შემოიღონ ახალი ფინანსური ინსტრუმენტები და ტექნოლოგიები, რაც გაზრდის კონკურენციას და გააუმჯობესებს ფინანსური მომსახურების ხარისხს.

არსებობს კვლევები (Claessens, Demirguc-Kunt და Huizinga, 2001; Levine, 2001; Claessens და Laeven, 2004), რომელიც ადასტურებს, რომ უცხოური ინვესტორების ან ბანკების არსებობა ქვეყნის საბანკო სექტორში ზრდის კონკურენციას, რაც შესაბამისად დადებითად აისახება ეროვნულ ეკონომიკაზე. რაც შეეხება კაპიტალის ბაზრებს, აქაც არსებობს მტკიცებულებები (მაგალითად, Levine და Zervos, 1998), რომ სააქციო კაპიტალის ბაზრის ლიბერალიზაციის შემდეგ იზრდება ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრების მოცულობა და ლიკვიდურობა ახალი უცხოელი ინვესტორების შემოსვლის შედეგად. თუმცა სხვა კვლევები (მაგალითად, Chinn და Ito, 2006) მიუთითებენ, რომ იმისათვის, რომ აღნიშნულ ეფექტებს ჰქონდეს ადგილი, ქვეყანა უნდა აკმაყოფილებდეს გარკვეულ საკანონმდებლო და ინსტიტუციონალურ მოთხოვნებს.

რიგი კვლევები ასევე აჩვენებს, რომ ფინანსური ინტეგრაცია ეხმარება ქვეყნის შიგნით ფინანსური სექტორის განვითარებას. მაგალითად ერთ-ერთი ასეთი კვლევა (Klein და Olivei, 2006) ამტკიცებს, რომ ფინანსურად ინტეგრირებულ ეკონომიკებში შიდა ფინანსური სექტორის განვითარების დონე უფრო მაღალია, ვიდრე იმ ქვეყნებში, რომლებიც ინარჩუნებენ კაპიტალის კონტროლის მაღალ დონეს.



### 3.6.2. ინსტიტუტებისა და მმართველობის ხარისხის გაუმჯობესება

როგორც უკვე ავღნიშნეთ, თეორიულად არსებობს მთელი რიგი პოტენციური არხებისა, რომლის მეშვეობით, ფინანსურ გლობალიზაციას შეუძლია კორპორაციული მართვის გაუმჯობესება და ამით კაპიტალის ღირებულების შემცირება მიმღები ქვეყნის შიგნით (Stulz, 2005). უცხოელ ინვესტორებს შეიძლება ჰქონდეთ ისეთი ცოდნა და/ან საინფორმაციო ტექნოლოგიები, რომელთა საშუალებითაც ისინი უკეთესად ახორციელებენ მენეჯმენტის მონიტორინგს, ვიდრე ადგილობრივი ინვესტორები. გლობალიზაცია, ასევე, გარკვეულწილად ასუსტებს principal-agent-ის ფუნდამენტურ პრობლემას, ვინაიდან ფირმებს უკვე აქვთ სტიმული, რომ გააუმჯობესონ მათი კორპორაციული მმართველობა იმისათვის, რომ მიიღონ და გამოიყენონ უფრო იაფი უცხოური დაფინანსების წყაროები.

ემპირიული მტკიცებულებები ამ მიმართულებით ჯერ კიდევ მცირეა, თუმცა არსებობს კვლევები (Cornelius და Kogut, 2003), რომლებიც მიუთითებს იმაზე, რომ ფინანსური გლობალიზაცია ნამდვილად აიძულებს ფირმებს ზოგიერთ ქვეყანაში, რომ შეცვალონ და გააუმჯობესონ მათი კორპორაციული მართვის სტრუქტურები. მეორე კვლევა (Morck, Wolfenzon და Yeung, 2004) აღნიშნავს, რომ კორპორაციული მართვის პრობლემები, რომლებიც დაკავშირებულია საკუთრების კონცენტრაციასთან შესაძლებელია შერბილდეს ფინანსური გლობალიზაციის შედეგად, ნაწილობრივ იმის გამოც, რომ ადგილობრივი ინვესტორებიც უფრო მეტად ცდილობენ შეესაბამებოდნენ მმართველობის საერთაშორისო სტანდარტებს.

ზოგიერთ ბოლოდროინდელ ნაშრომში (Gelos and Wei, 2005; Doidge, Karolyi და Stulz, 2005) გამოკვლეულია ფინანსური გლობალიზაციის ეფექტი სახელმწიფო მმართველობის ხარისხზე. არსებობს მტკიცებულებები, რომ ცუდი საჯარო მმართველობა (გაზომილი კორუფციით სახელმწიფო ბიუროკრატიაში ან მართვის გამჭვირვალობის ნაკლებობით) მკვეთრად ამცირებს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების და პორტფელის სააქციო ნაკადების შემოსვლას ქვეყანაში. მაგრამ იწვევს თუ არა საერთაშორისო ფინანსური ნაკადების შემოსვლა ქვეყანაში საჯარო მმართველობის გაუმჯობესებას ამ ეტაპზე კვლავ ღია საკითხად რჩება. არსებობს მტკიცებულება, რომ ფირმები იმ ქვეყნებიდან, რომელშიც საჯარო მმართველობის

ხარისხი არც ისე მაღალია, თავიანთ აქციებს ათავსებენ უფრო განვითარებული ქვეყნების საფონდო ბირჟებზე - ანუ სადაც არსებობს საგრძნობლად უკეთესი სასამართლო სისტემა, ნაკლებია კორუფცია და უკეთესია რეგულაციების მოთხოვნები. ამ ფორმით ფაქტიურად ადგილი აქვს კარგი საჯარო მმართველობის "დაქირავებას" მსხვილი ადგილობრივი კორპორაციების მიერ. ამ ფორმით ფინანსურ ინტეგრაციასაც შეიძლება მოჰყვეს დადაებითი არაპირდაპირი ეფექტები ადგილობრივ ფირმებზე, ვინაიდან ისინი დაინახავენ უკეთესი კორპორაციული მართვის სარგებელს.

არსებობს კიდევ პოლიტიკური (ეკონომიკის კუთხით) მოსაზრებები, რომლებიც გულისხმობს, რომ ფინანსური ინტეგრაცია ცხადყოფს არსებული სახელმწიფო სტრუქტურების სისუსტეს და ქმნის სტიმულს, რომ გატარდეს გარკვეული რეფორმები. მაგალითად, შემდეგმა კვლევამ (Rajan და ზინგალესი, 2003) წამოაყენა "ინტერესთა ჯგუფის" თეორია, რომელიც გულისხმობს, რომ საერთაშორისო სავაჭრო და ფინანსური ნაკადები ასუსტებს რეფორმების მოწინააღმდეგეთა პოზიციებს და ხელს უწყობს ფინანსური სექტორის განვითარებას.

### *3.6.3. მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გაუმჯობესება*

ჩვენ უკვე განვიხილეთ, თუ როგორ შეუძლია კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციას შექმნას სტიმული მაკროეკონომიკური პოლიტიკის გასაუმჯობესებლად, რადგან ის კიდევ უფრო აძლიერებს ცუდი პოლიტიკის უარყოფით შედეგებს და მეორეს მხრივ, უფრო თვალსაჩინოს ხდის კარგი პოლიტიკის სარგებელს. სწორედ იმიტომ, რომ კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია ქვეყანას ხდის უფრო დაუცველს გლობალური ეკონომიკური შოკების და ინვესტორთა განწყობის ცვლილების მიმართ, ეს სტიმულს იძლევა, რომ ქვეყნის შიგნით გატარდეს უკეთესი და საიმედო მაკროეკონომიკური პოლიტიკა (Bartolini და Drazen, 1997). მართლაც, ფინანსური ინტეგრაციის სკეპტიკოსებიც კი (მაგალითად, Stiglitz, 2000) ემხრობიან იმ აზრს, რომ აღნიშნული დადებითი ეფექტი მაკროეკონომიკურ პოლიტიკაზე წარმოადგენს ფინანსური ინტეგრაციის ერთ-ერთ ყველაზე მნიშვნელოვან პოტენციურ სარგებელს. სამწუხაროდ, ემპირიული

მტკიცებულებები ამ მიმართულებით არ არის საკმარისი, რომ მყარი დასკვნები იქნეს გაკეთებული აღნიშნული ეფექტის შესახებ.

კვლევამ (Tytell და Wei, 2004) გაანალიზა მონაცემები ფინანსური ინტეგრაციის ეფექტის შესახებ მიმღები ქვეყნის მონეტარულ და ფისკალურ პოლიტიკაზე. ისინი აღნიშნავენ, რომ წინა კვლევებში არ იყო ენდოგენურობის პოტენციური პრობლემა მოგვარებული - კერძოდ, ქვეყნებმა, რომლებსაც უკეთესი მაკროეკონომიკური პოლიტიკა აქვთ შეიძლება მიიღონ მეტი ფინანსური ნაკადები. აღნიშნული ავტორები თავიანთ კვლევაში მივიდნენ იმ დასკვნამდე, რომ ქვეყნებს, სადაც ფინანსური გახსნილობა უფრო მაღალია, აქვთ უკეთესი მონეტარული პოლიტიკა, რომელიც გამოხატულია დაბალი ინფლაციის სახით. საინტერესოა, იმავე ავტორებმა ვერ იპოვეს მტკიცებულება, რომ ფინანსურ გლობალიზაციას ასევე დადებითი ეფექტი აქვს ფისკალურ პოლიტიკაზე.

### **§ 3.7. აუცილებელი და მინიმალური პირობები ფინანსური**

#### **ინტეგრაციის წარმატებისთვის**

საკმაოდ ბევრმა ავტორმა სცადა დაეძღა შემდეგი საჭირობო საკითხი: რა საწყისი აუცილებელი და მინიმალური პირობებია საჭირო, რომ ფინანსური გახსნილობის შედეგად ქვეყანამ მიიღოს ეკონომიკური ზრდის სარგებელი, და ამასთან, მოხდეს არასტაბილურობის რისკების მინიმიზაცია. როგორც უკვე წინა თავში ავღნიშნეთ, არსებობს უამრავი მტკიცებულება იმისა, რომ ფინანსური ინტეგრაცია დააზარალებს მიმღებ ქვეყანას და მოწყვლადს გახდის საერთაშორისო შოკების მიმართ, თუ ადგილზე არ არსებობს კარგად განვითარებული ზედამხედველობა საფინანსო სექტორში, კარგი მმართველობითი ინსტიტუტები და გამართული მაკროეკონომიკური პოლიტიკა. გარდა ამისა, ფინანსური გლობალიზაციის პროცესი, როგორც ჩანს, უფრო წარმატებულია მაშინ, როცა მას წინ უსწრებს საგარეო ვაჭრობის ლიბერალიზაცია. ასე რომ, პრინციპში ეს არის ის ძირითადი ჩარჩო (აუცილებელი და მინიმალური პირობები), რომელიც განსაზღვრავს ფინანსური გლობალიზაციის წარმატებას ნებისმიერ ქვეყანაში. ასევე ეს დასკვნა შეიძლება მნიშვნელოვანი იყოს იმის გასაგებადაც, თუ რატომ არის

მაკროეკონომიკური ემპირიული მტკიცებულებები ფინანსური ინტეგრაციის ეფექტის შესახებ ეკონომიკურ ზრდაზე არაერთგვაროვანი, მაშინ როცა მიკროეკონომიკური ემპირიული მტკიცებულებები ცხადად აჩვენებს დადებით ეფექტებს.

თუმცა, უნდა გვახსოვდეს, რომ ფინანსურ გლობალიზაციას თან ახლავს არა მარტო მთელი რიგი მნიშვნელოვანი პოტენციური არაპირდაპირი სარგებელი, არამედ ასევე შეუძლია მნიშვნელოვნად გაზარდოს პოტენციური არასტაბილურობის რისკები. აგრეთვე, არ შეიძლება გადაჭრით ითქვას, რომ ზემოთ აღნიშნული აუცილებელი და მინიმალური პირობების დაცვა მთლიანად გააქრობს არასტაბილურობის რისკებს. მეორეს მხრივ, არც იმის მტკიცებაა მართებული, რომ თუ ქვეყანა ვერ აკმაყოფილებს ერთ ან რამდენიმე პირობას, ფინანსური ინტეგრაცია განწირული იქნება წარუმატებლობისათვის. თუმცა ცალსახაა, რომ თუ ქვეყანა ერთ ან რამდენიმე პირობას ვერ აკმაყოფილებს, ფინანსური ინტეგრაციის ეფექტურად მართვას დასჭირდება უფრო მეტი ყურადღება და რესურსი. სამწუხაროდ, ამ ეტაპზე არსებული ნაშრომები ვერ ახდენენ იმის იდენტიფიკაციას, თუ რომელი პირობებია უფრო მნიშვნელოვანი და ხომ არ მოდიან ისინი გარკვეულწილად ერთმანეთთან წინააღმდეგობაში.

შემდეგ ქვეთავებში ჩვენ მიმოვიხილავთ იმ ოთხ ძირითად აუცილებელ და მინიმალურ პირობას, რომლებიც დიდწილად განსაზღვრავენ ქვეყნის ფინანსური ინტეგრაციის წარმატება-წარუმატებლობას. ესენია: განვითარებული ფინანსური სექტორი და სახელმწიფო ინსტიტუტები, ეფექტური მაკროეკონომიკური პოლიტიკა, საგარეო ვაჭრობის სრული ლიბერალიზაცია, და ბოლოს, საერთაშორისო ფინანსურ სისტემაში ინტეგრაციის დონე.

### *3.7.1. განვითარებული ფინანსური სექტორი და სახელმწიფო ინსტიტუტები*

განვითარებული საფინანსო სექტორი არა მხოლოდ აძლიერებს ფინანსური გლობალიზაციის დადებით ეფექტს ეკონომიკურ ზრდაზე, არამედ ამცირებს მოწყვლადობას კრიზისების მიმართ. კარგად განვითარებული შიდა ფინანსური ბაზრები წარმოადგენს კრიტიკულ ინსტრუმენტს უცხოური ფინანსური ნაკადების

ოპტიმალურად გასანაწილებლად კონკურენტ საინვესტიციო პროექტებში. როგორც უკვე წინა თავებში ავლინებთ, ბოლო ემპირიული კვლევები მხარს უჭერს იმ მოსაზრებას, რომ ზოგადად პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ნაკადები დადებითად მოქმედებს ეკონომიკურ ზრდაზე. ზოგიერთი ავტორი (Borensztein, De Gregorio და Lee, 1998) მკაცრად მიუთითებს, რომ ქვეყანას უკვე უნდა ჰქონდეს გარკვეულ დონეზე განვითარებული ფინანსური სექტორი, რათა მიიღოს ხელშესახები სარგებელი პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისგან. სხვა კვლევა (Blonigen და Wang, 2005) აჩვენებს, რომ რაც უფრო დიდია მიმღები ქვეყნის ადამიანური კაპიტალი, მით უფრო დიდია პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისგან მიღებული სარგებელი.

ფინანსური სექტორის განვითარებას ასევე აქვს დადებითი გავლენა მაკროეკონომიკურ სტაბილურობაზე. რამდენიმე კვლევა (Caballero და Krishnamurthy, 2001; Aghion და Banerjee, 2005) აჩვენებს, რომ ქვეყნები, სადაც საფინანსო სექტორი სუსტად არის განვითარებული, ძლიერ მოწყვლადნი არიან კაპიტალის ნაკადების მოულოდნელი ცვლილებების მიმართ, რაც თავის მხრივ, გააძლიერებს როგორც ეკონომიკური აღმავლობის, ისე ეკონომიკური რეცესიის მასშტაბებს. უფრო მეტიც, ყოფილა შემთხვევები, რომ არასაკმარისად ან არაადექვატურად მართულ ფინანსური სექტორის ლიბერალიზაციის პროცესს თავად გამოუწვევია სერიოზული ფინანსური კრიზისი (Mishkin, 2008). უფრო კონკრეტულად, კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციის შემდეგ ადგილობრივი ბანკების მიერ ზედმეტი რისკის აღებამ (რაც, თავის მხრივ, გარკვეულწილად განპირობებული იყო სუსტი ზედამხედველობით) ითამაშა დიდი როლი ფინანსური კრიზისის გამოწვევაში მექსიკაში 1994 წელს და ბევრ აღმოსავლეთ აზიის ქვეყანაში 1997 წელს.

სახელმწიფო ინსტიტუტების ხარისხი ასევე გავლენას ახდენს ფინანსური ინტეგრაციის შედეგებზე. კვლევები აჩვენებს, რომ ძლიერი ინსტიტუტები ასევე აძლიერებებს ფინანსური ინტეგრაციის დადებით ეფექტს ეკონომიკურ ზრდაზე (Klein, 2005). გარდა ამისა, განვითარებული სახელმწიფო ინსტიტუტები გარკვეულ გავლენას ახდენს უცხოური ფინანსური ნაკადების პორტფელის სტრუქტურაზეც. კერძოდ, მისი გავლენით იზრდება პორტფელში პირდაპირი უცხოური

ინვესტიციებისა და სააქციო კაპიტალის ნაკადების წილი, რომლებიც თავის მხრივ, როგორც წინა თავებში აღნიშნა, საგარეო სესხებისგან განსხვავებით, წარმოადგენს უცხოური ფინანსური ნაკადების უფრო სტაბილურ და როგორც წესი, უფრო სასარგებლო წყაროს (Hermes და Lensink, 2003; Alfaro და სხვები, 2004; Durham, 2004). აღნიშნულ დასკვნას აქვს უდიდესი პრაქტიკული მნიშვნელობა, ვინაიდან უცხოური ფინანსური ნაკადების სტრუქტურა დიდ როლს თამაშობს სავალუტო კრიზისების წარმოშობის ან შერბილების კუთხით. კერძოდ, დადგენილია, რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების წილის ზრდა უცხოური კაპიტალის ნაკადებში უარყოფით კორელაციაშია სავალუტო კრიზისის მოხდენის ალბათობასთან.

### *3.7.2. ეფექტური მაკროეკონომიკური პოლიტიკა*

კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია უფრო სავარაუდოა, რომ წარმატებული იყოს, თუ მას მხარს დაუჭერს გამართული ფისკალური, ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკა. კვლევა (Arteta, Eichengreen და Wyplosz, 2003) ემპირიულად ამტკიცებს აღნიშნულ მოსაზრებას. აგრეთვე მორიგი კვლევა (Ishii და სხვები, 2002) ხაზს უსვამს სტაბილური მაკროეკონომიკური პოლიტიკის როლს კრიზისების თავიდან აცილების კუთხით კაპიტალის ღია ანგარიშის მქონე ქვეყნებში. მაგალითად, ავსტრიამ და უნგრეთმა შეძლეს თავიდან აეცილებინათ სავალუტო კრიზისი ფინანსური ლიბერალიზაციის შემდეგ, ვინაიდან მათ ჰქონდათ შედარებით სტაბილური და ეფექტური მაკროეკონომიკური პოლიტიკა. მეორეს მხრივ, მექსიკასა და თურქეთს შეექმნათ სერიოზული სირთულეები 1990-იან წლებში მას შემდეგ, რაც მათ მოახდინეს თავიანთი კაპიტალის ანგარიშების ლიბერალიზაცია იმის გამო, რომ ისინი მანამდე ინარჩუნებდნენ ფიქსირებული სავალუტო კურსის პოლიტიკას ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში და ასევე ახასიათებდათ მზარდი სავაჭრო დისბალანსი.

ზოგადად, არსებობს საკმაოდ მყარი მოსაზრება, რომ ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმები ქვეყანას უფრო მოწყვლადს ხდის სავალუტო კრიზისების მიმართ, როცა იგი ახდენს თავის კაპიტალის ბაზრების ლიბერალიზაციას. შეიძლება თამამად ითქვას, რომ, ფიქსირებული გაცვლითი

განაკვეთების არ არსებობის შემთხვევაში შესაძლებელი იქნებოდა 90-იანი წლების სავალუტო კრიზისების უმეტესობის (მათ შორის მექსიკის, აღმოსავლეთ აზიის, რუსეთის და ბრაზილიის) ან მთლიანად თავიდან აცილება, ანდაც მათი მნიშვნელოვნად შერბილება. თუმცა, ეს დასკვნა, რა თქმა უნდა, არ ნიშნავს იმას, რომ ფიქსირებული სავალუტო კურსი თავისთავად პრობლემას წარმოადგენს იმ ქვეყნებისთვის, რომლებიც ფინანსური განვითარების ადრეულ სტადიაზე იმყოფებიან, ან რომლებიც შეუსაბამოა კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციისთვის (Husain, Mody და Rogoff, 2004; Aghion და სხვები, 2006). ერთი რამ ცხადია, რომ ფიქსირებული სავალუტო კურსის დროს, კაპიტალის ღია ანგარიში მძიმე ტვირთი ხდება ქვეყნის ეკონომიკისთვის ზოგიერთი კუთხით.

### *3.7.3. საგარეო ვაჭრობის სრული ლიბერალიზაცია*

დადგენილია, რომ სავაჭრო ინტეგრაცია ამცირებს ისეთი ტიპის კრიზისების ალბათობას, რომელიც დაკავშირებულია კაპიტალის ნაკადების მოულოდნელ შეჩერებასთან და მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის შებრუნებასთან. ეკონომიკებს, რომლებიც ნაკლებად არიან გახსნილი საგარეო ვაჭრობის მიმართ, უწევთ რეალური გაცვლითი კურსის უფრო მეტად გაუფასურება და მიმდინარე ანგარიშის უფრო მეტად კორექტირება, შედეგად კი უფრო იზრდება საგარეო ვალებზე დეფოლტის ალბათობა. ამრიგად, იქმნება კავშირი უცხოური კაპიტალის ნაკადების მოულოდნელ შეჩერებასა და დეფოლტის ალბათობას შორის. ეს კი თავისთავად გულისხმობს, რომ უფრო ღია ეკონომიკები ნაკლებად არიან მოწყვლადნი ფინანსური კრიზისების მიმართ (Calvo, Izquierdo და Mejia, 2004; Frankel და Cavallo, 2004).

საგარეო ვაჭრობის ლიბერალიზაცია ასევე არბილებს ფინანსური კრიზისების უარყოფით ეფექტებს და ხელს უწყობს კრიზისის დაძლევას. იგი ეხმარება ეკონომიკას გააგრძელოს თავისი საგარეო ვალის მომსახურება და ექსპორტის გაზრდის გზით დააღწიოს თავი რეცესიას, ვინაიდან სავალუტო კურსის დაცემა, როგორც წესი, დადებით გავლენას ახდენს საექსპორტო შემოსავლებზე. მაგალითად, კვლევაში (Calvo და Talvi, 2005) ავტორები ამტკიცებენ, რომ 1990 წელს უცხოური კაპიტალის ნაკადების შემცირებამ არგენტინასა და ჩილეში გამოიწვია გაცილებით

ნაკლები პრობლემები ჩილეში, ვინაიდან ის უფრო გახსნილი იყო საგარეო ვაჭრობის მიმართ. ანალოგიურად, მორიგი კვლევა (Kose, Meredith და Towe, 2005) ამტკიცებს, რომ საგარეო ვაჭრობის ლიბერალურმა რეჟიმმა დაეხმარა მექსიკის ეკონომიკას, რომ უფრო მალე გამოსულიყო 1994-95 სავალუტო კრიზისიდან, ვიდრე ეს მას დასჭირდა 1982 წლის საგარეო ვალის კრიზისის დროს.

ბოლო კვლევები ასევე ცხადყოფს, რომ ქვეყნები, რომელთაც აქვთ ლიბერალური სავაჭრო რეჟიმი, უფრო ნაკლებად ზარალდებიან უცხოური კაპიტალის ნაკადების მოულოდნელი გაჩერების დროს (Edwards, 2004; Desai და Mitra, 2004). ამრიგად, ბოლო კვლევები აშკარად აჩვენებს, რომ განვითარებად ქვეყნებში ვაჭრობის ლიბერალიზაცია უნდა უსწრებდეს კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციას, რაც ასევე თანხვედრაშია გავრცელებულ საღ აზრთან ამ მიმართულებით.

#### *3.7.4. საერთაშორისო ფინანსურ სისტემაში ინტეგრაციის დონე*

ფინანსური ინტეგრაციის კიდევ ერთი აუცილებელი და მინიმალური პირობა უკავშირდება თვითონ ქვეყნის ინტეგრაციის დონეს საერთაშორისო ფინანსურ სისტემაში. ეს იმიტომ, რომ ფინანსური ინტეგრაციის ბევრი სავარაუდო ეფექტი მოქმედებას იწყებს მხოლოდ მაშინ, როდესაც ეკონომიკა აღწევს საერთაშორისო ფინანსურ სისტემაში ინტეგრაციის მაღალ დონეს. კერძოდ, ემპირიულად დადასტურებულია, რომ განვითარებული ეკონომიკები, რომლებიც ბევრად უფრო მეტად არის ინტეგრირებული გლობალურ ფინანსურ ბაზრებზე, იღებენ სარგებელს საერთაშორისო ფინანსური ნაკადებისგან ეკონომიკური ზრდის და რისკების შემცირების კუთხით. ისმება კითხვა: ნიშნავს თუ არა ეს იმას, რომ ერთადერთი იმედი განვითარებად ქვეყნებისთვის მსგავსი სარგებელის მიღებისა არის ის, რომ მათ უნდა მიაღწიონ ფინანსური ინტეგრაციის მსგავს მაღალ დონეს?

ბოლო დროინდელი მეცნიერული კვლევები მეტნაკლებად დამამშვიდებელ პასუხს იძლევა. რაც არ უნდა გასაკვირი იყოს, ეკონომიკები, რომლებიც მეტნაკლებად ღიაა ვაჭრობისა და ფინანსური ნაკადების მიმართ უფრო ნაკლებად ზარალდებიან გლობალური ეკონომიკური და ფინანსური კრიზისების შედეგად, ვიდრე ის



ეკონომიკები, რომლებიც იზოლაციონისტურ პოლიტიკას ატარებენ. (Kose, Prasad და Terrones, 2005). უფრო მეტიც, ფინანსური ინტეგრაციის საშუალო დონის დროსაც, ქვეყანა იღებს ისეთ სარგებელს, როგორცაა გაუმჯობესებული მაკროეკონომიკური პოლიტიკა და განვითარებული ფინანსური ბაზრები ქვეყნის შიგნით, რაც თავის მხრივ, ამცირებს საგარეო შოკის უარყოფით შედეგებს.

### **§ 3.8. ლიტერატურის მიმოხილვის შეჯამება**

ფინანსური ინტეგრაციის შესახებ ჩვენი ლიტერატურის მიმოხილვა საერთო ჯამში იძლევა ფრთხილ ოპტიმისტურ დასკვნას ფინანსური ინტეგრაციის სარგებლის შესახებ. ამავე დროს, იგი მიუთითებს იმ ძირითად პრობლემურ საკითხებზე, რომელიც თან არსებობს გარდამავალ პერიოდში - ქვეყნის მსოფლიო ფინანსურ სისტემაში ინტეგრაციის დაბალი დონიდან მაღალი დონისკენ მოძრაობის დროს. განვითარებად ქვეყნებში, ფინანსურ გლობალიზაციას შეუძლია ითამაშოს კატალიზატორის როლი ეკონომიკური ზრდისა და კეთილდღეობის გაუმჯობესების კუთხით გრძელვადიან პერსპექტივაში არაპირდაპირი ეფექტების საშუალებით.

თუმცა, ისიც უნდა ითქვას, რომ სურათს ართულებს ფინანსური ინტეგრაციის წარმატებისთვის აუცილებელი და მინიმალური პირობების არსებობა. კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია აღნიშნული პირობების არარსებობის შემთხვევაში, ქვეყანას გახდის უფრო მოწყვლადს კაპიტალის ნაკადების მოულოდნელი ცვლილების მიმართ. ეს მხარდამჭერი პირობები მოიცავს სტაბილურ მაკროეკონომიკური პოლიტიკას, ასევე საკმარისად ძლიერ ფინანსურ სექტორსა და სახელმწიფო ინსტიტუტებს, ისევე როგორც საგარეო ვაჭრობის ლიბერალიზაციას. ამდენად, გასაკვირი არ არის, რომ ემპირიული კვლევების დასკვნები ფინანსური გლობალიზაციის ეფექტის შესახებ საკმაოდ განსხვავებულია.

მიუხედავად ამისა, ასევე არასწორია დავასკვნათ, რომ თანამედროვე მეცნიერულ ლიტერატურას არ შეუძლია არანაირი რჩევის მიცემა განვითარებადი ქვეყნებისთვის, რომლებიც ესწრაფვიან მეტ ინტეგრაციას მსოფლიო ფინანსურ სისტემაში. მაგალითად, შეიძლება თამამად ითქვას, რომ მოქნილი გაცვლითი კურსის სისტემა მნიშვნელოვნად ამცირებს ფინანსურ ინტეგრაციასთან

დაკავშირებულ რისკებს. ამავე დროს, ის შედარებით პოზიტიური გამოცდილება, რომელიც ბევრ ქვეყანას ჰქონდა საფონდო ბაზრის ლიბერალიზაციის კუთხით, გვაძლევს საშუალებას დავასკვნათ, რომ ფინანსური გლობალიზაციის წარმატებულობისათვის საჭიროა მას თან ახლდეს მხარდამჭერი რეფორმები სხვადასხვა სფეროებში.

შეჯამებისთვის შეიძლება ითქვას, რომ ამ ეტაპზე მეცნიერებას არ აქვს ჩამოყალიბებული პოზიცია თუ რა გავლენას ახდენს ფინანსური ინტეგრაცია განვითარებად ქვეყნებში. ამიტომ ყველა მკვლევარმა უნდა გაითვალისწინოს, რომ არ აქვს უფლება ცალსახად ამტკიცოს თავისი მოსაზრება ფინანსური ინტეგრაციის სიკეთეს ან ზიანის შესახებ. ჩვენ დარწმუნებულები ვართ, რომ უახლოეს წლებში სინათლე მოეფინება ბევრ საკითხს, რომელიც დღეს ცხარე დებატების თემაა მკვლევარებს შორის.

## თავი 4. ემპირიული კვლევის საფუძვლები და რეგრესული მოდელი

### § 4.1. ემპირიული კვლევის საფუძვლები

კავშირი ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ განვითარებას შორის ძალიან კომპლექსური და სენსიტიური პროცესია, დამოკიდებულია რა შესწავლილ ქვეყნებზე, მათ ეკონომიკურ, პოლიტიკურ, სამართლებრივ, სოციალურ, გეოგრაფიულსა და სხვა მახასიათებლებზე. შესაძლოა, ეს იყოს ერთ-ერთი ახსნა სხვადასხვა ქვეყნებსა და რეგიონებში ინტეგრაციასა და ზრდას შორის ურთიერთკავშირთან მიმართებაში არსებული განსხვავებული შედეგებისა. საინტერესოა დროში ამ ურთიერთკავშირის დადგენა საქართველოს მაგალითზე. უნდა აღინიშნოს, რომ საქართველომ მსოფლიოს ფინანსურ ბაზრებში ინტეგრაციის პროცესი უკვე ორ ათწლეულზე მეტია რაც დაიწყო და ამ პერიოდის განმავლობაში მისი ეკონომიკა და საბანკო სექტორი უწყვეტად ვითარდება. ქვეყანამ რამდენჯერმე განიცადა რეცესიის პერიოდი 2008 წლის რუსეთ-საქართველოს ომის შემდეგ, ხოლო შემდეგ 2015-2016 წლებში - ფულის დევალვაციის დროს. აქედან გამომდინარე, განსაკუთრებით საინტერესო იქნებოდა იმის გაგება, უწყობს თუ არა ხელს ფინანსური ინტეგრაცია ეკონომიკურ განვითარებას საქართველოში.

მაურის ობსტფელდი (Obstfeld, 1994) იყო ერთ-ერთი უპირველეს ეკონომისტთაგანი, რომელმაც გლობალურ ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის არსებული ურთიერთკავშირის დასადგენად მნიშვნელოვანი კვლევა განახორციელა. მისი ძირითადი კონცეპტუალური სტრუქტურა ეფუძნებოდა ფინანსური ინტეგრაციის გზით გლობალური დივერსიფიკაციისა და რისკების განაწილების შესაძლებლობების უპირატესობებს. სტატიის თანახმად, ქვეყნების უმეტესი ნაწილი კეთილდღეობის დიდ ნამატს იღებს ფინანსური გლობალიზაციიდან, ვინაიდან საერთაშორისო ფინანსური ინტეგრაცია იძლევა ნაკლებად (ან მცირე) მომგებიანი ქვეყნებიდან მაღალი მოგების მქონე ქვეყნებში მსოფლიო პორტფელის გადატანის საშუალებას, რაც დაკავშირებულია შესაბამისი რისკების კომპენსაციასთან. ინდუსტრიულად განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით, განვითარებად ქვეყნებში ფინანსური გლობალიზაცია იძლევა

ინვესტიციების გაზრდის საშუალებას, სთავაზობს რა ინვესტორებს უფრო მაღალ მოგებას ინვესტირებულ კაპიტალზე (Lucas, 1990). ფინანსური დივერსიფიკაცია ამცირებს ურისკო საპროცენტო განაკვეთს განვითარებად ქვეყნებში, რაც ნიშნავს იმას, რომ ასევე კლებულობს კაპიტალის ღირებულება, ხოლო მთლიანობაში კი დადებითია საბოლოო ზეგავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე. რისკების ეფექტურად გადანაწილების შედეგად კაპიტალის ღირებულების შემცირება ეკონომიკურ ზრდას უწყობს ხელს (Badri და Sheshgelani, 2016).

ზოგი ღირსშესანიშნავი კვლევის შედეგად გამოიკვეთა, რომ გარდა პირდაპირი ზეგავლენის არხებისა, რომელთა საშუალებითაც ფინანსური გახსნილობა ეკონომიკურ ზრდაზე ზემოქმედებს, არსებობს ასევე გავლენის ირიბი არხებიც, როგორებიცაა: კაპიტალის ეფექტურად გადანაწილება, ტექნოლოგიების, მენეჯერული გამოცდილებისა და კორპორატიული მართვის გადაცემა და ა.შ. (Obstfeld, 1994). ზეგავლენის პირდაპირ არხებთან დაკავშირებული სამეცნიერო ნაშრომები მიემდვნა ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ განვითარებას შორის დადებითი ურთიერთკავშირის ძებნას. მეორეს მხრივ, ირიბ არხებზე კონცენტრირებულ ნაშრომებში აღნიშნულია, რომ ზრდის დადებითი ეფექტების მიღწევა შესაძლებელია მხოლოდ უფრო ჯანსაღი ფინანსური სისტემის, მაღალი ინსტიტუციონალური დონისა და ეფექტური მაკროეკონომიკური პოლიტიკის საშუალებით (Bekaert და სხვები, 2005). ანტიგლობალისტები აქტიურად აკრიტიკებენ და ეჭვქვეშ აყენებენ საერთაშორისო ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის პოზიტიური კავშირის არსებობას როგორც პირდაპირ, ასევე ირიბი გავლენის არხების მეშვეობით. მათი მტკიცებით, გავლენის ირიბი არხების უპირატესობები გაცილებით არამატერიალური და დაუსაბუთებელია, მაშინ როცა ფინანსური ინტეგრაციის უარყოფითი შედეგები კოლოსალური და რეალურია (Obstfeld, 2008). Klein და Olivei (2000) და Levine (2001) მხარს უჭერენ იმ შეხედულებას, რომ ფინანსურმა ინტეგრაციამ უფრო მეტად გამოცდილი ქვეყნებიდან ფინანსური სერვისების შემოტანის გზით შესაძლოა გააუმჯობესოს ქვეყნის ფინანსური სექტორი და შესაბამისად შეუწყოს ხელი ეკონომიკურ ზრდას.

მრავალი ავტორი ამტკიცებს, რომ კაპიტალის მოძრაობა დამოკიდებულია ქვეყნის ფინანსური სისტემის გამართულობასა და სხვა მნიშვნელოვან მაკროეკონომიკურ ფაქტორებზე. მაშასადამე, ფინანსური გახსნილობის პოტენციური უპირატესობები დამოკიდებულია ფინანსური სექტორის სიჯანსაღესა და მაკროეკონომიკურ ცვლადებზე, განსაკუთრებით კი განვითარებადი და გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისთვის. საერთაშორისო ფინანსური ინტეგრაციისა და ეკონომიკური ზრდის დადებითი შედეგების მისაღებად ამგვარ აუცილებელ წინაპირობებს ჩვეულებრივ უწოდებენ (“threshold conditions”) „ზღურბლის პირობებს“ (Kose და სხვები, 2010). ზოგადად, ეს „ზღურბლის“ ფაქტორები არის ქვეყნის მახასიათებლები, კერძოდ: ვაჭრობისა და კაპიტალის მოძრაობის გახსნილობის ხარისხი, მატერიალური კეთილდღეობის გადანაწილების ხარისხი, შემოსავლისა და ფინანსური განვითარების დონე, ინსტიტუციონალური განვითარების დონე და მაკროეკონომიკური პოლიტიკის ეფექტურობა. მაგალითად, Aoki და სხვები (2006) მივიდნენ იმ დასკვნამდე, რომ კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია არ არის აუცილებლად ხელსაყრელი გარემოება ქვეყნისთვის როდესაც მისი ფინანსური ინდუსტრია სუსტი ან/და განუვითარებელია. Prasad და სხვები (2006) თავიანთ კვლევაში აღნიშნავენ, მიუხედავად იმისა, რომ ბოლო ათწლეულების მანძილზე საერთაშორისო კაპიტალის ნაკადები მნიშვნელოვნად გაიზარდა, რაც უფრო მეტად უწყობს ხელს ფინანსურ გლობალიზაციას, ეკონომიკური თეორიის მოლოდინებთან შედარებით კაპიტალის ნაკადების გადანაწილება უფრო არაეფექტური ხდება. Lucas-მა(1990) დაასაბუთა, რომ საერთაშორისო ნაკადები კაპიტალით მდიდარი ქვეყნებიდან კაპიტალით ღარიბ ქვეყნებში გაცილებით მცირე იყო, ვიდრე ამას ქადაქებდა სტანდარტული თეორია ფინანსური ლიბერალიზაციის შესახებ. Prasad და სხვებმა (2006) ასევე განაცხადეს, რომ დროთა განმავლობაში ეს პარადოქსი კიდევ უფრო გაღრმავდა და კაპიტალი გადაედინება განვითარებადი ქვეყნებიდან ინდუსტრიულად განვითარებულ ქვეყნებში, განსაკუთრებით კი მე-20 საუკუნის დასაწყისიდან. ამ კვლევის თანახმად, ფაქტობრივად საწინააღმდეგო სურათი გვხვდება, ანუ საშუალო და სწრაფად მზარდი ქვეყნები ახდენენ კაპიტალის მნიშვნელოვანი მოცულობების ტრანსფერს უფრო

ნაკლებად მზარდ ეკონომიკებში. ეკონომისტებს შორის ეს ფაქტი „ლუკასის პარადოქსის“ სახელწოდებითაა ცნობილი. თუმცა, ავტორები აღიარებენ, რომ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები ზოგადად მიჰყვება სტანდარტული თეორიის ვარაუდებს (Prasad და სხვები, 2006).

Boyd და Smith (1992) მიუთითებენ, რომ სუსტი სამართლებრივი სისტემისა და განუვითარებელი ფინანსური ინსტიტუტების მქონე ქვეყნებში ფინანსურმა ლიბერალიზაციამ რეალურად შესამლოა ხელი შეუწყოს კაპიტალის უკუქცევას ინდუსტრიულად განვითარებულ ქვეყნებში, სადაც ინსტიტუციონალური დონე გაცილებით მაღალია. კიდევ ერთი კრიტიკული კვლევა განახორციელა Krugman-მა(1993), რომელშიც ყურადღება გამახვილებულია იმაზე, რომ შეუძლებელია ფინანსურ ინტეგრაციას ჰქონდეს ძირითადი მასტიმულირებელი გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე. ავტორმა არგუმენტირებულად დაასაბუთა, რომ საერთაშორისო ფინანსურ ინტეგრაციასა და ზრდას შორის კავშირს არც ეკონომიკურ თეორიაში აქვს მყარი საფუძველი. ჯოზეფ შტიგლიცმა, რომელიც დღესდღეობით მსოფლიოში ერთ-ერთ ყველაზე გავლენიან ეკონომისტად მიიჩნევა, მჭიდროდ დააკავშირა ერთმანეთთან გახშირებული სავალუტო კრიზისების არსებობა და ქვეყნების ფინანსური გახსნილობა (Stiglitz, 2000). მისი ანალიზის თანახმად, კაპიტალის ანგარიშების ლიბერალიზაცია აღმოსავლეთ აზიის რამდენიმე ქვეყანაში ყველაზე მნიშვნელოვანი მიზეზი იყო, რამაც 90-იანი წლების მიწურულს აზია მიიყვანა სავალუტო კრიზისამდე. ჯონ უილიამსონმა, მსოფლიო ბანკის ყოფილმა მთვარმა ეკონომისტმა, დაასაბუთა, რომ ერთადერთი ფაქტორი, რომელიც ხსნის აზიის სავალუტო კრიზისის მიზეზს, არის კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაცია (Wang, 2006). აღსანიშნავია, რომ ყველა სავალუტო (და ფინანსურ) კრიზისს, რომელთაც ადგილი ჰქონდათ აზიაში, რუსეთსა და ლათინურ ამერიკაში, ჰქონდა ძალიან მსგავსი წინაპირობები: კაპიტალის ანგარიშის და ტრანსსასაზღვრო ნაკადების ლიბერალიზაცია კრიზისის დაწყებამდე უმოკლეს დროში. მაგალითად, 1998 წლამდე რამდენიმე წლით ადრე მალაიზიამ მოხსნა შეზღუდვა საკუთარი ეროვნული ვალუტით საზღვარგარეთის ბაზრებზე საერთაშორისო ოპერაციების განხორციელებისა. მოხდა პორტფელური კაპიტალის ნაკადების (როგორც

შემომავალის, ასევე გამავალის) ლიბერალიზაცია. მაღაიზიაში წახალისდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შემოდინება, მაგრამ არ არსებობდა მნიშვნელოვანი შეზღუდვები პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების გადინებაზე (Wang, 2006). მსგავსად ამისა, 90-იანი წლების მიწურულს რუსეთში სავალუტო კრიზისამდე, რუსეთის მთავრობამ 1997 წელს გაატარა უცხოური პორტფელური ინვესტიციების ლიბერალიზაციის პოლიტიკა. 1997 წლის პირველი კვარტალის განმავლობაში პორტფელური ინვესტიციების ნაკადები სამჯერ აღემატებოდა მთლიანად 1996 წლის ოდენობას (Pinto და Ulatov, 2010).

რაც შეეხება ემპირიულ კვლევებს, ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის ურთიერთკავშირის გამოსაკვლევად გამოყენებულ იქნა სხვადასხვა მეთოდი. მაგალითად, Edison და სხვებმა (2002) ინტეგრაციასა და ზრდას შორის არსებული ურთიერთკავშირის შესასწავლად და ასევე იმის შესაფასებლად დამოკიდებულია თუ არა ეს კავშირი ფინანსური, ეკონომიკური, სამართლებრივი სისტემების განვითარების დონესა და სხვა მაკროეკონომიკურ ასპექტებზე, გამოიყენეს სხვადასხვა სტატისტიკური მეთოდები. კერძოდ, ავტორებმა მიმართეს საერთაშორისო ფინანსური ინტეგრაციის სხვადასხვა გაზომვის საშუალებებს, Ordinary Least Squares (OLS) და Generalized-Method-of-Moments (GMM) მეთოდების გამოყენებით. ნაშრომში 57 ქვეყანა იყო გამოკვლეული OLS მეთოდის გამოყენებით 1980-2000 წლების მანძილზე, ხოლო GMM მეთოდით კი 1976-2000 წლების პერიოდი. კვლევის შედეგების თანახმად, საერთაშორისო ფინანსური ინტეგრაციას არ აქვს მასტიმულირებელი ეფექტი ეკონომიკური წინსვლისათვის. უფრო მეტიც, ავტორებმა დაასკვნეს, რომ ემპირიული შედეგები უცვლელია მაშინაც კი, როცა კონტროლდება სპეციფიკური მიმართულებები, მათ შორის ინსტიტუციონალური, ეკონომიკური და ფინანსური პოლიტიკები (Edison და სხვები, 2002).

Alfaro და სხვებმა (2004) კვლევა ჩაატარეს უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების ზემოქმედების დასადგენად ეკონომიკურ განვითარებაზე. კვლევის შედეგად გაკეთდა დასკვნა, რომ ფინანსური განვითარების უკმარისობამ, შესაძლოა, შეზღუდოს ქვეყნის უნარი, ეფექტურად გამოიყენოს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციის შემოდინების დროს თანმხლები გვერდითი სარგებელი. Kose და

სხვებმა (2008) ასევე ხაზი გაუსვეს პირაპირი უცხოური ინვესტიციების მნიშვნელობას. ავტორების განცხადებით, თუ გავითვალისწინებთ არაინდუსტრიალიზებულ ქვეყნებში ფინანსური და ინსტიტუციონალური განვითარების დონეებს, ფინანსური ინტეგრაციის უპირატესობები ყველაზე აშკარაა, როდესაც ქვეყნები იღებენ კაპიტალის შემოდინებას პირაპირი უცხოური ინვესტიციების ან პორტფელური კაპიტალ-დაბანდებების გზით.

Klein-მა(2005) ინტეგრაცია-ზრდას შორის კავშირის შესასწავლად გამოიყენა ქვეყანათშორისი OLS და IV სტატისტიკური მეთოდები. კვლევის თანახმად გამოკვლეულ იქნა 71 ქვეყანა 1984-1995 წლების განმავლობაში. ავტორმა გამოიტანა დასკვნა, რომ ინსტიტუციონალური განვითარების საშუალო დონეზე მყოფ ქვეყნებშიც კი ფინანსურ ინტეგრაციას დადებითი კავშირი აქვს ეკონომიკურ ზრდასთან.

Bonfiglioli-მ(2008) განახორციელა მაკრო კვლევა ფინანსურ ინტეგრაციასა და საერთო მწარმოებლურობის ზრდას შორის კავშირის დასდგენად. ემპირიულმა კვლევამ 1975-1999 წლების პერიოდები მოიცვა, ქვეყანათშორისი მონაცემების გამოყენებით. შედეგებმა გამოავლინა ფინანსური ინტეგრაციის პირდაპირი და დადებითი გავლენა მწარმოებლურობის ზრდაზე.

ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის მიერ 2010 წელს ჩატარებული სამეცნიერო კვლევის მიზანი იყო, დადგენილიყო განსხვავდება თუ არა ინტეგრაცია-ზრდას შორის ურთიერთკავშირი გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ევროპის ქვეყნებში. კვლევაში გამოყენებულ იქნა მონაცემები ინდუსტრიულ დონეზე და გაკეთდა იმ რამდენიმე ასპექტის, კერძოდ: სავაჭრო ინტეგრაციის, ინსტიტუციონალური განვითარების დონის, პოლიტიკური ინტეგრაციის, ფინანსური განვითარებისა და თავად ფინანსური ინტეგრაციის ანალიზი, რამაც შესაძლოა ახსნას ინტეგრაცია-ზრდას შორის კავშირი. კვლევის შედეგად დადგინდა, რომ ფინანსური ინტეგრაციის დადებითი შედეგები ყველაზე თვალსაჩინოა იმ ქვეყნებში, რომელთაც პოლიტიკურად ყველაზე ახლო კავშირი აქვთ ევროკავშირთან. აქედან გამომდინარე, პოლიტიკურმა ინტეგრაციამ, შესაძლოა, მნიშვნელოვნად გაზარდოს ფინანსური ინტეგრაციის უპირატესობები (Friedrich და სხვები, 2010).



Mahajan და Verma-მა(2015) შეისწავლეს ფინანსურ გახსნილობასა და ეკონომიკურ განვითარებას შორის კავშირი ინდოეთის მაგალითზე. მათი კვლევა მოიცავდა 1981-2011 წლებს. ინტეგრაცია-ზრდას შორის ურთიერთკავშირის დასადგენად ავტორებმა გამოიყენეს თანაინტეგრაციისა (co-integration) და Vector Error Correction Model (VECM) მოდელები. სამეცნიერო ნაშრომში ასახულია დადებითი შედეგები, რაც იმას ნიშნავს, რომ მეტი ფინანსური გახსნილობა ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას ინდოეთში.

Badri და Sheshgelani-მ(2016) შეისწავლეს კავშირი ფინანსურ განვითარებას, ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. კვლევა წარიმართა ისლამური თანამშრომლობის ორგანიზაციის 24 ქვეყნისთვის და გამოყენებულ იქნა პანელური მონაცემების მეთოდი (panel data method). ანალიზის პერიოდი მოიცავდა 2005-2013 წლებს. კვლევის შედეგების თანახმად, შერჩეულ ქვეყნებში ფინანსურ განვითარებას დადებითი გავლენა ჰქონდა ეკონომიკურ კეთილდღეობაზე, მაშინ როცა ფინანსური ინტეგრაცია უარყოფითად აისახა ზრდაზე.

ეკონომისტების გარკვეულმა ნაწილმა ვერ შესძლო ვერანაირი მნიშვნელოვანი ურთიერთკავშირის დადგენა ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ განვითარებას შორის (Alesina და სხვები, 1994; Grilli და Milesi-Ferretti, 1995; Rodrik, 1998; Edison და სხვები, 2004). Rodrik და Subramanian-ის(2008) კვლევის თანახმად, სულ უფრო რთულდება ეკონომიკურ განვითარებაზე ფინანსური ინტეგრაციის დადებითი მხარეების პოვნა ფინანსური კრიზისებისთვის გვერდის ავლის შემთხვევაშიც კი. ავტორების განცხადებით, ფინანსური ინტეგრაცია არ განაპირობებს უფრო დიდ ზრდას და არ ამცირებს არასტაბილურობას განვითარებადი ბაზრის მქონე ქვეყნებში. უფრო მეტიც, ისინი ფინანსური გლობალიზაციის მომხრე არგუმენტებს უწოდებენ სპეკულაციურს, არასაიმედოსა და არადაამაჯერებლურს (Rodrik და Subramanian, 2008).

გარდა ამისა, საერთაშორისო ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის ურთიერთკავშირის შესასწავლად ჩატარებული რამდენიმე კვლევის შედეგად გამოვლინდა შერეული შედეგები. მაგალითად, Arteta და სხვებმა (2001) გაანალიზეს კაპიტალის ანგარიშის ლიბერალიზაციის ზემოქმედება ეკონომიკურ განვითარებაზე

61 ქვეყანაში, 1973-1992 წლების განმავლობაში. შედეგების თანახმად, ფინანსურ ინტეგრაციას შეუძლია როგორც ხელი შეუწყოს, ასევე ზიანი მიაყენოს ეკონომიკურ ზრდას. მსგავსად ამისა, შერეული შედეგები გამოვლინდა არაერთ სხვა სამეცნიერო ნაშრომში (Kraay, 1998; Edwards, 2001; Durham, 2004).

როგორც ზემოთ მოცემული ლიტერატურიდან ჩანს, არ არსებობს ნათელი და ცალსახა პასუხი იმაზე, არსებობს თუ არა დადებითი კავშირი ფინანსურ გლობალიზაციასა და ეკონომიკურ კეთილდღეობას შორის. როგორც აღმოჩნდა, ჩატარებულმა თეორიულმა და ემპირიულმა კვლევებმა გამოავლინეს შერეული შედეგები კონკრეტული კვლევის სპეციფიკაციებიდან გამომდინარე.

#### § 4.2. რეგრესული მოდელი

ჩვენი ემპირიული სტრატეგია გახლავთ საქართველოში ეკონომიკური ზრდის ტენდენციის და მისი ცვალებადობის განსაზღვრა წლების ჭრილში. შესაბამისად, უნდა ჩატარდეს ტესტი იმის დასადგენად უკავშირდება თუ არა ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის ტენდენცია ფინანსური ინტეგრაციის ტენდენციებს. ამრიგად, ჩვენი ანალიზი უნდა ითვალისწინებდეს იმ გარემოებას, რომ მოხდება ფინანსური ინტეგრაციის, როგორც ეგზოგენური კომპონენტის გავლენის გათვალისწინება საქართველოს ეკონომიკური განვითარების პარამეტრზე.

ჩვენი მოდელის ზოგადი განტოლება შემდეგნაირად გამოიყურება:

$$y_t = \alpha + x_t\beta + \epsilon_t$$

სადაც:

- $y_t$  - წარმოადგენს დამოკიდებულ ცვლადს,
- $x_t$  - არის დამოუკიდებელი ცვლადების ვექტორი,
- $\epsilon_t$  - ცდომილების ინდექსი
- $t$  - აღნიშნავს დროს, რომელიც იზომება წლებში.

ჩვენ ყველა ცვლადს მივიჩნევთ ეგზოგენურებად. ვინაიდან, უმეტეს შემთხვევაში, დროის სერიული მონაცემები (time-series data) არ განიცდიან ჰეტეროსკადოსტიურობას (heteroskedasticity) (რადგან ეს, ძირითადად,

ქვეყანათაშორისი ანალიზის დროს ხდება), ჩვენი მოდელი არ მოიცავს ანალიზს ჰეტეროსკადოსტიურობის შესახებ.

ემპირიული კვლევის მეშვეობით ვცდილობთ ეკონომიკური განვითარების გაანალიზებას 22 წლის (პერიოდის) მონაცემებზე დაყრდნობით. წლიური მონაცემების გამოყენება შეფასების მიზნებისათვის სტანდარტული მიდგომა გახლავთ ემპირიული ანალიზების დროს. ანალიზისათვის წლიური მონაცემების გამოყენებას გააჩნია ერთი ნაკლოვანებაც, რადგან ის უგულებელყოფს შესაძლებლობას, რომ წლიური მონაცემები არ წარმოადგენენ გრძელვადიანი წონასწორობის მაჩვენებლებს ნებისმიერ მოცემულ წელში. ამის მიზეზი გახლავთ ცვლადების ნელი განახლება (კორექტირება) ცვლილებების მიმართ. ამ პრობლემის თავიდან ასაცილებლად ჩვენ უნდა შევადგინოთ ისეთი მოდელი, რომელიც დაუშვებს ნაწილობრივი კორექტირების/ცვლილების შესაძლებლობებს. შესაბამისად, ჩვენ მივიღეთ ეკონომიკური განვითარების ლოგ-წრფივი განტოლება (log-linear equation)<sup>2</sup>. ჩვენს ემპირიულ მოდელს აქვს შემდეგი ფორმა:

$$(მშპ-სზრდა)_t = \alpha + \beta_1(\text{ფინანსური ინტეგრაცია})_t + \beta_2(\text{სახელმწიფო ხარჯები})_t + \beta_3(\text{კერძოკრედიტი})_t + \beta_4(\text{ექსპორტი})_t + \beta_5(\text{კაპიტალის ფორმირება})_t + \epsilon_t$$

#### 4.2.1. მონაცემები, მათი განსაზღვრა და წყაროები

ფინანსური ინტეგრაციის და ეკონომიკური ზრდის კვლევისას ჩვენს მოდელში გამოყენებული მონაცემები მოიცავს 1995-2011 წლების პერიოდს. აღნიშნული მონაცემები მოძიებულია სხვადასხვა წყაროებიდან. ფინანსური ინტეგრაციის მაჩვენებელი გაანგარიშებულია საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემებზე დაყრდნობით. მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ), მშპ ერთ სულ მოსახლეზე, კერძო

---

<sup>2</sup>ზოგიერთი მაჩვენებელი, მაგალითად ფინანსური განვითარების პარამეტრი, შეიძლება არ წარმოადგენდეს გრძელვადიანი წონასწორობის მნიშვნელობებს რომელიმე წლისთვის, სხვა ცვლადებში სხვადასხვა ცვლილებების ნელი კორექტირების/შესწორების გამო. ფინანსური განვითარების ისეთი მაჩვენებელი, როგორცაა საბანკო სისტემის მოცულობა, ნებისმიერი წლისთვის დამოკიდებულია ისტორიულ მაჩვენებლებზე. ნაწილობრივი კორექტირების შესაძლებლობის დასაშვებად ჩვენ ვიყენებთ ლოგ-წრფივ განტოლებას.

კრედიტის, სახელმწიფო ხარჯების, ექსპორტისა და ინფლაციის მაჩვენებლები მოპოვებულია მსოფლიო განვითარების მაჩვენებლების მონაცემთა ბაზიდან (World Development Indicators).

ეკონომიკური ზრდა გამოიანგარიშება რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის ტემპის მიხედვით. ეკონომიკური ზრდის განსაზღვრისათვის ჩვენ ვიყენებთ შემდეგ ცვლადებს/ინდიკატორებს: ფინანსური ინტეგრაცია, მშპ ერთ სულ მოსახლეზე, კერძო კრედიტი, სახელმწიფო ხარჯები, ექსპორტი და ინფლაცია.

ცხრილი № 13: მონაცემთა საერთო ინფორმაცია

| Year | Export | Gov.Cons | Credit | Deflator | GDPPCC   | GDPG   | CapFlow          |
|------|--------|----------|--------|----------|----------|--------|------------------|
| 1995 | 25,502 | 10,907   | 6,114  | 162,725  | 1010,251 | 2,600  | 8.46747231532024 |
| 1996 | 13,326 | 7,699    | 3,304  | 43,033   | 1152,092 | 11,200 | 8.94764330306456 |
| 1997 | 15,610 | 10,170   | 3,843  | 6,538    | 1297,023 | 10,519 | 12.638349825862  |
| 1998 | 16,459 | 11,083   | 4,778  | 6,936    | 1350,497 | 3,105  | 13.2179902030116 |
| 1999 | 19,056 | 10,633   | 5,993  | 9,727    | 1400,104 | 2,869  | 8.68296938994369 |
| 2000 | 22,995 | 8,539    | 7,396  | 4,680    | 1436,879 | 1,838  | 5.4713229698667  |
| 2001 | 24,461 | 9,644    | 7,498  | 5,377    | 1516,880 | 4,805  | 9.47329951034843 |
| 2002 | 29,229 | 9,789    | 7,853  | 5,920    | 1610,707 | 5,474  | 10.6752091025477 |
| 2003 | 31,838 | 9,764    | 8,637  | 3,425    | 1812,112 | 11,058 | 9.77402863418657 |
| 2004 | 31,556 | 14,037   | 9,764  | 8,368    | 1943,559 | 5,857  | 11.3034097479528 |
| 2005 | 33,748 | 17,330   | 14,711 | 7,927    | 2158,095 | 9,600  | 11.9871076759752 |
| 2006 | 32,866 | 15,345   | 19,384 | 8,485    | 2391,415 | 9,383  | 20.9249996597969 |
| 2007 | 31,206 | 21,878   | 27,853 | 9,693    | 2722,152 | 12,344 | 28.2929384693956 |
| 2008 | 28,620 | 25,878   | 33,087 | 9,707    | 2821,081 | 2,314  | 29.3036850766375 |
| 2009 | 29,739 | 24,461   | 30,950 | -2,136   | 2753,639 | -3,650 | 14.3486803575178 |
| 2010 | 34,951 | 21,072   | 31,860 | 8,547    | 2964,477 | 6,249  | 20.1235832544858 |
| 2011 | 36,242 | 18,200   | 32,724 | 9,454    | 3220,391 | 7,222  | 17.6998549750427 |
| 2012 | 38,151 | 17,703   | 34,507 | 1,071    | 3469,672 | 6,350  | 20.0993550542756 |
| 2013 | 44,689 | 16,682   | 39,887 | -0,762   | 3633,741 | 3,387  | 9.26561682475151 |
| 2014 | 42,944 | 16,691   | 45,294 | 3,780    | 3851,723 | 4,623  | 18.8410985420586 |
| 2015 | 44,738 | 17,853   | 49,941 | 5,887    | 3973,219 | 2,880  | 29.1390759668369 |
| 2016 | 43,604 | 18,376   | 56,809 | 4,189    | 4083,998 | 2,849  | 24.9372392245075 |

წყარო: მსოფლიო განვითარების მაჩვენებლები (WDI) & საქართველოს ეროვნული ბანკი

ერთ-ერთი განმარტების თანახმად, ფინანსური ინტეგრაცია არის ფენომენი, რომელშიც სხვადასხვა ქვეყნების ფინანსური ბაზრები მჭიდროდ არიან ინტეგრირებული ერთმანეთთან და ქმნიან გლობალურ ფინანსურ სისტემას. ფინანსური ინტეგრაციის ხარისხი და ფორმები განსხვავდება ქვეყნების მიხედვით.

განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისგან განსხვავებით, განვითარებულ ქვეყნებს აქვთ შედარებით მაღალი ფინანსური ინტეგრაციის დონე. ფინანსური ინტეგრაციის ფორმა შეიძლება მოიცავდეს ფინანსურ ინსტიტუტებს შორის სხვადასხვა ურთიერთკავშირებს, როგორცაა: ნოუ-ჰაუსა და საუკეთესო პრაქტიკების გაზიარება, ტექნოლოგიების გადადინება, საერთაშორისო კაპიტალის მოძრაობები, უცხოურ ფინანსურ ბაზრებში მონაწილეობა და ა.შ. ეკონომისტები გამოყოფენ ქვეყნის ფინანსური ინტეგრაციის დონის გამოთვლის სხვადასხვა გზებს. მაგალითად, ზოგიერთი თეორეტიკოსი უპირატესობას ანიჭებს ფინანსური ინტეგრაციის გამოთვლის დე-იურე (de jure) მაჩვენებელს, რომელიც ფიქტიური (ხელოვნური) ცვლადებისგან შედგება. ერთ-ერთი ყველაზე ცნობილი და ფართოდ მიღებული ფინანსური ინტეგრაციისთვის დე-იურე მაჩვენებელი არის Chinn-ito-ს ინდექსი (KAOPEN). ეს ინდექსი პირველად მიღებული იყო ჩინის და იტოს მიერ 2006 წელს. KAOPEN-ი ქვეყნდება საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წლიურ ანგარიშში Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER). ინდექსი შექმნილია ორმაგი ფიქტიური ცვლადებისგან, რომლებიც კატეგორიულად ჰყოფენ საერთაშორისო ფინანსური ნაკადების შეზღუდვებს. ფინანსური ინტეგრაციის დე-იურე პარამეტრებისგან განსხვავებით, რომელიც ასახავს ქვეყანაში ძალაში შესულ კაპიტალის საერთაშორისო ტრანზაქციებთან დაკავშირებულ შეზღუდვების პოლიტიკის ხარისხობრიობას, დე-ფაქტო მაჩვენებლები უფრო ეყრდნობიან რაოდენობრიობას და ასახავს ქვეყნის გლობალური ფინანსური ინტეგრაციის ფაქტობრივ დონეს. არსებობს ფინანსური ინტეგრაციის ორი ყველაზე ფართოდ გამოყენებული დე-ფაქტო შეფასების მაჩვენებელი. პირველი არის Lane და Milesi-Ferretti-ის (2007) მიერ შემოთავაზებული ინდექსი - TOTAL. ამ ინდექსის ავტორები ამტკიცებენ, რომ ქვეყნის საერთაშორისო ფინანსური ინტეგრაციის დონის შეფასების ერთ-ერთი გზა არის გარე აქტივებისა და ვალდებულებების, ეგრეთ წოდებული საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიციების, მოძრაობის გაანალიზება. შესაბამისად, TOTAL ინდექსი მიიღება ქვეყნის საერთო აქტივებზე საერთო ვალდებულებების დამატებით, გამოსახული მშპ-სთან მიმართებაში პროცენტის სახით. მეორე მიდგომა იყენებს კაპიტალის გაზრდილი მობილურობის ხილულ ფენომენს, როგორცაა

მთლიანი კაპიტალის ნაკადები (Quinn და სხვები, 2011). ბოლო ათწლეულების განმავლობაში მსოფლიო მასშტაბით საერთაშორისო კაპიტალის ზრდის ტენდენციას თუ გავითვალისწინებთ, ეს მეთოდი განსაკუთრებულად რაციონალური ჩანს. მაგალითად, კაპიტალის მოძრაობის მიდგომა იყო ფინანსური ინტეგრაციის შეფასების ერთერთი გზა აზიის განვითარების ბანკის მიერ ჩატარებულ კვლევაში (Estrada, 2015). ასევე, ფინანსურ გლობალიზაციაზე სხვადასხვა ტრადიციული ლიტერატურის მიხედვით, ფინანსური გლობალიზაცია იზომება კაპიტალის მოძრაობის ინდექსით. ჩვენს ანალიზში ასევე ვიყენებთ მთლიანი კაპიტალის ნაკადების წლიურ მონაცემებს, როგორც საქართველოს ფინანსური ინტეგრაციის საზომს. ამ მაჩვენებლის გამოსათვლელად ჩვენ ვიყენებთ ფინანსური ანგარიშის მონაცემებს საქართველოს საგადასახდებლო ბალანსიდან (წყარო საქართველოს ეროვნული ბანკი). კერძოდ, ფინანსური ინტეგრაციის პარამეტრს ვღებულობთ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების, პორტფელური ინვესტიციების, ფინანსური დერივატივებისა და სხვა ინვესტიციების (როგორც შემოდინებული, ასევე გადინებული კაპიტალის) წლის ბოლოს არსებული აბსოლუტური მნიშვნელობების შეკრებით. შემდეგ ჩვენ გამოვსახავთ ამ მონაცემებს მშპ-სთან შეფარდებაში, პროცენტების სახით. მიზეზი, თუ რატომ ვიყენებთ კაპიტალის ნაკადების აბსოლუტურ (და არა მაგალითად წმინდა) მნიშვნელობებს არის ის, რომ მთლიან ნაკადებს გააჩნია უპირატესობა წმინდა კაპიტალის ნაკადებთან შედარებით, რადგან ისინი უფრო მეტი სიზუსტით ასახავენ ინტეგრაციის დონეს (Estrada, 2015). ინტეგრაცია-ზრდის ურთიერთკავშირის კვლევების უმეტესი ნაწილი ადასტურებს დადებით შედეგებს ამ ორ ცვლადს შორის. ეკონომისტები ასახელებენ რამდენიმე მნიშვნელოვან ფაქტორს, რომლებიც ხელს უწყობენ ეკონომიკურ ზრდას კაპიტალის ქვეყნებს შორის შეუზღუდავი მოძრაობის დროს, ეს ფაქტორებია: რისკის გადანაწილება, ფინანსური რესურსების გადანაწილება, ტექნოლოგიებისა და სიახლეების გადადინება, კონკურენციის გაზრდილი დონე, ფინანსური ინდუსტრიის გაუმჯობესებული ფუნქციონირება (Obstfeld, 1994; ; Acemoglu და Zilibotti, 1997; Klein და Olivei, 2000; Levin, 2001). ჯოსეფ შტიგლიცი მის კვლევებში (Stiglitz, 2000) ასევე ხაზს უსვამს ქვეყნებს შორის კაპიტალის ტრანზაქციის მნიშვნელობას ეკონომიკური

ზრდისთვის, მაგრამ იქვე აღნიშნავს, რომ კაპიტალის სრული ლიბერალიზაცია საზიანოა და საჭიროა არსებობდეს შესაბამისი რეგულაციები დადებითი შედეგების შესანარჩუნებლად. მაგალითად ქვეყანას შეუძლია მიიღოს გრძელვადიანი სარგებელი უცხოური პირდაპირი ინვესტიციებისგან, რა დროსაც ხდება ტექნოლოგიური მიღწევებისა და მართვის გამოცდილების გადაცემა და ორიენტაცია ხდება ბიზნესის პროდუქტიულობის მატებაზე. მეორეს მხრივ, არსებობს მაღალი რისკი იმისა, რომ მოკლევადიანი კაპიტალის ნაკადები აღმოჩნდეს საზიანო, განსაკუთრებით განვითარებადი ქვეყნებისთვის, რომელთაც აქვთ ნაკლებად მდგრადი ფინანსური სექტორი. ავტორი ამტკიცებს, რომ მოკლევადიანი კაპიტალის ნაკადების მოძრაობამ შეიძლება გამოიწვიოს მცირე შოკური გავლენა ქვეყნის ეკონომიკაზე, რადგანაც მოკლევადიანი ტრანზაქციებით მიღებული რისკები გადაწონის სარგებელს (Stiglitz, 2000).

ჩვენი რეგრესული მოდელის თანახმად, ვპროგნოზირებთ, რომ კაპიტალის ნაკადების პარამეტრი დადებით გავლენას იქონიებს ეკონომიკურ ზრდის მაჩვენებელზე, რადგანაც საქართველოს საგადამხდელო ბალანსის მიხედვით, საშუალოდ წლიური უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მოცულობა შეადგენს საქართველოში კაპიტალის ნაკადების 50%-ზე მეტს. ასეთი მაღალი უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების ნაკადები და მათთან ასოცირებული თანმხლები სარგებელი, რა თქმა უნდა, დადებითად აისახება ეკონომიკურ განვითარებაზე. მიუხედავად ამისა, ზოგიერთი ისტორიული ფაქტი მოწმობს, რომ საერთაშორისო ფინანსურ ინტეგრაციას შეიძლება ჰქონდეს უარყოფითი შედეგები სავალუტო კრიზისისა და ეკონომიკური სტაგნაციის დროს. არსებობს ასეთი შემთხვევების არაერთი ისტორიული მაგალითი, როდესაც ფინანსურმა ლიბერალიზაციამ მოახდინა უარყოფითი ზეგავლენა რეგიონალურ ეკონომიკებზე ლათინურ ამერიკის, აზიისა და რუსეთის სავალუტო კრიზისის დროს 90-ანებში. მნიშვნელოვანია გავითვალისწინოთ, რომ საქართველომ განიცადა მნიშვნელოვანი სავალუტო რყევები 2015-2016 წლებში, როდესაც ადგილობრივი ვალუტის კურსი (ლარი) 40%-ზე მეტით გაუფასურდა აშშ დოლართან მიმართებაში. ამ ფაქტს შეეძლო უარყოფითი გავლენა მოეხდინა ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკური ზრდის კავშირზე.

ამიტომ, ჩვენ გადავწყვიტეთ შეგვემოწმებინა ეს ჰიპოთეზა და შესაბამისად ჩვენი ანალიზები დავყავით ორ პერიოდად: 1) „სრული პერიოდი“ - მოიცავს 1995-2016 წლებს, რომელშიც შედის ვალუტის მკვეთრი გაუფასურების პერიოდიც 2015-2016 წლებში; 2) „არასრული პერიოდი“ - მოიცავს 1995-2014 წლებს, რომელშიც არ შედის საქართველოში ვალუტის გაუფასურების 2015-2016 წლები. ჩვენი შეფასებებისა და შესაბამისი ლიტერატურის მიმოხილვის თანახმად, ჩვენ მოველით, რომ დადებითი კავშირი არ დადასტურდება „სრული პერიოდის“ ანალიზის დროს, ხოლო „არასრული პერიოდის“ ანალიზებისას შესამჩნევი იქნება დადებითი ურთიერთკავშირი ინტეგრაციასა და ზრდას შორის.

ჩვენ ასევე განვათავსეთ განტოლების მარჯვენა მხარეს რეალური შემოსავლები ერთ სულ მოსახლეზე, რადგან უფრო მაღალი შემოსავლები მზარდ ეკონომიკურ საქმიანობას უკავშირდება. ოფიციალური განმარტების მიხედვით - „მთლიანი შიდა პროდუქტი (მშპ) არის ერთი წლის განმავლობაში ქვეყნის საზღვრებში წარმოებული მთლიანი საბოლოო პროდუქციისა და მომსახურების საერთო ღირებულება. მშპ ეროვნული შემოსავლებისა და წარმოების ზომის გამოთვლის ერთ-ერთი მეთოდია. ის შეიძლება გამოყენებულ იქნას როგორც ქვეყნის ცხოვრების სტანდარტის ერთ-ერთი ინდიკატორი“ [107]. ხოლო მშპ ერთ სულ მოსახლეზე არის მშპ გაყოფილი ქვეყნის მოსახლეობის წლიურ საშუალო რაოდენობაზე. ეს მაჩვენებელი შედის ჩვენს ემპირიულ მოდელში რათა კონვერგენციის (ე.წ. მკვეთრი ზრდის) ეფექტის (convergence effect) ასახვა იქნეს შესაძლებელი, რომლის ჰიპოტეზაც გულისხმობს, რომ დროთა განმავლობაში სხვადასხვა ქვეყნებში შემოსავლები ერთ სულ მოსახლეზე უნდა გაუტოლდეს ერთმანეთს. მშპ-ს წლიური მონაცემები ერთ სულ მოსახლეზე მოპოვებულია მსოფლიოს განვითარების მაჩვენებლების ბაზიდან (World Development Indicators) 2010 წლის მუდმივი აშშ ფასების მიხედვით. ჩვენ ერთ სულ მოსახლეზე მშპ-ის მაჩვენებელს მივიჩნევთ ეგზოგენურ კომპონენტად. აღნიშნული ცვლადის მოსალოდნელი ნიშანი დადებითია.

ჩვენს კვლევაში გამოყენებული შემდეგი ეკონომიკური ზრდის განმსაზღვრელი ცვლადი არის ექსპორტი. „საქონლისა და მომსახურების ექსპორტი წარმოადგენს ყველა საქონლისა და მომსახურების ერთობლიობას, რომელიც ერთი



ქვეყნიდან მიეწოდება მსოფლიოს სხვადასხვა ქვეყანას. მათ შორისაა ვაჭრობა, ტვირთბრუნვა, დაზღვევა, ტრანსპორტი, მგზავრობა, როიალტი, სალიცენზიო მოსაკრებელი და სხვა მომსახურება, როგორც კომუნიკაცია, მშენებლობა, ფინანსები, ინფორმაცია, ბიზნესი, პერსონალური და სამთავრობო მომსახურება. ამ კატეგორიაში არ შედის თანამშრომლების კომპენსაცია, ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსავალი და გადარიცხვების მოსაკრებელი“ [102]. როგორც ექსპორტის გამომსახველი პარამეტრი, ჩვენ ვიყენებთ საქონლისა და მომსახურების ექსპორტს მშპ-სთან მიმართებაში. ეკონომიქსის ტრადიციული კეინზიანური თეორიის თანახმად, ქვეყნის ექსპორტი ერთ-ერთი მთავარი ასპექტია, რომელიც ეკონომიკურ ზრდას უწყობს ხელს. მრავალი ემპირიული კვლევა ადასტურებს პოზიტიურ ურთიერთკავშირს ექსპორტისა და ეკონომიკურ წინსვლას შორის. მაგალითისათვის, შეგვიძლია მოვიშველიოთ 1992 წელს Marin-ის მიერ და 2001 წელს Vohra-ს მიერ ჩატარებული კვლევები. მიგვაჩნია, რომ ჩვენს მოდელშიც აღნიშნულ მაჩვენებელს პოზიტიური ნიშანი უნდა ჰქონდეს.

სხვადასხვა კვლევების (King და Levine, 1993; Levine, 1999; Levine და Zervos, 1998; Beck და Levine, 2004) მტკიცებით, ბევრად განვითარებული ფინანსური სისტემა დადებითად მოქმედებს ეკონომიკურ ზრდაზე. ჩვენს მოდელში ფინანსური განვითარების განმსაზღვრელად გამოყენებულია საბანკო სექტორის განვითარების მაჩვენებელი. კერძოდ კი საბანკო სექტორის მიერ გამოყოფილი კერძო კრედიტების საერთო ოდენობა. ეს მაჩვენებელი გამოხატულია მშპ-ის პროცენტებში. მონაცემთა წყაროა მსოფლიო განვითარების მონაცემთა ბაზა (WDI), რომელიც მოიცავს სხვადასხვა ქვეყნების წლიურ ინფორმაციას. WDI-ის ვებ-გვერდის თანახმად, "კერძო სექტორისთვის გაცემული შიდა კრედიტი მოიცავს კერძო სექტორისთვის მიწოდებულ ისეთ ფინანსურ რესურსებს, როგორცაა სესხები, არასამეწარმეო ფასიანი ქაღალდების შესყიდვა, სავაჭრო კრედიტების და სხვა დებიტორული დავალიანების შესყიდვა, რომლებიც დავალიანების დაფარვის მოთხოვნას ითვალისწინებს. ზოგიერთ ქვეყანაში ეს მოთხოვნები მოიცავს სახელმწიფო საწარმოებისთვის გაცემულ კრედიტებსაც“ [103]. მსოფლიო პრაქტიკაში მიჩნეულია, რომ კერძო კრედიტი არის საბანკო განვითარების ყველაზე მნიშვნელოვანი

მაჩვენებელი, რადგან ის ასახავს იმ დონეს, რომლითაც ახალ ფირმებს ეძლევათ შესაძლებლობა მოიპოვონ საბანკო კრედიტი. რაჟანისა და ზინგალესის (2003) თანახმად, კერძო კრედიტი განსაზღვრავს თუ რამდენად შესაძლებელია მომგებიან პროექტისთვის ფინანსური სახსრების მოპოვება. ლევინი და სხვები (2000) აღნიშნავენ, რომ ეს ცვლადი განასხვავებს კერძო სექტორისთვის გაცემულ კრედიტებს მთავრობაზე, სამთავრობო უწყებებზე და საჯარო საწარმოებზე გაცემულ კრედიტებისაგან. გარდა ამისა, აღნიშნული მაჩვენებელი არ ითვალისწინებს ცენტრალური ბანკის მიერ გაცემულ კრედიტებს. მაშასადამე, ჩვენ აღვიქვავთ ამ ინდიკატორის უფრო მზარდ დონეს, როგორც ფინანსური სერვისების მაღალ მაჩვენებელს კერძო სექტორში. თავის მხრივ, ფინანსური სერვისების მაღალი მაჩვენებელი კერძო სექტორში დაკავშირებულია უფრო დიდ საკრედიტო ხელმისაწვდომობასთან. ეს გახლავთ ფინანსური განვითარების ამსახველი ყველაზე მისაღები მაჩვენებელი, რადგან იგი პირდაპირპროპორციულია კერძო სექტორის ფინანსურ ხელმისაწვდომობასთან. ზოგადად, ეკონომისტები მიიჩნევენ, რომ საბანკო სექტორის მიერ გამოყოფილი კრედიტების მაჩვენებელი პოზიტიურად კორელირებს ქვეყნის ეკონომიკურ წინსვლასთან. თუმცა არსებობს სხვადასხვა კვლევა, რომლებიც ადასტურებენ განსხვავებულ შედეგებს, განსაკუთრებით კი განვითარებადი და გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში, სადაც ფინანსური ინსტიტუტები განვითარების ისევ დაბალ ეტაპზე არიან. Djililov და Piesse-მა(2011) ჩაატარეს კვლევა ფინანსური განვითარებისა და ეკონომიკური ზრდის კავშირზე 27 ყოფილ საბჭოთა რესპუბლიკასა და აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში. მათი შედეგები აჩვენებენ, რომ კერძო სექტორებზე გაცემული კრედიტები არ ახდენენ მნიშვნელოვან გავლენას ეკონომიკის განვითარებაზე. გარდა კერძო სექტორზე გაცემული კრედიტების პარამეტრისა, გამოყენებული იყო ფინანსური განვითარების ორი სხვა მაჩვენებელი: 1) ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის მიერ წარმოდგენილი ინდექსი, რომელიც შედგება ორი სხვადასხვა არგუმენტისგან; 2) პროცენტების სხვაობა კრედიტსა და დეპოზიტს შორის. კვლევის შედეგების თანახმად, ფინანსური განვითარების ამ ორ ცვლადს უარყოფითი გავლენა აქვს ზრდაზე. ავტორები მიღებულ შედეგებს ხსნიან ფინანსური სექტორის ნაკლებად განვითარებული

ინსტიტუციური დონით ამ ქვეყნებში. ისინი მიიჩნევენ, რომ ამ ქვეყნების ნაკლებად განვითარებული ფინანსური ინსტიტუტები აფერხებენ ეკონომიკურ განვითარებას, რადგან ფინანსური რესურსების გადანაწილება არ ხდება ეკონომიკური ეფექტურობის საფუძველზე. გარდა ამისა, ისეთი მნიშვნელოვანი ასპექტები, როგორცაა ასიმეტრიული ინფორმაცია და ტრანზაქციის მაღალი ხარჯები, დამახასიათებელია განვითარებადი ქვეყნებისთვის, რაც უარყოფით გავლენას ახდენს ფინანსურ ტრანზაქციებსა და ეკონომიკურ ზრდაზე (Djalilov და Piesse, 2011). Levine და Zervos (1998) ასევე ხაზს უსვამენ ინსტიტუციონალური განვითარების მნიშვნელობას. მათი კვლევა აჩვენებს, რომ არ არის აუცილებელი დანაზოგების და ინვესტიციების მოცულობა დადებითად მოქმედებდეს ეკონომიკურ პროგრესზე, არამედ რესურსების უფრო ეფექტური გადანაწილება და პროდუქტიულობაა ის ფაქტორები, რომლებიც განაპირობებენ გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდას. ხოლო რესურსების ეფექტური გადანაწილება და მაღალი პროდუქტიულობა კი დამახასიათებელია მხოლოდ ინსტიტუციონალურად ძლიერი ქვეყნებისთვის. Halil Aric-მა (2014) გაანალიზა კავშირი ფინანსურ განვითარებასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის ევროკავშირში 2004-2012 წლებს შორის პერიოდისთვის. კერძო სექტორზე გაცემული შიდა კრედიტი მშპ-სთან მიმართებაში მიჩნეული იყო, როგორც ფინანსური განვითარების საზომი ცვლადი. ნაშრომში გამოვლენილია ფინანსური განვითარებისა და ეკონომიკური ზრდის უარყოფითი კავშირი. ავტორი ამას ხსნის იმ ფაქტით, რომ კერძო სექტორზე გაცემული კრედიტები არ გამოიყენება ზრდაზე ორიენტირებული სფეროებისთვის. საქართველოს შემთხვევაში, ქვეყნის ფინანსური სექტორი ვითარდებოდა მყარად და მნიშვნელოვნად ბოლო ათწლეულის მანძილზე (ზრდა ხშირად აღემატებოდა 20%-ს). თუმცა, ფინანსური რესურსების გადანაწილების ხარისხი საგანგაშოა, ვინაიდან საქართველოს საბანკო სექტორის ზრდა, უმეტესწილად, განპირობებულია ძალიან მაღალი რაოდენობის კერძო/საოჯახო სესხებით ფიზიკური პირებისათვის. ფინანსებზე წვდომის კვლევის (FAS) მიხედვით, როგორც მოცემულია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (IMF) წლიურ ბაზებში, 2016 წელს ყოველი 1000 სრულწლოვანი მსესხებელიდან 723 ფლობს საბანკო დავალიანებას. კომერციული ბანკების მიერ სესხების გაცემის ასეთი დონე

ავტომატურად ბადებს კითხვას ფინანსური რესურსების ეფექტურ გადანაწილებაზე, რაც შესაძლოა ადასტურებდეს იმას, რომ გაცემული სესხების დიდი ნაწილი არ არის ზრდაზე/ეკონომიკაზე ორიენტირებული. ზემოაღნიშნული ანალიზიდან გამომდინარე, ჩვენ მოველით, რომ ფინანსურ განვითარების პარამეტრს უარყოფითი გავლენა ექნება საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე.

ჩვენი ჰიპოთეზის ფორმულის კიდევ ერთი დამატებითი საკონტროლო ელემენტი სამთავრობო ხარჯებია. ყველა ქვეყანაში სახელმწიფოს მნიშვნელოვანი როლი მიუძღვის მიმზიდველი გარემოს შექმნაში კერძო სექტორის განვითარებისათვის. მიუხედავად ამისა, სხვადასხვა თეორიული და ემპირიული ნაშრომები ამტკიცებენ, რომ მთავრობის მიერ ჭარბი მოხმარება და მაღალი ხარჯები უარყოფითად მოქმედებს ქვეყნის ფინანსური სისტემის განვითარებაზე. მაგალითად, თუ მთავრობა აქტიურ როლს ასრულებს ქონების დანაკარგების ანაზღაურებასა, საპენსიო და ჯანმრთელობის უსაფრთხოების უზრუნველყოფაში, ადამიანები ნაკლებად არიან მოტივირებულნი მოიძიონ სამსახური ან/და მოიხმარონ შესაბამისი საქონელი თუ მომსახურება (მაგ. Skipper და Kwon, 2007). ზოგადად, ეკონომისტები თანხმდებიან იმ გარემოებაზე, რომ მთავრობის მიერ ჭარბი მოხმარების შემთხვევაში, საინვესტიციო ეფექტიანობა მცირდება, რადგან საინვესტიციო გადაწყვეტილებებზე გავლენას ახდენს სხვადასხვა პოლიტიკურ-სოციალური ფაქტორები (მაგ. : Webb, Grace და Skipper, 2002).

სახელმწიფო ხარჯების ფაქტორი განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია საქართველოს შემთხვევაში, ვინაიდან ჩვენი ქვეყნის მთავრობა აქტიურ როლს თამაშობს ქვეყნის მშპ-ს ზრდის ხელშეწყობაში. მაგალითად, 2003 წელს "ვარდების რევოლუციის" და ქვეყნის მთავრობის შეცვლის შემდეგ, ახალი მთავრობის ერთ-ერთი პრიორიტეტი გახლდათ სოციალური და ჯანდაცვის სისტემა. მთავრობამ მოსახლეობის დიდი ნაწილის ჯანმრთელობის დაზღვევის სრული ან ნაწილობრივი დაფინანსება უზრუნველყო. კიდევ ერთი მაგალითი შეიძლება იყოს საპარტნიორო ფონდი, რომელიც 2011 წელს საქართველოს მთავრობის მიერ დაარსდა. ფონდის ძირითადი მიზანია სხვადასხვა ბიზნეს-პროექტების დაფინანსება და „გასვლის

სტრატეგიის“ (“Exit option”) განხორციელება როცა ბიზნესი მდგრადი და სიცოცხლისუნარიანი ხდება.

მსოფლიო განვითარების მაჩვენებლების (WDI) განმარტებით: "მთავრობის საბოლოო მოხმარების ხარჯები მოიცავს საქონლისა და მომსახურების შესყიდვასთან დაკავშირებულ ყველა სახელმწიფო ხარჯს (მათ შორის თანამშრომლების კომპენსაციას). იგი, ასევე, მოიცავს სახელმწიფო თავდაცვისა და უშიშროების მიმართულებით გაწეულ უმეტეს ხარჯებს, მაგრამ გამორიცხავს სახელმწიფოს სამხედრო უწყებებისთვის განკუთვნილ ისეთ ხარჯებს, რომლებიც მთავრობის კაპიტალის ფორმირების ნაწილს განეკუთვნება“ [104]. ჩვენ განვსაზღვრავთ სახელმწიფო ხარჯებს, როგორც საერთო სახელმწიფო ხარჯების და მთლიანი შიდა პროდუქტის თანაფარდობა. ჩვენ ვვარაუდობთ უარყოფით კავშირს მთავრობის ხარჯებსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის.

ჩვენი რეგრესული მოდელის ბოლო საკონტროლო ცვლადი ინფლაციაა. ინფლაციას ეკონომისტები მიიჩნევენ ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელოვან განმსაზღვრელ ფაქტორად. ძირითადად, მიღებულია, რომ ინფლაციას გააჩნია უარყოფითი კორელაცია ეკონომიკურ განვითარებასთან, რამეთუ მას შეუძლია სერიოზულად დააზიანოს მოსახლეობის ის ნაწილი, რომელთა შემოსავლები არ არის ფასებთან ინდექსირებული (ძირითადად, ღარიბი და საშუალოშემოსავალს ქვემოთ მყოფი სეგმენტი). გარდა ამისა, ინფლაციას შეუძლია მნიშვნელოვნად შეცვალოს ფასები, გამოიწვიოს ვალუტის კურსის რყევა და შექმნას ზოგადი არასტაბილურობა ქვეყანაში (Prasanna და Gopakumar, 2011). მიუხედავად ამისა, სხვადასხვა თეორიული და ემპირიული სწავლება გვიჩვენებს, რომ ურთიერთკავშირი ინფლაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის შეიძლება განსხვავდებოდეს სხვადასხვა მიზეზების გამო. მაგალითად, მოკლევადიან პერიოდში კავშირი ინფლაციასა და ზრდის მაჩვენებლებს შორის ძირითადად პოზიტიურია, მაშინ, როდესაც შორეულ პერსპექტივაში არსებობს სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი უარყოფითი კორელაცია. Khan და Senhadji-მა (2001) ცალ-ცალკე შეისწავლეს ინფლაცია-ზრდის ურთიერთკავშირი განვითარებადი და ინდუსტრიული ქვეყნების მაგალითებზე. ავტორებმა აღმოაჩინეს, რომ ინფლაციის ზეგავლენა ეკონომიკურ განვითარებაზე განსხვავდებოდა ამ ორი

ქვეყნის სეგმენტებს შორის. კერძოდ, შედეგებმა გამოავლინა ისეთი ინფლაციური ბარიერების არსებობა, რომლის მიღმაც ინფლაცია უარყოფით ზეგავლენას ახდენს ზრდაზე. ხოლო ზღვრული ნორმის ქვემოთ მყოფი ინფლაცია, არავითარ ან ზოგჯერ პოზიტიურ გავლენასაც კი ახდენს ქვეყნის ეკონომიკაზე. მეორე მხრივ, ინფლაციის დონე ამ ზღვრული ნიშნულის მიღმა თამაშობს უარყოფით როლს ინფლაცია-ზრდის ურთიერთობაში. ავტორებს მიაჩნიათ, რომ ზღვრული ბარიერის ნიშნული უფრო დაბალია ინდუსტრიალიზებულ ეკონომიკებში განვითარებად ქვეყნებთან შედარებით. შესაბამისი ბარიერული/ზღვრული დონე ინდუსტრიული და განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკებისთვის არი 1-3% და 11-12%. მრავალი კვლევის შედეგად დადგინდა, რომ საშუალო ზღვრული დონე 8-12%-ია, რომლის მიღმაც ინფლაციას მნიშვნელოვანი უარყოფითი ზეგავლენა აქვს ზრდაზე (Mubarik, 2005; Khan და Senhadji, 2001; Sarel, 1995). ჩვენს რეგრესულ მოდელში მოველით, რომ ინფლაციის ცვლადს ექნება დადებითი ნიშანი, ვინაიდან საქართველო ჯერ კიდევ განვითარებადი ქვეყანაა და მისი ინფლაციის დონე, ჩვეულებრივ, 10%-ზე ქვემოთ არის კვლევის პერიოდის მანძილზე.

ცხრილი № 14 წარმოადგენს ყველა მონაცემს და დესკრიპტულ სტატისტიკას რეგრესიაში გამოყენებული ყველა ცვლადისთვის. მოცემული ცხრილები გვიჩვენებს ყველა ძირითადი ცვლადის მნიშვნელობას, მათი გაზომვის ერთეულებს, საშუალო არითმეტიკულ მაჩვენებლებს, სტანდარტულ გადახრებს და მინიმალურ და მაქსიმალურ მნიშვნელობებს.

**ცხრილი № 14: დესკრიპტული სტატისტიკა**

| დესკრიპტული სტატისტიკა |    |                         |                        |           |           |
|------------------------|----|-------------------------|------------------------|-----------|-----------|
| ცვლადი                 | N  | საშუალო<br>არითმეტიკული | სტანდარტული<br>გადახრა | მინიმუმი  | მაქსიმუმი |
| GDPG                   | 22 | 5.585373                | 3.900385               | -3.650101 | 12.344    |
| GDPPCC                 | 22 | 2389.714                | 1005.454               | 1010.251  | 4083.998  |
| Export                 | 22 | 30.52406                | 9.334406               | 13.32629  | 44.73796  |
| GovCons                | 22 | 15.16971                | 5.315925               | 7.698666  | 25.87842  |
| Credit                 | 22 | 21.91759                | 16.84243               | 3.30373   | 56.80942  |
| CapFlow                | 22 | 0.1561886               | .0734297               | .0547132  | 0.2930368 |
| Deflator               | 22 | 14.66224                | 34.16555               | -2.136432 | 162.7251  |

წყარო: საკუთარი გამოანგარიშებები

ცხრილი # 1-დან ჩანს, რომ პრაქტიკულად ყველა პარამეტრი მნიშვნელოვნად ვარირებს. მაგალითად, კერძო კრედიტი, მშპ-ს ზრდა, მშპ ერთ სულ მოსახლეზე და დეფლატორის პარამეტრები აჩვენებენ დიდ რყევას მაქსიმუმსა და მინიმუმის ნიშნულებს შორის, ისევე როგორც სტანდარტული გადახრის მაჩვენებლებს შორის. 2009 წელს მშპ-ს ზრდასა და დეფლატორის ცვლადებში ადგილი ჰქონდა უარყოფით ნიშნულებს, რომლებიც დაკავშირებულია საქართველოს რეცესიულ პერიოდთან გლობალური ფინანსური კრიზისისა და 2008 წლის რუსეთ-საქართველოს ომის გამო. ყველაზე მცირე მშპ ერთ სულ მოსახლეზე დაფიქსირდა 1995 წელს (1010.251), როდესაც საქართველო იმყოფებოდა ურთულეს სოციალურ-ეკონომიკურ მდგომარეობაში, საბჭოთა კავშირის დაშლის შემდგომ.

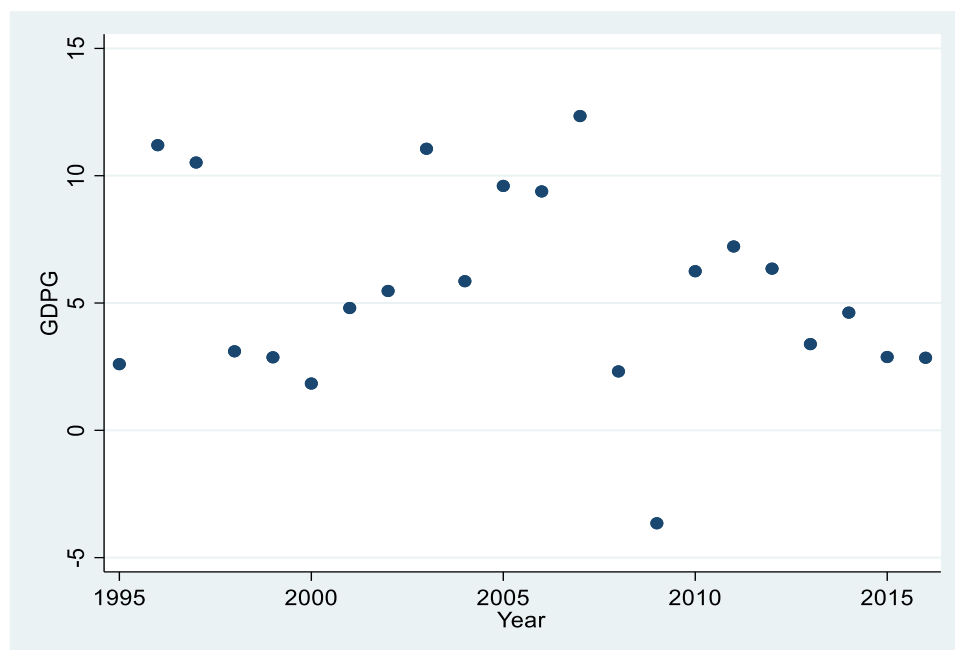
#### *4.2.2. არასტაციონალურობა და დროის სერიის მონაცემთა ტრანსფორმაცია*

სწორი სტატისტიკური დასკვნის ჩასატარებლად, ჩვენ უნდა გავითვალისწინოთ დროის-სერიის ანალიზის ძირითადი მოსაზრება. ჩვენ უნდა ვივარაუდოთ, რომ ჩვენი დროის-სერიის მოდელი არის კოვარიანტულ-სტაციონარული (covariance-stationary). სტაციონარული პროცესი არის სტოქასტური პროცესი, რომლის ერთობლივი ალბათური განაწილება არ იცვლება დროში ცვლილების დროს. ამდენად, ისეთი მაჩვენებლები, როგორცაა საშუალო არითმეტიკული და დისპერსია, მათი არსებობის შემთხვევაში, ასევე არ შეიცვლებიან დროთა განმავლობაში და არ განიცდიან ტენდენციულობას. სტაციონალური ტრანსფორმაციის მეთოდი გამოიყენება, როგორც ერთ-ერთი ინსტრუმენტი დროითი მწკრივის ანალიზის დროს, რათა მოხდეს პირველადი (ანუ არასტაციონალური) მონაცემების გარდაქმნა სტაციონალურებად. არასტაციონალური დროითი მწკრივის მონაცემთა გამოყენება ეკონომიკურ მოდელებში განაპირობებს არაპროფესიონალურ და მცდარ დასკვნებს, აგრეთვე არამართებულ ანალიზებსა და პროგნოზებს. კერძოდ,  $\beta$  იქნება მცდარი, და შესაბამისად, ნებისმიერი ჰიპოთეზის ტესტირება არასწორია ასეთ დროს.

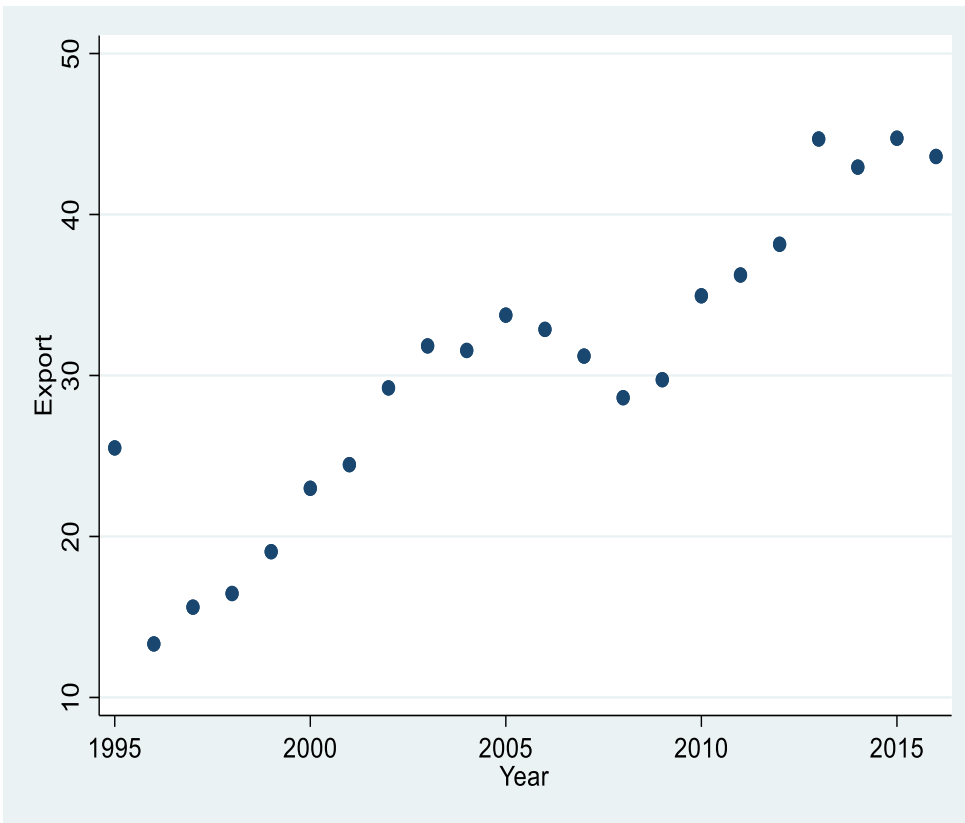
თუ ჩვენ განვიხილავთ ქვემოთ მოყვანილ დროთა მწკრივის მონაცემთა გრაფიკებს, შეგვიძლია შევამოწმოთ ამ მონაცემთა სტაციონალურობა (იხ.

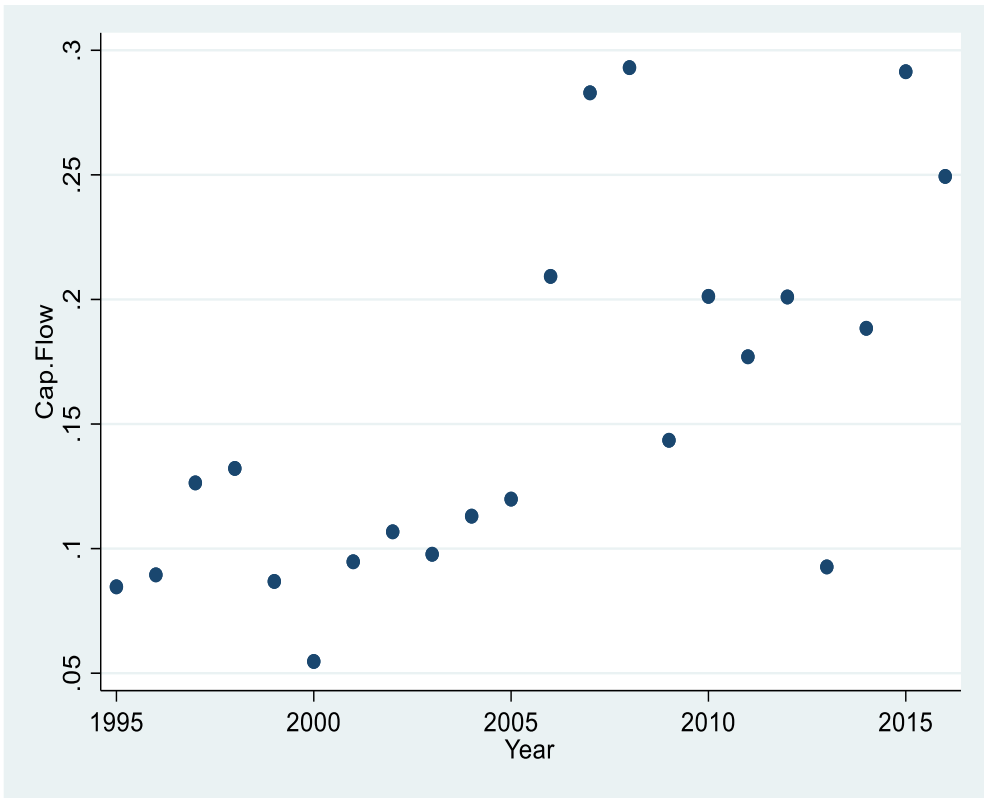
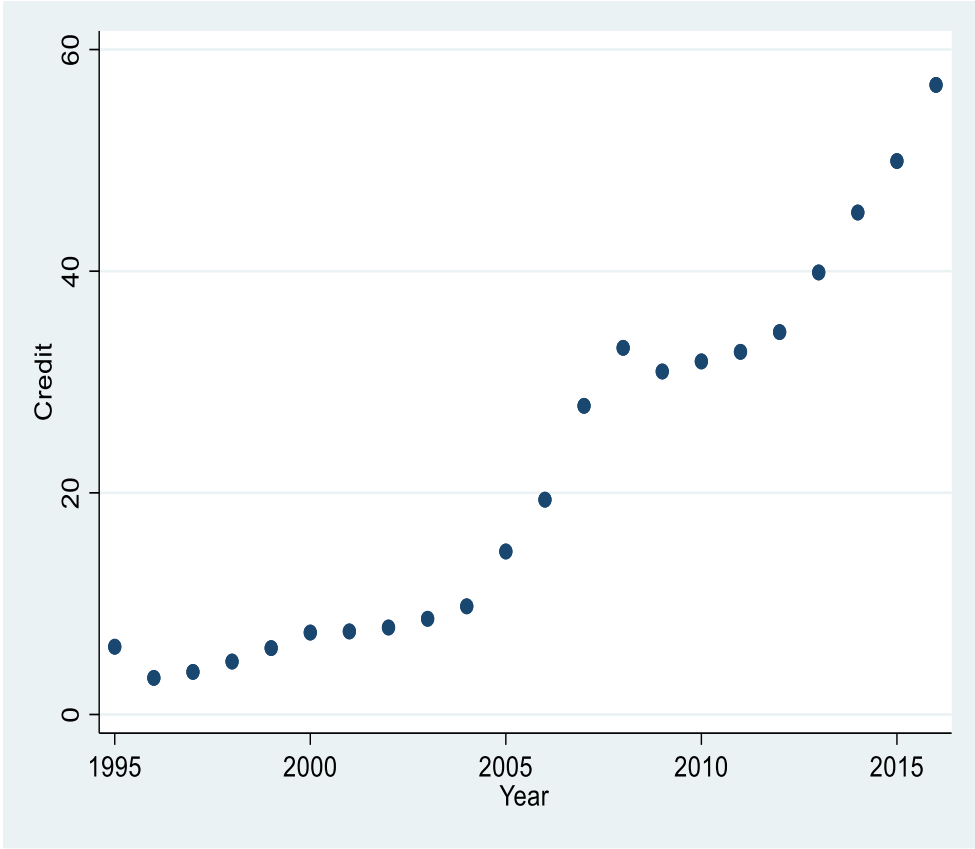
გრაფიკები №9-15). კერძოდ, თუ გრაფიკი ასახავს თითქმის უცვლელ საშუალო არითმეტიკულს და დისპერსიის მონაცემებს და ისინი არ განიცდიან მნიშვნელოვან სეზონურობას პერიოდის მანძილზე, მაშინ შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ დროითი მწკრივის მონაცემები კოვარიანს-სტაციონალურია. როგორც ქვემოთ მოცემულ გრაფიკებიდან იკითხება, ჩვენი რამოდენიმე ცვლადი არ არის კოვარიანს-სტაციონალური. დროის სერიების მონაცემები მუდმივად იზრდება (ან მცირდება) სხვადასხვა დროის მონაკვეთებზე და შედეგად აქვთ არა-მუდმივი საშუალო არითმეტიკულს სიდიდე, რაც მათ არა-სტაციონარულობაზე მიუთითებს. გრაფიკებში №9-15 ჩვენ შეგვიძლია დავინახოთ, რომ სამთავრობო ხარჯების, ექსპორტის, კრედიტის, კაპიტალის ნაკადებისა და ერთ სულ მოსახლეზე მშპ-ის მაჩვენებლების საშუალო არითმეტიკული იზრდება დროთა განმავლობაში. ამგვარად, ეს ცვლადები არ არიან კოვარიანტულ-სტაციონარული. მოდელის სხვა ცვლადები (მშპ-ს ზრდა და დეფლატორი) აჩვენებენ შედარებით სტაბილურ საშუალო არითმეტიკულს მაჩვენებლებს.

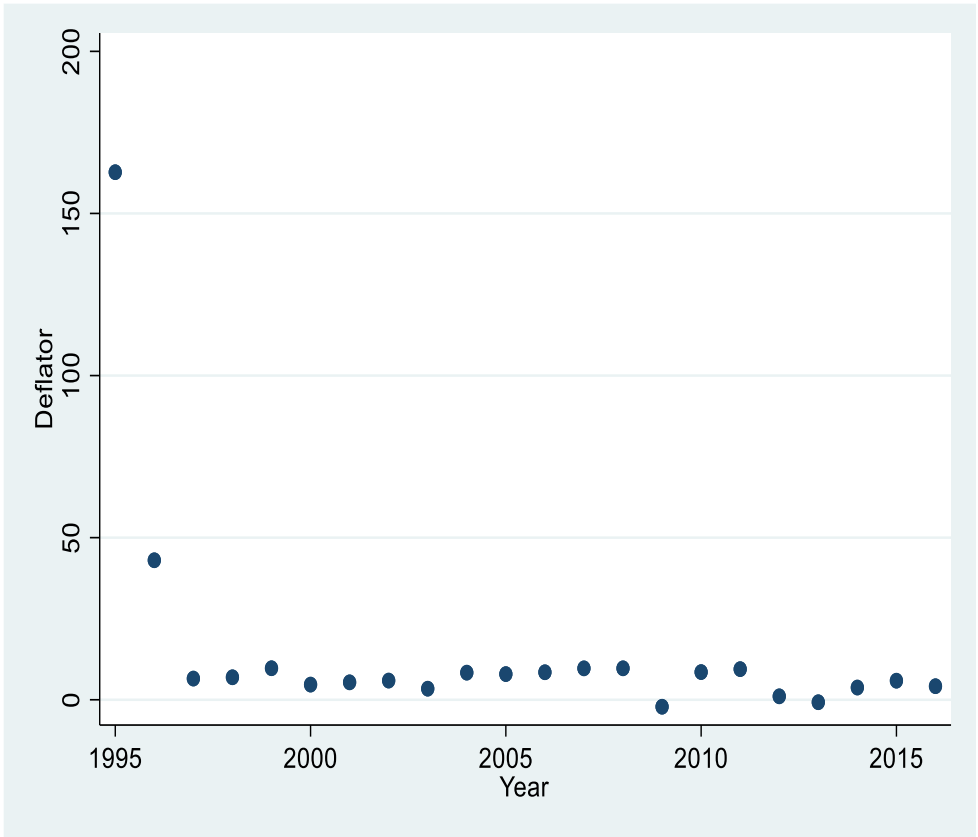
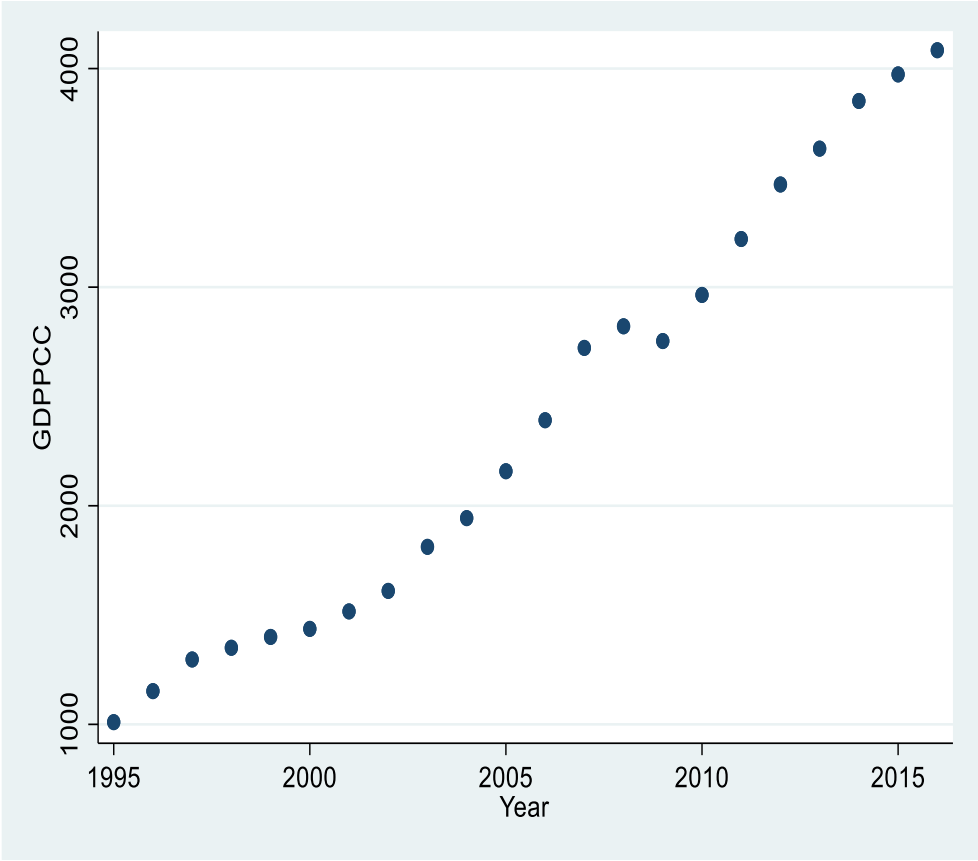
გრაფიკები № 9-15





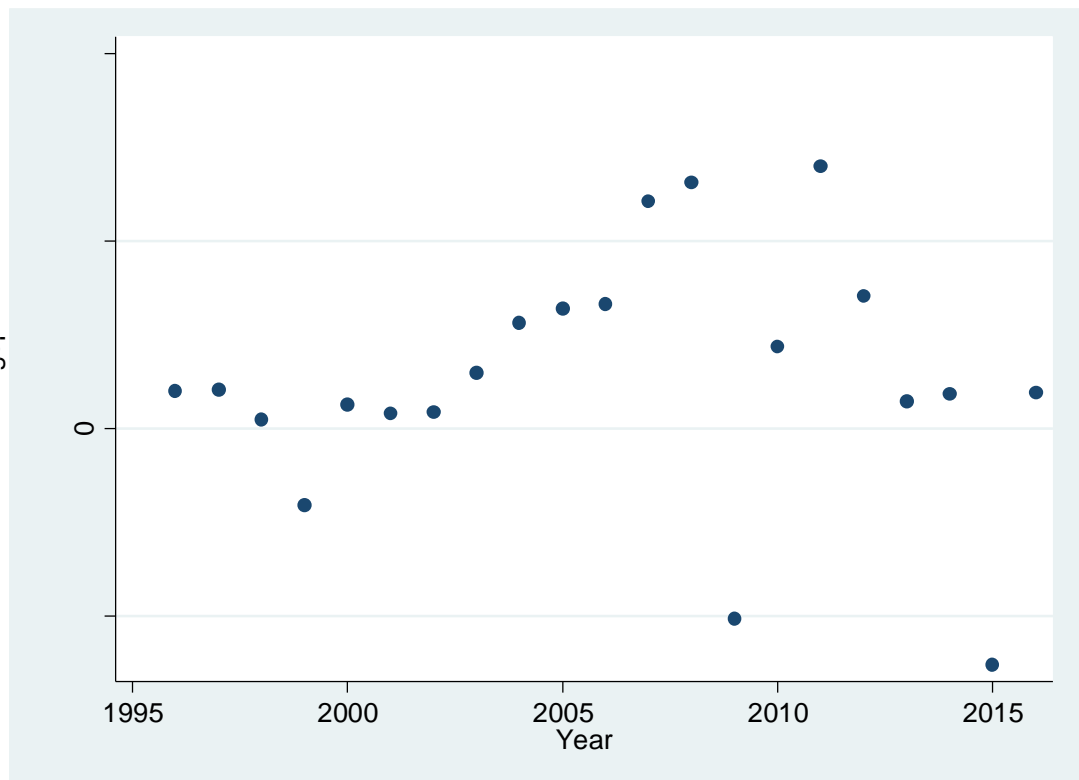


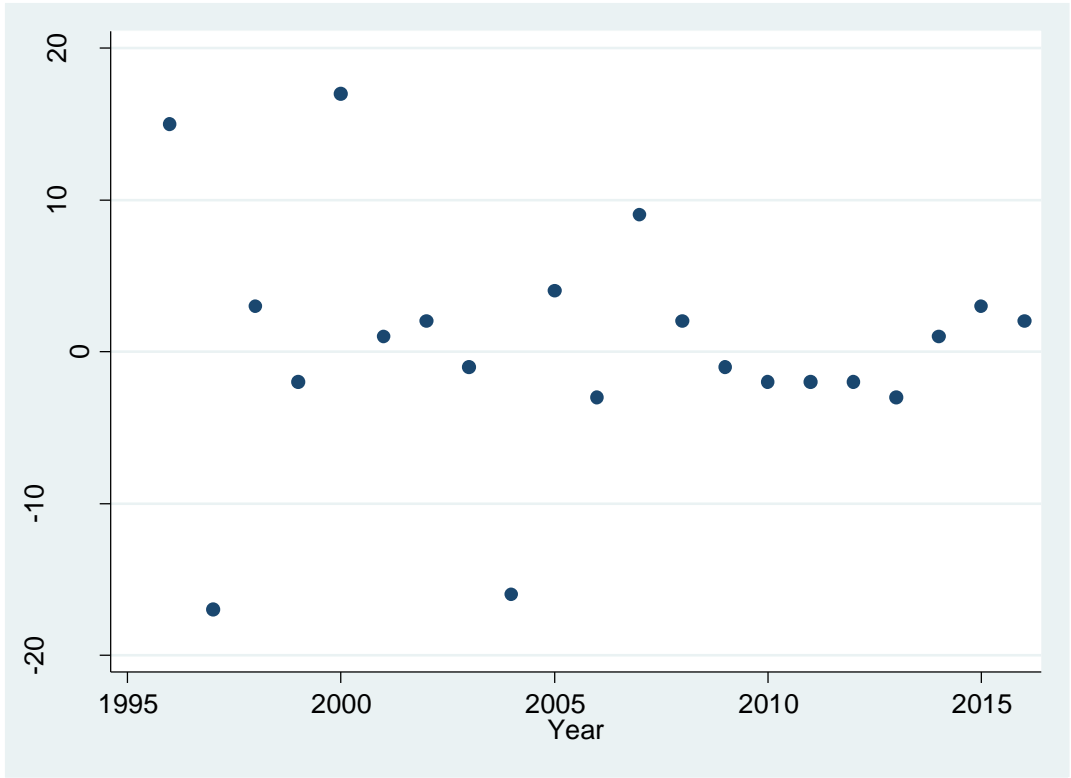
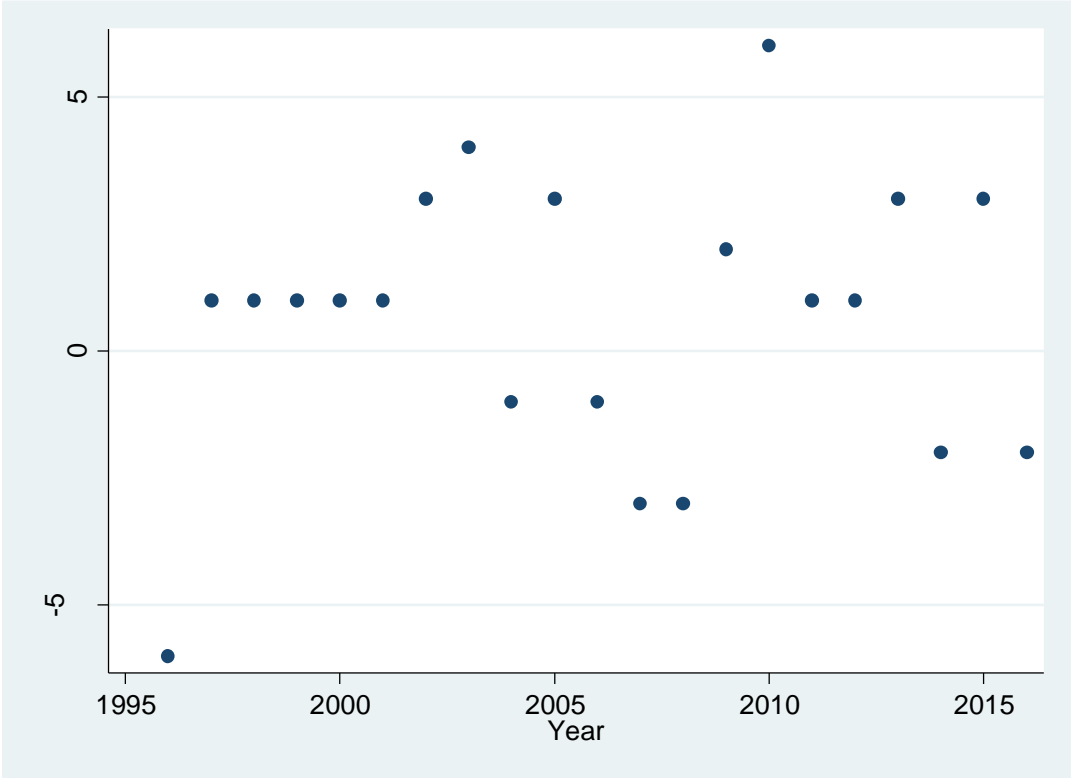


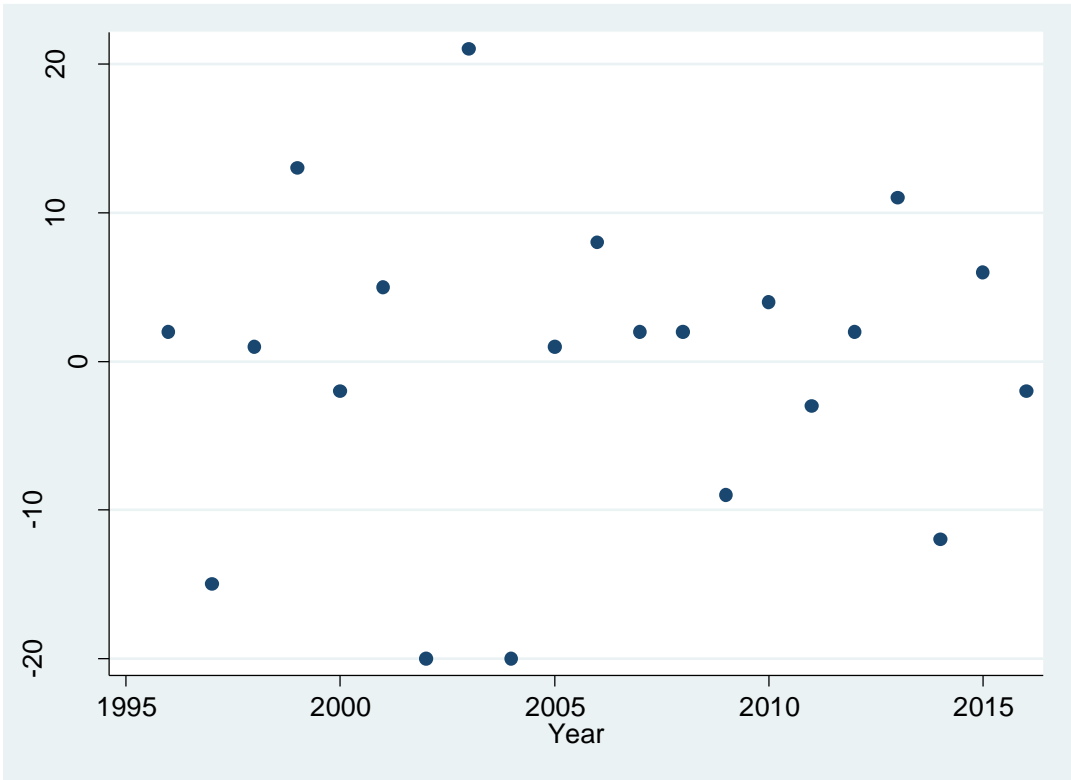
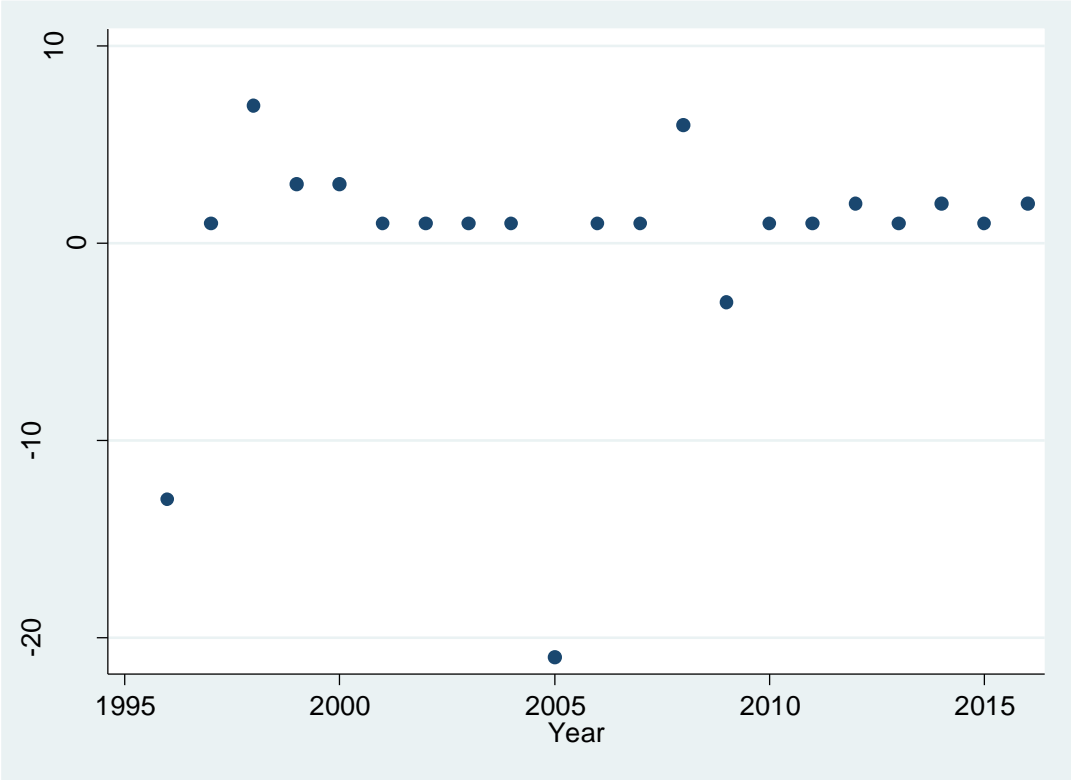


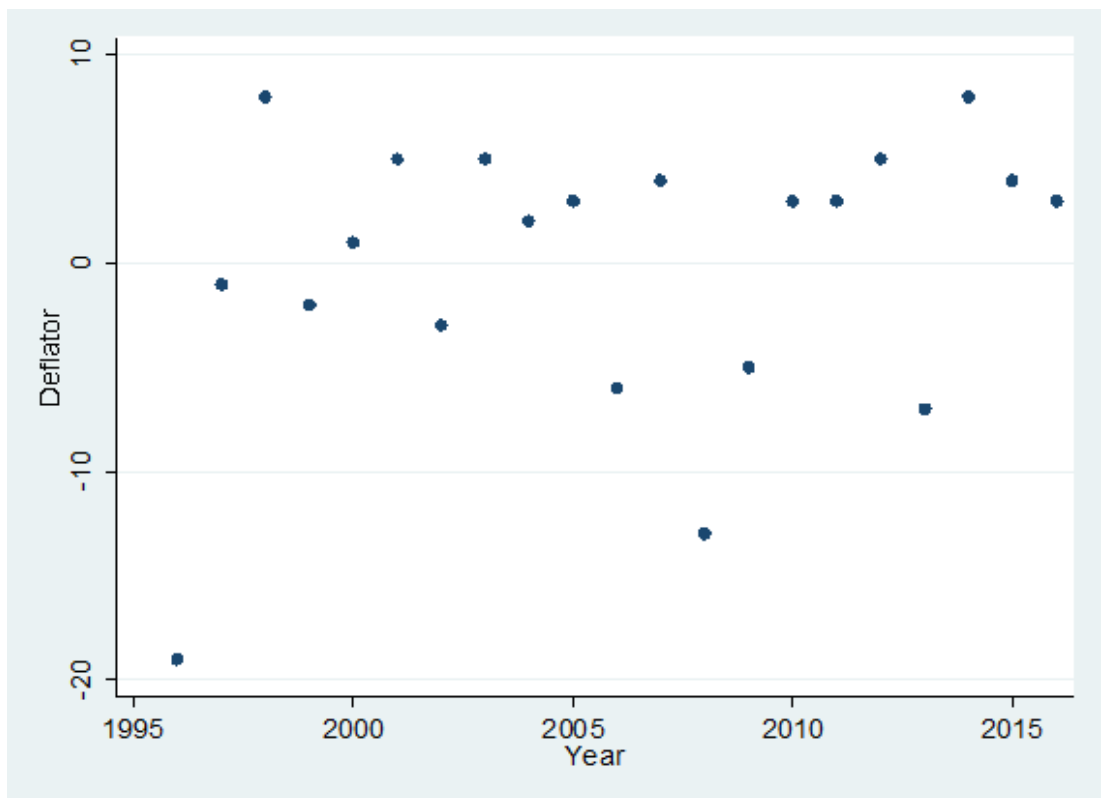
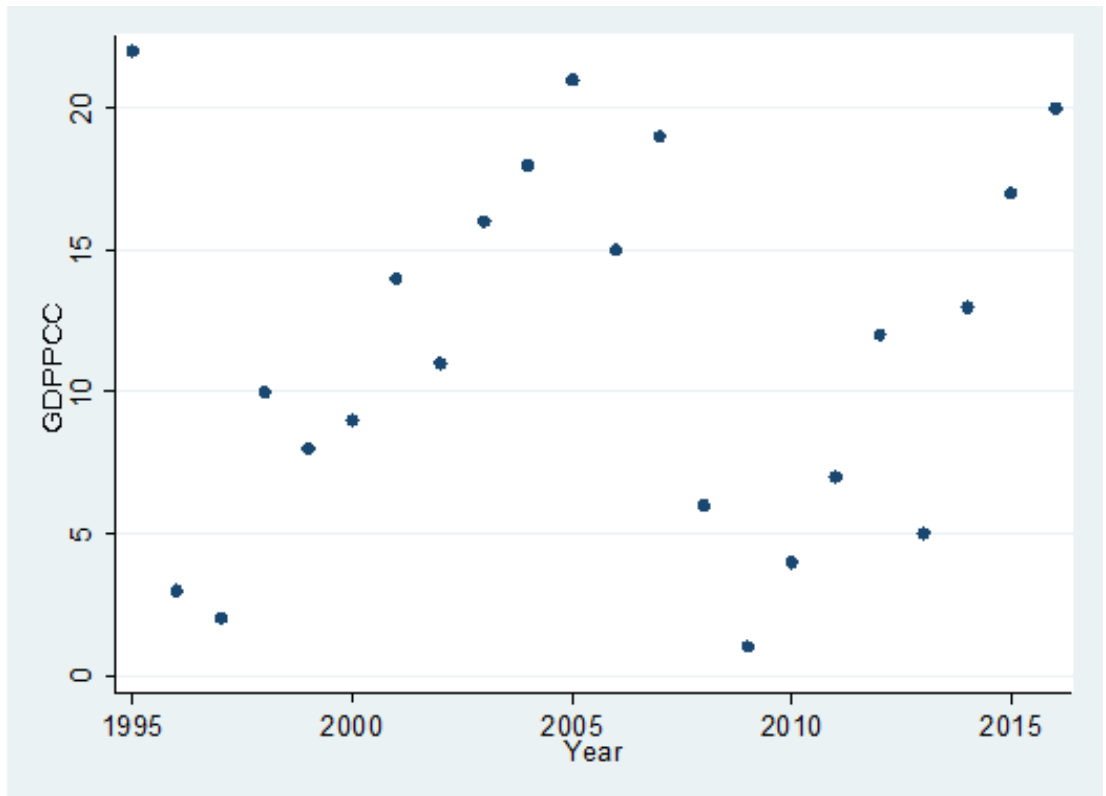
არასტაციონარული მონაცემების საკითხის გადაწყვეტა მონაცემების იმგვარად გარდაქმნაშია, რომლითაც ეს მონაცემები გახდება სტაციონარული. ანალიტიკოსების მიერ გამოყენებული ერთ-ერთი გზა, რომელსაც ისინი იყენებენ არა-სტაციონარული პროცესების სტაციონარულში გარდაქმნისთვის, არის ლოგარითმული ტრანსფორმაციის მეთოდი. ამ ტექნიკის გამოყენებით, ჩვენ შევქმენით ახალი დროითი სერიების მონაცემები, სადაც თითოეული მაჩვენებელი გამოსახულია, როგორც საკუთარი მნიშვნელობის ლოგარითმი. ეს მეთოდი ფართოდ გამოიყენება ეკონომისტების მიერ კვლევების დროს და, როგორც წესი, ამან საშუალება უნდა მოგვცეს აღმოვფხვრათ არა-სტაციონარული მონაცემების საკითხი. ეს იმას ნიშნავს, რომ ჩვენი პარამეტრები გახდება სტაციონარული მას შემდეგ, რაც მოხდება ლოგარითმის ტრანსფორმაციის მეთოდის გამოყენება (იხ. გრაფიკები №16-22).

გრაფიკები № 16-22









### § 4.3. ემპირიული შედეგები

კვლევის ძირითადი შედეგები ასახულია მე-15 - მე-18 ცხრილებში, რომლებიც ასახავს როგორც სრული, ასევე არასრული პერიოდის შედეგებს. ცხრილები შეიცავს ეკონომიკური ზრდის რეგრესიის მონაცემებს OLS მეთოდის გამოყენებით, რომელშიც ფინანსური ინტეგრაცია განიხილება ეგზოგენურ კომპონენტად. დავიწყოთ იმით, რომ მე-15 და მე-17 ცხრილებში F-ტესტები გვიჩვენებს სტატისტიკურად 95%-იან მნიშვნელობებს, რაც იმას ნიშნავს, რომ ორივე მოდელი კარგად არის შერჩეული. გარდა ამისა, ორივე R<sup>2</sup> (R<sup>2</sup> და adjusted R<sup>2</sup>) ასევე აჩვენებენ, რომ სრული და არასრული პერიოდებისთვის შერჩეული მოდელები სტატისტიკურად გამართულია. დურბინ-უატსონის სტატისტიკის მიხედვით, არარსებობს სტატისტიკური მაგალითი იმისა, რომ შეცდომის ინდექსები ნეგატიურად ავტოკორელირებულია, თუმცა ტესტი არადამაჯერებელია დადებითი ავტოკორელაციის შემთხვევაში.

ცხრილი № 15: რეგრესული მოდელის შედეგები და F-ტესტი (1995-2016 წლები)

| Model      | Sum of Squares | df | F    | Sig.                | R Square | Adjusted R Square | Durbin-Watson |
|------------|----------------|----|------|---------------------|----------|-------------------|---------------|
| Regression | 229.2135       | 6  | 5.77 | 0.0049 <sup>b</sup> | 0.7427   | 0.6140            | 1.578565      |
| Residual   | 79.4131        | 12 |      |                     |          |                   |               |
| Total      | 308.6266       | 18 |      |                     |          |                   |               |

წყარო: საკუთარი გამოთვლები სტატას გამოყენებით

ცხრილი № 16: რეგრესული მოდელის შედეგები (1995-2016 წლები)

| Model         | Coef.     | Std. Err. | t     | P >  t |
|---------------|-----------|-----------|-------|--------|
| (Constant)    | -169.5945 | 50.0990   | -3.39 | 0.005  |
| LnGDPPCC      | 21.8994   | 7.4841    | 2.93  | 0.013  |
| LnExport_01   | 12.4080   | 4.5029    | 2.76  | 0.017  |
| LnGovCons_01  | -0.9672   | 4.7286    | -0.20 | 0.841  |
| LnCredit_01   | -13.2542  | 3.8367    | -3.45 | 0.005  |
| LnCapFlow_01  | -1.4573   | 3.1856    | -0.46 | 0.656  |
| LnDeflator_01 | 3.0545    | 0.8093    | 3.77  | 0.003  |

წყარო: საკუთარი გამოთვლები სტატას გამოყენებით



**ცხრილი № 17: რეგრესული მოდელის შედეგები და F-ტესტი (1995-2014 წლები)**

| Model      | Sum of Squares | df | F    | Sig.                | R Square | Adjusted R Square | Durbin-Watson |
|------------|----------------|----|------|---------------------|----------|-------------------|---------------|
| Regression | 240.7973       | 6  | 8.17 | 0.0022 <sup>b</sup> | 0.8306   | 0.7289            | 2.085301      |
| Residual   | 49.1137        | 10 |      |                     |          |                   |               |
| Total      | 289.9110       | 16 |      |                     |          |                   |               |

წყარო: საკუთარი გამოთვლები სტატას გამოყენებით

**ცხრილი № 18: რეგრესული მოდელის შედეგები (1995-2014 წლები)**

| Model         | Coef.    | Std. Err. | t     | P >  t |
|---------------|----------|-----------|-------|--------|
| (Constant)    | -167.615 | 43.2197   | -3.88 | 0.003  |
| LnGDPPCC      | 22.5469  | 6.4881    | 3.48  | 0.006  |
| LnExport_01   | 12.4418  | 3.9422    | 3.16  | 0.010  |
| LnGovCons_01  | -8.9396  | 5.2073    | -1.72 | 0.117  |
| LnCredit_01   | -10.5314 | 3.4861    | -3.02 | 0.013  |
| LnCapFlow_01  | 1.0011   | 3.0479    | 0.33  | 0.749  |
| LnDeflator_01 | 3.4838   | 0.7185    | 4.85  | 0.001  |

წყარო: საკუთარი გამოთვლები სტატას გამოყენებით

ფინანსური ინტეგრაციის კოეფიციენტის ნიშანი შეესაბამება თეორიას, თუმცა სტატისტიკური მნიშვნელობა არ მტკიცდება. კერძოდ კი, როცა მონაცემები შეიცავს მნიშვნელოვანი სავალუტო რყევების პერიოდებს (ე.ი. სრულ პერიოდს, 1995-2016 წლების ჩათვლით), ფინანსური ინტეგრაციის ნიშანი უარყოფითია. ანალოგიური დასკვნები გაკეთდა წინა კვლევებისას, სადაც ყურადღება დაეთმო ფინანსურ ინტეგრირებასა და ეკონომიკურ ზრდას ლათინური ამერიკის, აზიისა და რუსეთის მაგალითებზე 90-იანი წლების სავალუტო კრიზისის დროს (Stiglitz, 2000; Wang, 2006; Pinto და Ulatov, 2010). მეორე მხრივ კი, როცა მონაცემები შეიცავს მხოლოდ 1995-2014 პერიოდს (ე.ი. 2015-2016 წლებში მნიშვნელოვანი სავალუტო რყევების პერიოდის გამოკლებით), ფინანსური ინტეგრაციის ნიშანი დადებითია, როგორც ეს ასევე დასტურდება სხვადასხვა ჩატარებული კვლევებით აღნიშნულ საკითხთან მიმართებაში (Lucas, 1990; Klein და Olivei, 2000; Levine, 2001; Bonfiglioli, 2008; Mahajan და Verma, 2015).

რაც შეეხება დამოუკიდებელ კოეფიციენტებს, შედეგები ცხადყოფს, რომ მშპ-ს დონე ერთ სულ მოსახლეზე და ექსპორტი დადებითად ზემოქმედებენ ეკონომიკის ზრდაზე და სტატისტიკურად 95%-იან მნიშვნელობას აღწევენ; აგრეთვე, როგორც ჩანს,

ინფლაციასაც დადებითი და სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი (95%) ზეგავლენა აქვს საქართველოს მშპ-ს განვითარებაზე. მეორე მხრივ, კერძო კრედიტი და სამთავრობო ხარჯები უარყოფით კორელაციაშია მშპ-ს ზრდასთან, როგორც ეს იყო მოსალოდნელი. მშპ-ს ზრდასა და კერძო კრედიტის ნეგატიური ურთიერთკავშირი შეესაბამება Zhao-ს(2016), Halil Aric-ის(2014) და Djalilov და Piesse-ის (2011) წინა კვლევების შედეგებს. სამთავრობო ხარჯების პარამეტრი არ არის სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი განმსაზღვრელი, მაგრამ აქაც მიღებული შედეგები შეესაბამება ჩვენს პროგნოზებსა და სხვა ეკონომისტების დასკვნებს ამ სფეროში (Levin და სხვები, 2000; Webb და სხვები, 2002).

როგორც ჩვენი რეგრესული მოდელის შედეგები გვიჩვენებს, ინტეგრირება - ზრდის ურთიერთობის სტატისტიკური მნიშვნელობა არ დასტურდება. ანალიზი აჩვენებს, რომ ფინანსურ ინტეგრაციას უარყოფითი ზეგავლენა აქვს ეკონომიკურ ზრდაზე ვალუტის მნიშვნელოვანი ცვალებადობის პერიოდებში და დადებითი ამგვარი რყევების არარსებობისას. მშპ-ს ერთ სულ მოსახლეზე, ექსპორტისა და ინფლაციის დამატებითი პარამეტრები წარმოადგენენ მშპ-ის ზრდის ემპირიულად და სტატისტიკურად მნიშვნელოვან მაჩვენებლებს. გარდა ამისა, როგორც კვლევამ გამოავლინა, კერძო კრედიტების და სამთავრობო ხარჯების პარამეტრები უარყოფით დამოკიდებულებაშია საქართველოს ეკონომიკურ ზრდასთან. ანალიზის შედეგები შეესაბამება ჩვენს ჰიპოთეზებს და წინა კვლევების დასკვნებს აღნიშნულ საკითხთან დაკავშირებით.

## დასკვნები

აღნიშნული კვლევის დასკვნით ნაწილში შეჯამების სახით იქნება წარმოდგენილი კვლევის მთავარი შედეგები, მნიშვნელოვანი საკითხები და წინადადებები. კვლევის თემატიკის სფეროში განხორციელებული გამოძიებებიდან გამომდინარე, განსაკუთრებული ყურადღება გამახვილებული იქნება ფინანსური ინტეგრაციის და ფინანსური (საბანკო) სექტორის პარამეტრების შედეგებზე. აგრეთვე, შეჯამებული იქნება სხვადასხვა გასათვალისწინებელი ასპექტები საქართველოში ეკონომიკური განვითარებისა და გრძელვადიანი ზრდის მისაღწევად.

ჩვენი ნაშრომის მიზანია საერთაშორისო ფინანსური ინტეგრაციის გამოკვლევა საქართველოს მაგალითზე და რეგრესული ანალიზის მეშვეობით ფინანსური ინტეგრაციის ზეგავლენის გაანალიზება ჩვენი ქვეყნის მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდაზე. რეგრესული მოდელის თანახმად, დამოკიდებული (კრიტერიული) ცვლადია მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდის მაჩვენებელი, ხოლო დამოუკიდებელ ცვლადებს (პრედიქტორები) მიეკუთვნება საქართველოს ფინანსური ინტეგრაციის მაჩვენებელი, მშპ ერთ სულ მოსახლეზე, ექსპორტი, სახელმწიფოს ხარჯები, საბანკო ინდუსტრიის მიერ კერძო სექტორისათვის გაცემული კრედიტების რაოდენობა და ინფლაციის მაჩვენებელი. ემპირიული კვლევა მოიცავს 1995-2016 წლების ანალიზს.

რეგრესული ანალიზის შედეგების თანახმად, სტატისტიკური მნიშვნელობა საერთაშორისო ფინანსურ ინტეგრაციასა და საქართველოს ეკონომიკურ ზრდას შორის არ დასტურდება. ეს იმას ნიშნავს, რომ ჩვენ არ შეგვიძლია დადასტურებით (სტატისტიკურად) ვისაუბროთ ფინანსურ გლობალიზაციასა და საქართველოს მშპ-ს ზრდის ურთიერთკავშირზე, ვინაიდან სტატისტიკური მნიშვნელობის არდადასტურება ნიშნავს, რომ ფინანსური გლობალიზაცია მშპ-ის ზრდის უმნიშვნელო (არასაკმარისი) დეტერმინანტია. თუმცა, მიუხედავად სტატისტიკური მნიშვნელობის არარსებობისა, აღსანიშნავია შემდეგი ზოგადი ტენდენცია - ფინანსური ინტეგრაცია დადებითად კორელირებს ეკონომიკურ ზრდასთან როცა საქართველოში არ შეინიშნება მნიშვნელოვანი სავალუტო რყევები, ხოლო ნეგატიურ დამოკიდებულებაშია სავალუტო ტურბულენტურობის პერიოდებში. როგორც ზემოთ არაერთხელ იქნა აღნიშნული, ჩვენი კვლევის შედეგები (მათ შორის ყველა

პარამეტრებთან მიმართებაში) შეესაბამება ჩვენს პროგნოზებს და ამ სფეროში ჩატარებულ წინა (ანალოგიურ) კვლევების დასკვნებს.

როგორც კვლევის საერთო სურათიდან ჩანს, საქართველოს ეკონომიკურ ისტორიას საკმაოდ რთული პერიოდები აქვს გამოვლილი. საქართველოს ძირითადი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების პოზიტიური და მზარდი ტენდენცია, შეიძლება ითქვას, რომ გვამღევეს ოპტიმისტური პროგნოზების საშუალებას. საქართველოს ეკონომიკამ გარკვეულ სტაბილურობას მიაღწია, თუმცა ეს სულაც არ ნიშნავს იმას, რომ ქვეყანას არ გააჩნია სუსტი მხარეები, რომელთა გათვალისწინება აუცილებელია სამომავლოდ.

საქართველოს ეკონომიკა საკმაოდ მკვეთრად რეაგირებს რეგიონსა თუ მსოფლიო ბაზრებზე განვითარებულ მოვლენების კვალდაკვალ. ამის მაგალითისათვის საკმარისია გავხსენოთ 2014-2016 წლებში ლარის მკვეთრი გაუფასურება ამერიკულ დოლართან მიმართებაში, რეგიონში განვითარებული სავალუტო კრიზისის ფონზე. აღნიშნული ფაქტი და კიდევ ნაშრომში განხილული, ზემოთხსენებული სხვადასხვა მოსაზრებების თანახმად, მიგვაჩნია, რომ საქართველოს გლობალურ ფინანსურ სისტემაში ინტეგრირების დონე საკმაოდ მაღალია, თუმცა ჯერ კიდევ განვითარების სტადიაში იმყოფება.

მსოფლიოში მიმდინარე გლობალიზაციის პროცესების გათვალისწინებით, საქართველოს შემდგომი ეკონომიკური წინსვლა, გარკვეულწილად, დამოკიდებულია ერთი მხრივ სწორ და ოპტიმალურ სტრატეგიულ (გრძელვადიან) გეგმაზე, რომელსაც სახელისუფლებო სტრუქტურები შეიმუშავებენ. ხოლო მეორე მხრივ კი იმაზე, თუ რამდენად შეძლებს ქვეყანა იმ უარყოფითი ზეგავლენის თავიდან აცილებას, რაც საგარეო ფაქტორებით და გლობალიზაციით (მთლიანობაში) არი გამოწვეული.

შეჯამებისათვის, შეგვიძლია გამოვყოთ ფინანსური ინტეგრაციის ძირითადი თანმხლები და ეკონომიკაზე დადებითად მოქმედი ფაქტორები:

1. კაპიტალის ღირებულების შემცირება. საერთაშორისო ფინანსური ინტეგრაცია საშუალებას იძლევა ფინანსებით ჭარბქვეყნიდან სახსრები

- გადაედინოს შედარებით ფინანსებით მწირე ქვეყნებში, რაც აუცილებლად მოქმედებს კაპიტალის ღირებულებაზე და ამცირებს მას.
2. კაპიტალზე წვდომის მატება. ბიზნესი არი ცოცხალი ორგანიზმი და მუდმივად საჭიროებს ცვლილებებს/განვითარებას. ამისათვის კი საჭიროა დამატებითი რესურსები და სახსრები, რომელთა ხელმისაწვდომობა სწორედ რომ ფინანსური ინტეგრაციის დროს მატულობს.
  3. ე.წ. „know-how“-ს და საერთაშორისო გამოცდილების გადმოდინება განვითარებული ქვეყნებიდან განვითარებად ეკონომიკებში.
  4. ხელს უწყობს ზაგადი საინვესტიციო კლიმატის ზრდას და საერთაშორისო ინვესტორების (მათ შორის საერთაშორისო დონორების) მატებას.
  5. მონიტორინგის და მენეჯმენტის სრულყოფა. ფინანსური ლიბერალიზაცია ამარტივებს და გაცილებით ეფექტურს ხდის კომპანიების მონიტორინგს და ზედამხედველობას.
  6. თანამედროვე და მოწინავე ტექნოლოგიების შემოდინება. ფინანსურ გლობალიზაციასთან ერთად მატულობს გრძელვადიანი უცხოური ინვესტიციების მოცულობა ქვეყნის ეკონომიკაში, რაც დაკავშირებულია შესაბამის მაღალი ტექნოლოგიების დანერგვასთან.
  7. ეროვნული რისკების გადანაწილება. რაც უფრო მაღალია ქვეყნის ინტეგრირების დონე საერთაშორისო ფინანსურ სისტემაში, მით უფრო დივერსიფიცირებულია რისკები.
  8. კაპიტალის ეფექტური გადანაწილება. ფინანსური ინტეგრაცია ხელს უწყობს ქვეყანაში მიმდინარე პროცესების გამჭვირვალობას და მოსახლეობაში კაპიტალის ეფექტურ გადანაწილებას.
  9. ქვეყნის შიდა ფინანსური სექტორის სტიმულირება. ფინანსური ინტეგრაცია დადებითად მოქმედებს საფინანსო ინდუსტრიის სრულყოფასა და განვითარებაზე.

10. სხვა დარგების/ინდუსტრიების განვითარება. ფინანსური გლობალიზაცია აუცილებლად განაპირობებს ქვეყანაში სხვადასხვა დარგებთან კოორდინაციას და ამ დარგებში ეფექტურობის ამაღლებას.

11. კონკურენციის მატება. ინტეგრაციის დროს იზრდება შიდა ეროვნული ფირმების ეფექტურობაც, რადგან ისინი ვითარდებიან უცხოურ კომპანიებთან პირდაპირი კონკურენციის პირობებში.

კონკურენციას რაც შეეხება, ფინანსური ინტეგრაციის მიზნად ვერ ჩაითვლება, რომელიმე ბაზრის მოთამაშის მიერ დომინანტური პოზიციის მოპოვება ბაზარზე. იმისათვის, რომ აღნიშნულ მავნე მოვლენას არ ჰქონდეს ადგილი, საჭიროა არსებობდეს მუდმივი დიალოგი ბაზრის მარეგულირებელ ორგანოებსა და ბაზრის ყველა მოთამაშეს შორის. ფინანსური ბაზარი, ასევე, მოითხოვს მუდმივ, თითქმის რეალურ დროში, მონიტორინგს საზედამხედველო ორგანოების მხრიდან. ფინანსური ინტეგრაციის მხრივ, კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი მიზანია, რომ თანაბარი და სამართლიანი სათამაშო მოედანი იქნას უზრუნველყოფილი ფინანსური ბაზრის ყველა მონაწილესთვის, მათი ფინანსური სახსრების მოცულობის ან გავლენის მიუხედავად.

საერთაშორისო ფინანსურ ინტეგრაციას, დადებით კომპონენტებთან ერთად, უარყოფითი მხარეებიც გააჩნია. მართალია, უარყოფითი ფაქტორების არსებობა დამოკიდებულია სხვადასხვა მოცემულობებზე (მათ შორის კონკრეტული ქვეყნის სპეციფიკაზე), თუმცა ჩვენ შევეცდებით ჩამოვაყალიბოთ ძირითადი ნეგატიური ასპექტები:

12. ქვეყნის გადაწყვეტილებების მიღების დამოუკიდებლობა. ფინანსური გლობალიზაციის დროს, პერიოდულად, შესაძლოა, ქვეყანა დადგეს ისეთი პირობების წინაშე, როდესაც იგი ვალდებული იქნება რიგი გადაწყვეტილებები მიიღოს რეგიონში/მსოფლიოში მიმდინარე პროცესებიდან გამომდინარე.

13. გლობალური ფინანსური კრიზისები. საერთაშორისო კრიზისების არსებობა ეჭვქვეშ აყენებს ფინანსურილიბერალიზაციისკარგიანობას, ვინაიდან გლობალური კრიზისებისაკმაოდ სწრაფად და

მნიშვნელოვნადამუხრუჭებენ სხვადასხვა ქვეყნების ეკონომიკებს, რომელთა შემდგომ გაჯანსაღებას და რეაბილიტაციას დიდი დრო ჭირდება. ამის ყველაზე ნათელი მაგალითი იყო 2008 წელს განვითარებული მსოფლიო ფინანსური კრიზისი.

14. შესაძლო რეგიონალური სავალუტო რყევები. ფინანსური ინტეგრაციის დროს იზრდება იმის ალბათობა, რომ ერთ ქვეყანაში განვითარებული სავალუტო კრიზისი გადაედინოს მეზობელ ქვეყნებშიც, ან სულაც მიიღოს რეგიონალური სახე. აღნიშნულ დასკვნას ჩვენი რეგრესული მოდელის შედეგებიც ადასტურებს. ასეთი მაგალითები არაერთხელ მომხდარა მსოფლიო ისტორიაში (მაგ. აზიის სავალუტო კრიზისი 90 წლებში). ანალოგიური შემთხვევა დაფიქსირდა ქართული ლარის შემთხვევაშიც, როდესაც 2015-2016 წლებში რუსული რუბლის გაუფასურებას დოლართან მიმართებაში, მოჰყვა რეგიონში პრაქტიკულად ყველა ვალუტის ვარდნა.
15. მოკლევადიანი კაპიტალით სპეკულაციების მატება. ფინანსური ინტეგრაციის პარალელურად, შესაძლოა, ქვეყანაში გაიზარდოს სპეკულაციური, მოკლევადიანი კაპიტალ-ნაკადების შემოდინება. ეკონომისტები თანხმდებიან იმაზე, რომ მოკლევადიანი კაპიტალის მოძრაობა ცალსახად უარყოფით დამოკიდებულებაშია გრძელვადიან ეკონომიკურ წინსვლასთან. შესაბამისად, უნდა მოხდეს ასეთი კაპიტალის მინიმუმამდე დაყვანა, რათა ქვეყნიდან არ განხორციელდეს ფულის უეცარი გადინება, რაც გამოიწვევს მიკრო შოკებს ეკონომიკაში. მოკლევადიანი კაპიტალის რეგულირების და პრევენციის ერთ-ერთი ყველაზე ეფექტური მეთოდი არის შესაბამისი საგადამხდელო ბარიერების დაწესება. საგადამხდელო ბარიერები შესაძლებელია დაწესდეს როგორც მოკლევადიანი კაპიტალის შემოდინების შემთხვევაში, ასევე ქვეყნიდან გადინების დროს, რათა კაპიტალის ნაკადები უფრო სტაბილური გახდეს. ამავდროულად, საყურადღებოა ის ფაქტიც, რომ მოკლევადიან კაპიტალზე დაწესებული საგადამხდელო

ბარიერები არ აფერხებენ გრძელვადიანი პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ქვეყანაში შემოდინებას.

16. აუცილებელი მინიმალური პირობების დაკმაყოფილება. მრავალი კვლევების თანახმად, იმისათვის, რომ ფინანსურმა ინტეგრაციამ მოიტანოს ეკონომიკური სარგებელი ქვეყნისათვის, საჭიროა ეს ქვეყანა აკმაყოფილებდეს გარკვეულ წინაპირობებს. აღნიშნული წინაპირობები მოიცავს სტაბილურ მაკროეკონომიკურ პოლიტიკას, ჯანსაღ ფისკალურ პოლიტიკას, ოპტიმალურ საბანკო რეგულირებას, განვითარებულ ინსტიტუციონალურ დონეს და ძლიერ საკუთრების დაცვის უფლებას. ეკონომისტები დიდწილად ემხრობიან ფინანსური ინტეგრაციის შემდეგ თანმიმდევრობას: პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ხელის შეწყობა, შიდა კაპიტალის ბაზრების ლიბერალიზაციას და კაპიტალის თავისუფლად გადინების დაშვებას მხოლოდ მას შემდეგ, როცა ქვეყანას გააჩნია ეფექტური და განვითარებული კაპიტალის შიდა ბაზარი და გამართული მარეგულირებელი სისტემები. ამასთან განვითარებად საბაზრო ეკონომიკას უნდა ჰქონდეს საიმედო ვალუტა, როგორც შიდა, ასევე საერთაშორისო ინვესტორების თვალში, რომ მიიღოს ფინანსური ინტეგრაციის ისეთი სარგებელი, როგორიცაა მეტი ლიკვიდურობა, მეტი საინვესტიციო აქტივობა და დაჩქარებული ეკონომიკური ზრდა. თუკი ქვეყანას ახასიათებს შეუზღუდავი ხელმისაწვდომობა უცხოური კაპიტალის ბაზრებთან და ამასთან არ გააჩნია სანდო და საიმედო ვალუტა, იგი შეიძლება გახდეს მოწყვლადი კაპიტალის სპეკულაციური მოძრაობის მიმართ, რომელმაც, თავის მხრივ, შეიძლება გამოიწვიოს სერიოზული ეკონომიკური და სოციალური დანახარჯები.

17. კაპიტალის არარაციონალური გადანაწილების რისკი. არსებობს იმის ალბათობა, რომ შემოდინებული კაპიტალის გადანაწილება არაეფექტურად განხორციელდეს, ვინაიდან ფინანსური ინტეგრაციის პირობებში შემოსული კაპიტალი, ძირითადად (გარდა იმ პუი-სა, რომლებიც კონკრეტული კომპანიის მიერ მიზნობრივად მიმართულია



გარკვეულ პროექტებში), ნაწილდება საფინანსო ინსტიტუტების შუამავლობით. ეს კი იმას ნიშნავს, რომ საფინანსო/საბანკო ინსტიტუტებს გარკვეულწილად შეუძლიათ იქონიონ ზეგავლენა კაპიტალის ნაკადების მიმართვასა და განკარგვაზე.

რაც შეეხება ჩვენი რეგრესული მოდელის კერძო სექტორისთვის საბანკო დაკრედიტების მაჩვენებელს, აქ მკვეთრი უარყოფითი დამოკიდებულება მივიღეთ ფინანსურ ინტეგრირებასა და მშპ-ს ზრდას შორის. მიღებული შედეგი სტატისტიკურად 95% მნიშვნელობითდასტურდება, რაც იმას ნიშნავს, რომ საბანკო სექტორის მიერ გაცემული უხვი კრედიტების რაოდენობა ნეგატიურად მოქმედებს ქვეყნის გრძელვადიან ეკონომიკურ წინსვლაზე. ერთი შეხედვით, ეს შეიძლება სრული პარადოქსი იყოს, ვინაიდან საბანკო დაკრედიტების ლიბერალიზაცია და დამატებით ფინანსებთან წვდომა თავისთავად დადებითად უნდა მოქმედებდეს ეკონომიკაზე. თუმცა, საქმე იმაშია, რომ ეკონომიკის ზრდასთან ერთად, მნიშვნელოვანია გაკეთდეს ზრდის მიზეზების, სხვადასხვა დარგების/ინდუსტრიების ჩაშლა და იმის ანალიზი, თუ რამდენად ჯანსაღია ეკონომიკა. ჩვენი ქვეყნის მშპ-ს ზრდაზე მოქმედი ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი კომპონენტია სწორედ რომ საბანკო სექტორის სახარბიელო ყოველწლიური ზრდა (ხშირად 20%-ს აღემატება). თუმცა, ისმის კითხვა: რამდენად რაციონალურია საბანკო სექტორის ასეთი ზრდა და მათი მხრიდან მოსახლეობის უხვად დაკრედიტება? საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ ჩატარებული კვლევების თანახმად, 2016 წლის მონაცემებით საქართველოში მოსახლეობის 70%-ზე მეტს გააჩნია საფინანსო ინსტიტუტების დავალიანება, რაც თავისთავად საგანგაშო მაჩვენებელია. მოსახლეობის უმრავლესობა ჭარბ-დავალიანებაშია, რაც გრძელვადიან პერიოდში ვერ იქნება კარგის მომასწავებელი ეკონომიკისათვის. მეორე მნიშვნელოვანი საკითხია ის, თუ რამდენად ხდება საფინანსო ინსტიტუტების მიერ კრედიტების რაციონალურად მიმართვა და ფინანსური სახსრების ეფექტური გადანაწილება, რაც საფინანსო სექტორის უმთავრესი ამოცანა გახლავთ. საბანკო სექტორის მხრიდან უდიდესი მასშტაბებით ხორციელდება ფიზიკური პირების დაკრედიტება. ხოლო ბიზნესზე და მოგებაზე ორიენტირებული სესხების რაოდენობა

შედარებით მცირე ხასიათით გამოირჩევა. მაგალითად, 2013-2016 წლების განმავლობაში, უცხოურ ვალუტაში ფიზიკურ პირებზე გაცემული ჯამური სესხების რაოდენობა გაიზარდა 80%-ით (დაახლოებით 890 მილიონი აშშ დოლარით). ამავდროულად, იმავე პერიოდში ადგილობრივ ბეზნესებზე გაცემული უცხოურ ვალუტაში დენომინურებული სესხების რაოდენობა 5.5-ჯერ (მხოლოდ 163 მილიონი აშშ დოლარით მოიმატა) ნაკლები იყო ვიდრე ფიზიკურ პირებისათვის გაცემული სესხები [3]. აღნიშნული გარემოება მიუთითებს იმაზე, რომ კრედიტების (ფინანსების) უდიდესი ნაწილი არ არის მიმართული ახალი პროდუქტის, ეკონომიკური დოვლათის შექმნაზე. ჩვენი აზრით, სახელმწიფო სტრუქტურებმა განსაკუთრებული ყურადღება უნდა გამოიჩინონ საქართველოში საბანკო სექტორის, დაკრედიტების წესების, მინიმალური და მაქსიმალური საპროცენტო განაკვეთების, შესაბამისი საკანონმდებლო ბაზების და რეგულაციების მიმართულებით. აგრეთვე, გარდა საბანკო სექტორისა, ცალკე ანალიზი უნდა გაკეთდეს სხვა საფინანსო ინსტიტუტების (მიკროსაფინანსოები, ონლაინ სესხები და სხვა) საქმიანობების შესახებ.

აგრეთვე, აღსანიშნავია, რომ ბოლო წლებში აქტიურად განიხილება შიდა კაპიტალის ბაზრის გააქტიურების საკითხი, რაც ერთმნიშვნელოვნად გააუმჯობესებს საქართველოს საფინანსო სექტორს და ხელს შეუწყობს ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდას. მოქნილი კაპიტალის ბაზრის არსებობა და აქტიურ ფაზაში გადასვლა ნიშნავს დამატებითი ფინანსების წყაროს ბიზნესისათვის, ვინაიდან, დღეს-დღეობით საქართველოში ბიზნესის დაფინანსება ყველაზე გავრცელებული ფორმით ხორციელდება საბანკო სესხის წყალობით, რაც, ხშირ შემთხვევაში, არ წარმოადგენს ფინანსური რესურსების მოზიდვის ყველაზე ეფექტურ საშუალებას. განვითარებული კაპიტალის ბაზარი საშუალებას მიცემს ბიზნესებს უფრო აქტიურად გამოსცნ თავიანთი ობლიგაციები ან განათავსონ თავიანთი კომპანიების აქციები საფონდო ბირჟაზე და მოიზიდონ დამატებითი სახსრები. არსებობს სხვადასხვა ექსპერტთა მოსაზრება იმის თაობაზე, რომ საქართველოში კაპიტალის ბაზრის განვითარება ხელოვნურად არის შეფერხებული სხვადასხვა დაინტერესებული მხარეების მიერ, მათ შორის საბანკო სექტორში მოღვაწე მსხვილი მოთამაშების მხრიდან. აღსანიშნავია ის გარემოებაც, რომ კაპიტალის ბაზრის განვითარება კიდევ უფრო გაადრმავებს

საქართველოს ფინანსური ინგრერიების დონეს მსოფლიო ფინანსურ სისტემაში და დადებითად იმოქმედებს ეკონომიკის წინსვლაზე. ჩვენი აზრით, საქართველოს მთავრობამ უნდა გაამახვილოს ყურადღება კაპიტალის ბაზრის სწრაფ და ეფექტურ განვითარებაზე, რადგან მიუხედავად დაანონსებული პროგრესებისა, უკანასკნელი 5-10 წლის განმავლობაში პრაქტიკულად საგრძნობი ნაბიჯები ჯერ არ განხორციელებულა ამ მიმართულებით.

იმის გათვალისწინებით, რომ საქართველოში კაპიტალის ბაზარი ჯერ კიდევ განუვითარებელ სტადიაშია, ქვეყნის ეკონომიკური წინსვლა დიდწილად არის დამოკიდებული დაფინანსების გარე წყაროებზე, განსაკუთრებით კი პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციების მოცულობაზე. იმისათვის, რომ ქვეყანამ მიაღწიოს ეკონომიკურ წინსვლას გრძელვადიან პერიოდში, საჭიროა ქვეყნის უცხოური გრძელვადიანი ინვესტიციებით უზრუნველყოფა. საქართველოს საგადამხდელო ბალანსს თუ გადავხედავთ, დავინახავთ, რომ ფინანსური ანგარიშის (საშუალოდ) 50%-ზე მეტი შედგება პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისგან. პუი-ს შემოდინება ქვეყანაში დაკავშირებულია სხვადასხვა დადებით ფაქტორებთან და ნაკლებად ასოცირდება სავალუტო თუ ფინანსურ კრიზისებთან. სწორედ ეს ფაქტი განაპირობებს იმას, რომ ჩვენი კვლევის 1995-2014 წლების ანალიზის თანახმად, საქართველოს ფინანსური ინტეგრაცია და ეკონომიკური ზრდა დადებით ურთიერთკავშირშია ერთმანეთთან. ეს განპირობებულია იმ გარემოებებით, რომ საქართველოს ფინანსური ინტეგრაციის მაჩვენებელი დიდწილად შედგება პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოცულობისგან. ხოლო ეს უკანასკნელი კი ეკონომიკაზე ზემოქმედებას ახორციელებს სხვადასხვა ირიბი არხების მეშვეობით (მაგ. ტექნოლოგიების, ცოდნა-გამოცდილების გადმოდინება და სხვა).

ჩვენი ქვეყნის ეკონომიკისათვის ერთ-ერთი ყველაზე დიდი გამოწვევაანეგატიური სავაჭრო ბალანსის არსებობა, რომლის გაუმჯობესების კუთხით განსაკუთრებული ყურადღება უნდა გამახვილდეს სახელმწიფოს მხრიდან. უარყოფითი ბალანსის კორექტირება შესაძლებელია იმპორტის შემცირების და ექსპორტის გაზრდის გზით. საქართველო არ მიეკუთვნება იმ სახელმწიფოთა სიას, რომლებიც გამოირჩევიან მსხვილი წარმოებითა და ექსპორტის დიდი რაოდენობით.

ამის გამომწვევ მიზეზად შეძლება მრავალი ფაქტორი დასახელდეს, თუმცა, ჩვენი აზრით, ერთ-ერთ ყველაზე მნიშვნელოვან ფაქტორად შეიძლება დასახელდეს მოსახლეობის მცირერიცხოვნობა (დაახლოებით, 3.7 მილიონი ადამიანი). ეკონომიკაში არსებული „მასშტაბის ეკონომიის ეფექტის“ (Economies of Scale) კონცეფციის შესაბამისად, ბიზნესი უფრო დაინტერესებული იქნება ადგილობრივი წარმოებით, თუ წარმოებული პროდუქცია უფრო ფართომასშტაბიან ბაზარზე გასაღდება. აღნიშნული საკითხი კიდევ ერთხელ ხაზს უსვამს ექსპორტის მნიშვნელობას საქართველოსთვის, ვინაიდან მასშტაბის ეკონომიის ეფექტის გამო, პროდუქციის ექსპორტის ბაზრებზე გატანისას შემცირდება ერთ პროდუქციაზე საწარმოო ხარჯები, გაიზრდება გაყიდვები და წმინდა მოგება, რაც საბოლოო ჯამში ხელს შეუწყობს ადგილობრივი წარმოების განვითარებას. მიგვაჩნია, რომ საქართველოს მოსახლეობის სიმცირის გამო, სახელმწიფოს მხრიდან სხვა ხერხებით უნდა მოხერხდეს ადგილობრივი წარმოების წახალისება, მაგალითად კიდევ უფრო მიმზიდველი საგადასახადო/დაბეგვრითი გარემოს შექმნის მეშვეობით. თავის მხრივ, საქართველოში საწარმოო ბიზნესის განვითარება უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია იმპორტთან მიმართებაში, რაც იმას ნიშნავს, რომ საქართველოში ადგილობრივი წარმოების და ექსპორტის მატებასთან ერთად, ეტაპობრივად შემცირდება რიგი პროდუქტების იმპორტის მაჩვენებელიც. საბოლოო ჯამში კი აღნიშნული გარემოებები განაპირობებს ნეგატიური წმინდა ექსპორტისა და ნეგატიური სავაჭრო ბალანსის აღმოფხვრას.

ქვეყნის ეკონომიკა ძალზედ სათუთი და მგრძობიარე ფენომენია, რომლის გამართული ფუნქციონირებისათვის საჭიროა კომპლექსური მიდგომა. ამიტომ, მიგვაჩნია, რომ უნდა მოხდეს ფინანსური ინტეგრაციის სხვა მნიშვნელოვან დარგებთან მჭიდრო კავშირის დამყარება და ჰარმონიზაცია. ეს გულისხმობს იმას, რომ ფინანსური ინტეგრაციის კვალობაზე შემოსული თანხების მნიშვნელოვანი ნაწილი უნდა ხმარდებოდეს საქართველოში უდიდესი პოტენციალის მქონე და წამყვან დარგებს (ტურიზმი, ლოჯისტიკა, სოფლისმეურნეობა და სხვა.) თუმცა, რა თქმა უნდა, ეს არ ნიშნავს, რომ სხვა, შედარებით ნაკლებადპოპულარულ სექტორებზე არ უნდა გამახვილდეს ყურადღება. ფინანსური ინტეგრაციის ერთ-ერთი მთავარი

მიზანია, რომ მოხდეს ეკონომიკურად მომგებიანი და სიცოცხლისუნარიანი პროექტების დაფინანსება, განვითარდეს ადგილობრივი წარმოება, ამაღლდეს ეფექტიანობის მაჩვენებლები და მივაღწიოთ ისეთი საკანონმდებლო ბაზის არსებობას ეროვნულ საფინანსო სექტორში, რომელიც თავსებადი იქნება საერთაშორისო ნორმებთან, რაც თავის მხრივ კიდევ უფრო ხელს შეუწყობს ქვეყნის შემდგომ ფინანსურ ინტეგრაციასა და ეკონომიკურ სტაბილურობას.

დასკვნის სახით, შეიძლება ითქვას, რომ საქართველოს ფინანსური ინტეგრაციის დონე გლობალურ ფინანსურ სისტემაში საკმაოდ მაღალია, თუმცა ჯერ კიდევ განვითარების ეტაპზეა. ერთ-ერთი მთავარი განმმარტავი ფაქტორი შესაძლოა იყოს ის, რომ ქვეყანა შედარებით ახალია, და ამ სექტორის ძირითადი განვითარება დაიწყო მხოლოდ „ვარდების რევოლუციიდან“ (2003) წლიდან. ამ რევოლუციამდე ფინანსური სექტორი ძალიან მცირე და არაპოპულარული იყო საქართველოს მოსახლეობაში, რეგიონალურ ინვესტორებსა და საერთაშორისო ინსტიტუტებს შორის.

ამ კვლევების შედეგები გვიჩვენებს, რომ ფინანსური ინტეგრაციის შემდგომი გაღრმავება ხელს შეუწყობს საქართველოში ეკონომიკურ ზრდას. თუმცა, ცოტახნისწინდელმა სავალუტო რყევებმა 2015-2016 წლებშიაჩვენა, რომ ფინანსურ ინტეგრაციას უარყოფითი ზეგავლენის მოხდენაც შეუძლია. ამიტომაც, იმისათვის რომ მოვიძიოთ მხოლოდ დადებითი და თავიდან ავიცილოთ ფინანსური ლიბერალიზაციის უარყოფითი შედეგები, სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანია, რომ შესაბამისმა სამთავრობო და არასამთავრობო ორგანიზაციებმა დანერგონ და განავითარონ სწორი პოლიტიკები სხვადასხვა მიმართულებებით და მხარი დაუჭირონ ინსტიტუციონალური ხარისხის ამაღლებას ქვეყანაში.

## გამოყენებული ლიტერატურა

- 1) ეკონომიკური პოლიტიკის კვლევის ცენტრი (EPRC1), (2013). "საქართველოს ეკონომიკის პერსპექტივა. 2012 წლის მიმოხილვა"
- 2) ციციხოველი, მოწინიძე და ნიკოლოზ, ჩიხლაძე (2013), "საქართველოს ევროპასთან ინტეგრაციის ეკონომიკური პრობლემები და პერსპექტივები", ქუთაისი
- 3) ბიზნეს პრეს ნიუსი - <https://bpn.ge/finansebi/34590-qsqaqarthvelos-bankebi-momgebianobith-msoflios-atheulshiaq.html?lang=ka-GE>
- 4) საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური - <https://www.geostat.ge/ka>
- 5) საქართველოს ეროვნული ბანკი - <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=2>
- 6) Aghion, Philippe, and Abhijit Banerjee (2005), *Volatility and Growth: Clarendon Lectures in Economics* (New York, Oxford University Press)
- 7) Aghion, Philippe, Philippe Bacchetta, Romain Ranciere, and Kenneth Rogoff (2006), "Exchange Rate Volatility and Productivity Growth: The Role of Financial Development," NBER Working Paper No. 12117 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- 8) Aitken, Brian J., and Ann E. Harrison (1999), "Do Domestic Firms Benefit from Direct Foreign Investment? Evidence from Venezuela," *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, pp. 605–18.
- 9) Alfaro, Laura, and Eliza Hammel (2006), "Capital Flows and Capital Goods," (unpublished; Cambridge, Massachusetts, Harvard University Business School)
- 10) Alfaro, L., A. Chanda, S. Kalemli-Ozcan and S. Sayek (2006), 'How Does Foreign Direct Investment Promote Economic Growth? Exploring the Effects of Financial Markets on Linkages', NBER Working Paper 12522
- 11) Alfaro, Laura, Sebnem Kalemli-Ozcan, and Vadym Volosovych (2007), "Capital Flows in a Globalized World: The Role of Policies and Institutions," in *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences*, ed. by Sebastian Edwards (Chicago, University of Chicago Press), pp. 19–68
- 12) Arteta, Carlos, Barry Eichengreen, and Charles Wyplosz (2003), "When Does Capital Account Liberalization Help More than It Hurts?" in *Economic Policy in the International Economy: Essays in Honor of Assaf Razin*, ed. by Elhanan Helpman and Efraim Sadka (Cambridge, United Kingdom, Cambridge University Press).
- 13) Barlevy, Gadi (2004), "The Cost of Business Cycles under Endogenous Growth," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 4, pp. 964–90.
- 14) Bartolini, Leonardo, and Allan Drazen (1997), "Capital-Account Liberalization as a Signal," *American Economic Review*, Vol. 87, No. 1, pp. 138–54.
- 15) Bekaert, G., Harvey, C. R., & Lundblad, C. (2005). Does financial liberalization spur growth?. *Journal of Financial Economics*, 77(1), 3–56

- 16) Berg, Andrew, Eduardo Borensztein, and Catherine Pattillo (2004), "Assessing Early Warning Systems: How Have They Worked in Practice?" IMF Working Paper 04/52 (Washington, International Monetary Fund).
- 17) Bhagwati, Jagdish (1998), "The Capital Myth. The Difference between Trade in Widgets and Dollars," *Foreign Affairs*, Vol. 7, No. 3, pp. 7–12.
- 18) Blonigen, Bruce A., and Miao Grace Wang (2005), "Inappropriate Pooling of Wealthy and Poor Countries in Empirical FDI Studies," in *Does Foreign Investment Promote Development?* ed. by Theodore H. Moran, Edward M. Graham, and Magnus Blomström (Washington, Institute for International Economics).
- 19) Bonfiglioli, Alessandra (2006), "Financial Integration, Productivity and Capital Accumulation," (unpublished; Barcelona, Universitat Pompeu Fabra).
- 20) Bordo, Michael D, Barry Eichengreen and J Kim (1998), "Was there Really an Earlier Period of Financial Integration Comparable to Today?," NBER Working Paper No. 6738.
- 21) Borensztein, Eduardo, Jose´ De Gregorio, and Jong-Wha Lee (1998), "How Does Foreign Direct Investment Affect Growth?" *Journal of International Economics*, Vol. 45, No. 1, pp. 115–35.
- 22) Buch, Claudia M., Jo¨rg Do¨pke, and Christian Pierdzioch (2005), "Financial Openness and Business Cycle Volatility," *Journal of International Money and Finance* Vol. 24, No. 5, pp. 744–65.
- 23) Caballero, Ricardo J., and Arvind Krishnamurthy (2001), "International and Domestic Collateral Constraints in a Model of Emerging Market Crises," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 48, No. 3, pp. 513–48
- 24) Calvo, Guillermo, and Ernesto Talvi (2005), "Sudden Stop, Financial Factors, and Economic Collapse in Latin America: Learning from Argentina and Chile," NBER Working Paper No. 11153 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- 25) Calvo, Guillermo, Alejandro Izquierdo, and Luis-Fernando Meji´ (2004), "On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-sheet Effects," NBER Working Paper 10520 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research)
- 26) Caprio, Gerard Jr., and Daniela Klingebiel (1996). "Bank Insolvencies: Cross-Country Experience." Policy Research Working Paper 1620. World Bank, Washington, D.C.
- 27) Carkovic, Maria, and Ross Levine (2005), "Does Foreign Direct Investment Accelerate Economic Growth?" in *Does Foreign Investment Promote Development?* ed. by Theodore H. Moran, Edward M. Graham, and Magnus Blomström (Washington, Institute for International Economics)
- 28) Chari, Anusha, and Peter Blair Henry (2004), "Risk Sharing and Asset Prices: Evidence from a Natural Experiment," *Journal of Finance*, Vol. 59, No. 3, pp. 1295–324.

- 29) Chinn, Menzie, and Hiro Ito (2006), "What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions," *Journal of Development Economics*, Vol. 81, No. 1, pp. 163–92.
- 30) Claessens, Stijn, and Luc Laeven (2004), "What Drives Bank Competition? Some International Evidence," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 36, No. 3, pp. 563–83.
- 31) Claessens, Stijn, Asli Demirgüç-Kunt, and Harry Huizinga, 2001, "How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets?" *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, No. 5, pp. 891–911.
- 32) Cornelius, Peter K. and Bruce Kogut, eds.(2003), *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy* (New York, Oxford University Press).
- 33) Dell' Ariccia, G. and Marquez, R. (2004), 'Information and Bank Credit Allocation,' *Journal of Financial Economics*, 72, 185-214
- 34) Desai, Padma, and Pritha Mitra (2004), "Why Do Some Countries Recover More Readily from Financial Crises?" paper presented at the IMF Conference in honor of Guillermo A. Calvo, International Monetary Fund, Washington, April 15–16
- 35) Diamond, Douglas, and Raghuram Rajan (2001), "Banks, Short Term Debt, and Financial Crises: Theory, Policy Implications, and Applications," *Proceedings of Carnegie Rochester Series on Public Policy*, Vol. 54, No. 1, pp. 37–71.
- 36) Doidge, C., Andrew Karolyi, and Rene' Stulz (2005), "Why Do Countries Matter So Much More for Corporate Governance?" Ohio State University Working Paper.
- 37) Easterly, W., Islam, R., Stiglitz, J.E., (2000). *Shaken and Stirred: Explaining growth volatility*. World Bank Conference on Development Economics.
- 38) Easterly, William, Roumeen Islam, and Joseph E. Stiglitz (2001), "Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility," in *Annual World Bank Conference on Development Economics*, ed. by B. Pleskovic and N. Stern (Washington, World Bank)
- 39) Edwards, Sebastian (2004), "Financial Openness, Sudden Stops, and Current Account Reversals," NBER Working Paper No. 10277 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- 40) Edwards, Sebastian (2005), "Capital Controls, Sudden Stops, and Current Account Reversals," NBER Working Paper No. 11170 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- 41) Edwards, Sebastian (2008), "Financial Openness, Currency Crises and Output Losses," in *Strengthening Global Financial Markets*, ed. by Sebastian Edwards and Ma'rcio G.P. Garcia (Chicago, University of Chicago Press), pp. 97–120.
- 42) Eichengreen, Barry J. (2001), "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?" *World Bank Economic Review*, Vol. 15, No. 3, pp. 341–65.



- 43) Eichengreen, Barry J., Ricardo Hausmann, and Ugo Panizza (2006), "The Pain of Original Sin," in *Other People's Money*, ed. by Barry Eichengreen and Ricardo Hausmann (Chicago, University of Chicago Press).
- 44) Fischer, Stanley (1998), "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF," in *Should the IMF Pursue Capital-Account Convertibility? Essays in International Finance* 207 (Princeton, New Jersey, Princeton University).
- 45) Frankel, Jeffrey, and Eduardo A. Cavallo (2004), "Does Openness to Trade Make Countries More Vulnerable to Sudden Stops or Less? Using Gravity to Establish Causality," NBER Working Paper No. 10957 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- 46) Gelos R., Gaston, and Shang-Jin Wei (2005), "Transparency and International Portfolio Holdings," *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, pp. 2987–3020.
- 47) Glick, Reuven, and Michael Hutchison (2001), "Banking and Currency Crises: How Common Are Twins?" in *Financial Crises in Emerging Markets*, ed. by Reuven Glick, Ramon Moreno, and Mark M. Spiegel (New York, Cambridge University Press).
- 48) Glick, Reuven, Xueyan Guo, and Michael Hutchison (2006), "Currency Crises, Capital Account Liberalization and Selection Bias," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 88, No. 2, pp. 698–714.
- 49) Gordon, Roger, and A. Lans Bovenberg (1996), "Why is Capital so Immobile Internationally? Possible Explanations and Implications for Capital Income Taxation," *American Economic Review*, Vol. 86, No. 5, pp. 1057–75.
- 50) Gorg, Holger, and David Greenaway (2004), "Much Ado about Nothing? Do Domestic Firms Really Benefit from Foreign Direct Investment? *World Bank Research Observer*, Vol. 19, No. 2, pp. 171–97.
- 51) Gupta, Nandini, and Kathy Yuan (2005), "On the Growth Effects of Liberalizations," *Indiana University Working Paper*.
- 52) Haddad, Mona, and Ann Harrison (1993), "Are There Positive Spillovers from Direct Foreign Investment? Evidence from Panel Data for Morocco," *Journal of Development Economics*, Vol. 42, No. 1, pp. 51–74.
- 53) Hall, Robert E., and Charles I. Jones (1999), "Why Do Some Countries Produce So Much More Output Per Worker Than Others?" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 1, pp. 83–116.
- 54) Henry, Peter B. (2007), "Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation," *Journal of Economic Literature*, Vol. 45, No. 4, pp. 887–935
- 55) Henry, Peter B. (2000a), "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices," *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 2, pp. 529–64.

- 56) Hermes, Niels, and Robert Lensink (2003), "Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth," *Journal of Development Studies*, Vol. 40, No. 1, pp. 142–63.
- 57) Homer, Sydney and Richard Sylla (1996), *A History of Interest Rates*, 3rd ed. revised, New Brunswick, NJ: Rutgers University Press.
- 58) Husain, Aasim, Ashoka Mody, and Kenneth Rogoff (2004), "Exchange Rate Regime Durability and Performance in Developing Versus Advanced Economies," *Journal of Monetary Economics*, Vol. 52, No. 1, pp. 35–64.
- 59) Ishii, Shogo, and others (2002), *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, IMF Occasional Paper 211 (Washington, International Monetary Fund).
- 60) Jackson, Paul S. and James R. Lothian (1993) "The Behavior of Bond Yields Across Exchange-Rate Regimes and the Integration of Capital Markets." *Greek Economic Review* 15: 1-28.
- 61) Javorcik, Beata S. (2004), "Does Foreign Direct Investment Increase the Productivity of Domestic Firms? In Search of Spillovers through Backward Linkages," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 3, pp. 605–27.
- 62) Jeanne, Olivier (2003), "Why Do Emerging Economies Borrow in Foreign Currency?" IMF Working Paper 03/177 (Washington, International Monetary Fund).
- 63) Kalemli-Ozcan, Sebnem, Bent Sorensen, and Oved Yosha (2003), "Risk Sharing and Industrial Specialization: Regional and International Evidence," *American Economic Review*, Vol. 93, No. 3, pp. 903–18.
- 64) Kindleberger, Charles P. (1984), "A Financial History of Western Europe". London: George Allen & Unwin.
- 65) Klein, Michael, and Giovanni Olivei (2006), "Capital Account Liberalization, Financial Depth, and Economic Growth," Working Paper (unpublished; Boston, Tufts University).
- 66) Kose, M. Ayhan, Guy Meredith, and Christopher Towe (2005), "How Has NAFTA Affected the Mexican Economy? Review and Evidence," in *Monetary Policy and Macroeconomic Stabilization in Latin America*, ed. by Rolf J. Langhammer and Lucio Vinhas de Souza (Berlin, Springer-Verlag).
- 67) Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, and Marco E. Terrones (2003), "Financial Integration and Macroeconomic Volatility," *IMF Staff Papers*, Vol. 50 (Special Issue), pp. 119–42.
- 68) Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, and Marco E. Terrones (2004), "Volatility and Comovement in an Integrated World Economy: An Exploration," in *Macroeconomic Policies in the World Economy*, ed. by Horst Siebert (Berlin, Springer-Verlag).
- 69) Kose, M. Ayhan, Eswar S. Prasad, and Marco E. Terrones (2005), "Growth and Volatility in an Era of Globalization," *IMF Staff Papers*, Vol. 52 (Special Issue), pp. 31–63.
- 70) Leblebicioglu, Asli (2006), "Financial Integration, Credit Market Imperfections and Consumption Smoothing," North Carolina State University Working Paper.

- 71) Levchenko, Andrei (2005), "Financial Liberalization and Consumption Volatility in Developing Countries," IMF Staff Papers, Vol. 52, No. 2, pp. 237–59.
- 72) Levine, Ross (2005), "Finance and Growth: Theory and Evidence," in Handbook of Economic Growth, ed. by Philippe Aghion and Steven Durlauf (Amsterdam, Elsevier Science).
- 73) Lewis, Karen K. (1999), "Trying to Explain Home Bias in Equities and Consumption," Journal of Economic Literature, Vol. 37 (June), pp. 571–608.
- 74) Lipsey, Robert E., and Fredrik Sjöholm (2005), "The Impact of Inward FDI on Host Countries: Why Such Different Answers?" in Does Foreign Investment Promote Development? ed. by Theodore H. Moran, Edward M. Graham, and Magnus Blomström (Washington, Institute for International Economics).
- 75) Lothian, James R. (2000), "Capital Market Integration and Exchange Rate Regimes in Historical Perspective".
- 76) Lucas, Robert E. (1987), Models of Business Cycles (Oxford, Blackwell Publishing Ltd.).
- 77) Martin, Philippe, and Hélène Rey (2006), "Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?" American Economic Review, Vol. 96, No. 5, pp. 1631–51.
- 78) McKinnon, R. I. (1973). Money and Capital in Economic Development. Washington, D. C.: Brookings Institution
- 79) Mendoza, Enrique G., Vincenzo Quadrini, and José-Victor Ríos-Rull (2007), "On the Welfare Implications of Financial Globalization without Financial Development," NBER Working Paper No. 13412 (Cambridge, Massachusetts, National Bureau of Economic Research).
- 80) Mishkin, Frederic S. (2008), The Next Great Globalization: How Disadvantaged Nations Can Harness Their Financial Systems to Get Rich (Princeton, New Jersey, Princeton University Press).
- 81) Mitton, Todd (2006), "Stock Market Liberalization and Operating Performances at the Firm Level," Journal of Financial Economics, Vol. 81, No. 3, pp. 625–47
- 82) Morck, Randall, Daniel Wolfenzon, and Bernard Yeung (2004), "Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth," Journal of Economic Literature, Vol. 43, No. 3, pp. 657–722.
- 83) Neal, Larry (1990), "The rise of financial capitalism: International capital markets in the Age of Reason".
- 84) Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff (2004), Foundations of International Macroeconomics.
- 85) Obstfeld, M. and A. M. Taylor (1997): The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility over the Long Run. NBER Working Paper Series, No. 5960.

- 86) Pallage, Stephane, and Michel A. Robe (2003), "On the Welfare Cost of Economic Fluctuations in Developing Countries," *International Economic Review*, Vol. 44, No. 2, pp. 677–98.
- 87) Prasad, Eswar S., Kenneth Rogoff, Shang-Jin Wei, and M. Ayhan Kose (2003), *Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence*, IMF Occasional Paper 220 (Washington, International Monetary Fund).
- 88) Prasanna, V S, and Gopakumar, K (2011). *Inflation and Economic Growth in India – An Empirical Analysis*. In: Money and Finance Conference, 25 February 2011, Mumbai. pp1-22.
- 89) Quinn, Dennis, and A. Maria Toyoda (2008), "Does Capital Account Liberalization Lead to Growth?" *Review of Financial Studies*, Vol. 21, No. 3, pp. 1403–49.
- 90) Quinn, Dennis (1997), "The Correlates of Changes in International Financial Regulation," *American Political Science Review*, Vol. 91 (September), pp. 531–51.
- 91) Ranciere R., Tornell A. and F. Westermann (2003), "Crises and Growth: A Re-evaluation," NBER WP10073.
- 92) Razin, Assaf, and Andrew K. Rose (1994), "Business-Cycle Volatility and Openness: An Exploratory Cross-Sectional Analysis," in *Capital Mobility: The Impact on Consumption, Investment, and Growth*, ed. by Leonardo Leiderman and Assaf Razin (Cambridge, United Kingdom, Cambridge University Press).
- 93) Reinhart, Carmen M., and Kenneth Rogoff (2004), "Serial Default And The 'Paradox' of Rich To Poor Capital Flows," *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, pp. 52–8.
- 94) Cameron, R. (1991). Introduction. In: R. Cameron & V. I. Bovykin, (Eds), *International Banking, 1870–1914*. Oxford and New York: Oxford University Press
- 95) Shaw, E. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- 96) Singh, A. and Zammit, A. (2000) "International capital flows: I identifying the gender dimension." *World Development*, Volume 28, No.7, pp 1249- 1268.
- 97) Stiglitz, Joseph E. (1999). *The World Bank at the Millennium*. *The Economic Journal*, 109, F577-F597.
- 98) Stiglitz, Joseph (2002), *Globalization and Its Discontents* (New York, W.W. Norton and Company).
- 99) Stiglitz, Joseph (2004), "Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF," *Oxford Review of Economic Policy*, Vol. 20, No. 1, pp. 57–71.
- 100) Stulz, Rene (2005), "The Limits of Financial Globalization," *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 4, pp. 1595–637.
- 101) Summers, Lawrence H. (2000), "International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures," *American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, pp. 1–6.

- 102) The World Bank- World Development Indicators dataset-  
<http://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS>
- 103) The World Bank- World Development Indicators dataset -  
<http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>
- 104) The World Bank- World Development Indicators dataset-  
<http://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.GOVT.ZS>
- 105) Tytell, Irina, and Shang-Jin Wei (2004), “Does Financial Globalization Induce Better Macroeconomic Policies?” IMF Working Paper 04/84 (Washington, International Monetary Fund).
- 106) Van Wincoop, Eric (1999), “How Big are Potential Welfare Gains from International Risk Sharing?” *Journal of International Economics*, Vol. 47, No. 1, pp. 109–35.
- 107) Wikipedia-  
[https://ka.wikipedia.org/wiki/%E1%83%9B%E1%83%97%E1%83%9A%E1%83%98%E1%83%90%E1%83%9C%E1%83%98\\_%E1%83%A8%E1%83%98%E1%83%93%E1%83%90\\_%E1%83%9E%E1%83%A0%E1%83%9D%E1%83%93%E1%83%A3%E1%83%A5%E1%83%A2%E1%83%98](https://ka.wikipedia.org/wiki/%E1%83%9B%E1%83%97%E1%83%9A%E1%83%98%E1%83%90%E1%83%9C%E1%83%98_%E1%83%A8%E1%83%98%E1%83%93%E1%83%90_%E1%83%9E%E1%83%A0%E1%83%9D%E1%83%93%E1%83%A3%E1%83%A5%E1%83%A2%E1%83%98)