

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი  
ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი



ლაშა კელიხაშვილი

საქართველოს მთავრობის ვალის გავლენა ეკონომიკურ  
ზრდაზე

ეკონომიკის დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად წარმოდგენილი  
სადისერტაციო ნაშრომი

სამეცნიერო ხელმძღვანელი:

ასოცირებული პროფესორი ნაზირა კაკულია

თბილისი

2024

## აბსტრაქტი

შედარებით ხანმოკლე სტატისტიკური ისტორიის არსებობის მიუხედავად, მთავრობის ვალი საკმაოდ ხანგრძლივი, ორი ათას წელზე მეტი ხნის ისტორიით ხასიათდება. შესაბამისად, მის ეფექტებთან დაკავშირებით ეკონომიკური თეორია დროთა განმავლობაში ვითარდებოდა თუმცა ამ კუთხით დღემდე ეკონომისტებს შორის კონსენსუსი მიღწეული არ არის. ამ პირობებში, მნიშვნელოვანია ის გარემოება, რომ უკანასკნელი ათწლეულების განმავლობაში გლობალური სუვერენული ვალი მზარდი ტენდენციით ხასიათდება და მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს გლობალურ ფინანსურ და ფისკალურ მდგრადობაზე.

საკითხის აქტუალობიდან გამომდინარე, სადისერტაციო ნაშრომში წარმოდგენილი კვლევის მიზანია მთავრობის ვალის ზომასა და ეკონომიკური ზრდის ტემპს შორის ურთიერთდამოკიდებულების შეფასება საქართველოსთვის. აღნიშნული მიზნის მიღწევა თავის მხრივ მოითხოვს სხვადასხვა ამოცანების გადაწყვეტას, რომლებიც თავის მხრივ მნიშვნელოვანი ღირებულების მატარებელია. ერთ-ერთი ასეთი ამოცანა იმ არხების იდენტიფიცირება და მათი შემდგომი შესწავლაა, რომელთა მეშვეობითაც მთავრობის ვალის გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდის ტემპებზე.

სადისერტაციო ნაშრომს მთავარ ღირებულებას წარმოადგენს მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენასთან დაკავშირებით, სისტემატიზირებული (არაფრაგმენტული) ანალიზის საფუძველზე გამოტანილი დასკვნები საქართველოსთვის. ამ თვალსაზრისით, მოცემული კვლევა გარკვეულწილად ავსებს იმ სივრცეს, რაც მოცემული მიმართულებით არსებობს.

უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ ნაშრომის შედეგები ღირებულია არა მხოლოდ საქართველოს ჭრილში, ასევე პოსტ-საბჭოთა რეგიონისა და აღმოსავლეთ ევროპის სხვა პოსტკომუნისტური ქვეყნებისთვისაც.

## Abstract

Despite the existence of a relatively short statistical history, government debt is characterized by a rather long history of more than two thousand years. Accordingly, the economic theory regarding its effects has been developing over time, although no consensus has been reached among economists in this regard. Under these conditions, the global sovereign debt has been at the rising tendency for decades and has a significant impact on global financial and fiscal stability.

Due to the relevance of the issue, the aim of the research presented in the dissertation is to assess the relationship between the size of the government debt and the rate of economic growth in Georgia. Achieving the mentioned goal, in turn, requires the solution of various tasks, which in turn carry significant value. One such task is to identify and further study the channels through which government debt affects economic growth rates.

The main value of the thesis is the conclusions drawn for Georgia based on a systematized (non-fragmentary) analysis regarding the impact of government debt on economic growth. From this point of view, this study fills, to some extent, the space that exists in this direction.

It should also be noted that the results of the work are valuable not only for Georgia but also for the post-Soviet region and other post-communist countries in Eastern Europe.

## შინაარსი

შესავალი.....	8
თავი I. ეკონომიკურ ზრდაზე მთავრობის ვალის გავლენის თეორიული ანალიზი და პრაქტიკული ასპექტები .....	19
1.1 მთავრობის ვალის ფორმირება და ევოლუცია.....	19
1.2 მთავრობის ვალის შესახებ თანამედროვე შეხედულებები.....	35
1.3 კვლევის მეთოდოლოგია .....	45
თავი II. მთავრობის ვალის დინამიკა და მისი მდგრადობის უზრუნველყოფის მექანიზმები მსოფლიოსა და საქართველოში .....	48
2.1 მთავრობის ვალის გლობალური დინამიკა და მასთან დაკავშირებული გამოწვევები.....	48
2.2 „ფისკალური წესები“ - როგორც მთავრობის ვალის მდგრადობის უზრუნველყოფის მექანიზმი.....	57
2.3 მთავრობის ვალის მართვის თავისებურებები საქართველოში .....	65
2.4 მთავრობის ვალის დინამიკა და მასთან დაკავშირებული გამოწვევები საქართველოში .....	76
თავი III. მთავრობის ვალის გავლენის შეფასება ეკონომიკურ ზრდაზე - ემპირიული ანალიზი.....	102
3.1 მოდელირების პროცესთან დაკავშირებული პრაქტიკული საკითხები .....	102
3.2 მთავრობის ვალის გავლენის შეფასება ეკონომიკურ ზრდაზე FE/RE მოდელზე დაყრდნობით .....	118
1.3 მთავრობის ვალის გავლენის შეფასება ეკონომიკურ ზრდაზე PVAR მოდელზე დაყრდნობით .....	131
დასკვნები და რეკომენდაციები .....	135
გამოყენებული ლიტერატურა .....	140
დანართები .....	149
დანართი 1. მოდელირების პროცესში გამოყენებული მონაცემთა ბაზა.....	149
დანართი 2. პანელური მონაცემებისა და შემთხვევითი ეფექტის მოდელის დიაგნოსტიკის ტესტები .....	159
დანართი 3. PVAR მოდელთან დაკავშირებული ტესტები .....	162

## ცხრილები

ცხრილი 1. პირველი თაობის რაოდენობრივი ფისკალური წესები საქართველოში....	72
ცხრილი 2. მთავრობის ვალის შემადგენელი კომპონენტების წმინდა ზრდის პროგნოზები.....	86
ცხრილი 3 მოდელირებისთვის გამოყენებული ქვეყნების ჩამონათვალი .....	103
ცხრილი 4. პანელურ მონაცემთა მოდელში ჩართული ცვლადები.....	106
ცხრილი 5. მოდელში ჩართული უწყვეტი რაოდენობრივი ცვლადები შემაჯამებელი სტატისტიკა.....	108
ცხრილი 6. მოდელირების პროცესში ჩართული ქვეყნების რაოდენობა შემოსავლების დონის მიხედვით.....	110
ცხრილი 7. პანელის სტაციონალურობის ტესტების შედეგები .....	112
ცხრილი 8. პანელის კოინტეგრაციის ტესტების შედეგები.....	115
ცხრილი 9. ფიქსირებული ეფექტის საწყისი მოდელი .....	120
ცხრილი 10. შემთხვევითი ეფექტის საწყისი მოდელი .....	121
ცხრილი 11. ჰაუსმანის ტესტის შედეგები მოდელის სპეციფიკაციისთვის .....	122
ცხრილი 12. ვოლდის ტესტის შედეგები დროთაშორის ფიქსირებული ეფექტის არსებობაზე .....	123
ცხრილი 13. ბრეუშ-პაგანის ლაგრანჟის მულტიპლიკატორზე დაფუძნებული ტესტი მოდელის სპეციფიკაციისთვის .....	124
ცხრილი 14. მოდელირებისთვის შერჩეული შემთხვევითი ეფექტის მოდელი .....	125
ცხრილი 15. მოდელის მიმართ ჩატარებული დიაგნოსტიკის ტესტები და შედეგები .....	126
ცხრილი 16. დიაგნოსტიკის ტესტების შედეგების მიხედვით შესწორებული შემთხვევითი ეფექტის საბოლოო მოდელი.....	127
ცხრილი 17. შეფასებული PVAR მოდელი .....	131

## დიაგრამები

დიაგრამა 1. მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის სტანდარტიზებული კოეფიციენტები .....	42
დიაგრამა 2. კვლევების მიხედვით მიღებული მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის კრიტიკული ნიშნული, რომლის მიღმაც იგი ეკონომიკურ ზრდას აფერხებს .....	43
დიაგრამა 3. მოწინავე ოცი ეკონომიკის ჯამური მთავრობის ვალის ჯამურ მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის მაჩვენებელი 1800-2015 წლებში ისტორიული მოვლენების ჭრილში .....	49
დიაგრამა 4. მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის მაჩვენებელი ქვეყანათა ჯგუფების მიხედვით .....	50
დიაგრამა 5. ქვეყნების რაოდენობა მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის მიხედვით .....	51
დიაგრამა 6. დამოკიდებულება მთავრობის ვალის საპროცენტო ხარჯებსა და მთავრობის ვალის მოცულობას შორის განვითარებად ქვეყნებში (2018 წ) .....	52
დიაგრამა 7. მსოფლიოს წამყვანი ცენტრალური ბანკების პოლიტიკის განაკვეთების დინამიკა .....	53
დიაგრამა 8. EURIBOR და SOFR განაკვეთების დინამიკა .....	54
დიაგრამა 9. ქვეყნების განაწილება საკრედიტო რეიტინგის მიხედვით (მარცხენა ღერძი) და საინვესტიციო რეიტინგის მქონე ქვეყნების წილი (მარჯვენა ღერძი) .....	55
დიაგრამა 10. ქვეყნების რაოდენობა მათში მოქმედი ფისკალური წესების სახეების მიხედვით .....	60
დიაგრამა 11. ქვეყნების რაოდენობა მათი შემოსავლის დონის ჭრილში, რომელშიც მოქმედებს ვალის ან/და ბიუჯეტის ბალანსის წესი .....	61
დიაგრამა 12. ქვეყნების რაოდენობა ფისკალური წესების კომბინაციის მიხედვით .....	62
დიაგრამა 13. ბიუჯეტის ბალანსის წესით და ვალის წესითა განსაზღვრული ნიშნულებიდან გადახრების დინამიკა .....	63
დიაგრამა 14. მთავრობის დანახარჯებისა და ფინანსური ანგარიშვალდებულებების (PEFA) შეფასება საქართველოს, ევროპის და ცენტრალური აზიის (ECA) და პროგრამის მონაწილე 59 ქვეყნისთვის .....	67
დიაგრამა 15. მთავრობის ვალის მართვის ეფექტიანობის (DeMPA) შეფასების ქულების განაწილება 2013 და 2020 წლის შეფასებებისთვის .....	68
დიაგრამა 16. მთავრობის საგარეო და მთლიანი ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის დინამიკა .....	77
დიაგრამა 17. მთავრობის ვალის ცვლილებაზე მოქმედი ფაქტორების დინამიკა (მლრდ ლარი) .....	78
დიაგრამა 18. მთავრობის ვალის სტრუქტურის დინამიკა საშინაოს და საგარეოს ჭრილში .....	79
დიაგრამა 19. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის ევოლუცია დონორების ჭრილში (მლრდ ლარი) .....	80

დიაგრამა 20. მრავალმხრივი კრედიტორებისგან აღებული სესხების სტრუქტურის დინამიკა (მლრდ ლარი) .....	81
დიაგრამა 21. ორმხრივი კრედიტორებისგან აღებული სესხების სტრუქტურის დინამიკა (მლრდ ლარი) .....	82
დიაგრამა 22. მთავრობის საშინაო ვალის პორტფელის დინამიკა (მლრდ ლარი, ისტორიული ვალის გამოკლებით) .....	85
დიაგრამა 23. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დინამიკა (მლრდ ლარი)	86
დიაგრამა 24. 2004-2022 წლებში, საგარეო წყაროებიდან ჯამურად მოზიდული კრედიტების მიზნობრიობა (მლნ ლარი) .....	89
დიაგრამა 25. საგარეო წყაროებიდან მოზიდული კრედიტების მიზნობრიობა (მილიარდი ლარი).....	90
დიაგრამა 26. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის სავალუტო კომპოზიცია (მლნ ლარი) .....	92
დიაგრამა 27. საშუალო ვადიანობის (ATM) დინამიკა მთავრობის მთლიანი ვალისთვის (წლებში) .....	94
დიაგრამა 28. მთავრობის საგარეო ვალის საშუალო ვადიანობის დინამიკა (წლებში)	95
დიაგრამა 29. მთავრობის ვალის პორტფელის დინამიკა საპროცენტო განაკვეთის სახეების მიხედვით .....	95
დიაგრამა 30. მთავრობის ვალის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთი .....	97
დიაგრამა 31. მთავრობის ვალის საპროცენტო ხარჯი ნომინალურად (მლრდ ლარი) და %-ულად ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლებთან .....	98
დიაგრამა 32. ვალის წესის მიზნებისთვის განსაზღვრული მაჩვენებლის დინამიკა..	100
დიაგრამა 33. ვალის წესის მიზნებისთვის განსაზღვრული მაჩვენებლის ლიმიტიდან გადახრების განაწილების სიმკვრივე.....	100
დიაგრამა 34. ბიუჯეტის ბალანსის მაჩვენებლის დინამიკა .....	101
დიაგრამა 35. ბიუჯეტის ბალანსის მაჩვენებლის ლიმიტიდან გადახრების განაწილების სიმკვრივე.....	101
დიაგრამა 36. შემოსავლების დონის მიხედვით დაჯგუფებული ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის განაწილება წლების მიხედვით (2006-2021 წწ.).....	109
დიაგრამა 37. დამოკიდებულება რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (GDP) ზრდის ტემპს და მოდელირებისას გამოყენებულ სხვა მაჩვენებლებს შორის .....	110
დიაგრამა 38. მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის მედიანური ნიშნული შერჩეული ქვეყნებისთვის (%) .....	111
დიაგრამა 39. რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (GDP) ფაქტობრივი და საშუალო ზრდის ტემპი ქვეყნების მიხედვით შერჩეული წლებისთვის .....	116
დიაგრამა 40. რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (GDP) ფაქტობრივი და საშუალო ზრდის ტემპი წლების მიხედვით შერჩეული ქვეყნებისთვის .....	117
დიაგრამა 41. იმპულსზე რეაგირების ფუნქციის შედეგები .....	133

## შესავალი

**საკითხის აქტუალურობა.** საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) მონაცემებით, ბოლო ათწლეულებია ფაქტობრივად არ არსებობს სუვერენული სახელმწიფო, რომელსაც სუვერენული ვალი (მთავრობის ვალი) არ გააჩნია (IMF Datamapper, 2023). აღნიშნული მოვლენა თავის მხრივ მთავრობის ვალის პოტენციური ეფექტების შესწავლის პროცესს განსაკუთრებით აქტუალურს ხდის, რაც განსაკუთრებით მკვეთრად გამოიკვეთა პანდემიის პერიოდში, გლობალურად სუვერენული ვალების მკვეთრი ზრდის პირობებში. შედარებით ხანმოკლე სტატისტიკური ისტორიის არსებობის მიუხედავად, მთავრობის ვალი საკმაოდ ხანგრძლივი ისტორიით ხასიათდება. აქვე უნდა აღვნიშნოთ, რომ ტერმინი „მთავრობის ვალი“ აუცილებლად არ გულისხმობს დემოკრატიული გზით არჩეული მთავრობის მიერ მობილიზებულ საკრედიტო რესურსს. ეს ტერმინი თანაბრად სამართლიანად შეიძლება იქნას გამოყენებული დემოკრატიული, ავტოკრატიული თუ მონარქიული წყობის პირობებში, სახელმწიფო მმართველობის მხრიდან, ქვეყნის სახელით მობილიზებულ საკრედიტო რესურსის მიმართ.

მთავრობის ვალთან და მის ეფექტებთან დაკავშირებით ეკონომიკური თეორია დროთა განმავლობაში ვითარდებოდა, თუმცა ამ კუთხით გარდამტეხ პერიოდად მაინც მე-18 საუკუნე შეიძლება ჩაითვალოს, როდესაც საფუძველი ჩაეყარა თანამედროვე ეკონომიკურ აზროვნებას. ამ პერიოდიდან აღნიშნულ საკითხთან მიმართებაში თეორიული შეფასებები და დასაბუთებები ვითარდებოდა სხვადასხვა ეკონომიკური სკოლების შექმნის პარალელურად. თუმცა, არათუ ეკონომისტებს, არამედ ეკონომიკურ სკოლებს შორის ვალის ავკარგიანობასთან დაკავშირებით დღემდე მნიშვნელოვანი დებატები მიმდინარეობს. ეკონომიკური სკოლების სიმრავლე კი თავისთავად იწვევდა ვალის ეფექტებთან დაკავშირებული თეორიების სიმრავლეს. ამ მხრივ, მე-19 საუკუნიდან მე-20 საუკუნის დასაწყისამდე დომინანტ თეორიას წარმოადგენდა კლასიკური ეკონომიკური სკოლის დოქტრინა დაბალანსებული ბიუჯეტის და მთავრობის ვალის მინიმუზაციის შესახებ. სურათი რადიკალურად შეცვალა „დიდმა დეპრესიამ“ და იმავე პერიოდში კეინზის



მოსაზრებების მასობრივმა გავრცელებამ, რამაც პოლიტიკის გამტარებლებს ე.წ. კონტრციკლური ფისკალური პოლიტიკის „რეცეპტი“ შესთავაზა, რომელიც დაახლოებით ორმოცწლიანი პერიოდი დომინირებდა.

აღნიშნულმა თეორიამ 1970-იან წლებში პოპულარობა დაკარგა, რის შემდეგაც განვითარდა ისეთი ეკონომიკური სკოლების თეორიები როგორცაა „ნეოკლასიკური სინთეზი“, „ახალ კეინზიანური სკოლა“, „ახალი კლასიკური სკოლა“ და სხვა (Jahan et al., 2014; ნილი, კემერონი, 2016).

კეინზის სასარგებლოდ უნდა აღინიშნოს, რომ მისმა იდეებმა მნიშვნელოვანი აღორძინება განიცადა 2008 წლის ფინანსურ-ეკონომიკური კრიზისის დროს (Mankiw, 2008). მიუხედავად ამისა, დღესდღეისობითაც მთავრობის მიერ სესხის აღებას ყავს „გავლენიანი“ მომხრეებიც და მოწინააღმდეგეებიც. მაგალითად, ავსტრიული სკოლა და ნეოკეინზიანური სკოლა მთავრობის ვალის ეფექტებთან დაკავშირებით რადიკალურად განსხვავებულ პოზიციებს იზიარებენ (Hoppe, 2017; Stiglitz, 2015). საზოგადოებრივი არჩევანის თეორიის თვალსაჩინო წარმომადგენელი ჯეიმს ბიუქენენი სიცოცხლის ბოლომდე მწვავედ აკრიტიკებდა კეინზის თეორიას (Tempelman, 2007).

მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის შესწავლა არაერთი ეკონომისტის კვლევის საგანს წარმოადგენს. აღსანიშნავია, რომ ცალკეული კვლევების მიხედვით, მიღებული შედეგები მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული ანალიზის ტექნიკაზე, ქვეყანათა ჯგუფსა და განხილული დროის პერიოდზე, თუმცა, კვლევების უმეტესობა მთავრობის ვალის უარყოფით ეფექტებზე მიუთითებს. უფრო მეტიც, კვლევების დიდი ნაწილი მიუთითებს იმაზე, რომ მცირე მოცულობის სუვერენული ვალიც კი ნეგატიურ გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე (Heimberger, 2021).

მთავრობის ვალის ეფექტების შესწავლის მნიშვნელობის თვალსაზრისით გამონაკლისს არც საქართველო წარმოადგენს, რომლის სუვერენული ვალი ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში მნიშვნელოვნად გაიზარდა. ამასთანავე, ამ საკითხის ირგვლივ ჩატარებული კვლევები საქართველოსთან მიმართებაში ძირითადად ფრაგმენტული ხასიათისაა და უკავშირდება ცალკეულ საკითხებს.

აღსანიშნავია, რომ საკითხის აქტუალურობა განსაკუთრებით გაიზარდა პანდემიის პერიოდში, გლობალურად და ქვეყნის დონეზე მკვეთრად გაზრდილი ვალის პირობებში (პაპავა, ჭარაია, 2021).

უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ კვლევების დიდი ნაწილი გარდა მთავრობის ვალის მოცულობისა, აქცენტს მისი მართვის თავისებურებებზე აკეთებს. აღნიშნული საკითხი, ერთის მხრივ, გავლენას ახდენს საკრედიტო რესურსის გამოყენების პროდუქტიულობაზე, მეორეს მხრივ კი ვალის მომსახურების შესაძლებლობაზე. შესაბამისად, სადისერტაციო ნაშრომში, გარდა ეკონომიკურ ზრდაზე მთავრობის ვალის აბსოლუტური დონის გავლენის შესწავლისა, კვლევის საგანს წარმოადგენს მის მართვასთან დაკავშირებული თავისებურებები საქართველოში.

**საკვლევი პრობლემის მდგომარეობა.** მთავრობის ვალი და მისი გავლენა ძირითად მაკროეკონომიკურ პარამეტრებზე, მათ შორის ეკონომიკურ ზრდაზე, არაერთი ეკონომისტის საკვლევი პრობლემების არეალშია მოქცეული. მთავრობის ვალის ეფექტების ანალიზი, შედარებით სისტემატიზირებული ფორმით სამეცნიერო ლიტერატურაში მე-18 საუკუნიდან მოიპოვება და მას შემდეგ აქტუალობას არ კარგავს. მაგალითად, ეს საკითხი, თავის ნაშრომებში განხილული აქვთ კლასიკური ეკონომიკური სკოლის წარმომადგენლებს: ადამ სმიტი (Adam Smith), დავიდ რიკარდო (David Ricardo), ჯონ სტიუარტ მილი (John Stuart Mill), ფერედერიკ ბასტია (Frederic Bastiat) გუსტავ დე მოლინარი (Gustave de Molinari) და სხვა. ისინი ძირითადად, დაბალანსებული ბიუჯეტის და დაბალი მოცულობის ვალების არსებობის მაღალ მნიშვნელობაზე მიუთითებენ. მსგავს პოზიციებს იზიარებს ავსტრიული ეკონომიკური სკოლა (მაგ. Hayek, 1944); მონეტარისტული სკოლა (მაგ. Friedman, 1962) და სხვა (ნილი, კემერონი, 2016).

განსხვავებულ პოზიციას ავითარებენ მე-19 საუკუნის გერმანული ისტორიული სკოლის წარმომადგენლები. ფრიდრიხ ლისტი (Friedrich List), ადოლფ ვაგნერი (Adolph Wagner) და სხვა. თუმცა, ისინი მიუთითებენ საკრედიტო რესურსის მაღალპროდუქტიული გამოყენების აუცილებლობაზე (Levi-Faur, 1997).

ამასთან, გასული საუკუნის მეორე ნახევრიდან სამეცნიერო წრეებში განსაკუთრებით აქტუალური გახდა მთავრობის ვალის გავლენების ემპირიული

კვლევა. ამ თვალსაზრით სადისერტაციო ნაშრომში გამოყენებულია გამოჩენილი თანამედროვე უცხოელი ეკონომისტების შრომები: თომას პიკეტი (Thomas Piketty, 2013), ჯოზეფ სალერნო (Joseph T. Salerno, 2018), ჰანს ჰერმან ჰოპე (Hans-Hermann Hoppe, 2017), ჯაეჯუნ ვუ (Jaejoon Woo, 2010, 2015), თუომას მალინენი (Tuomas Malinen, 2014), ფილიპ ჰეიმბერგერი (Philipp Heimberger, 2021) და სხვები.

რაც შეეხება ქართველ მეცნიერთა ნაშრომებს, რომლებიც გამოვიყენეთ მთავრობის ვალის ეფექტების შესწავლის პროცესში, აღსანიშნავია: ვლადიმერ პაპავა (2021), ავთანდილ სილაგაძე (2016), ნოდარ ხადური (2009), იური ანანიაშვილი (2014), რევაზ გველესიანი (2015), ელგუჯა მექვაბიშვილი (2016) და სხვა.

**კვლევის მიზნები და ამოცანები.** სადისერტაციო ნაშრომის მიზანია მთავრობის ვალის ზომასა და ეკონომიკური ზრდის ტემპს შორის ურთიერთდამოკიდებულების შეფასება საქართველოსთვის. ამ მიზნის მიღწევა თავის მხრივ მოითხოვს სხვადასხვა ამოცანების გადაწყვეტას. კერძოდ, სადისერტაციო ნაშრომის ამოცანებია:

- მთავრობის ვალის შესახებ არსებული თეორიული და პრაქტიკული მასალების (სამეცნიერო სტატიების, პუბლიკაციების, ნაშრომებისა და სხვ.) გაცნობა/დამუშავება, რითაც მოხდება მთავრობის ვალის ცნების, მისი წარმოშობის მიზეზების და ქვეყნის ეკონომიკურ კეთილდღეობაზე პოტენციური ეფექტების თეორიული შესწავლა.
- მთავრობის ვალის გლობალური და ლოკალური (საქართველოსთვის) ტენდენციების ანალიზი, რაც პირველ რიგში მაღალი და მზარდი სუვერენულ ვალისგან მომდინარე პოტენციური რისკების იდენტიფიცირებას ემსახურება;
- გლობალურად არსებული და ლოკალური (საქართველოსთვის) ფისკალური წესების ტენდენციების თეორიული და პრაქტიკული შესწავლა, რაც პირველ რიგში მათი ეფექტიანობის შეფასებას ემსახურება;
- მთავრობის ვალის მართვის თვალსაზრისით, საქართველოში არსებული საკანონმდებლო ჩარჩოს და სხვადასხვა საერთაშორისო შეფასებების შესწავლა, მთავრობის ვალის მართვის ფორმალურ ინსტიტუციურ გარემოში არსებული გამოწვევების იდენტიფიცირებისთვის;

- ემპირიული კვლევისთვის მოდელირების შესაბამისი მიდგომის შერჩევა. ცხადია აღნიშნულ ამოცანას თავის მხრივ გულისხმობს ისეთი ქვეამოცანების გადაწყვეტას, როგორცაა, შერჩეული მოდელისთვის ამხსნელი ცვლადების შერჩევა, მოდელირებისთვის გამოყენებული მონაცემების დროის პერიოდის განსაზღვრა, მონაცემთა მოძიება, ქვეყანათა ჯგუფის შერჩევა და სხვა.
- მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის შეფასებისთვის შერჩეული მოდელის სპეციფიკაცია, იდენტიფიკაცია, ვერიფიკაცია და მიღებული შედეგების ინტერპრეტაცია

**კვლევის საგანი და ობიექტი.** სადისერტაციო ნაშრომის ფარგლებში კვლევის საგანია მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის თავისებურებები, ხოლო კვლევის ობიექტია საქართველოში ამ მხრივ არსებული მდგომარეობა. აღსანიშნავია, რომ ეკონომეტრიკული მოდელირების ეტაპზე, შერჩეული მოდელის თავისებურებების გათვალისწინებით, კვლევის ობიექტად საქართველოსთან ერთად განისაზღვრა სხვა პოსტკომუნისტური ქვეყნებიც.

**კვლევის თეორიული და მეთოდოლოგიური საფუძვლები.** სადისერტაციო ნაშრომში კვლევის მეთოდოლოგია ეფუძნება ქართველი და უცხოელი ეკონომისტების სამეცნიერო-პრაქტიკულ ნაშრომებს და მოიცავს როგორც ხარისხობრივ, ისე რაოდენობრივი ანალიზის მეთოდებს. უნდა აღინიშნოს, რომ გარდა სამეცნიერო ნაშრომებისა, სადისერტაციო ნაშრომში აქტიურად იქნა გამოყენებული კვლევისთვის შესაბამისი ისეთი საერთაშორისო და ადგილობრივი ორგანიზაციების პერიოდული გამოცემები და ანგარიშები, როგორცაა მსოფლიო ბანკი (World Bank - WB)<sup>1</sup>, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (International Monetary Fund - IMF )<sup>2</sup>, სახელმწიფო აუდიტის სამსახური<sup>3</sup>, პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი<sup>4</sup> და სხვა.

<sup>1</sup> მსოფლიო ბანკის შეფასება საქართველოში მთავრობის ვალის მართვის ეფექტიანობასთან დაკავშირებით - <https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/37238>

<sup>2</sup> საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მსოფლიო ეკონომიკური მიმოხილვები - <https://www.imf.org/en/publications/weo>

<sup>3</sup> სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანგარიშები სახელმწიფო ბიუჯეტთან დაკავშირებით - <https://sao.ge/ka?isAudit=false>

<sup>4</sup> პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისის მიერ მომზადებული „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“ საქართველოს ორგანული კანონით დადგენილი ფისკალური წესების მონიტორინგის ანგარიშები“ <https://pbo.parliament.ge/ge/rs/fsha.html>

ხარისხობრივი ანალიზის ნაწილში აქცენტი გაკეთებულია როგორც პირველადი, ისე მეორადი წყაროების შესწავლასა და ანალიზზე. პირველადი წყაროების თვალსაზრისით ხარისხობრივი ანალიზის მეთოდები ძირითადად გამოყენებულია საქართველოს მთავრობის ვალის ინსტიტუციური გარემოს შესწავლის პროცესში, რაც მნიშვნელოვანწილად მოიცავს არსებული საკანონმდებლო ბაზის და მთავრობის ვალის მართვასთან დაკავშირებული სხვა დოკუმენტების შესწავლას და შედარებით ანალიზს. მეორადი წყაროების ანალიზი ძირითადად მოიცავს აქამდე ჩატარებული კვლევების შესწავლას და მოცემული კვლევისთვის მნიშვნელოვანი საკითხების იდენტიფიცირებას.

გარდა ხარისხობრივისა, მოცემული კვლევა მნიშვნელოვნად იყენებს რაოდენობრივი ანალიზის მეთოდებს. კერძოდ, სტატისტიკურ ეკონომეტრიკული მოდელირების ტექნიკას. აღნიშნული მეთოდები მნიშვნელოვნადაა გამოყენებული სადისერტაციო ნაშრომის მეორე თავში, სადაც გაანალიზებულია მთავრობის ვალის გლობალური და ადგილობრივი ტენდენციები. ასევე, საქართველოს მთავრობის ვალის ტენდენციები და მისი პოტენციური გავლენა ქვეყნის ეკონომიკურ მდგომარეობაზე.

სადისერტაციო ნაშრომი მესამე თავი მთლიანად ეკონომეტრიკული მოდელირების მეთოდოლოგიას ეყრდნობა. რომლის გამოყენების მიზანშეწონილობაც ნაშრომში დასაბუთებულია შესაბამისი თეორიებით და სტატისტიკური ტესტების მეშვეობით.

სადისერტაციო ნაშრომის ემპირიული კვლევით ნაწილში, გამოყენებულია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის<sup>1</sup> (International Monetary Fund - IMF), მსოფლიო ბანკის<sup>2</sup> (World Bank-WB), საქართველოს ეროვნული ბანკის<sup>3</sup>, საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურისა<sup>4</sup> და სხვა ორგანიზაციების მონაცემთა ბაზები.

**კვლევის მეცნიერული სიახლე.** მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის შესწავლისთვის, აღნიშნულ ცვლადებს შორის კავშირის შეფასება განხორციელდა ეკონომეტრიკულ-სტატისტიკური მეთოდების გამოყენებით. ნაშრომში, კვლევის ობიექტს წარმოადგენს საქართველოსთან დაკავშირებული მონაცემები, თუმცა მოდელირების შერჩეული ტექნიკის თავისებურებების გათვალისწინებით, მოდელირების ეტაპზე კვლევაში ჩართულია სხვა მსგავსი

---

<sup>1</sup> საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მონაცემთა ბაზები - <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>

<sup>2</sup> მსოფლიო ბანკის მონაცემთა ბაზები - <https://databank.worldbank.org/>

<sup>3</sup> საქართველოს ეროვნული ბანკის მონაცემთა ბაზები - <https://nbg.gov.ge/statistics/statistics-data>

<sup>4</sup> საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მონაცემთა ბაზები - <https://www.geostat.ge/ka>

მახასიათებლების მქონე ქვეყანათა ჯგუფიც. სადისერტაციო ნაშრომის მეცნიერულ სიახლედ შეგვიძლია მივიჩნიოთ:

- სადისერტაციო ნაშრომში განხილული საკითხების ირგვლივ ამ დრომდე ჩატარებული კვლევები ძირითადად ფრაგმენტული ხასიათისაა და აქცენტს აკეთებს კვლევის ფარგლებში განხილულ ცალკეულ საკითხებზე. ამ თვალსაზრისით, მოცემულ კვლევა სისტემატიზირებული ხასიათისაა და აქამდე განხორციელებული კვლევების დიდი ნაწილისგან განსხვავებით, საკითხს მრავალგანზომილებიან ასპექტში შეისწავლის. აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ საკითხის შესწავლა არაა აქცენტირებული მთავრობის ვალზე, როგორც მხოლოდ ფისკალური პოლიტიკის ინსტრუმენტზე და მნიშვნელოვნად ფარავს, მასთან დაკავშირებულ საკითხებს საჯარო ფინანსების მართვის კონტექსტში, რაც ნაშრომის ღირებულებას კიდევ უფრო ამაღლებს.
- უნდა აღინიშნოს ის გარემოებაც, რომ სადისერტაციო ნაშრომში, სხვა მკვლევარების მიერ ამ დრომდე ჩატარებული კვლევების დიდი ნაწილისგან განსხვავებით, განხორციელებული ემპირიული ანალიზი ფარავს COVID 19-ის პანდემიის პერიოდსაც, რაც თემის შინაარსიდან გამომდინარე მნიშვნელოვანი ღირებულების მატარებელია;
- სადისერტაციო ნაშრომის ფარგლებში, სტატისტიკური და ეკონომეტრიკული მეთოდოლოგიის გამოყენებით განსაზღვრულია კავშირი მთავრობის ვალსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის საქართველოსა და საქართველოს მსგავსი მახასიათებლების მქონე სხვა ქვეყნებისთვის. ამასთანავე, პანელის ფორმირებისთვის შერჩეული ქვეყანათა ჯგუფი მცირე თანაკვეთით ხასიათდება სხვა მკვლევარების მიერ, მოცემული თემის ირგვლივ, აქამდე განხორციელებულ კვლევებში შერჩეულ ქვეყანათა ჯგუფებთან. თავის მხრივ, მოდელირებისთვის შერჩეული ტექნიკა მონაცემთა ბუნებისთვის შესაფერისი, თუმცა ნაკლებად კომპლექსური, მარტივად ინტერპრეტირებადი და აღქმადია. უნდა აღინიშნოს, რომ ანალიზის მიზნებისთვის შერჩეული ქვეყნები

პოსტსაბჭოთა და აღმოსავლეთ ევროპის სხვა პოსტკომუნისტურ ქვეყნებს წარმოადგენს.

- კვლევის ფარგლებში შესწავლილია საქართველოს მთავრობის ვალის მართვის საკანონმდებლო ჩარჩო (მათ შორის ქვეყანაში მოქმედი „ფისკალური წესების“ ქმედითუნარიანობა) და სხვადასხვა საერთაშორისო შეფასებების შედეგები. აღნიშნულის საფუძველზე, იდენტიფიცირებულია საქართველოს მთავრობის ვალის მართვის ფორმალურ ინსტიტუციურ გარემოში არსებული გამოწვევები, რაც მნიშვნელოვანი სამეცნიერო და პრაქტიკული დატვირთვის მატარებელია;
- ნაშრომში გაანალიზებულია საქართველოს მთავრობის ვალის და მასთან დაკავშირებული იმ ანალიტიკური ინდიკატორების ტენდენციები, რომელთა მეშვეობითაც შესაძლოა შეფასდეს ფისკალურ მდგრადობის თვალსაზრისით ქვეყანაში არსებული მდგომარეობა, რასაც მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს ეკონომიკურ ზრდაზე. გარდა ამისა, ნაშრომის ფარგლებში გაანალიზებულია საკრედიტო რესურსის ხარჯვის თავისებურებები, რომელსაც ეკონომიკური თეორიის მიხედვით გავლენა აქვს ეკონომიკურ ზრდაზე.
- აღსანიშნავია, რომ მოცემული საკითხის კვლევის შედეგად მიღებულ დასკვნებზე, შერჩეული ქვეყნების და საკვლევი დროის პერიოდის გავლენის მნიშვნელობას არაერთი კვლევა უსვამს ხაზს (მაგ. Mencinger, 2021), რის გამოც მოცემული კვლევის ფარგლებში მიღებული შედეგები, ბუნებრივად უწყობს ხელს, სხვა მკვლევარების მიერ, მოცემული თემის ირგვლივ აქამდე ჩატარებული კვლევების ფარგლებში მიღებული დასკვნების შევსებას.

**ნაშრომის თეორიული და პრაქტიკული მნიშვნელობა.** სადისერტაციო ნაშრომს გააჩნია როგორც თეორიული, ისე პრაქტიკული მნიშვნელობა. ნაშრომის მთავარ ღირებულებას წარმოადგენს მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენასთან დაკავშირებით, სისტემატიზირებული (არაფრაგმენტული) ანალიზის საფუძველზე გამოტანილი დასკვნები საქართველოსთვის. ამ თვალსაზრისით, მოცემული კვლევა გარკვეულწილად ავსებს იმ სივრცეს, რაც მოცემული მიმართულებით არსებობს.

სადისერტაციო ნაშრომში წარმოდგენილი კვლევა დაეხმარება იმ მკვლევარებს და სხვა დაინტერესებულ პირებს, რომელთა ინტერესის საგანსაც წარმოადგენს

ეკონომიკური პოლიტიკა, ფისკალური პოლიტიკა ან/და საჯარო ფინანსები. მოცემული ნაშრომი მათ მიაწვდის სისტემატიზირებულ ინფორმაციას საქართველოში მთავრობის ვალის მართვის პროცესში არსებული გამოწვევების და მისი ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის საკითხებზე.

კვლევის ფარგლებში იდენტიფიცირებული საკითხები გარდა თეორიულისა, ღრმა პრაქტიკული დატვირთვის მატარებელია. კერძოდ, იმის გათვალისწინებით, რომ მოცემული კვლევა მნიშვნელოვნადაა დაკავშირებული სახელმწიფოს ფისკალურ პოლიტიკასა და საჯარო ფინანსების მართვის საკითხებთან, მას მნიშვნელოვანი პრაქტიკული გამოყენების პოტენციალიც გააჩნია.

კვლევას მნიშვნელოვანი საგანმანათლებლო დატვირთვა გააჩნია. იგი შესაძლებელია გამოყენებული იქნას უმაღლეს საგანმანათლებლო დაწესებულებებში განხორციელებულ სასწავლო კურსებში სწავლების სამივე საფეხურზე. კერძოდ, ეკონომიკური პოლიტიკის, მაკროეკონომიკის, საჯარო ფინანსების, ფისკალური პოლიტიკის შემსწავლელ იმ კურსებში, რომელთა ინტერესის საგანს საქართველოში არსებული სიტუაციაც წარმოადგენს. უნდა აღინიშნოს, რომ სადისერტაციო ნაშრომი საინტერესოა საკითხით დაინტერესებული საზოგადოების ფართო წრეებისთვისაც, ვინაიდან განხილული საკითხები მნიშვნელოვნადაა დაკავშირებული „გადასახადების გადამხდელთა“ ინტერესებთან. თავის მხრივ, ფართო საზოგადოებისთვის მოცემული ნაშრომის ხელმისაწვდომობა ხელს შეუწყობს სახელმწიფოს საბიუჯეტო პოლიტიკის თვალსაზრისით საზოგადოების ცოდნის ამაღლებას.

უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ ნაშრომის შედეგები საინტერესოა არა მხოლოდ საქართველოსთვის, არამედ კვლევაში განხილული სხვა ქვეყნებისთვისაც.

**კვლევის შედეგების გავრცელება და პუბლიკაცია.** კვლევის შედეგების აპრობაცია განხორციელდა ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის, ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტის ეკონომიკის სადოქტორო პროგრამის ორ კოლოქვიუმზე, სამეცნიერო კონფერენციებზე და სხვა. კვლევის შედეგები წარდგენილი იქნა არაერთ სამეცნიერო ღონისძიებაზე საქართველოსა და საზღვარგარეთ. მათ შორის გამოსარჩევია:



- VIII საერთაშორისო სამეცნიერო კონფერენცია „გლობალიზაციის გამოწვევები ეკონომიკასა და ბიზნესში“, თბილისი საქართველო (VIII International Scientific Conference "Challenges of Globalization in Economics and Business" (03.11.2023));
- საერთაშორისო კონფერენცია ბიზნესსა და მარკეტინგში. სტამბოლი, თურქეთი (International Congress on Business and Marketing, 2019 (ICBM 19, June 2019, Istanbul, Turkey));
- მე-7 საერთაშორისო აკადემიური კონფერენცია ეკონომიკაში, ბიზნესში, ინჟინერიაში და სოციალურ მეცნიერებებში. თბილისი, საქართველო (7th International Academic Conference on Economics, Business, Engineering and Social Sciences (2019, Tbilisi, Georgia))
- მე-11 საერთაშორისო მულტიდისციპლინური კონფერენცია ეკონომიკაში, ბიზნესში, ტექნოლოგიებსა და სოციალურ მეცნიერებებში (11th International Multidisciplinary Conference on Economics, Business, Technology and Social Sciences (2018, Prague, Czechia));

გარდა ამისა, კვლევის ფარგლებში გამოქვეყნდა/გამოქვეყნების პროცესშია შემდეგი სტატიები:

- The Institutional Characteristics of Government Debt Management and Associated Challenges in Georgia, Journal of Economics and Business Issues, 2024 Volume 4, N1;
- “მთავრობის ვალის დინამიკა მსოფლიოსა და საქართველოში და მასთან დაკავშირებული გამოწვევები მონეტარული პოლიტიკის გლობალური გამკაცრების პირობებში”. ჟურნალი ეკონომისტი, 2023, N4, გვერდები 124-133, ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის პაატა გუგუშვილის ეკონომიკის ინსტიტუტი;
- “Challenges in the Government Debt Portfolio Affecting the Fiscal Sustainability Stance in Georgia”. International Journal of Innovative Science and Research Technology, 2023, Vol. 8, Issue 12;
- “მთავრობის ვალის მართვის ინსტიტუციური გარემოს თავისებურებები საქართველოში”. ჟურნალი ეკონომისტი, 2022, N4, გვერდები 108-118, ივანე

ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის პაატა გუგუშვილის ეკონომიკის ინსტიტუტი;

- “Effects of Public Debt on Private Investment Based on Panel Data”. ჟურნალი ეკონომისტი, 2020, N1, გვერდები 115-120, ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის პაატა გუგუშვილის ეკონომიკის ინსტიტუტი.

**სადისერტაციო ნაშრომის სტრუქტურა.** სადისერტაციო ნაშრომი შედგება კომპიუტერზე ნაბეჭდი 163 გვერდისაგან. ნაშრომის სტრუქტურა მოიცავს შესავალს, 3 თავს, 10 ქვეთავს, დასკვნებსა და რეკომენდაციებს, გამოყენებული ლიტერატურის დასახელების ჩამონათვალს და დანართებს. ასევე 17 ცხრილსა და 41 დიაგრამას.

ნაშრომის პირველ თავში განხილულია მთავრობის ვალის ევოლუციის საკითხები და მასთან დაკავშირებული კლასიკური და თანამედროვე ლიტერატურის მიმოხილვა. ამავე, თავში დეტალურად არის განხილული მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის შესწავლის მეთოდოლოგიური საკითხები.

სადისერტაციო ნაშრომის მეორე თავი ეხება მთავრობის ვალის გლობალური ტენდენციების ანალიზს და მისგან მომდინარე გლობალურ გამოწვევებს. აღნიშნულ თავში ასევე წარმოდგენილია ფისკალური წესების - როგორც მთავრობის ვალის მართვის ინსტრუმენტის ევოლუცია და შესწავლილია მათი ქმედითუნარიანობა.

ამავე თავში მნიშვნელოვანი ნაწილი ეთმობა მთავრობის ვალის და მასთან დაკავშირებული ანალიტიკური ინდიკატორების ტენდენციების ანალიზს საქართველოში. ასევე, საქართველოში მთავრობის ვალის მართვის ფორმალური ინსტიტუციური გარემოს თავისებურებები.

ნაშრომის მესამე თავი სრულად ეთმობა მონაცემთა ემპირიულ ანალიზს მთავრობის ვალი ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის შეფასებისთვის. ამასთანავე, შედეგების საიმედოობის ზრდისთვის, კვლევის ფარგლებში გამოყენებული იქნა მოდელირების ორგვარი მიდგომა.

# თავი I. ეკონომიკურ ზრდაზე მთავრობის ვალის გავლენის თეორიული ანალიზი და პრაქტიკული ასპექტები

## 1.1 მთავრობის ვალის ფორმირება და ევოლუცია

მთავრობის ვალი ფისკალური პოლიტიკის ერთ-ერთ ქვაკუთხედს და მეცნიერული განსჯის საგანს წარმოადგენს. პირველ რიგში მნიშვნელოვანია ერთმანეთისგან გავმიჯნოთ მთავრობის ვალდებულება და მთავრობის ვალი. მთავრობის ვალდებულება შესაძლოა იყოს ცხადი და არაცხადი ფორმის მატარებელი. მაგალითად, მოსახლეობის სოციალური დაცვის სქემებზე გასაწევი დანახარჯი; ასევე მთავრობის მორალური პასუხისმგებლობიდან მომდინარე დანახარჯები არ კლასიფიცირდება მთავრობის ვალად. ერთ-ერთი ყველაზე ფორმალური განმარტებით, მთავრობის ვალი წარმოადგენს მთავრობის ფინანსურ ვალდებულებას ქვეყნის რეზიდენტების ან/და არარეზიდენტების მიმართ (IMF, 2014).

ისტორია იმის თაობაზე, თუ ზუსტად როდიდან იღებს სათავეს მთავრობის ვალის აკუმულირება უცნობია, თუმცა მის საწყისად შეიძლება განხილულ იქნას მომენტი, როდესაც კმაყოფილდებოდა ორი პირობა (Eichengreen et al., 2019):

1. პირველი არის სახელმწიფო ერთეულის მიერ ვალის აღებისთვის აუცილებელი ინსტიტუტების არსებობა: მდგრადი სახელმწიფოებრივი ერთეულის არსებობა, გამოკვეთილი გეოგრაფიული/ეროვნული საზღვრებით; საკონტრაქტო კანონმდებლობის არსებობა, რომელიც სახელმწიფო ერთეულს აძლევს სესხის აღების უფლებამოსილებას; სააღრიცხვო სისტემის არსებობა;
2. სახელმწიფო ერთეულის ხარჯვითი რესურსის საჭიროება უნდა აღემატებოდეს მის საგადასახადო შემოსავლებს და უნდა არსებობდეს ინდივიდების საკმაოდ დიდი რაოდენობა, რომელთაც გააჩნიათ სახელმწიფო ერთეულზე სესხის გაცემის საშუალება.

აღნიშნული კრიტერიუმების მიხედვით, სახელმწიფო ერთეულის მიერ სესხის აღების შესაძლებლობა არაა აუცილებლად დაკავშირებული ქვეყნის პოლიტიკურ-ეკონომიკურ მოწყობასთან.

წერილობითი წყაროების მიხედვით სახელმწიფო ერთეულის მიერ ვალის აღებას ორი ათას წელზე მეტი ხანგრძლივობის ისტორია გააჩნია, რომლის ერთ-ერთ ეპიზოდს, ისტორიული ჩანაწერების მიხედვით ორი ათასი წლის წინ ბერძნულ ქალაქ სახელმწიფო სირაკუსის მმართველების მიერ მოსახლეობისგან სესხების აღება წარმოადგენს (Eichengreen et al., 2021).

სახელმწიფო ერთეულის მიერ საკრედიტო რესურსის მობილიზების მნიშვნელოვან ეტაპად ითვლება XI-XIV საუკუნეების პერიოდი. აღნიშნულ პერიოდში, რესურსის მობილიზებას საკმაოდ მასშტაბური ხასიათი გააჩნდა, რომელიც ძირითადად დაკავშირებული იყო საომარი მოქმედებების დაფინანსებასთან. საკრედიტო რესურსი საშუალებას იძლეოდა დაფინანსებულიყო განუსაზღვრელი მოცულობისა და ხანგრძლივობის დანახარჯები (Stasavage, 2011). სახელმწიფოთა მიერ ვალის აკუმულირების მნიშვნელოვანი მაპროვოცირებელი მოვლენა გახდა დენტის გამოგონება. კერძოდ, აღნიშნული მოვლენის შედეგად, აუცილებელი გახდა გადაიარაღებასა და ციხესიმაგრეების ახალ, დენტის საწინააღმდეგო სტანდარტზე გადასაყვანად მნიშვნელოვანი დანახარჯების გაწევა (Drelichman, Voth, 2014). შუა საუკუნეების კონფლიქტები, ცალკეული კვლევების მიხედვით, თანამედროვე ფისკალური პოლიტიკის და სახელმწიფო ვალის ფორმირების ერთ-ერთ მთავარ მამოძრავებელ ძალადაც კი ითვლება (Yun-Casalilla, O'Brien, 2015).

მე-17 საუკუნის შუა ხანებიდან ევროპულ სახელმწიფოებს შორის, ვესტფალიის სამშვიდობო შეთანხმების შედეგად, შედარებით მშვიდობიანმა პერიოდმა დაისადგურა (Yun-Casalilla, O'Brien, 2015). ამ პერიოდიდან სამთავრობო როლის როლის შეზღუდვით, სახელმწიფო ინსტიტუტების როლის გაძლიერებისა და ურბანიზაციის ზრდის პირობებში უფრო და უფრო მზარდი მოთხოვნით ხასიათდებოდა საზოგადოებრივი საქონელი. ამ ტენდენციების შედეგად, საკრედიტო რესურსით ნაცვლად ომების დაფინანსებისა, უფრო და უფრო აქტიურად ფინანსდებოდა საზოგადოებრივი დოვლათი, როგორცაა წყალგაყვანილობისა და საგზაო ინფრასტრუქტურა, განათლება და სხვა. ამ პროცესს დამატებით ხელი შეუწყო ფინანსური გლობალიზაციის გაღრმავების შედეგად საკრედიტო რესურსის

ხელმისაწვდომობის ზრდამ (Eichengreen et al., 2019). უნდა აღინიშნოს, რომ ამ პერიოდში, კრედიტორების ძირითად ნაწილს მდიდარი ოჯახები წარმოადგენდნენ, თუმცა ფინანსური სისტემის განვითარების კვალდაკვალ, ფინანსური ინსტიტუტები, კრედიტორთა უფრო და უფრო მზარდ ნაწილს შეადგენდა (Ferguson 2006). მე-17 საუკუნიდან ევროპულ სახელმწიფოებში ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მაჩვენებელი დაახლოებით 20-60%-ს შეადგენდა (Yun-Casalilla, O'Brien, 2015). ამასთანავე, საკრედიტო რესურსის მობილიზება ძირითადად სავალო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით ხორციელდებოდა (Eichengreen et al., 2019).

სახელმწიფო ერთეულის მხრიდან საკრედიტო რესურსის მობილიზების ხანგრძლივი ისტორიის მიუხედავად, ისეთი საკითხები, როგორცაა გაკოტრება, ზოგად ეკონომიკურ მდგომარეობაზე ვალის გავლენა და სხვა, შედარებით ხანმოკლე ისტორიის მატარებელია.

გაკოტრების რისკების მართვის თვალსაზრისით, ისტორიულად ერთ-ერთ გარდამტეხ მომენტად ითვლება 1672 წელს, ინგლისის მონარქ ჩარლზ მეორის მიერ, ინგლისის ვალზე გაკოტრების დეკლარირება (ე.წ. „ხაზინის დიდი გაჩერება“ (The Great Stop of the Exchequer)), რასაც სამეფოს მხრიდან 1694 წელს ინგლისი ბანკის დაარსება მოჰყვა. მიუხედავად იმისა, რომ მეთექვსმეტე საუკუნიდან უკვე არსებობდა ბანკების დაარსების პრაქტიკა, მოცემულმა მოვლენამ რევოლუცია მოახდინა საჯარო ფინანსების მართვის თვალსაზრისით, რადგან ინგლისის ბანკის მიზანს, მისი წინამორბედებისგან განსხვავებით ომებისთვის საჭირო ფინანსების მოძიება და მართვა წარმოადგენდა (მათ შორის საკრედიტო რესურსის მობილიზება და მართვა), რაც შემდგომ საუკუნეებში გაზიარებულ იქნა არაერთი სხვა სახელმწიფოს მიერ (Ferguson N. 2008). ინგლისის ცენტრალური ბანკისთვის მსგავსი როლის მინიჭებამ, ერთი ინსტიტუტის პასუხისმგებლობის ქვეშ მოაქცია როგორც მონეტარული, ისე ფისკალური პოლიტიკის გატარების მანდატი (Neal, 1990).

მიუხედავად გარკვეული პროგრესული ნაბიჯებისა, გადაჭარბებული ხარჯვისკენ მიდრეკილება და ვალის აკუმულირება სახელმწიფოებს პერიოდული გაკოტრებების ტალღის ქვეშ აქცევდა. განსაკუთრებით მე-19 საუკუნეში, როდესაც

ხშირი იყო საგარეო ვალების გადაუხდელობა. ამასთანავე, ისტორიული წყაროების მიხედვით, გაკოტრების ძირითად მიზეზებს მაკროეკონომიკური დისბალანსი, პოლიტიკური არასტაბილურობა და საომარი მოქმედებების არსებობა წარმოადგენდა (Reinhart, Rogoff 2009).

მთავრობის ვალის აკუმულირების ეკონომიკურ ეფექტებზე დისკუსია ძირითადად კაპიტალიზმის თეორიული ჩარჩოს ფორმირების და განვითარების პარალელურად მიმდინარეობდა. უნდა აღინიშნოს, რომ ტექნიკური და ტექნოლოგიური შეზღუდვების გამო ვალის ამ ეფექტების შესახებ ეკონომისტებს შორის დისკუსია მე-20 საუკუნის მეორე ნახევრამდე ძირითადად თეორიულ შეხედულებებს, ეკონომიკურ იდეოლოგიებს და თეორიულ მოდელებზე დაყრდნობით მიმდინარეობდა. ამასთანავე, მნიშვნელოვანი სხვაობა შეინიშნება ამა თუ იმ ეკონომიკური სკოლის შეხედულებებს შორის.

მთავრობის მხრიდან დეფიციტურ ხარჯვასა და ვალის აკუმულირებაზე ბრიტანელი კლასიკოსი ეკონომისტების დამოკიდებულება ძირითადად სკეპტიკური ხასიათის მატარებელია, თუმცა არგუმენტაცია, რითაც ისინი თავიანთი პოზიციის განმტკიცებას ცდილობენ განსხვავებულია.

ადამ სმიტი (Adam Smith) თავის ნაშრომში „კვლევა ერების სიმდიდრის ბუნებისა და მიზეზების შესახებ“, სხვა საკითხებთან ერთად აქცენტს ამახვილებს მთავრობის მიერ დაბალანსებული ბიუჯეტის შენარჩუნების მნიშვნელობაზე. მისი შეფასებით, დეფიციტური ბიუჯეტი, შემდგომში დეფიციტის უფრო გაღრმავების საჭიროებას წარმოქმნის, რაც საბოლოოდ პროგრესულად მზარდ დეფიციტსა და ვალში აისახება. მზარდი დეფიციტი და ვალი კი თვის მხრივ, მომავალში გადასახადები უფრო მკვეთრი ზრდის საჭიროებას წარმოქმნის (Gootzeit, M. 1987). აღსანიშნავია, რომ სმიტის მსჯელობა აქცენტს ძირითადად გრძელვადიან პერიოდზე აკეთებს და მოკლევადიანი ფისკალურ სტიმულებს ნაკლებ ყურადღებას უთმობს.

ვალის აკუმულირების ეფექტები მნიშვნელოვან საკითხს წარმოადგენს დევიდ რიკარდოს (David Ricardo) ნაშრომში „ნარკვევი დაფინანსების სისტემის შესახებ“. საკუთარი შეხედულებების დასაბუთებისთვის რიკარდო რაციონალური მოლოდინების და ქცევითი ეკონომიკის თეორიის ელემენტებს ჯერ კიდევ მე-19

საუკუნის დასაწყისში იყენებს (Churchman, 2001). კერძოდ, იგი ამტკიცებდა, რომ თეორიული თვალსაზრისით მთავრობის მიერ ხარჯების ზრდა სესხის მობილიზებით და გადასახადების ზრდით შეიძლება ჩაითვალოს ეკვივალენტურად, რადგან გადასახადის გადამხდელები აცნობიერებენ, რომ მაშინაც კი, თუ მიმდინარე გადასახადები არ გაიზრდება, მთავრობის მხრიდან დეფიციტური ხარჯვა, ვალის აკუმულირებას იწვევს, რომლის დასაფარადაც მომავალში გადასახადების ზრდა გარდაუვალია. შედეგად, გადასახადების გადამხდელები იძულებულნი არიან მიმდინარე შემოსავლის გარკვეული ნაწილი დაზოგონ მომავალში გაზრდილი გადასახადების გადასახდელად. შეიძლება ითქვას, რომ ამ მოვლენით მომავალში მოსალოდნელი გადასახადების ტვირთი გადმოდის მიმდინარე პერიოდში. შედეგად, მთავრობის მხრიდან გაზრდილი დანახარჯების ეფექტი ერთობლივ მოთხოვნაზე ბალანსდება კერძო მოხმარების შემცირების ეფექტით და ორივე მოვლენის ჯამური ეფექტი ერთობლივ მოთხოვნასა და შესაბამისად, ეკონომიკის მთლიან გამოშვებაზე ნეიტრალურია. აღნიშნული მოსაზრება ეკონომიკურ თეორიაში, შემდგომში „რიკარდოს ეკვივალენტურობის“ სახელით დამკვიდრდა.

თეორიულად ეკვივალენტურობისა, რიკარდო აღნიშნავდა რომ მთავრობის ვალის ზრდის პირობებში ადამიანები იმყოფებიან „ფისკალურ ილუზიაში“ და ვერ აცნობიერებენ მთავრობის მხრიდან მომავალში გადასახადების ზრდის აუცილებლობას, რის გამოც რეალურ სამყაროში გადასახადების ზრდას და ვალის აკუმულირებას მკვეთრად განსხვავებული ეფექტები გააჩნიათ. კერძოდ, იგი აღნიშნავს, რომ გადასახადები მიემართება ინდივიდების მიმდინარე შემოსავლებს, რომელიც შესაძლოა მიმართულიყო ან არ მიმართულიყო მიმდინარე მოხმარებაზე. მეორეს მხრივ, ვალის აკუმულირებით მცირდება ეკონომიკაში უკვე არსებული დანაზოგების და შესაბამისად პოტენციურად განსახორციელებელი პროდუქტიული ინვესტიციების დაფინანსებისთვის ხელმისაწვდომი რესურსი. ამ მხრივ რიკარდო მთავრობის დეფიციტური ხარჯვის არაპროდუქტიულობაზე მიუთითებს და გაზრდილი ხარჯების დაფინანსების უკეთეს ალტერნატივად ყველა შემთხვევაში გადასახადების გაზრდას განიხილავს. აღნიშნულ მოვლენას ხშირად „რიკარდოს არაეკვივალენტურობის“ სახელით მოიხსენიებენ (Holtfrerich, 2013)..

აღსანიშნავია, რომ რიკარდოს ეკვივალენტურობის თეორიამ შემდგომი განვითარება რაციონალური მოლოდინების თეორიის ფარგლებში პოვა. კერძოდ, რობერტ ბაროს (Robert Barro) მიხედვით, ვალის ზრდის პირობებში ეკონომიკურ აგენტებს უჩნდებათ მომავალში გადასახადების ზრდის რაციონალური მოლოდინი. შედეგად მათი მოხმარებისა და ინვესტიციებისადმი ზღვრული მიდრეკილება მცირდება, ხოლო დაზოგვისადმი ზღვრული მიდრეკილება იზრდება, რაც ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკის ეფექტების დაბალანსებას განაპირობებს. აღნიშნულმა გარემოებამ გრძელვადიან პერიოდში შესაძლოა კაპიტალის ქვეყნიდან გადინებასაც შეუწყოს ხელი (Barro, 1974).

უნდა აღინიშნოს, რომ ბაროს აღნიშნული თეორია უარყოფს რიკარდოსეულ „ფისკალური ილუზიის“ არსებობას და ეყრდნობა იმ დაშვებას, რომ ადამიანები არიან რაციონალურები და მოხმარება-დაზოგვის შესახებ გადაწყვეტილებას იღებენ რაციონალურად, მათთვის ხელმისაწვდომი ინფორმაციის სრულფასოვნად გათვალისწინებით. კვლევების დიდი ნაწილი აღნიშნული დაშვების მნიშვნელოვან სისუსტეზე მიუთითებს.

მთავრობის ვალის აკუმულირების ეფექტებს შეეხო ჯონ სტიუარტ მილიც (John Stuart Mill), რომელიც ძირითადად სმიტის და რიკარდოს შეხედულებებს იზიარებს, თუმცა გარკვეულწილად აფართოებს მსჯელობას და ვალის აკუმულირების პოტენციურ სარგებელსაც განიხილავს. კერძოდ, მილი აღნიშნავს, რომ მთავრობის მხრიდან საკრედიტო რესურსით დანახარჯების გაწევა შეიძლება სარგებლის მომტანი იყოს თუკი:

- სესხები ფინანსდება უცხოური დანაზოგებით;
- მთავრობა სესხულობს შიდა დანაზოგების ხარჯზე, რომელიც შეიძლება ინვესტირებულიყო ქვეყნის გარეთ, ან ქვეყნის შიგნით მაგრამ არაპროდუქტიულად;
- მთავრობის მხრიდან სესხება იწვევს დაზოგვის სტიმულირებას, რომელიც სხვა შემთხვევაში არ მოხდებოდა.

ჯონ სტიუარტ მილი ასევე აღნიშნავს, რომ აღნიშნული პირობების დაუკმაყოფილებლობის შემთხვევაში მთავრობა, სესხებით ამცირებს დანაზოგების



საერთო დონეს რითაც ზეწოლას ახდენს საპროცენტო განაკვეთებზე ზრდის მიმართულებით. ამ სიტუაციაში იგი, ფაქტობრივად პირდაპირ კონკურენციაში შედის კერძო სექტორთან, თუმცა კერძო სექტორისგან განსხვავებით ამ რესურსს უმეტეს შემთხვევაში არაპროდუქტიულად იყენებს (Holtfrerich C. 2013).

მთავრობის მხრიდან საკრედიტო რესურსით დაფინანსებული დანახარჯების გაწევას მნიშვნელოვნად აკრიტიკებს ფრანგული ლიბერალური სკოლის წარმომადგენელი ეკონომისტები. ამასთანავე, აღნიშნული მოვლენის კრიტიკის თვალსაზრისით მათი არგუმენტაცია არაერთგვაროვანია.

აღნიშნული სკოლის ერთ-ერთი წარმომადგენელი გუსტავ დე მოლინარი (Gustave de Molinari) თავის ნაშრომში - „უსაფრთხოების წარმოება“ (The Production of Security) აღნიშნავს, რომ მთავრობის ვალის ზრდა გამოწვეულია მთავრობის მხრიდან უსაფრთხოებისა და თავდაცვის საკითხების მონოპოლიზებით (Molinari G., 1849). კერძოდ, როდესაც მთავრობა აკონტროლებს უსაფრთხოების და თავდაცვის სფეროებს იგი ამით მომავალი თაობების სახელით სესხების ლეგიტიმაციას იღებს. იგი მთავრობის ვალს თაობათა შორის სიმდიდრის გადანაწილების არასამართლიან მექანიზმად მიიჩნევს.

მთავრობის ვალის ზრდის ლიმიტირების მექანიზმად მოლინარი განიხილავს თავდაცვისა და უსაფრთხოების სფეროების თავისუფალ საბაზრო ეკონომიკის პრინციპებზე გადაყვანას, სადაც საზოგადოების წევრებს არჩევანი ექნებათ საკუთარი შემოსავლების გათვალისწინებით თავად გადაწყვიტონ რა დონეზე სჭირდებათ აღნიშნული მომსახურება.

მოლინარის მსგავსად, მთავრობის მხრიდან საკრედიტო რესურსით დანახარჯების გაწევას აკრიტიკებს ფრანგული ლიბერალური სკოლის მეორე წარმომადგენელი ფრედერიკ ბასტია (Frederic Bastiat), თუმცა მისი არგუმენტაცია განსხვავებულია და მეტად ეკონომიკურ საკითხებთანაა დაკავშირებულია (Guenin, 2017). კერძოდ, ბასტიას მიხედვით მთავრობის ვალი წარმოადგენს სიმდიდრის ტრანსფერს პროდუქტიული ინდივიდებისგან, უმეტესად არაპროდუქტიულ მთავრობაზე. მას შემოაქვს ე.წ. „გატეხილი ფანჯრის სიცრუის“ თეორია ("The Broken window fallacy"), რომლითაც იგი წარმოაჩენს მთავრობის ვალის ეკონომიკურ

დანახარჯს. კერძოდ, იგი აღნიშნავს, რომ მთავრობის მხრიდან საკრედიტო რესურსით დაფინანსებული ინფრასტრუქტურა და სხვა საზოგადოებრივი საქონელი, თითქოს ცხადი სახით ქმნის სარგებელს. თუმცა იგი მიუთითებს, რომ თუკი საკრედიტო რესურსი დარჩებოდა კერძო სექტორის განკარგვაში, იგი შესაძლოა უფრო პროდუქტიულად გამოყენებულიყო.

შედარებით განსხვავებულია ამ სკოლის გვიანდელი წარმომადგენელ პიერ-პოლ ლეროი-ბოულიე (Pierre-Paul Leroy-Beaulieu) შეხედულება, რომლის მიხედვითაც მთავრობის ვალის გავლენა საზოგადოებაზე დამოკიდებულია იმაზე, თუ როგორ გამოიყენებს მთავრობა საკრედიტო რესურსს (Gemie, 1992). კერძოდ, ლეროი აღნიშნავს, რომ წარსულში, საკრედიტო რესურსის დიდი ნაწილი არაპროდუქტიული მიზნებისთვის გამოიყენებოდა, რამაც ეკონომისტებს ჩამოუყალიბა რწმენა მთავრობის ვალის არასასურველობისა და ამ წყაროთი დაფინანსებული დანახარჯების არაპროდუქტიულობაზე, რაც მცდარი შეხედულებაა და საკრედიტო რესურსი წარმატებით შეიძლება იქნას გამოყენებული პროდუქტიულად.

ბრიტანელი და ფრანგი ეკონომისტებისგან განსხვავებულ პოზიციას აყალიბებენ მე-18-მე-19 საუკუნის გერმანული ეკონომისტები (გერმანული ისტორიული სკოლა). აღნიშნული სკოლის იდეოლოგია მთლიანად ეფუძნებოდა ეკონომიკაში სახელმწიფოს აქტიურ ჩარევას (Silagadze, 2016) და მთავრობის ვალთან მიმართებით მათი დამოკიდებულების ამოსავალი წერტილი სწორედ ეს იდეოლოგია იყო. კერძოდ, ისინი აღიარებენ ვალის ზრდასთან დაკავშირებულ შესაძლო პოტენციურ ნაკლოვანებებს, თუმცა მათი მინიმიზებისთვის საკრედიტო რესურსით დაფინანსებული ხარჯების პროდუქტიულობის აუცილებლობაზე მიუთითებენ.

გერმანული ისტორიული სკოლის წარმომადგენელი ფრიდრიხ ლისტი (Friedrich List) სახელმწიფოს მიერ აღებულ ვალს ეკონომიკური განვითარებისა და ინდუსტრიული პროგრესის ხელშეწყობისთვის საჭირო კაპიტალით უზრუნველყოფის საშუალებად განიხილავს (Levi-Faur, 1997). ამასთანავე იგი აღნიშნავს, რომ სარგებლიანობისთვის აუცილებელია მთავრობის მხრიდან საკრედიტო რესურსი სტრატეგიულად იქნას გამოყენებული ინფრასტრუქტურის

განვითარებისთვის, ადგილობრივი ინდუსტრიების ხელშეწყობისთვის და ეკონომიკური დაბრკოლებების დაძლევისთვის.

პოზიტიურ მხარეებთან ერთად, ფრიდრიხ ლისტი ასევე მიუთითებს უკონტროლოდ მზარდი ვალის მნიშვნელოვან საფრთხეებზე და დიდ მნიშვნელობას ანიჭებს პასუხისმგებლობიანი ფისკალური მენეჯმენტის არსებობას, რომელიც უზრუნველყოფს ფისკალურ მდგრადობას.

მსგავს პოზიციას იზიარებს გერმანელი ეკონომისტი კარლ დიტცელი (Carl Dietzel) (Holtfrerich, 2013). იგი მთავრობის მიერ გაწეულ დანახარჯებს აუცილებლად არაპროდუქტიულად არ განიხილავს და ემხრობა სახელმწიფოს მიერ საკრედიტო რესურსის გამოყენებას არამხოლოდ გადაუდებელი საჭიროებების დასაფინანსებლად, არამედ სხვადასხვა მომგებიანი ინვესტიციებისა და რეფორმების მხარდასაჭერად, რომელმაც საბოლოოდ ხელი უნდა შეუწყოს კერძო სექტორის პროდუქტიულობის ზრდას. კარლ დიტცელის მიხედვით სახელმწიფოს მხრიდან მსგავსი დანახარჯების გაწევა დამატებით სარგებელს იძლევა დასაქმების ზრდის ხელშეწყობის თვალსაზრისითაც. ამასთანავე, იგი უპირისპირდება დევიდ რიკარდოს (David Ricardo) პოზიციას, რომელიც ემხრობა ფაქტობრივად ყველანაირი სახელმწიფო დანახარჯის დაფინანსებას გადასახადების ზრდით მობილიზებული რესურსის ხარჯზე. კარლ დიტცელი აღნიშნავს, რომ სახელმწიფოს მიერ ვალების ნულოვან დონეზე შენარჩუნება ფუფუნების საგანს წარმოადგენს, რომლის მიღწევასაც მნიშვნელოვანი კეთილდღეობის დანახარჯი გააჩნია.

იმავე პოზიციას იმყოფება ლორენც ფონ შტაინი (Lorenz von Stein), რომელიც აღნიშნავს, რომ მთავრობის ხარჯების საკრედიტო რესურსით დაფინანსება მდგრადი და უსაფრთხოა მხოლოდ იმ შემთხვევაში თუკი ამით იზრდება პროდუქტიულობა, რაც საბოლოო ჯამში მთავრობის ვალის მომსახურებას უზრუნველყოფს. ლორენც ფონ შტაინი განასხვავებს მთავრობის ვალის პირდაპირ და არაპირდაპირ პროდუქტიულობას. პირველი მათგანი წარმოადგენს სახელმწიფო კორპორაციებში საკრედიტო რესურსით დაფინანსებულ ინვესტიციებს, რომელიც ხელს უწყობს მოგების გამომუშავებას. არაპირდაპირი პროდუქტიულობა კი საკრედიტო რესურსით ისეთი პროექტების დაფინანსებას გულისხმობს, რომელიც ხელს უწყობს

კერძო სექტორის პროდუქტიულობის ზრდას, და საბოლოო ჯამში ზრდის მთავრობის მიერ მობილიზებულ საგადასახადო შემოსავლებსაც. ამასთანავე, ლორენც ფონ შტაინი ვალის მდგრადობის მნიშვნელოვან ინდიკატორად განიხილავს მთავრობის ვალის სახელმწიფოს შემოსავლებთან ფარდობის მაჩვენებელს (Holtfrerich, 2013). იგი ყურადღებას ამახვილებს ვალის მდგრადობის საკითხებზე და აღნიშნავს, რომ ამ მხრივ მნიშვნელოვანია შესაბამისი საკანონმდებლო და ინსტიტუციური გარემოს არსებობა.

მთავრობის ვალის საკითხებზე მნიშვნელოვანია ადოლფ ვაგნერის (Adolph Wagner) შეხედულებები, რომელმაც მისი წინამორბედებისგან განსხვავებით აქცენტი არამხოლოდ მთავრობის დანახარჯების დაფინანსების წყაროებზე, არამედ უშუალოდ მთავრობის დანახარჯებსა და მის სტრუქტურაზე გაამახვილა. კერძოდ, ვაგნერმა ერთ-ერთმა პირველმა გაავლო პარალელი საზოგადოებრივი ცხოვრების განვითარების შედეგად წარმოქმნილ საჭიროებებსა და სახელმწიფოს მხრიდან ამ საჭიროებების საპასუხოდ გასაწევ დანახარჯების აუცილებლობას შორის. ადოლფ ვაგნერი აღნიშნავს, რომ დროთა განმავლობაში იზრდება საზოგადოების სოციალური და კულტურული საჭიროებები, რაც სახელმწიფოს მხრიდან გაზრდილი დანახარჯების გაწევას მოითხოვს. (Holtfrerich, 2013) აღნიშნულ თეორიას შემდგომში „მთავრობის მზარდი დანახარჯების ვაგნერის წესი ეწოდა“.

ადოლფ ვაგნერი მთავრობის დანახარჯებს სამ კატეგორიად ყოფს და იქვე აღნიშნავს თითოეული კატეგორია რა წყაროთი უნდა ფინანსდებოდეს. კერძოდ:

- 1) ჩვეულებრივი დანახარჯები, რომელიც სახელმწიფოს სტანდარტული და რეგულარული დანახარჯია (მთავრობის შენახვის, ინსტიტუტების ფუნქციონირების და სხვა);
- 2) საჯარო ინვესტიციები, რომელიც არარეგულარული ხასიათისაა, ზრდის ქვეყნის კაპიტალის მარაგს და მომავალში სარგებლის გამომუშავების პოტენციალს (ინვესტიცია ფიქსირებულ აქტივებში);
- 3) არასტანდარტული/არარეგულარული დანახარჯები, რომელსაც იწვევს ომები, კატასტროფები და სხვა.

ადოლფ ვაგნერის მიხედვით ჩვეულებრივი დანახარჯები სრულად უნდა დაფინანსდეს საგადასახადო და სხვა არასაკრედიტო ხასიათის შემოსავლებით. ამ ხარჯების დაფინანსება კრედიტით ქრონიკულ დეფიციტსა და არამდგრად ფისკალურ მდგომარეობას იწვევს (Holtfrerich, 2013).

კაპიტალური ინვესტიციების შექმნა უნდა დაფინანსდეს საკრედიტო რესურსით, ხოლო მათი მიმდინარე მოვლა შენახვა, უნდა დაფინანსდეს საგადასახადო და სხვა არასაკრედიტო ხასიათის შემოსავლებით. საკრედიტო რესურსით დასაფინანსებელ კატეგორიას მიეკუთვნება ასევე „სახელმწიფოს გაზრდილი საჭიროებებიდან“ წარმოქმნილი რეფორმებთან დაკავშირებული ხარჯი (Holtfrerich, 2013).

რაც შეეხება არასტანდარტულ/არარეგულარულ დანახარჯებს, ისინი ასევე უნდა დაფინანსდეს საკრედიტო რესურსით.

აღსანიშნავია, რომ ადოლფ ვაგნერის მიხედვით, საკრედიტო რესურსით დაფინანსებული დანახარჯების მოცულობა არ შეიძლება იყოს უსასრულო და უნდა არსებობდეს განსაზღვრული ჭერი (Holtfrerich, 2013). ამ თვალსაზრისით იგი ფაქტობრივად ე.წ. „ფისკალური წესის“ შემუშავების ინიციატივით გამოდის.

მთავრობის ვალთან და მის ეფექტებთან დაკავშირებით საინტერესო და წინამორბედი ეკონომისტებისგან განსხვავებული მოსაზრება გააჩნია ამერიკელ ეკონომისტ ჰენრი ჯორჯს (Henry George). თავის ნაშრომში, „პროგრესი და სიღარიბე“, ჰენრი ჯორჯი აღნიშნავს, რომ ხშირ შემთხვევაში, მთავრობის მიერ სესხის აღება ემსახურება მდიდარი და გავლენიანი ადამიანების ინტერესებს, რომელთაც გავლენა გააჩნიათ მთავრობის ქმედებებზე (Horton, Chisholm, 1991). კერძოდ, მთავრობა სესხს იღებს მდიდარი ადამიანებისგან და აღნიშნული სესხის დაფარვის გარანტიად იყენებს მის მიერ მომავალში გადასახადების დაწესების ექსკლუზიურ ავტორიტეტს. შედეგად ყალიბდება ფინანსური ინტერესის მქონე მდიდარ ინდივიდთა ჯგუფი, რომელთა ინტერესშიცაა ძლიერი მთავრობის არსებობა მასში მინიმალური ცვლილებების გარეშე. აღნიშნულ მსჯელობაზე დაყრდნობით, ჰენრი ჯორჯი აღნიშნავს, რომ ვალის ზრდა ხშირ შემთხვევაში კორუფციასთან და უკონტროლოდ გაზრდილ ხარჯებთანაა ასოცირებული. უნდა აღინიშნოს, რომ ჰენრი ჯორჯის შეხედულება გარკვეულწილად ეხმიანება იმ პერიოდს, როდესაც მთავრობის მიერ

საკრედიტო რესურსის მობილიზება ძირითადად მდიდარი ინდივიდების დანაზოგების ხარჯზე ხდებოდა. აღსანიშნავია, ისიც, რომ აღნიშნული თეორია გარკვეულწილად ეხმიანება ე.წ. „ლობისტური“ ჯგუფების არსებობას, რომლებიც ეკონომიკური პოლიტიკის გატარების სფეროში ძალაუფლებას ფლობენ და ნებისთ თუ უნებლიედ ზეგავლენას ახდენენ სახელმწიფო პოლიტიკაზე. ამით კი იზღუდება ეკონომიკური პოლიტიკის გამტარებლის ავტონომია.

აღსანიშნავია, რომ მე-20 საუკუნის 30-იან წლებამდე მთავრობის ვალის მიმართ დამოკიდებულება ძირითადად კლასიკური ეკონომიკური სკოლის დოქტრინით განისაზღვრებოდა და აქცენტი დაბალანსებული ბიუჯეტის შენარჩუნებაზე კეთდებოდა.

აღნიშნულ საკითხთან მიმართებაში რევოლუციური გარდაქმნა მოახდინა „დიდმა დეპრესიამ“ და იმავე პერიოდში ბრიტანელი ეკონომისტის ჯონ მეინარდ კეინზის (John Maynard Keynes) ნაშრომმა „დასაქმების პროცენტისა და ფულის ზოგადი თეორია“ (The General Theory of Employment, Interest and Money, 1936). კლასიკოსი ეკონომისტებისგან განსხვავებით, ჯონ მეინარდ კეინზი კონტრაციული ფისკალური პოლიტიკის გატარების მომხრე იყო. კერძოდ, იგი მხარს უჭერდა სახელმწიფოს დეფიციტურ ხარჯვას ეკონომიკური ვარდნისას და პირიქით ეკონომიკური აღმავლობისას. შესაბამისად, ჯონ მეინარდ კეინზის მიხედვით „ცუდ პერიოდებში“ აკუმულირებული ვალების დაფარვა უნდა მომხდარიყო „კარგ პერიოდებში“ პროფიციტული ხარჯვით.

ჯონ მეინარდ კეინზმა პირველმა შემოიტანა „დაზოგვის პარადოქსის“ ცნება. აღნიშნული თეორიის მიხედვით, თუკი საზოგადოება და ბიზნესი კრიზისის პირობებში ცდილობს დანაზოგების ზრდას, რაც რეალობაში ხშირად შეიძლება მოხდეს, ეს ერთობლივ მოთხოვნას ამცირებს და ეკონომიკური კრიზისის გაღრმავებას უწყობს ხელს. ჯონ მეინარდ კეინზის მიხედვით სწორედ აღნიშნული პარადოქსის გამო ეკონომიკას თვით გაჯანსაღების უნარი ყოველთვის არ გააჩნია, რის გამოც კრიზისი შესაძლოა დიდხანს გაგრძელდეს. იგი აკრიტიკებდა წინამორბედი ეკონომისტების შეხედულებებს, რომელთა მიხედვითაც გრძელვადიან პერიოდში ეკონომიკა წონასწორულ მდგომარეობას უბრუნდება. აღნიშნულ

შეხედულებას იგი უპირისპირდება ცნობილი ტერმინით - „გრძელვადიან პერიოდში ყველანი დავიხოცებით“ (Keynes, 1923). შესაბამისად, კეინზი დიდ მნიშვნელობას ანიჭებდა განგრძობადი კრიზისის სწრაფად დაძლევის აუცილებლობას, რაშიც გადამწყვეტ მნიშვნელობას ანიჭებდა სახელმწიფოს. კერძოდ, იგი აუცილებლად მიიჩნევდა ეკონომიკაში სახელმწიფოს ჩარევას კრიზისების დროს ერთობლივი მოთხოვნის სტიმულირების მიზნით.

კეინზის იდეებმა მის სიცოცხლეშივე მნიშვნელოვანი პოპულარობა შეიძინა და 1970-იან წლებამდე ეკონომიკის დომინანტურ თეორიას წარმოადგენდა. მიუხედავად დომინირებისა, პერიოდულად იგი კრიტიკის ობიექტი ხდებოდა ძირითადად ავსტრიული ეკონომიკური სკოლის წარმომადგენლების მხრიდან, რომელიც მნიშვნელოვანწილად ფრანგული ლიბერალური სკოლის შეხედულებებს იზიარებს (Salerno, 2018). ავსტრიული სკოლის წარმომადგენლები მიუთითებენ რომ ეკონომიკური ციკლები ბუნებრივი მოვლენაა და მათ რეგულირებაში სახელმწიფოს ჩარევა „ეკონომიკური გაჯანსაღების“ პროცესს აფერხებს. გარდა ამისა, დეფიციტური ხარჯვის კონტექსტში მათი კრიტიკის საგანს წარმოადგენდა მთავრობის პოტენციურად გაზრდილი ზომა, რომელიც მათი შეფასებით სხვა ეკონომიკურ და არაეკონომიკურ პრობლემებთანაა ასოცირებული.

აღნიშნული სკოლის ერთ-ერთი თვალსაჩინო წარმომადგენლის ფრიდრიხ ჰაიეკის (Friedrich Hayek) მიხედვით, მთავრობის ვალის აკუმულირებას გააჩნია ეკონომიკური და არაეკონომიკური ეფექტები. კერძოდ, ვალის ეკონომიკური ეფექტების თვალსაზრისით იგი აქცენტს რესურსების არასწორ განაწილებაზე აკეთებს, რომელიც გამოწვეულია სახელმწიფოს ჭარბი ხარჯების შედეგად ეკონომიკური სიგნალების დამახინჯებით. არაეკონომიკური ეფექტების თვალსაზრისით ფრიდრიხ ჰაიეკი აღნიშნავს, რომ მთავრობის ვალის ზრდა მომავალში გადასახადების ზრდის აუცილებლობას წარმოქმნის, რაც მნიშვნელოვნად ზღუდავს ინდივიდების ეკონომიკურ და პერსონალურ თავისუფლებას. გარდა ამისა, მისი შეფასებით მთავრობის ზომის ზრდა ხელს უწყობს ტოტალიტარული რეჟიმის ფორმირებას (Hayek, 1944).

მსგავს პოზიციას იზიარებს ავსტრიული სკოლის თანამედროვე წარმომადგენელი, ჰანს-ჰერმან ჰოპი (Hans-Hermann Hoppe). კერძოდ იგი აღნიშნავს, რომ მთავრობის მხრიდან სესხის აღება, გარდა ეკონომიკური სიგნალების დარღვევისა, არღვევს მომავალი თაობების უფლებებსაც, ვინაიდან მათ ამ გადაწყვეტილებისთვის ხმის მიცემის საშუალება არ ჰქონიათ. იგი ასევე აქცენტს აკეთებს ვალის აკუმულირებაზე, როგორც პოლიტიკური პროცესის ნაწილზე და აღნიშნავს, რომ მთავრობის მიერ სესხის აღება შესაძლოა ემსახურებოდეს მოკლევადიანი პროექტების განხორციელებას ან საკუთარი პოპულარობის ზრდას, რასაც გრძელვადიანი სარგებელი არ გააჩნია (Hoppe, 2017). ამ კუთხით ჰოპი თანხვედრაშია საზოგადოებრივი არჩევანის თეორიის ეკონომისტთა შეხედულებებთან, რომელიც ასევე ეჭვქვეშ აყენებს მთავრობის დანახარჯების ეფექტიანობას.

საზოგადოებრივი არჩევანის თეორიის თვალსაჩინო წარმომადგენელი ჯეიმს ბიუქენენის (James McGill Buchanan) მიხედვით მთავრობის ვალი, ეკონომიკური პოლიტიკის სხვა ინსტრუმენტებთან ერთად ხშირ შემთხვევაში პოლიტიკური პროცესის ნაწილია. იგი მთავრობის ფისკალურ პოლიტიკას ხსნის ე.წ. „დეფიციტის გადახრის“ თეორიით (Deficit bias), რომლის მიხედვითაც პოლიტიკის გამტარებლები ხშირად გადაწყვეტილებებს საარჩევნო მიზნებით იღებენ და არა გრძელვადიანი ფისკალური ანგარიშვალდებულების პრინციპის დაცვით. შესაბამისად, ვალის ზრდა შესაძლოა გამოწვეული იყოს არა ეკონომიკური ეფექტიანობის გათვალისწინებით, არამედ პოლიტიკური მიზნებით. ჯეიმს ბიუქენენი, მის თანამოაზრე რიჩარდ ვაგნერთან ერთად მნიშვნელოვნად აკრიტიკებს კეინზიანურ თეორიას და აღნიშნავს რომ ჯონ მეინარდ კეინზის დოქტრინამ არჩევნების გზით დანიშნულ ხელისუფლებას საშუალება მისცა ხარჯოს გადასახადების დაწესების გარეშე. აღნიშნულმა მნიშვნელოვნად დაარღვია ამ დოქტრინამდე არსებული ფისკალური დისციპლინა, რომელიც დაბალანსებული ბიუჯეტის არსებობაში გამოიხატებოდა. ამასთანავე, ჯეიმს ბიუქენენი მიუთითებს სამთავრობო წარმომადგენლების მხრიდან კეინზიანური იდეების არასწორი ფორმით გატარებაზე (Tempelman, 2007), რაც გამოხატულია გრძელვადიან პერიოდში ძირითადად დეფიციტური ბიუჯეტის



არსებობით და ვალის განგრძობითი აკუმულირების პროცესით. იგი აღნიშნავს: „პოლიტიკოსები გახდნენ „ნახევრად კეინზიანელები“, ... და საბიუჯეტო პოლიტიკის წარმართვა ხორციელდება „ნახევრად კეინზიანური“ პარადიგმით.“ (Tempelman, 2007).

ყოველივე აღნიშნულიდან გამომდინარე, ჯეიმს ბიუქენენი დიდ მნიშვნელობას ანიჭებს მთავრობის ფისკალურ პოლიტიკაზე მაღალი ლეგიტიმაციის - კონსტიტუციური შეზღუდვების და ლიმიტების დაწესებას, რომელიც მთავრობის გადაწყვეტილებებს გრძელვადიან ფისკალურ მიზნებს შეუსაბამებს. აღსანიშნავია, რომ ჯეიმს ბიუქენენის შეხედულებები მნიშვნელოვანწილად შესაბამისობაშია მე-19 საუკუნის ამერიკელი ეკონომისტის ჰენრი ჯორჯის შეხედულებებთანაც (Tempelman, 2007).

1970-იანი წლებში ჯონ მეინარდ კეინზის იდეებმა პოპულარობა დაკარგა, რის მთავარ მიზეზსაც ამ პერიოდში ნავთობკრიზისების ფონზე წარმოქმნილი ე.წ. „სტაგფლაციური“ ეკონომიკური მდგომარეობა წარმოადგენდა, რომლის „მკურნალობის რეცეფტი“ კეინზს თავის ნაშრომებში არ შემოუთავაზებია. ამ პერიოდიდან, ეკონომიკის სახელმწიფოს რეგულირების საკითხზე დებატები განსაკუთრებით გამწვავდა. ეკონომიკის მონეტარისტული სკოლის წარმომადგენლებმა ეჭვქვეშ დააყენეს კონტრციკლური ფისკალური პოლიტიკის ეფექტიანობა (Jahan et al, 2014). მილტონ ფრიდმანი (Milton Friedman) აღნიშნავდა, რომ მთავრობის როლი უნდა განისაზღვრებოდეს ფისკალური პოლიტიკის სტაბილიზაციით და არა მისი მანიპულაციით ეკონომიკური ციკლების სტაბილიზაციისთვის (Anderson et al., 1986).

ნაკლებად პოპულარულობის თითქმის 40 წლიანი პერიოდის შემდეგ, 2007-08 წლების გლობალურმა ფინანსურ-ეკონომიკურმა კრიზისმა კეინზიანური იდეების აღორძინება გამოიწვია და ისინი კრიზისის საპასუხოდ გატარებული ეკონომიკური პოლიტიკის თეორიული ფუნდამენტი გახდა არაერთი ქვეყნის მთავრობისთვის, მათ შორის ამერიკის შეერთებულ შტატებსა და გაერთიანებულ სამეფოში (Jahan et al, 2014). ამ ფაქტთან დაკავშირებით, ახალი კეინზიანური ეკონომიკური სკოლის წარმომადგენელი გრეგორი მენქიუ (Gregory Mankiw) აღნიშნავს: „თუ თქვენ აპირებთ

მხოლოდ ერთ ეკონომისტს მიმართოთ ეკონომიკის წინაშე არსებული პრობლემების გასაგებად, მცირეა იმის ეჭვი, რომ ეს ეკონომისტი ჯონ მეინარდ კეინზი არ იქნებოდა. მიუხედავად იმისა, რომ კეინზი ნახევარ საუკუნეზე მეტი ხნის წინ გარდაიცვალა, მისი დიაგნოზი რეცესიებისა და დეპრესიების შესახებ რჩება თანამედროვე მაკროეკონომიკის საფუძვლად.“ (Mankiw, 2008).

## 1.2 მთავრობის ვალის შესახებ თანამედროვე შეხედულებები

უნდა აღინიშნოს, რომ 1970-იანი წლებიდან კეინზიანურმა და კლასიკურმა იდეებმა გარკვეული სინთეზი განიცადა და ჩამოყალიბდა ეკონომიკის ისეთი სკოლები, როგორცაა ნეოკლასიკური სკოლა, ახალი კეინზიანური სკოლა და სხვა. აღნიშნული სკოლების წარმომადგენლებმა მსჯელობა მთავრობის ვალის ეფექტების და მისი ნაკლოვანებების შესახებ დამატებით გააფართოვეს. მაგალითად, ახალი კეინზიანური სკოლის ერთ-ერთი თვალსაჩინო თანამედროვე წარმომადგენლის ჯოზეფ სტიგლიცის (Joseph Stiglitz) მიხედვით, მთავრობის ვალი თავის თავში არ უნდა იქნას აღქმული პრობლემად და გაცილებით დიდი მნიშვნელობა აქვს იმას თუ როგორ იხარჯება მობილიზებული საკრედიტო რესურსი. ჯოზეფ სტიგლიცის მიხედვით საკრედიტო რესურსი დახარჯული უნდა იქნას პროდუქტიულ მიმართულებებზე, როგორცაა განათლება, ინფრასტრუქტურა, კვლევები და განვითარება. ამასთანავე იგი აღნიშნავს, რომ საკრედიტო რესურსით დაფინანსებული აქტივობები სამართლიანად უნდა იქნას განაწილებული საზოგადოებაში (Stiglitz, 2015).

ჯოზეფ სტიგლიცი ასევე აღნიშნავს, რომ მთავრობის ვალის ზედმეტად მაღალი დონე, თუკი ეს დაკავშირებულია მისი მომსახურების ხარჯების ზრდასთანაც, პოტენციურად ეკონომიკური ზრდის შემაფერხებელ ფაქტორად შეიძლება იქცეს, ვინაიდან ასეთ სიტუაციაში სახელმწიფოს მიერ გაწეული დანახარჯები პროდუქტიული მიმართულებების ნაცვლად (განათლება, ინფრასტრუქტურა და სხვა) არაპროდუქტიულად იხარჯება (Stiglitz, 2015). აღსანიშნავია, რომ ჯოზეფ სტიგლიცის პოზიცია მთავრობის ვალთან მიმართებაში მნიშვნელოვანწილადაა თანხვედრაში მე-19 საუკუნის გერმანელი ეკონომისტების შეხედულებებთან (ფრიდრიხ ლისტი, ადოლფ ვაგნერი, კარლ დიტცელი და სხვა).

მთავრობის ვალის ეფექტებთან დაკავშირებით თვალსაჩინოა ახალი კეინზიანური სკოლის წარმომადგენელ, ჯეფრი საქსისა და პოლ კრუგმანის (Jeffrey Sachs; Paul Krugman) ე.წ. „სუვერენული ვალის ლაფერის მრუდი“-ს თეორია (Debt Laffer Curve theory) (Sachs, 1990; Krugman, 1988). აღნიშნული თეორიის მიხედვით არსებობს მთავრობის ვალის ოპტიმალური ზომა, რომელზე გადაჭარბებითაც იგი

ეკონომიკურ ზრდას აფერხებს. კრუგმანის მიხედვით აღნიშნული მექანიზმი მუშაობს შემდეგნაირად: მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან ფარდობის დაბალი დონის პირობებში, კერძო ეკონომიკური აგენტებისთვის ფისკალურ პოლიტიკასთან დაკავშირებული გაურკვევლობის ხარისხი და შესაბამისად ფისკალური რისკები დაბალია. ამასთანავე, საგარეო წყაროებიდან მიღებული ვალით დაფინანსებული ხარჯები ეკონომიკურ აქტივობაზე აისახება დადებითად. სიტუაცია იცვლება აღნიშნული მაჩვენებლის მაღალი დონის პირობებში. ამ დროს ეკონომიკურ აგენტებს, ბიუჯეტზე ვალის მაღალი წნეხიდან გამომდინარე უჩნდებათ გადასახადების ზრდის რაციონალური მოლოდინი, რაც ზეწოლას ახდენს საინვესტიციო აქტივობაზე შემცირების მიმართულებით (როგორც ადგილობრივ ისე უცხოურ ინვესტიციებზე).

მთავრობის ვალთან მიმართებაში ასევე საინტერესო იდეას აყენებს, თომას პიკეტი (Thomas piketty), რომელმაც აღნიშნული საკითხები შეისწავლა დიდი ბრიტანეთის და საფრანგეთის ისტორიულ მონაცემებზე დაყრდნობით. თომას პიკეტი აღნიშნავს: „... სახელმწიფოს ვალის ასეთი გაზრდილი დონე კარგად ემსახურებოდა გამსესხებლების ინტერესებს მინიმუმ იმასთან შედარებით თუკი ბრიტანეთის მონარქია თავის დანახარჯებს დააფინანსებდა საგადასახადო შემოსავლებით. იმ ადამიანების პოზიციიდან, რომლებიც თანახმა არიან მიასესხონ სახელმწიფოს, ცხადია გაცილებით უკეთესია გაასესხონ და სანაცვლოდ მომდევნო წლებში ამ თანხიდან მიიღონ საპროცენტო შემოსავალი ვიდრე დღესვე გადაიხადონ გადასახადი ყოველგვარი კომპენსაციის გარეშე.“ „... სახელმწიფოზე მასობრივი მისესხება თავის მხრივ ბანკებს საშუალებას აძლევს გაზარდონ პროცენტები, რაც ცხადია მდიდარი გამსესხებლების - მეწარმეების, ბანკირების და სხვა მდიდარი ინდივიდების ინტერესებშია.“ (Piketty, 2013).

მე-20 საუკუნის შუა ხანებიდან, სტატისტიკური ინფორმაციის წარმოების და რაოდენობრივი ანალიზის მეთოდების მნიშვნელოვანი გაუმჯობესების პირობებში, თეორიული მოდელები და შეხედულებები, მნიშვნელოვნად გაამდიდრა რაოდენობრივი ანალიზის მეთოდებზე დაფუძნებულმა დასკვნებმა. აღნიშნული პერიოდიდან აქტიურად ხდება მთავრობის ვალის ეკონომიკური ეფექტების

თეორიული შეხედულებების დასაბუთება ან/და უარყოფა ემპირიულ ანალიზზე დაყრდნობით. უშუალოდ, ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის ანალიზის თვალსაზრისით აქცენტი ძირითადად ორი მიმართულებით კეთდება:

- 1) მთავრობის ვალის გავლენის შეფასება ეკონომიკურ ზრდაზე მათ შორის წრფივი დამოკიდებულების დაშვებით;
- 2) მთავრობის ვალის “ოპტიმალური ზომის” (კრიტიკული ნიშნულის) ძიება.

ამასთანავე, დროთა განმავლობაში განსაკუთრებით აქტუალური მეორე საკითხი გახდა. მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების კრიტიკული ნიშნულის იდენტიფიცირება მკვლევარებისა და პოლიტიკის გამტარებლებისთვის ინტერესის საგანს წარმოადგენს, ვინაიდან იგი ფისკალური პოლიტიკის დიზაინის განმსაზღვრელი მნიშვნელოვანი ფაქტორია (Law et al. 2021).

თეორიულად, მთავრობის ვალის ზრდის ნეგატიური მხარე პირველ რიგში გაკოტრების თანმდევი რისკის ზრდასთანაა ასოცირებული. კერძოდ, თუკი ქვეყანაში მთავრობის ვალის ნიშნული უკვე მაღალია, მისი დამატებითი ზრდა ასოცირებულია პოტენციურ გაკოტრებასთან, რაც საბოლოოდ ეკონომიკური ზრდის ტემპს მნიშვნელოვნად ამცირებს (Woo, Kumar 2015). ასევე, ვალის მაღალი ნიშნული ცვლის მოლოდინებს, ზრდის გაურკვევლობას და ქვეყნის სუვერენული რისკის პრემიუმს (Blanchard 1985; Cochrane, 2011; Codogno et al., 2003), რაც კერძო ინვესტიციების განხორციელებას მნიშვნელოვნად ზღუდავს. გარდა ამისა, მთავრობის ვალის მაღალი ნიშნულის მთლიანი სამამულო პროდუქტის (Gross Domestic Product – GDP) ზრდის ტემპზე ნეგატიური გავლენის ერთ-ერთ მთავარ არხს, ეკონომიკური შოკების მიმართ მთავრობის ეფექტიანი რეაგირების შესაძლებლობის შემცირება წარმოადგენს (Sutherland, Hoeller 2012).

კვლევების მზარდი ოდენობა მიუთითებს მთავრობის ვალის მოცულობასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის შებრუნებული U ფორმის, ე.წ. „ვალის ლაფერის მრუდის“ დამოკიდებულების არსებობაზე. მაგალითად, კატრინ პატილომ, ჰელენ პუარსონმა და ლუკა რიჩიმ (Catherine Pattillo; Helene Poirson; Luca Ricci) ემპირიულ ანალიზზე

დაყრდნობით აჩვენებს, რომ ვალის მაღალი დონე ეკონომიკურ ზრდას ორი ძირითადი არხის მეშვეობით ზღუდავს: 1) კაპიტალურის აკუმულირებაზე უარყოფითი გავლენით; 2) პროდუქტიულობაზე უარყოფითი გავლენით (Pattillo et al. 2004). აღნიშნულ კვლევასთან თანხვედრაშია კუმარისა და ვუს (Manmohan S. Kumar and Jaejoon Woo) გავლენიანი ნაშრომი, რომელშიც მათ აჩვენებს, რომ ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის საწყისი დონის 10%-ით ზრდა, 0.2 პროცენტული პუნქტით ამცირებს ყოველწლიური რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (Gross Domestic Product – GDP) ზრდის ტემპს (მაჩვენებელი განვითარებული ქვეყნებისთვის შედარებით მცირეა და 0.15 პროცენტულ პუნქტს შეადგენს). ამასთანავე, გავლენა მკვეთრად უარყოფითია ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მაღალი ნიშნულის (90%-ზე მეტი) პირობებში. აღნიშნული ნეგატიური დამოკიდებულება ძირითადად პროდუქტიულობის შემცირებითაა გამოწვეული რის მიზეზსაც თავის მხრივ, მთავრობის ვალის ზრდის შედეგად, ერთ ადამიანზე კაპიტალის მარაგის ზრდის ტემპის შემცირება წარმოადგენს. კერძოდ, მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის 10 პროცენტული პუნქტით ზრდა ინვესტიციებს 0.4 პროცენტული პუნქტით ამცირებს (Kumar, Woo 2010).

ვალის პოტენციური ეფექტების ანალიზისთვის, კარმენ რეინჰარტის და კენეტ როგოფის (Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff) მიერ, გაანალიზებული იქნა 44 ქვეყნის მონაცემები 1790-2009 წლებისთვის. შედეგების მიხედვით მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მაჩვენებელი რომელიც აღემატება 90%-ს, უარყოფით გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე. 90%-ზე დაბალი ნიშნულის შემთხვევაში კი გავლენა სუსტი თუმცა პოზიტიურია. ამასთანავე, მხოლოდ საგარეო ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მაჩვენებლისთვის ნიშნული შედარებით დაბალ 60%-ს შეადგენს (Reinhart, Rogoff, 2011). აღსანიშნავია, რომ აღნიშნული კვლევა შემდგომში მნიშვნელოვნად იქნა გაკრიტიკებული კოდირების შეცდომების,

არათანმიმდევრულად შეწონილი შემაჯამებელი სტატისტიკური მაჩვენებლების გამოყენების და სხვა მიზეზების გამო (Herndon et al., 2013).

აღსანიშნავია, რომ კვლევების დიდი ნაწილის მიხედვით, მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების მაჩვენებლის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენა განსხვავებულია განვითარებადი და განვითარებული ქვეყნებისთვის. მაგალითად, ჯერნი მენსინგერის, მიროსლავ ვერბიჩის და ალექსანდერ არისტოვნიკის მიხედვით (Jernej Mencinger, Miroslav Verbič, Aleksander Aristovnik), განვითარებული ქვეყნებისთვის მთავრობის ვალის დონის კრიტიკული ნიშნული დაახლოებით 90-94%-ს შეადგენს, მაშინ როდესაც განვითარებადი ქვეყნებისთვის იგი მკვეთრად დაბალ 44-45%-ის დონეზეა განსაზღვრული (Mencinger et al., 2015).

კვლევების ნაწილი ვალის ზრდის მოკლევადიანი და გრძელვადიანი პერიოდის განსხვავებულ ეფექტებზე ამახვილებს ყურადღებას. თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ ამ თვალსაზრისით მიღებული შედეგები არაერთგვაროვანია. მაგალითად მარტა გომესი-პუიგიმ და სიმონ სოსვილა-რივერომ (Marta Gomez-Puig, Simon Sosvilla-Rivero) 1961-2013 წლების პერიოდისთვის, შეისწავლეს ევროზონის 11 ქვეყნის მონაცემები, რის შედეგადაც დაადგინეს, რომ გრძელვადიან პერიოდში, მთავრობის მაღალი ვალი ნეგატიურ გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე, მაშინ როდესაც მოკლევადიან პერიოდში ეფექტი შესაძლოა იყოს დადებითი ან უარყოფითი, ქვეყნის მახასიათებლებიდან გამომდინარე. ავტორების მიხედვით ვალის ზრდის შედეგად „ეკონომიკური შენელება“ ძირითადად გამოწვეულია მომავალში გადასახადებთან დაკავშირებული გაურკვევლობის ზრდით, კერძო ინვესტიციების გამოდევნის ეფექტით და ეკონომიკური შოკების მიმართ მდგრადობის შესუსტებით. (Gomez-Puig, Sosvilla-Rivero, 2017).

აღნიშნულისგან განსხვავებით, მატის ლოფის და ტომას მალინენის (Matthijs Lof; Tuomas Malinen) მიერ, 20 განვითარებული ქვეყნის მონაცემებზე დაყრდნობით ჩატარებული კვლევის მიხედვით, მთავრობის ვალის მოცულობასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის, სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი ურთიერთკავშირი გრძელვადიან პერიოდში არ იკვეთება (Lof, Malinen, 2014). უფრო მეტიც, კვლევის მიხედვით

ცვლადებს შორის კავშირი საპირისპირო მიმართულებით მოქმედებს. კერძოდ, დაბალი ეკონომიკური ზრდა ასოცირებულია ვალის ზრდის მაღალ ტემპთან და პირიქით. ანალოგიურად, უგო პანიცას და ანდრეა პრესბიტეროს (Ugo Panizza; Andrea Presbitero) მიერ მთავრობის ვალსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის მიზეზშედეგობრივი კავშირის ანალიზი განხორციელდა OECD-ს ქვეყნების მონაცემებზე დაყრდნობით, ინსტრუმენტული ცვლადების მეთოდის (iv) გამოყენებით, თუმცა აღნიშნული მიდგომის ფარგლებში რაიმე მიზეზშედეგობრივი კავშირის იდენტიფიცირება არ მომხდარა. შესაბამისად, კვლევის მიხედვით ვალის დონე ეკონომიკურ ზრდის ტემპზე საშუალოვადიან პერიოდში ნეიტრალურია (Panizza, Presbitero, 2014).

კვლევების ნაწილი, აქცენტს არა ვალის აბსოლუტურ მოცულობაზე, არამედ მისი ტრამპეტორიის თანმდევ ეფექტებზე აკეთებს. ამ თვალსაზრისით, კვლევების უმეტესობაში მიღებული შედეგებით, ვალის მზარდი დონე ძირითადად ეკონომიკური ზრდის ტემპის შეფერხებას იწვევს და პირიქით. მაგალითად, ალექსანდრე ჩუდიკის, კამიარ მოჰადესის, ჰაშემ პესარანის, მეჰდი რაისის (Alexander Chudik, Kamiar Mohaddes, M. Hashem Pesaran, Mehdi Raissi) მიერ 19 განვითარებული და 21 განვითარებადი ქვეყნის, 1965-2010 წლების მონაცემთა ანალიზმა აჩვენა, რომ განვითარებად ქვეყნებში, რომლებშიც მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მაჩვენებელი 30-60%-ს აღემატება, ეკონომიკური ზრდის ტემპი მნიშვნელოვნად იკლებს. ანალოგიური ნიშნული განვითარებული ქვეყნებისთვის 80%-ს შეადგენს. ამასთანავე, ავტორების მიხედვით მიუხედავად ვალის მოცულობისა, მისი მზარდი მოცულობა, ცხად უარყოფით გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე (Chudik et al., 2017). ანალოგიური შედეგი იქნა მიღებული ანდრეა პესკატორის, დამიანო სანდრის და ჯონ სიმონის (Andrea Pescatori, Damiano Sandri, John Simon) კვლევაში, რომელშიც შესწავლილი იქნა მაღალი, თუმცა კლებადი მთავრობის ვალის მქონე ქვეყნები. აღნიშნულ ქვეყნებში ეკონომიკური ზრდის მაღალი ტემპი ფიქსირდებოდა (Pescatori et al., 2014).

როგორც აღინიშნა, მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის მასშტაბი ქვეყნებს შორის მნიშვნელოვანი ჰეტეროგენულობით ხასიათდება. კვლევების



ნაწილი აღნიშნული ჰეტეროგენულობის მიზეზად ქვეყნებს შორის არსებულ სხვაობას ასახელებს მაკროეკონომიკურ, ფინანსურ და ინსტიტუციურ კონტექსტში. მაგალითად, ჩუდაკის მიხედვით, გავლენა ქვეყნებს შორის განსხვავდება მათ შორის ფინანსური სისტემის, ვალის მომსახურების წარსული ისტორიის და პოლიტიკურ სისტემაში არსებული სხვაობების გამო (Chudik et al. 2017). ანდროს კურტელოსის, ტანასის სტენგოსის, ჩიჰ-მინგ ტანის (Andros Kourtellos, Thanasis Stengos, Chih-Ming Tan) მიხედვით, ეკონომიკურ ზრდაზე მთავრობის ვალის გავლენა დამოკიდებულია ქვეყნის დემოკრატიულ ინსტიტუტებზე. კერძოდ, სუსტი ინსტიტუციური გარემოს პირობებში, აღნიშნულ მაჩვენებლებს შორის არსებობს უარყოფითი კავშირი, მაშინ როდესაც გამართული ინსტიტუციური გარემოს პირობებში აღნიშნული კავშირი ქრება (Kourtellos et al. 2013).

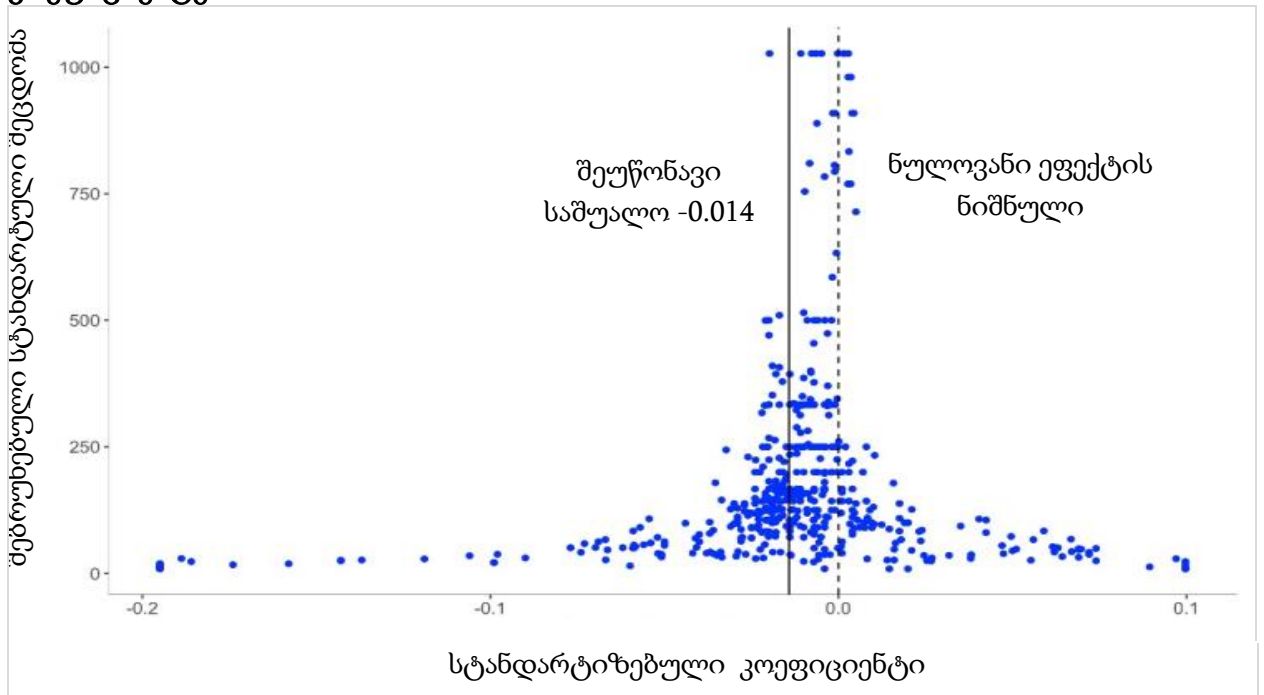
ინსტიტუციურ გარემოსთანაა კავშირში ვლადიმირ ტელესის და კაიო ცეზარ მუსოლინის (Vladimir Teles, Caio Cesar Mussolini) კვლევაც, რომელთაც აქცენტი გაამახვილეს მთავრობის დანახარჯების პროდუქტიულობაზე. კვლევის ავტორებმა, 74 ქვეყნისგან შემდგარ პანელური მონაცემების ემპირიული ანალიზით დაადგინეს, რომ მთავრობის ვალის ზრდამ შესაძლოა წახალისოს ეკონომიკური ზრდა. თუმცა, ამის წინაპირობას ჯანსაღი ფისკალური სიტუაციის არსებობა წარმოადგენს, რომელშიც ვალის ზრდა ასოცირებულია მთავრობის მხრიდან პროდუქტიული დანახარჯების ზრდასთან (Teles, Mussolini, 2014). ამ თვალსაზრისით, კვლევა მიუთითებს საკრედიტო რესურსის ეფექტიანი გამოყენების აუცილებლობაზე, რომელიც მნიშვნელოვნადაა თანხვედრაშია მე-19 საუკუნის გერმანელი ეკონომისტების თეორიულ შეხედულებებთან. განვითარებული ინსტიტუციური გარემოს არსებობის მაღალ მნიშვნელობაზე მიუთითებენ სხვა მკვლევარებიც (Masuch, Moshammer 2017, Law et al. 2021).

კონსტანს დე სოირესმა, რეინა კავაიმ და მენგქსიუ ვანგმა (Constance de Soyres, Reina Kawai, Mengxue Wang) მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის ანალიზისას, ნაცვლად ვალის აბსოლუტური დონისა, აქცენტი გაამახვილეს ვალის დონეში არსებულ შოკებზე (Soyres et al., 2022). ავტორების მიხედვით, ვალის არაპროგნოზირებული ზრდა მნიშვნელოვნად ამცირებს მთლიანი სამამულო

პროდუქტის (Gross Domestic Product – GDP) ზრდის ტემპს მომდევნო სამწლიან პერიოდში. მიუხედავად ამისა, ეფექტი მნიშვნელოვანი ჰეტეროგენულობით ხასიათდება ქვეყნების მიხედვით. კერძოდ, ვალის შოკების შედეგად, ეკონომიკური ზრდის ტემპების შენელებას განსაკუთრებით მწვავედ ის ქვეყნები განიცდიდნენ, რომელთაც ვალის საწყისი ნიშნული მაღალ დონეზე ჰქონდათ ან ბოლო ხუთი წლის განმავლობაში ვალის დონე ხასიათდებოდა მზარდი ტრაექტორიით. ამასთანავე, გავლენა ხდებოდა პოზიტიური დაბალი შემოსავლის მქონე და „მაღალი ვალის მქონე ქვეყნების ინიციატივის“<sup>1</sup> ფარგლებში საკრედიტო შეღავათების მიმღები ქვეყნებისთვის.

მთავრობის ვალსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის წრფივი და არაწრფივი ურთიერთკავშირის თაობაზე საინტერესო დასკვნებს გვთავაზობს ფილიპ ჰაიმბერგერი (Philipp Heimberger).

**დიაგრამა 1. მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის სტანდარტიზებული კოეფიციენტები**



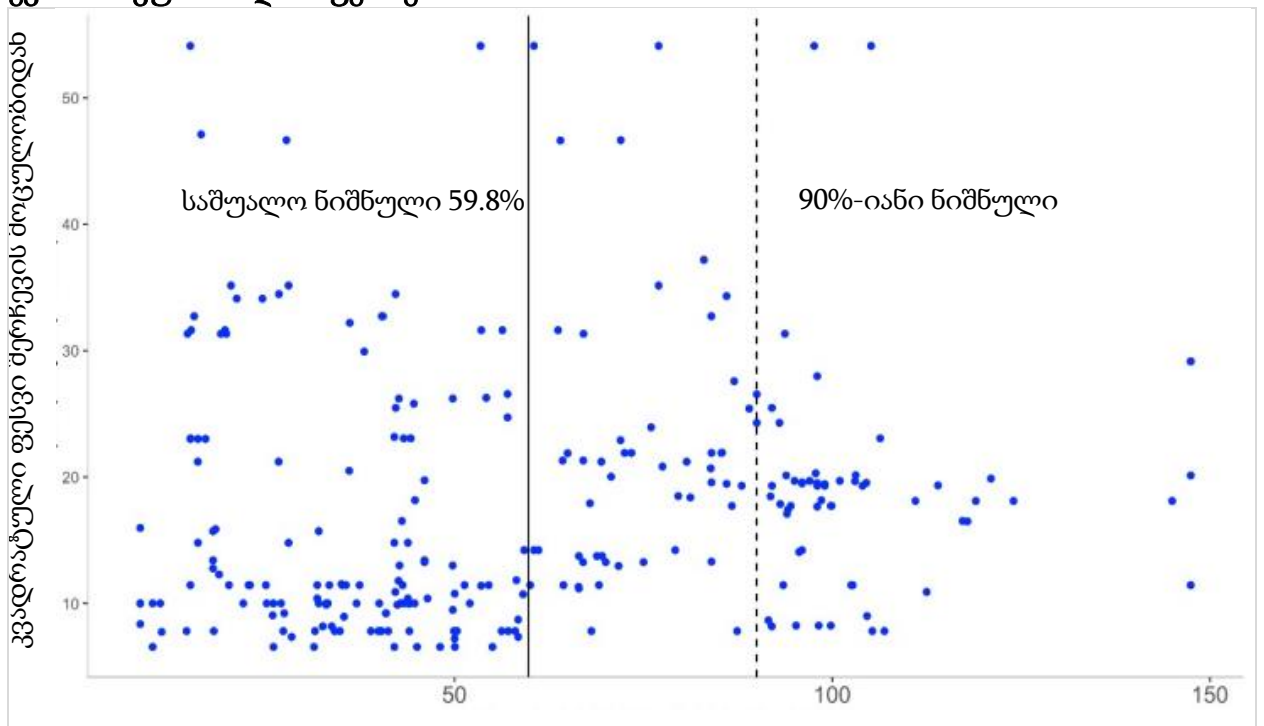
წყარო: <https://wiiw.ac.at/do-higher-public-debt-levels-reduce-economic-growth-dlp-5976.pdf>

ფილიპ ჰაიმბერგერმა, მთავრობის ვალსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის პოტენციურად არსებული წრფივი კავშირის შეფასებისთვის მეტაანალიზის

<sup>1</sup> აღნიშნული პროგრამა 1996 წელს ერთობლივად იქნა შეთანხმებული IMF-ის და WB-ს მიერ. პროგრამის მიზანს მასში მონაწილე ქვეყნებში ვალის მდგრად დონეზე შენარჩუნება წარმოადგენდა.

ტექნიკაზე დაყრდნობით შეისწავლა მონაცემები ამ კუთხით არსებულ 33 პირველად კვლევაში წარმოდგენილი 566 დაკვირვების წერტილზე დაყრდნობით. კვლევის მიხედვით, ეკონომიკურ ზრდასა და ვალის დონეს შორის კავშირი საშუალოდ ნეგატიურია, თუმცა მიღებულმა მონაცემებმა ცხადყო, რომ დამოკიდებულება აღნიშნულ ცვლადებს შორის შესაძლოა იყოს დადებითიც კონკრეტული ქვეყნის თავისებურებებიდან გამომდინარე (Heimberger 2021). იმავე კვლევაში, 22 პირველად ნაშრომში წარმოდგენილ მონაცემების მეტაანალიზზე დაყრდნობით შესწავლილი იქნა ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის ის დონე, რომლის მიღმაც ვალის ზრდა, ეკონომიკურ ზრდას აფერხებს. ნაშრომებში ამ „წერტილის“ იდენტიფიცირებულ 260 შეფასებაზე დაყრდნობით, ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის „კრიტიკული“ მკვეთრად და დამოკიდებული გამოყენებულ მონაცემებსა და მოდელირების ტექნიკაზე და მერყეობს 8.4%-დან 147.5%-მდე. ამასთანავე, მონაცემები აღნიშნულ დიაპაზონში გაფანტულია მკვეთრად გამოხატული საშუალო ტენდენციის გარეშე.

**დიაგრამა 2. კვლევების მიხედვით მიღებული მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის კრიტიკული ნიშნული, რომლის მიღმაც იგი ეკონომიკურ ზრდას აფერხებს**



„კრიტიკული ნიშნული“ (%), (მთავრობის ვალი/GDP) (%)

წყარო: <https://wiiw.ac.at/do-higher-public-debt-levels-reduce-economic-growth-dlp-5976.pdf>

აღნიშნული კვლევა მნიშვნელოვნად აკრიტიკებს წინამდებარე კვლევებში იდენტიფიცირებულ ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების 90%-იან ნიშნულს, რომლის მიღმაც ვალის კიდევ უფრო მეტად ზრდა ნეგატიურ გავლენას ახდენს ეკონომიკურ ზრდაზე.

ვალის კრიტიკულ ნიშნულთან მიმართებით მსგავს დასკვნას გვთავაზობს ელ მოსტაფა ბენტურის კვლევა (El Mostafa Bentour), რომლის მიხედვითაც აღნიშნული ნიშნული ქვეყნებს შორის განსხვავებულია სხვადასხვა შერჩევის, ქვეყანათა ჯგუფის და საანალიზო დროის პერიოდის მიხედვით (Bentour, 2021).

საქართველოს კონტექსტიდან გამომდინარე, უცხოელი ეკონომისტების მიერ ჩატარებულ მნიშვნელოვან კვლევად შეიძლება ჩაითვალოს ბესნიკ ფეტაის, კესტრიმ ავდიმეტაის, აბდილმენაფ ბეჯეთის და არბენ მალაის (Besnik Fetai, Kestrim Avdimetaj, Abdylmenaf Bexheti, Arben Malaj) კვლევა, რომელთაც მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის ეფექტები შეისწავლა აღმოსავლეთ ევროპის გარდამავალი ქვეყნების მაგალითზე. საკვლევი პერიოდი მოიცავს 1995-2017 წლებს. კვლევის მიხედვით ვალის მოცულობასა და მთლიანი სამამულო პროდუქტის (Gross Domestic Product – GDP) ზრდის ტემპს შორის, შესწავლილ ქვეყნებში არსებობს ნეგატიური კავშირი. ამასთანავე, ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების კრიტიკული წერტილი ქვეყნების მიხედვით განსხვავებულია და შედარებით დაბალია ნაკლებად განვითარებული ქვეყნებისთვის. კერძოდ აღნიშნული წერტილი ცენტრალური ევროპის ქვეყნებისთვის 81.6%-ს, აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებისთვის 71.9%-ს, ხოლო დასავლეთ ბალკანეთის რეგიონისთვის 58.2%-ს შეადგენს (Fetaj et al., 2020).

### 1.3 კვლევის მეთოდოლოგია

მთავრობის ვალის ეკონომიკურ პარამეტრებზე გავლენის შეფასება მეთოდოლოგიის საკმაოდ ფართო სპექტრს იყენებს, რომელიც მოიცავს როგორც ხარისხობრივ, ისე რაოდენობრივი ანალიზის მეთოდებს. ამასთანავე, მოცემულ სადისერტაციო ნაშრომში, შესასწავლი საკითხის კვლევის მეთოდოლოგია მნიშვნელოვანწილად ეყრდნობა, სხვა მკვლევარების მიერ გამოყენებულ მიდგომებს. პირველ რიგში აღნიშნული მოიცავს ხარისხობრივი ანალიზის მეთოდებს. ხარისხობრივი ანალიზის ნაწილში აქცენტი გაკეთებულია როგორც პირველადი, ისე მეორადი წყაროების შესწავლასა და ანალიზზე. პირველადი წყაროების თვალსაზრისით ხარისხობრივი ანალიზის მეთოდები ძირითადად გამოყენებულია საქართველოს მთავრობის ვალის ინსტიტუციური გარემოს შესწავლის პროცესში, რაც მნიშვნელოვანწილად მოიცავს არსებული საკანონმდებლო ბაზის და მთავრობის ვალის მართვასთან დაკავშირებული სხვა დოკუმენტების შესწავლას და შედარებით ანალიზს. მეორადი წყაროების ანალიზი ძირითადად მოიცავს აქამდე ჩატარებული კვლევების შესწავლას და მოცემული კვლევისთვის მნიშვნელოვანი საკითხების იდენტიფიცირებას.

გარდა ხარისხობრივისა, მოცემული კვლევა მნიშვნელოვნად იყენებს რაოდენობრივი ანალიზის მეთოდებს. კერძოდ, სტატისტიკურ ეკონომეტრიკული მოდელირების ტექნიკას. აღნიშნული მეთოდები მნიშვნელოვნადაა გამოყენებული სადისერტაციო ნაშრომის მეორე თავში, სადაც გაანალიზებულია მთავრობის ვალის გლობალური და ადგილობრივი ტენდენციები. ასევე, საქართველოს მთავრობის ვალის ტენდენციები და მისი პოტენციური გავლენა ქვეყნის ეკონომიკურ მდგომარეობაზე.

სადისერტაციო ნაშრომი მესამე თავი მთლიანად ეკონომეტრიკული მოდელირების მეთოდოლოგიას ეყრდნობა. ამასთანავე, მოდელირების მიდგომის შერჩევა ძირითადად განხორციელდა სხვა მკვლევართა მიერ გამოყენებული მიდგომებისა გათვალისწინებით. კერძოდ, კვლევების დიდი ნაწილი სტატისტიკურ-ეკონომეტრიკულ მეთოდოლოგიაზე დაყრდნობით განხორციელებულ ქვეყნების და დროის პერიოდების მიხედვით ფორმირებულ პანელური მონაცემების ანალიზს

იყენებს (იხ. მაგალითად Panizza, Presbitero, 2014; Mencinger et al., 2015; Lof, Malinen, 2014). მიუხედავად ამისა განსხვავდება უშუალოდ პანელის მოდელირების ტექნიკა. მაგალითად, პანიზას და პრესბირეტოს მიერ გამოყენებული იქნა ინსტრუმენტული ცვლადების მეთოდი (iv), მაშინ როდესაც, ჯერნი მენსინგერის, მიროსლავ ვერბიჩის და ალექსანდერ არისტოვნიკის (Jernej Mencinger, Miroslav Verbič, Aleksander Aristovnik) კვლევაში გამოყენებული იქნა როგორც ინსტრუმენტული ცვლადების მეთოდი, ისე ფიქსირებული ეფექტის მოდელი (FE).

საკითხის შესწავლისას, მოდელირების მნიშვნელოვან ტექნიკად ითვლება პანელური ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი (PVAR), რომელსაც არაერთი კვლევა ეყრდნობა (მაგ. Bouvet et al. 2013). პანელურ ვექტორულ ავტორეგრესიის მოდელირებას ცალკეული ქვეყნისთვის შეფასებულ ვექტორულ ავტორეგრესიის მოდელთან შედარებით რამდენიმე უპირატესობა გააჩნია. პირველ რიგში უპირატესობა გამოიხატება თავისუფლების ხარისხის ზრდაში, ამასთანავე, მოდელი უკეთ აღწერს ქვეყანათა შორის ურთიერთკავშირს მათ შორის არსებული ჰეტეროგენულობის გათვალისწინებით (Bouvet et al. 2013)

აღსანიშნავია ის გარემოებაც, რომ არსებულ კვლევებში არაერთგვაროვანია საანალიზოდ შერჩეული დროის ჰორიზონტი. მაგალითად, კარმენ რეინჰარტის და კენეტ როგოფის (Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff) კვლევა ეყრდნობა რამდენიმე საუკუნოვან პერიოდს. მაშინ როდესაც ჯერნი მენსინგერის, მიროსლავ ვერბიჩის და ალექსანდერ არისტოვნიკის მიხედვით (Jernej Mencinger, Miroslav Verbič, Aleksander Aristovnik) კვლევა დაახლოებით 30 წლიან პერიოდს ფარავს.

სადისერტაციო ნაშრომში, რომელსაც მოცემული კვლევითი პროექტი ეყრდნობა გამოყენებულია პანელური მონაცემების მოდელირების ტექნიკა ფიქსირებული და შემთხვევითი ეფექტის მოდელების გამოყენებით FE/RE. ამასთანავე, აღნიშნულ მოდელებს შორის ოპტიმალური მოდელის შერჩევა განხორციელდა ჰუნ მიუნგ პარკის (Hun Myoung Park) მიერ შემოთავაზებულ მეთოდოლოგიაზე დაყრდნობით (Park, 2011) და ამ მოდელების პარალელურად ასევე განვიხილავთ გაერთიანებულ უმცირეს კვადრატთა მეთოდით მიღებულ შეფასებას.

ფიქსირებული ეფექტის მოდელის პირობებში დაკვირვების ობიექტების ან/და დროის პერიოდების ინდივიდუალური მახასიათებლების მოდელირება ხდება რეგრესიის მუდმივ წევრში აღნიშნული მახასიათებლების შესაბამისი კომპონენტების ასახვით. მის ერთ-ერთ უპირატესობას პანელის მოდელირებისთვის წარმოადგენს ის გარემოება, რომ იგი აკონტროლებს დაკვირვების ობიექტებს შორის არსებულ განსხვავებას (ჰეტეროგენულობას) (Kohler, Kreuter., 2009).

რაც შეეხება შემთხვევითი ეფექტის მოდელს, იგი ზემოხსენებულ მახასიათებლების ასახვას ახდენს რეგრესიის შემთხვევით წევრში. აღნიშნულ ორ მოდელს შორის მთავარი განსხვავებას წარმოადგენს ის ფაქტი დაკვირვების ობიექტების უნიკალური მახასიათებლები ასახულია კორელირებულია თუ არა ამხსნელ ფაქტორებთან. თუკი აღნიშნული კორელაცია არ არსებობს გამოიყენება შემთხვევითი ეფექტის მოდელი და პირიქით ფიქსირებული ეფექტის მოდელის შემთხვევაში.

გარდა FE/RE მოდელებისა მიღებული დასკვნების საიმედოობის ზრდისთვის, იმავე მონაცემთა ბაზისთვის ასევე შევაფასებთ პანელურ ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელს და შესაბამის იმპულსზე რეაგირების ფუნქციებს.

## თავი II. მთავრობის ვალის დინამიკა და მისი მდგრადობის უზრუნველყოფის მექანიზმები მსოფლიოსა და საქართველოში

### 2.1 მთავრობის ვალის გლობალური დინამიკა და მასთან დაკავშირებული გამოწვევები

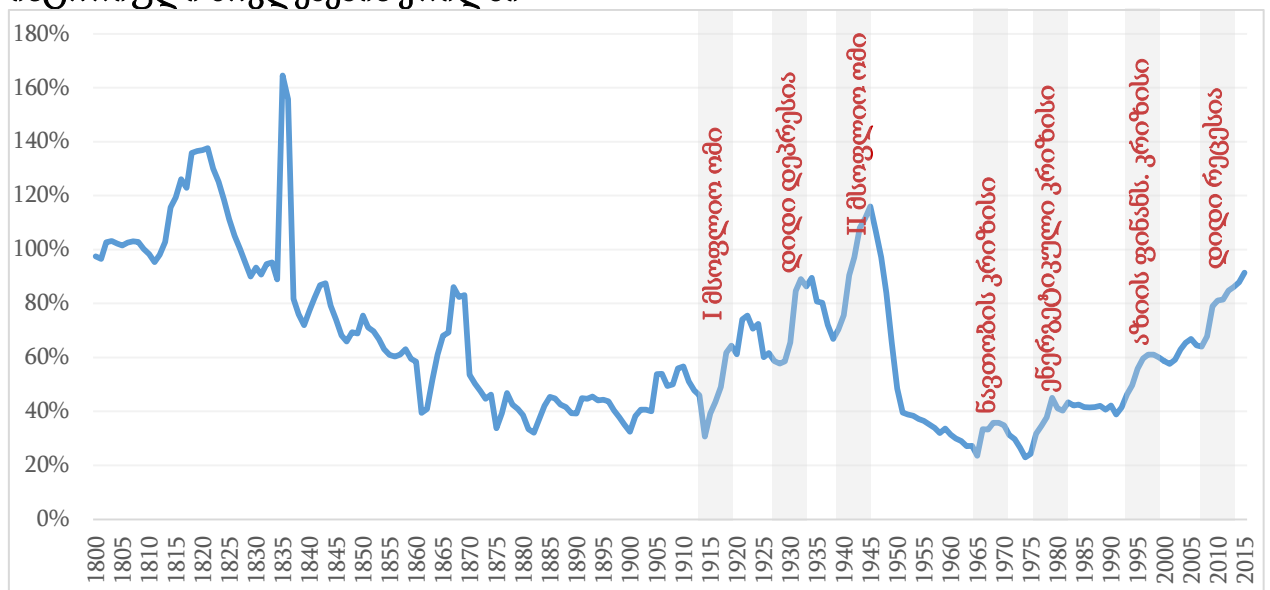
მთავრობის ვალის სრულფასოვანი ფორმით აღრიცხვა სტატისტიკური მიზნებისთვის შედარებით ხანმოკლე ისტორიის მატარებელია, რაც ნაწილობრივ გამოწვეულია გასულ საუკუნეებში ახალ სახელმწიფოთა შექმნისა და არსებულის გაქრობის მაღალი მასშტაბებით. ამ თვალსაზრისით ინფორმაციის, ერთ-ერთ მნიშვნელოვან წყაროს საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) მიერ შექმნილი მონაცემთა ბაზა წარმოადგენს რომელიც მოიცავს მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მაჩვენებელს 1800-2015 წლებისთვის ქვეყნების და ქვეყანათა ჯგუფების მიხედვით (IMF Datamapper). აღნიშნულ მონაცემებიდან მოცემულ კვლევაში ისტორიული მოვლენების ჭრილში განხილულია შესაბამის პერიოდში არსებული მოწინავე 20 ქვეყნის ჯამური ვალის ჯამურ მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მაჩვენებელი<sup>1</sup>. როგორც ზემოთ აღინიშნა, მე-18 საუკუნემდე, მთავრობის მიერ საკრედიტო რესურსის მობილიზება ძირითადად საომარი მოქმედებების დაფინანსებისთვის ხდებოდა. ამასთანავე, ამ გზით ვალის აკუმულირება პოტენციურად შესაძლებელი იყო იმ დონემდე, რა დონემდეც დონორები თანხის გასესხებაზე გამოხატავდნენ თანხმობას. 1900-იანი წლებიდან, მსგავსი ტენდენცია კვლავ გრძელდებოდა და ვალის ნიშნული მნიშვნელოვნად იზრდებოდა როგორც საომარი მოქმედებების დაფინანსების, ისე ეკონომიკური/ფინანსური კრიზისების პირობებში. კერძოდ, 1914-1945 წლებში ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების სამი მნიშვნელოვანი პიკური პერიოდი პირველ მსოფლიო ომს, „დიდ დეპრესიასა“ და მეორე მსოფლიო ომს ემთხვევა. 1960-იანი წლების ბოლოდან ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდება მზარდი ტენდენციით ხასიათდება. ასევე აღინიშნება მკვეთრი ზრდის ეპიზოდები,

<sup>1</sup> სხვა ქვეყნებისთვის, ქვეყანათა ჯგუფებისთვის მონაცემები მნიშვნელოვნადაა შეზღუდული.



ძირითადად ეკონომიკური კრიზისების/რეცესიების დროს. კერძოდ 1960-იანი წლების შემდეგ ვალმა მნიშვნელოვანი ზრდის ფაზები გაიარა ნავთობის ექსპორტიორ ქვეყანათა ორგანიზაციის (Organization of the Petroleum Exporting Countries – OPEC) საფასო პოლიტიკით გამოწვეული ნავთობ კრიზისის, 1980-იანი წლების აზიის ენერგოკრიზისის, 1997 წლის აზიის ფინანსური კრიზისის და 2008 წლის ეკონომიკურ/ფინანსური კრიზისის პირობებში.

**დიაგრამა 3. მოწინავე ოცი ეკონომიკის ჯამური მთავრობის ვალის ჯამურ მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის მაჩვენებელი 1800-2015 წლებში ისტორიული მოვლენების ჭრილში**



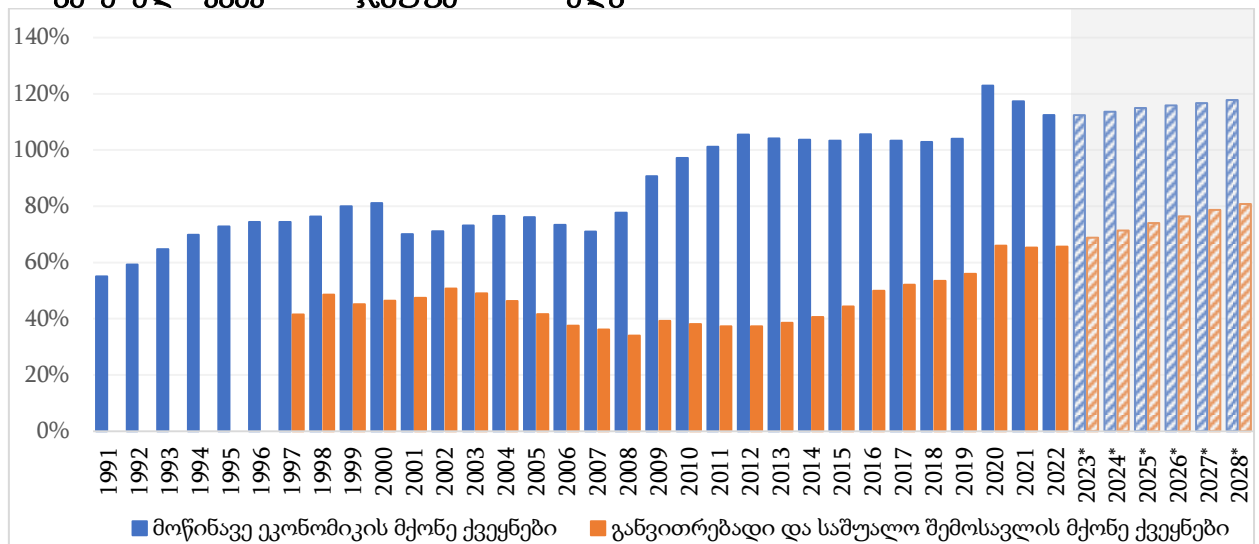
**წყარო:** <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ) (\* აღნიშნავს პროგნოზს)

მთლიანობაში, 1900-იან წლების 70-იან წლებამდე ვალის დინამიკა გარკვეულწილად თანხვედრაშია კეინზიანურ კონტრაციკულურ ფისკალურ პოლიტიკასთან. თუმცა 1970-იანი წლებიდან მეტად შეესაბამება ბიუქენენის მიერ შემოთავაზებულ ე.წ. „ნახევრად კეინზიანიზმის“ თეორიას (Tempelman, 2007). კერძოდ, აღნიშნული პერიოდიდან, განხილული ქვეყნების ჯამური ვალის ჯამურ მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების მაჩვენებელი მზარდი ტენდენციით ხასიათდებოდა, რაც გარკვეულწილად, პოლიტიკის არა კონტრაციკულობისა და მთავრობის მიერ ჭარბი ხარჯვისკენ მიდრეკილებაზე მეტყველებს. ამ ტენდენციებმა ცალკეულ ქვეყნებში

გადახდისუნარიანობის შესუსტება ან/და სავალო კრიზისებიც კი გამოიწვია (Reinhart, Rogoff, 2009).

ფისკალური დისციპლინის საკითხი განსაკუთრებით მკვეთრად დღის წესრიგში კიდევ ერთხელ დადგა COVID-19 პანდემიის ფონზე. პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური რეცესიის ეფექტების შესარბილებლად მსოფლიოს ქვეყნების აბსოლუტურმა უმრავლესობამ ექსპანსიური ფისკალური პოლიტიკის გატარება დაიწყო და 2020 წლის ბოლოს, გლობალური ვალის გლობალურ მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების მაჩვენებელმა რეკორდულ 99%-იან ნიშნულს მიაღწია (Gaspar et al., 2021).

**დიაგრამა 4. მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის მაჩვენებელი ქვეყანათა ჯგუფების მიხედვით**



**წყარო:** <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ) (\* აღნიშნავს პროგნოზს)

მთავრობის ვალის მაჩვენებელმა, შედარებით მკვეთრი ზრდა მოწინავე ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში განიცადა. კერძოდ, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) „ფისკალური მონიტორის“ ბაზაში არსებული მოწინავე ეკონომიკის მქონე ქვეყანათა ჯგუფის მთავრობის ჯამური ვალის ჯამურ მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების მაჩვენებელი 2019-დან 2020 წლის ბოლომდე 19 პროცენტული პუნქტით (პპ), 104%-დან 123%-მდე გაიზარდა (IMF, 2023).

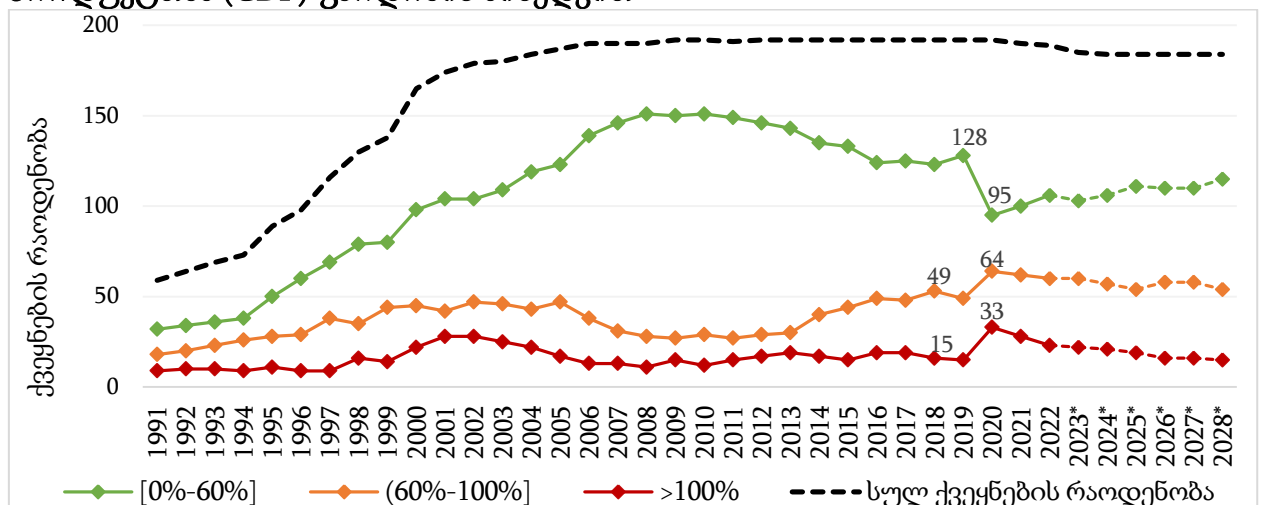
რაც შეეხება განვითარებად და საშუალო შემოსავლის მქონე ქვეყანათა ჯგუფს, მაჩვენებელი იმავე პერიოდში 10 პროცენტული პუნქტით 56%-დან 66%-მდე გაიზარდა.

უნდა აღინიშნოს, რომ ვალის დონის მსგავსი ზრდა, აღემატება 2008 წლის ფინანსურ-ეკონომიკური კრიზისის შედეგად ვალის ზრდის მაჩვენებელს. კერძოდ, მოწინავე ეკონომიკის მქონე ქვეყანათა იმავე ჯგუფისთვის 2008-2009 წლების პერიოდში მაჩვენებელი 13 პპ-ით გაიზარდა, ხოლო განვითარებადი და საშუალო შემოსავლის მქონე ქვეყნებისთვის - 5 პპ-ით.

არსებული პროგნოზებით საშუალოვადიან პერიოდში, განვითარებული ქვეყნების მთავრობების ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების მაჩვენებელი პანდემიამდელთან შედარებით მაღალ ნიშნულზე ნარჩუნდება, თუმცა სტაბილიზაციისკენაა მიმართული. იგივე მაჩვენებელი მზარდი ტენდენციით ხასიათდება განვითარებადი და საშუალო შემოსავლის მქონე ქვეყნებისთვის.

მთავრობის ვალის აგრეგირებულ დონეზე მნიშვნელოვანი ზრდის პარალელურად, პანდემიის შედეგად მნიშვნელოვნად გაიზარდა იმ ქვეყნების რიცხვიც, რომელთა ვალმა მათსავე მთლიან სამამულო პროდუქტს (Gross Domestic Product – GDP) გადააჭარბა.

**დიაგრამა 5. ქვეყნების რაოდენობა მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის მიხედვით**

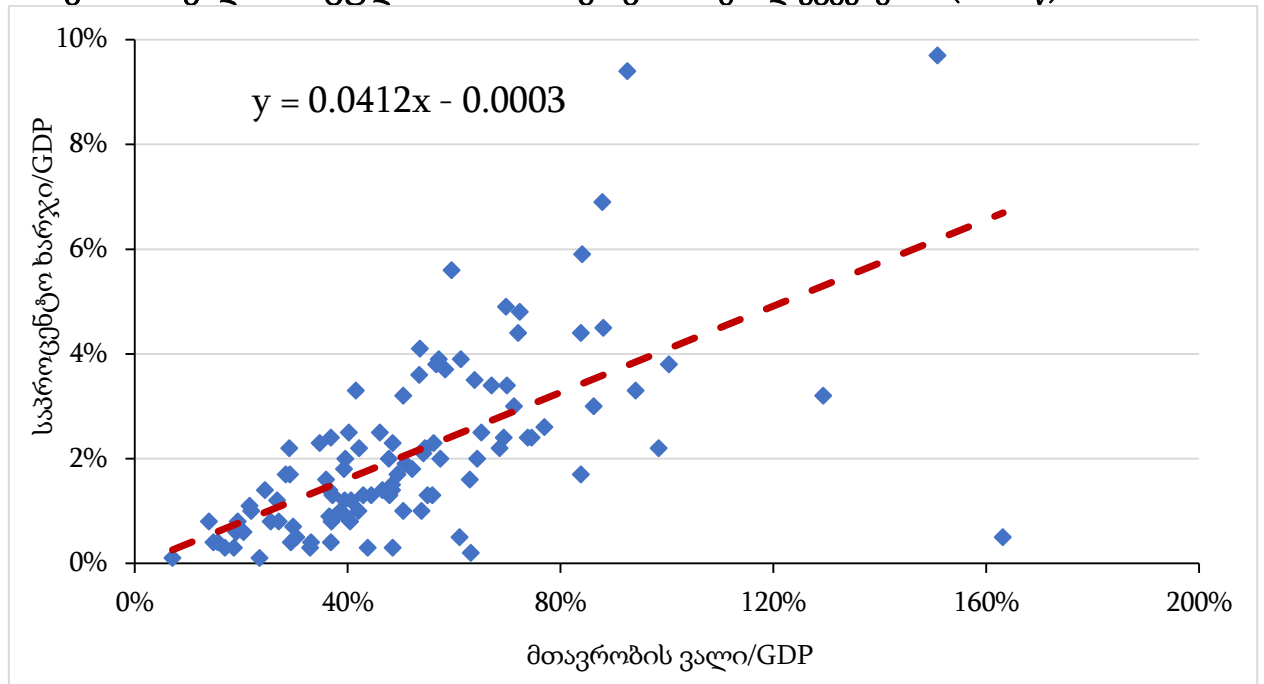


წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ) (\* აღნიშნავს პროგნოზს)

კერძოდ, 2020 წელს, ასეთი ქვეყნების რიცხვმა 33-ს მიაღწია და 2019 წელთან შედარებით 18-ით გაიზარდა (IMF, 2023). აღსანიშნავია, ისიც, რომ 2019 წელთან შედარებით, მნიშვნელოვნად, 128-დან 95-მდე შემცირდა ისეთი ქვეყნების რაოდენობა, რომელთათვისაც მაჩვენებელი [0%-60%] ინტერვალში იყო მოქცეული. 2022 წლისთვის აღნიშნული ქვეყნების რიცხვი 106-მდე გაიზარდა, თუმცა არსებული პროგნოზებით მომდევნო წლებში მათი რიცხვის მკვეთრი ზრდა მოსალოდნელი არ არის.

აღსანიშნავია რომ, 2018 წლის მონაცემებზე დაყრდნობით, განვითარებად ქვეყნებში მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების ერთი პროცენტული პუნქტით ზრდა ასოცირებულია საპროცენტო ხარჯების მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის საშუალოდ 0.04 პროცენტული პუნქტით ზრდასთან. ამასთანავე, ინდივიდუალური ქვეყნებისთვის აღნიშნული მაჩვენებელი უფრო მაღალი ან დაბალია მათი საკრედიტო პორტფელის მახასიათებლების გათვალისწინებით (სესხებზე საშუალო პროცენტი და პროცენტის ტიპი (ცვლადი/ფიქსირებული).

**დიაგრამა 6. დამოკიდებულება მთავრობის ვალის საპროცენტო ხარჯებსა და მთავრობის ვალის მოცულობას შორის განვითარებად ქვეყნებში (2018 წ)**

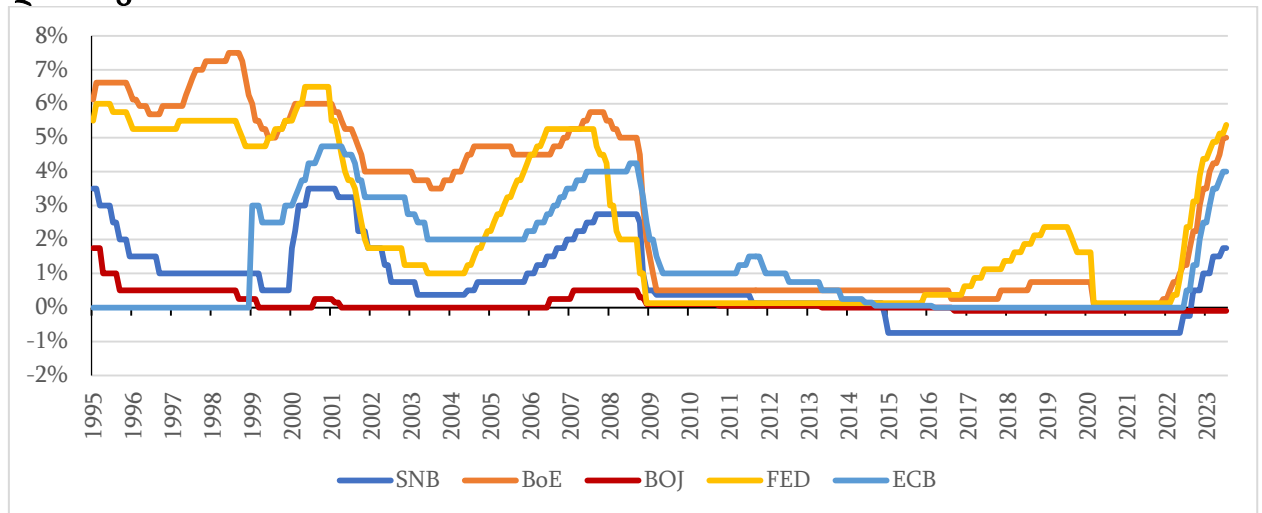


წყარო. IMF; Kose, Kurlat, et al.

ამის გათვალისწინებით, მთვრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების მნიშვნელოვანი ზრდა, რომელსაც ადგილი ჰქონდა 2020 წელს და გარკვეულწილად ნარჩუნდება მომდევნო წლებშიც, განვითარებად ქვეყნებს სავარაუდოდ მნიშვნელოვანი ფისკალური წნეხის ქვეშ მოაქცევს მომდევნო წლებში (პაპავა, ჭარაია, 2021).

ვალის მოცულობის ზრდას ემატება ის გარემოებაც, რომ, 2022 წლის მარტიდან გლობალურად დაიწყო მონეტარული პოლიტიკის მკვეთრი გამკაცრება, რაც გლობალური ინფლაციის პროვოცირებითაა გამოწვეული. ამასთანავე, პოლიტიკის გამკაცრება უპრეცედენტოდ დაჩქარებული ტემპებით მიმდინარეობს.

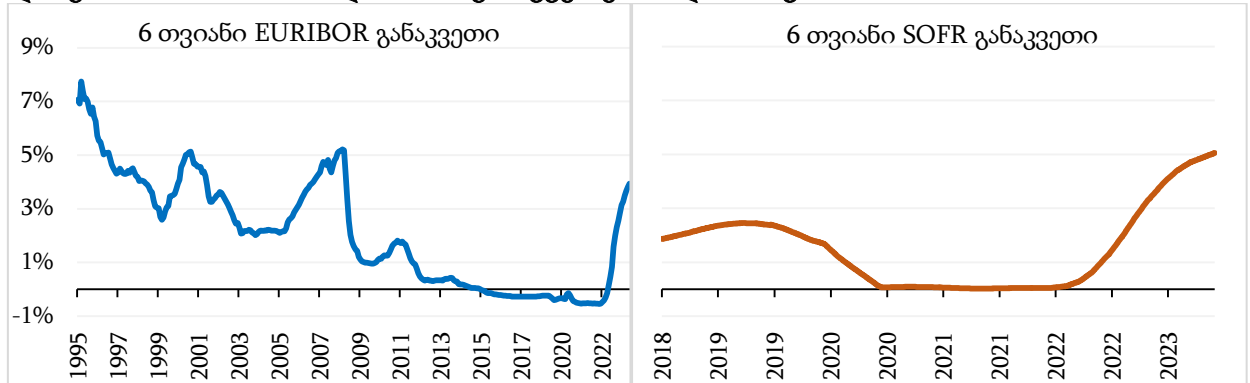
**დიაგრამა 7. მსოფლიოს წამყვანი ცენტრალური ბანკების პოლიტიკის განაკვეთების დინამიკა**



**წყარო:** [Bank for International Settlements \(BIS\)](https://www.bis.org) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

მონეტარული პოლიტიკის გლობალური გამკაცრება თავის მხრივ აისახა გლობალური „ბენჩმარკების“ EURIBOR და SOFR განაკვეთებზე. კერძოდ, EURIBOR განაკვეთი, 2014 წლის შემდეგ პირველად გახდა დადებითი და 2023 წლის ივლისის მდგომარეობით, თითქმის გაუთანაბრდა 2008 წლის ფინანსურ-ეკონომიკურ კრიზისის დაწყებამდე არსებულ დონეს. ანალოგიურ ტენდენციას იმეორებს SOFR განაკვეთები.

**დიაგრამა 8. EURIBOR და SOFR განაკვეთების დინამიკა**



*წყარო: ECB; Federal Reserve Bank of St. Louis (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)*

იმის გათვალისწინებით, რომ მსოფლიოს მასშტაბით (მათ შორის საქართველოშიც) საკრედიტო რესურსის მნიშვნელოვანი ნაწილის საპროცენტო განაკვეთები მიბმულია ზემოხსენებულ განაკვეთებზე, მოსალოდნელია რომ 2022 წლიდან, მნიშვნელოვნად გაიზრდება საპროცენტო განაკვეთები საკრედიტო რესურსზე. მათ შორის, სახელმწიფოთა მიერ აღებულ იმ სესხებზეც, რომლებიც ცვლად საპროცენტო განაკვეთშია მობილიზებული. ეს მოვლენა განსაკუთრებით მწვავე შედეგების მომტანია იმ ქვეყნებისთვის, რომელთა ვალის პორტფელის მნიშვნელოვანი ნაწილი ცვლად პროცენტშია მობილიზებული და მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება მკვეთრ გავლენას ახდენს პორტფელის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთზე.

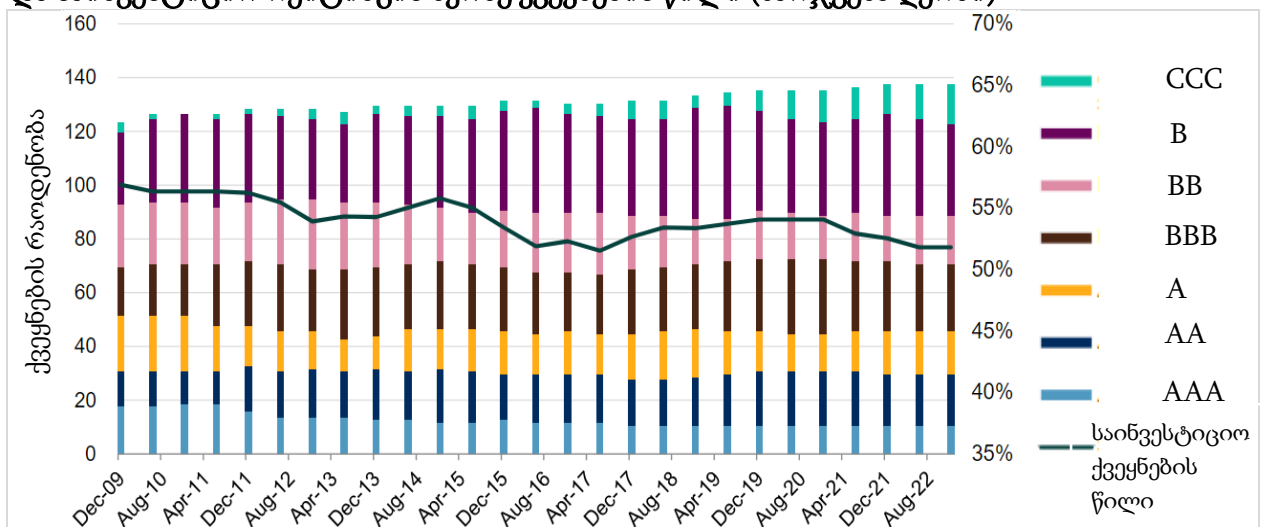
აღსანიშნავია ის გარემოებაც, რომ საქართველო ისტორიულად შეღავათიანი პირობების მქონე სესხებით სარგებლობდა, თუმცა ქვეყნის შემოსავლების დონის ზრდის პარალელურად 2014 წლიდან ამ ტიპის სესხებზე წვდომა ქვეყანას გარკვეულწილად შეიზღუდა და ახალი საკრედიტო რესურსის მობილიზება ძირითადად შედარებით მაღალ საპროცენტო განაკვეთში ხდება. შედეგად, გლობალური საპროცენტო განაკვეთების უცვლელობის პირობებშიც კი მოსალოდნელია საქართველოს მთავრობის ვალის მომავალში მოსალოდნელია საშუალო საპროცენტო განაკვეთის ზრდა.

აღნიშნული მოვლენების (მთავრობის ვალის ზრდის და ვალზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდის) ერთობლივი ზემოქმედების შედეგად, მოსალოდნელია,

მთავრობის ვალის პორტფელის მომსახურების ხარჯების მნიშვნელოვანი ზრდა როგორც საქართველოში, ისე სხვა ქვეყნებში, რაც ერთის მხრივ საფრთხეს უქმნის ფისკალურ სტაბილურობას და ამცირებს ფისკალური პოლიტიკის კონტრციკლური რეაგირების შესაძლებლობას (Sutherland, Hoeller, 2012), მეორეს მხრივ კი ზღუდავს სახელმწიფოთა უნარს პროდუქტიულად გამოიყენონ მათ განკარგულებაში არსებული ფინანსური რესურსი (Stiglitz, 2015; Teles, Mussolini, 2014).

საყურადღებოა ის ფაქტიც, რომ Standard and Poor’s-ის (S&P) მიხედვით, უკანასკნელ ათწლეულში მსოფლიო მასშტაბით საკრედიტო რისკების მნიშვნელოვან ზრდას აქვს ადგილი. კერძოდ, S&P-ს მიერ, 137 სახელმწიფოს ფინანსური მდგომარეობის ანალიზით გამოიკვეთა, რომ 2011-2022 წლებში საინვესტიციო რეიტინგის მქონე ქვეყნების წილი დაახლოებით 5 პროცენტული პუნქტით (51.8%-მდე) შემცირდა. ამასთანავე, (BBB-)–მდე შემცირდა განხილული ქვეყნების საშუალო საკრედიტო რეიტინგიც (Sifon-arevalo R., S&P, 2023).

**დიაგრამა 9. ქვეყნების განაწილება საკრედიტო რეიტინგის მიხედვით (მარცხენა ღერძი) და საინვესტიციო რეიტინგის მქონე ქვეყნების წილი (მარჯვენა ღერძი)**



**წყარო:** Sifon-arevalo R., Global Sovereign Rating Trends 2023: We’re Not Over The Hump Yet. S&P research report. 26 Jan, 2023. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/230126-global-sovereign-rating-trends-2023-we-re-not-over-the-hump-yet-12621784#ContactInfo>

მთავრობის ვალის და მონეტარული პოლიტიკის არსებული ტენდენციების პირობებში, მომდევნო წლებში მოსალოდნელია საკრედიტო რეიტინგის მიგრაცია კიდევ უფრო მეტად. თავის მხრივ აღნიშნული მოვლენა აჩენს მნიშვნელოვან გამოწვევებს, თუმცა შესაძლოა წარმოქმნას გარკვეული შესაძლებლობებიც.

განსაკუთრებით იმ ქვეყნებისთვის, რომლებიც ვალის დონის შედარებით დაბალ ნიშნულზე შენარჩუნებას შეძლებენ და ხელს შეუწყობენ თავიანთი საკრედიტო რეიტინგების გაუმჯობესებას. ამის მიუხედავად, უნდა აღინიშნოს, რომ სუვერენული ვალის გლობალური ზრდიდან მომდინარე რისკების მწვავე ფორმით რეალიზაცია, ფინანსური და სავაჭრო ნაკადების გლობალური ინტეგრაციის პირობებში მნიშვნელოვან უარყოფით გავლენას მოახდენს გლობალურ ეკონომიკაზე. ამ თვალსაზრისით საყურადღებოა აშშ-ში არსებული სიტუაცია, სადაც 2022 წლის ბოლოს სახელმწიფო სექტორის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან შეფარდების მაჩვენებელი 97%-ს შეადგენდა. საყურადღებოა, რომ ამერიკის შერთებული შტატების მთავრობის ანგარიშვალდებულების ოფისი (U.S. Government Accountability Office - U.S. GAO) და კონგრესის საბიუჯეტო ოფისი (Congressional Budget Office – CBO) ამ მაჩვენებლის დინამიკას არამდგრად დონედ განიხილავენ და მისგან მომდინარე მნიშვნელოვან ფისკალურ რისკებზე მიუთითებენ (GAO, 2023). იმის გათვალისწინებით, რომ აშშ გლობალური ეკონომიკის ერთ-ერთ ყველაზე მსხვილ მოთამაშეს წარმოადგენს და ბოლო საუკუნის განმავლობაში დაფიქსირებული ფაქტობრივად ყველა გლობალური ეკონომიკური კრიზისი სათავეს აშშ-დან იღებს, მასთან დაკავშირებული რისკების რეალიზებას ცხადია მწვავე გლობალური გავლენა ექნება მსოფლიოს ფაქტობრივად ყველა ქვეყანაზე (Kose et al., 2017). გავლენის მასშტაბის გათვალისწინებით, მსგავსი სახის შოკს მნიშვნელოვანი უარყოფითი გავლენა ექნება არაერთი ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდაზე. აღსანიშნავია, რომ ერთ-ერთი შეფასებით, აშშ-ში გაურკვევლობის<sup>1</sup> მდგრადი გაზრდა 10%-ით დაახლოებით ერთ წლიან პერიოდში განვითარებად და დაბალშემოსავლიანი ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელს დაახლოებით 0.2 პროცენტული პუნქტით ამცირებს. ამ გაურკვევლობის გავლენის მასშტაბი სხვა მოწინავე ქვეყნებზე შედარებით მცირეა და 0.15 პროცენტულ პუნქტს შეადგენს (Kose et al., 2017).

---

<sup>1</sup> გაურკვევლობის ინდიკატორად აღნიშნულ კვლევაში გამოყენებულია ვოლატილურობის (Volatility Index – VIX) ინდექსი.



## 2.2 „ფისკალური წესები“ - როგორც მთავრობის ვალის მდგრადობის უზრუნველყოფის მექანიზმი

როგორც ზემოთ აღინიშნა, გასული საუკუნის 60-იანი წლებიდან ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მაჩვენებელი გლობალურად მზარდი ტენდენციით ხასიათდება, რაც ხშირ შემთხვევაში ფისკალური პოლიტიკის მაღალ დისკრეციულ ხასიათითაა განპირობებული. ამ ტენდენციების პირობებში, 1980-იანი წლებიდან, ფისკალური პოლიტიკის მდგრადობის უზრუნველსაყოფად პოპულარობა შეიძინა ე.წ. „ფისკალურმა წესებმა“. ერთ-ერთი ყველაზე პოპულარული განმარტებით, ფისკალური წესები წარმოადგენს ფისკალურ პოლიტიკაზე დაწესებულ მუდმივმოქმედ შეზღუდვას, რომელიც გამოიხატება „ფისკალურ ქვევის“ ისეთ ინდიკატორებზე დაწესებული რაოდენობრივი ზღვრებით, როგორცაა დეფიციტი, სესხება, ვალის ნაშთი და სხვა“ (Kopits, Symansky, 1998). საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) განმარტებით „ფისკალური წესები წარმოადგენს ქვეყნის ფისკალური პოლიტიკის აგრეგატებზე დადებულ გრძელვადიან რაოდენობრივ შეზღუდვას. ფისკალური წესები ზღუდავს მთავრობის გადაჭარბებული ხარჯვისკენ მიდრეკილებას, ზრდის ფისკალურ პასუხისმგებლობას და ხელს უწყობს ვალის მდგრადობას“ (IMF, 2022).

„ფისკალური წესების“ ერთ-ერთ თავისებურებას ხშირ შემთხვევაში წარმოადგენს ის ფაქტი, რომ იგი როგორც წესი განისაზღვრება ქვეყნის ადგილობრივი კანონმდებლობით (ეროვნული ხასიათის ფისკალური წესები) ან საერთაშორისო შეთანხმებებით (რეგიონული ფისკალური წესები) და ფაქტობრივად საკანონმდებლო დონეზე განსაზღვრავს ფისკალური პოლიტიკის „თამაშის წესებს“. შედეგად მნიშვნელოვნად მცირდება ფისკალური პოლიტიკის დისკრეციულობა.

უნდა აღინიშნოს, რომ ფისკალური წესები მათი ფართო პოპულარიზაციის მიუხედავად არ წარმოადგენს მე-20 საუკუნის ეკონომიკური მეცნიერების პროდუქტს და მათი არსებობის საჭიროების შესახებ დებატები საბაზრო ეკონომიკის ფორმირების პარალელურად მიმდინარეობდა. ფისკალური წესის შემოღების ინიციატივად შეიძლება ჩაითვალოს სმიტის და რიკარდოს მოსაზრებები

დაბალანსებული ბიუჯეტის არსებობის მნიშვნელობის შესახებ (Smith, 1776; Ricardo, 1817). ფისკალური წესის საჭიროებაზე მიუთითებდა ადოლფ ვაგნერიც, რომელიც დადებითად აფასებს საკრედიტო რესურსით პროდუქტიულ დანახარჯების გაწევას, თუმცა აღნიშნავს რომ ასეთი დანახარჯების მოცულობა არ შეიძლება იყოს უსასრულო და უნდა არსებობდეს მისთვის განსაზღვრული „ჭერი“ (Holtfrerich, 2013).

ხანგრძლივი დებატების მიუხედავად, ფორმალური სახით პირველი ფისკალური წესი 1929 წელს იქნა შემოღებული, რომელიც დაბალანსებული ბიუჯეტის შენარჩუნებას გულისხმობდა, თუმცა „დიდმა დეპრესიამ“ აღნიშნული წესის მნიშვნელოვან ნაკლოვანებას გაუსვა ხაზი. შედეგად 1940-იანი წლებიდან დისკრეციულმა ფისკალურმა პოლიტიკამ კვლავ მნიშვნელოვანი პოპულარობა მოიპოვა, რომელიც 1960-იანი წლების ჩათვლით გაგრძელდა. აღნიშნული ძირითადად დაკავშირებული იყო კეინზიანური ხედვის მასობრივად გავრცელებასთან. ფისკალური პოლიტიკის დისკრეციულობასთან დაკავშირებით აბა ლერნერი აღნიშნავდა რომ მთავრობამ უნდა იზრუნოს ეკონომიკის დაბალანსებაზე, რის პირობებშიც ბიუჯეტი თავად უზრუნველყოფს თვითდაბალანსებას (Lerner, 1951).

უნდა აღინიშნოს, რომ პრაქტიკაში, ფისკალური წესების არსებობა აუცილებლად არ გულისხმობს მათ აღსრულებადობას, რაც მათ ეფექტიანობას მნიშვნელოვნად ზღუდავს. თუმცა, კასელი, ეიროდი და სხვები აღნიშნავენ, რომ ფისკალური წესების არსებობა მათთან შეუსაბამობაში ყოფნის პირობებშიც კი, უკეთეს ფისკალურ გარემოს ქმნის ვიდრე აღნიშნული წესების არ არსებობის პირობებში იქნებოდა (Caselli et al., 2018).

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) შეფასებით, 2021 წლის მდგომარეობით, პრაქტიკაში ოთხი ძირითადი სახის რაოდენობრივი ფისკალური წესი არსებობს (IMF, 2021):

1. ვალის წესი - მთავრობის ან საჯარო რექტორის ვალის სხვა რომელიმე კომპონენტის მიმართ (როგორც წესი მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) მიმართებაში) წესდება ზედა ზღვარი;

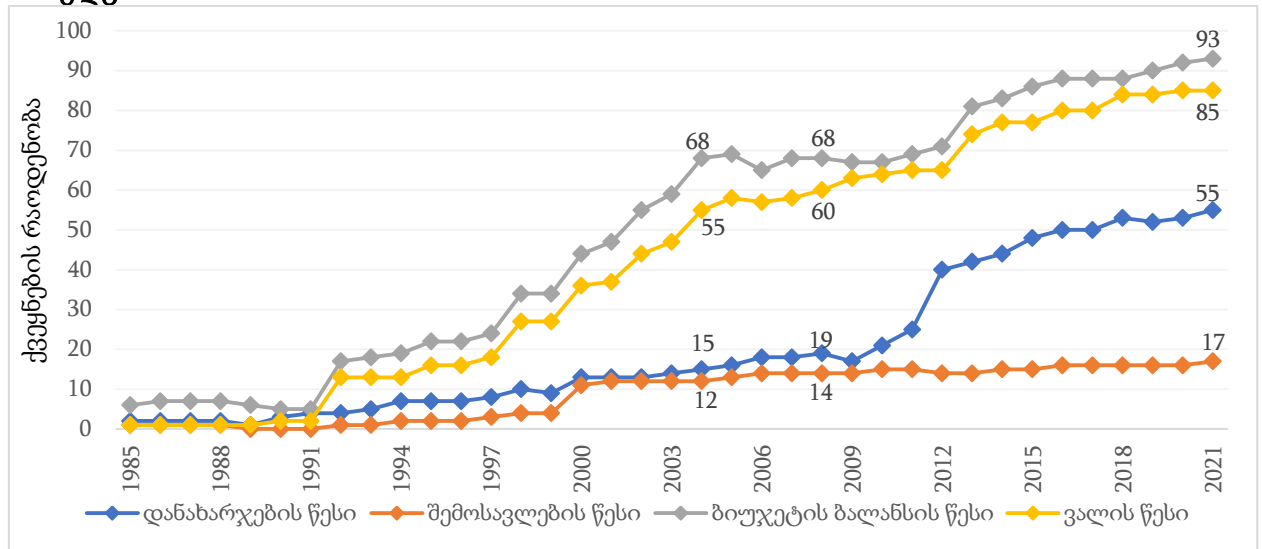
2. ბიუჯეტის ბალანსის წესი - რომელიმე სამთავრობო დონის ბიუჯეტის დეფიციტის მიმართ წესდება ზღვარი;
3. დანახარჯების (გადასახდელების) წესი - რომელიმე სამთავრობო დონის მიერ გაწეული დანახარჯების მიმართ წესდება ზედა ზღვარი;
4. შემოსავლების წესი - რომელიმე სამთავრობო დონის ბიუჯეტში მიღებული შემოსავლების მიმართ წესდება ზღვარი

ცალკეულ ქვეყანაში ფისკალური წესები შესაძლოა სხვადასხვა ფორმით იყოს განსაზღვრული, რაც ქვეყნის მახასიათებლებზეა დამოკიდებული, თუმცა ქვეყნების უმეტესობაში ყველაზე მეტად გავრცელებულია ფისკალური წესი ე.წ. „ვალის ჭერის“ სახით (როგორც წესი ზედა ზღვარი წესდება მთავრობის ვალის ან მისი რომელიმე კომპონენტის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობაზე) ბიუჯეტის ბალანსის წესთან ან/და დანახარჯების (გადასახდელების) წესთან კომბინაციაში (Davoodi et al., 2022). ამასთანავე, „ვალის წესი“ აწესებს ზღვარს მთავრობის ვალის მაქსიმალური ოდენობის მიმართ, ხოლო ბიუჯეტის ბალანსის/გადასახდელების წესი წარმოადგენს საოპერაციო ნიშნულს, რომლის მიმართაც ხორციელდება ფისკალური პოლიტიკის ყოველწლიური ნიშნულების დადგენა. აღნიშნული საოპერაციო ნიშნული ზღუდავს მთავრობის შესაძლებლობას ვალის წესის დაცვით ერთჯერადი ხასიათის მქონე, საკრედიტო რესურსით დაფინანსებული, ჭარბი დანახარჯების გაწევისგან.

ფისკალური წესების დანერგვამ მასობრივი ხასიათი 1990-იანი წლებიდან მიიღო. აღნიშნულ პერიოდში განსაკუთრებით გაიზარდა ვალის წესის და ბიუჯეტის ბალანსის წესის მქონე ქვეყნების რაოდენობა. კერძოდ, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) მიერ 106 ქვეყნის მონაცემებზე დაყრდნობით შემუშავებული ფისკალური წესების მონაცემთა ბაზის მიხედვით, 2021 წლის ბოლოსთვის 93 ქვეყანას განსაზღვრული აქვს ლიმიტი ბიუჯეტის დეფიციტის მიმართ, ხოლო 85 ქვეყანას ზღვრული ნიშნული დაწესებული აქვს ვალის

მაქსიმალური დონის მიმართ<sup>1</sup>. შედარებით ნაკლები პოპულარობით სარგებლობს შემოსავლების მიმართ დაწესებული ზღვრები.

**დიაგრამა 10. ქვეყნების რაოდენობა მათში მოქმედი ფისკალური წესების სახეების მიხედვით**



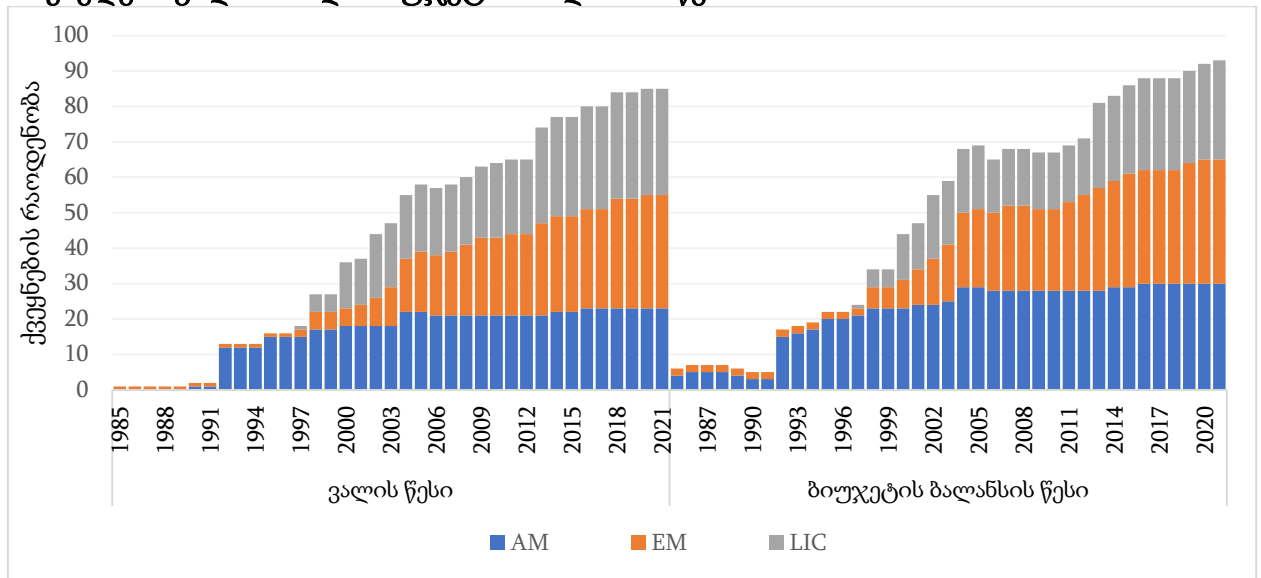
წყარო: IMF, Fiscal Rules Dataset 1985 – 2021,

<https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

ფისკალური წესების დანერგვა თანაბარი ტემპით არ მომხდარა განვითარებად და განვითარებულ ქვეყნებში. კერძოდ ვალის და ბიუჯეტის ბალანსის წესის აქტიური დანერგვა განვითარებულ ქვეყნებში 1992 წლიდან დაიწყო და 2021 წლისთვის მათი რიცხვი თითქმის გაორმაგდა (1992 წელს ფისკალური წესების დანერგვა ძირითადად დაკავშირებულია ევროკავშირის შექმნასთან, რომელში გაწევრიანების აუცილებელ პირობასაც მასტრიხტის შეთანხმებაზე ხელმოწერა წარმოადგენდა. მასტრიხტის შეთანხმება ითვალისწინებს ვალის და ბიუჯეტის ბალანსის მიმართ ზღვრების დაწესებას და მათ შენარჩუნებას). მეორეს მხრივ, განვითარებად და დაბალი შემოსავლის მქონე ქვეყნებში აღნიშნული წესების დანერგვამ მასობრივი ხასიათი ძირითადად 1998 წლიდან მიიღო.

<sup>1</sup> სადისერტაციო თემის შინაარსიდან გამომდინარე, კვლევაში აქცენტი გამახვილებულია ვალის წესსა და ბიუჯეტის ბალანსის წესზე.

დიაგრამა 11. ქვეყნების რაოდენობა მათი შემოსავლის დონის ჭრილში, რომელშიც მოქმედებს ვალის ან/და ბიუჯეტის ბალანსის წესი



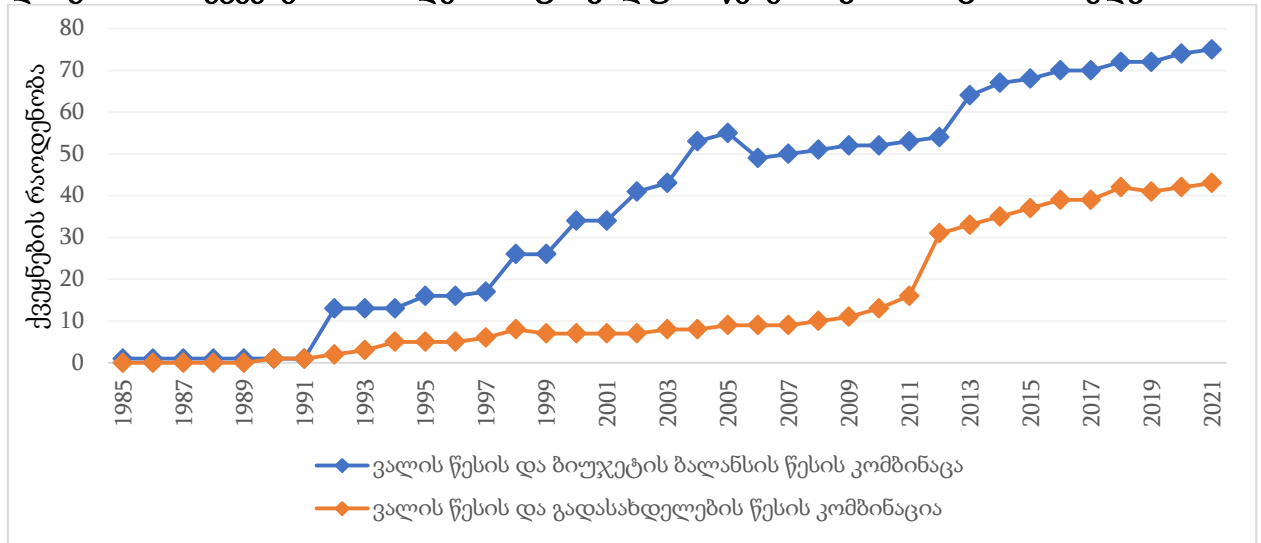
წყარო: IMF, Fiscal Rules Dataset 1985 – 2021, <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

როგორც ზემოთ აღინიშნა, პრაქტიკაში ყველაზე მეტად გავრცელებულია ფისკალური წესების კომბინაცია [ვალის წესი + ბიუჯეტის ბალანსის წესი] ან [ვალის წესი + გადასახდელი წესი]. წესების აღნიშნული კომბინაციის ანალიზი დინამიკაში ცხადყოფს, რომ მათი დანერგვა გარკვეულ ფაზებად მიმდინარეობდა. კერძოდ:

- პირველი ფაზა 1992 წელია, როდესაც ქვეყნების მნიშვნელოვანმა ნაწილმა დანერგა ვალის და ბიუჯეტის ბალანსის წესი (მაასტრიხტის შეთანხმებაზე ხელმოწერის ფარგლებში);
- მეორე ფაზა მოიცავს 1998-2005 წლებს. აღნიშნულ პერიოდში იმ ქვეყნების რიცხვი, რომელთაც ერთდროულად გააჩნიათ ვალის და ბიუჯეტის ბალანსის წესები, 1997 წლის ნიშნულთან შედარებით გასამმაგდა.

- მესამე ფაზა მოიცავს 2012-2021 წლებს. აღნიშნულ პერიოდში მზარდი ტენდენციით ხასიათდებოდა ფისკალური წესების ორივე კომბინაციის მქონე ქვეყანათა რაოდენობა.

დიაგრამა 12. ქვეყნების რაოდენობა ფისკალური წესების კომბინაციის მიხედვით



წყარო: IMF, Fiscal Rules Dataset 1985 – 2021,

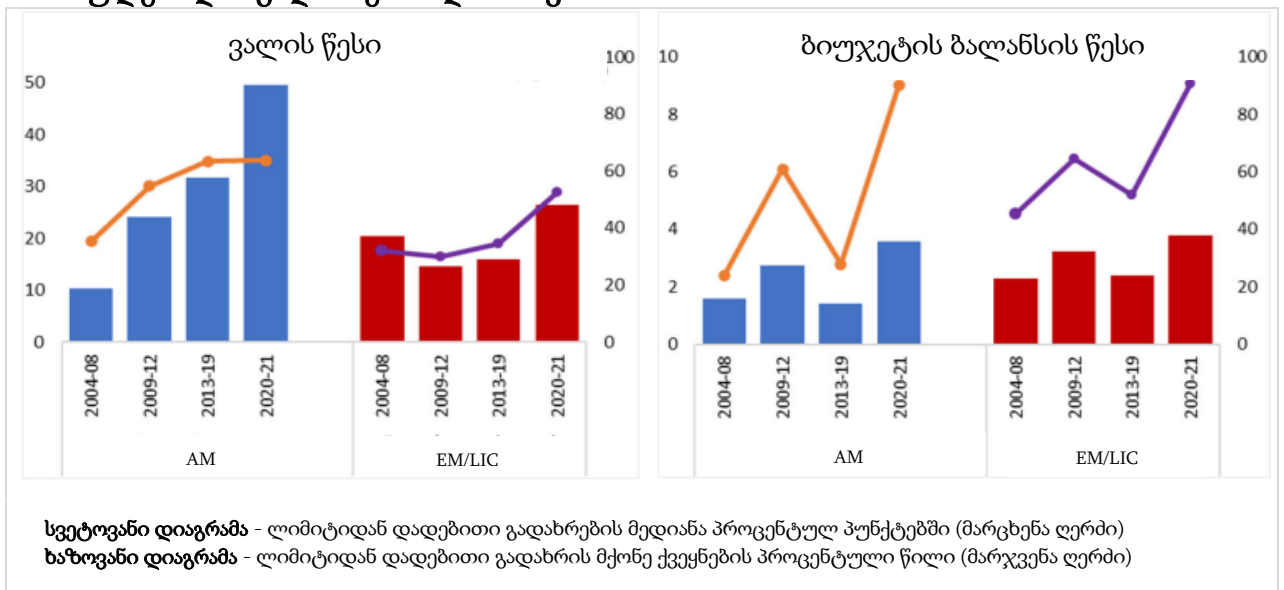
<https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

ფისკალური წესების და მათთან მიმართებაში განსაზღვრული ფაქტობრივი ინდიკატორების შედარებითი ანალიზი მნიშვნელოვან ინფორმაციას იძლევა იმასთან დაკავშირებით თუ სახელმწიფოს ფისკალური პოლიტიკა რამდენად მიყვება წესით მდგრად დონეს. აღნიშნული ანალიზი, ასევე საშუალებას იძლევა შეფასდეს სახელმწიფოთა მიერ გატარებული ფისკალური პოლიტიკის კონტრციკლორობის ხარისხი.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) მიხედვით, ბიუჯეტის ბალანსისა და ვალის წესის არსებობის მიუხედავად შესწავლილ ქვეყნებში ბოლო ორი ათწლეულია ადგილი აქვს დადგენილ ლიმიტებზე სისტემატურ გადაცდომას. მათ შორის, ლიმიტებზე გადაჭარბებას ადგილი ჰქონდა როგორც 2008 წელს დაწყებული ფინანსურ ეკონომიკურ კრიზისამდე პერიოდში, ასევე 2020 წლის პანდემიით გამოწვეულ კრიზისამდე. კერძოდ, შესწავლილ

ქვეყნებში 2009 წლამდე, ვალის წესით განსაზღვრულ მაჩვენებელზე გადაჭარბების მედიანური ნიშნული განვითარებული ქვეყნებისთვის დაახლოებით 10 პროცენტულ პუნქტს შეადგენდა, ხოლო განვითარებადი და დაბალი შემოსავლების მქონე ქვეყნებისთვის კი 20 პროცენტულ პუნქტს. ამასთანავე, ორივე ქვეყანათა ჯგუფიდან ლიმიტზე გადაჭარბებით ხასიათდებოდა ქვეყანათა თითქმის 50%.

**დიაგრამა 13. ბიუჯეტის ბალანსის წესით და ვალის წესითა განსაზღვრული ნიშნულებიდან გადახრების დინამიკა**



წყარო: IMF, Davoodi et al. <https://www.imf.org/external/datamapper/fiscalrules/map/map.htm#>

2008 წელს დაწყებული კრიზისის პირობებში აღნიშნულმა გადახრებმა, როგორც მედიანურ გამოხატულებაში ისე გადახრების მქონე ქვეყნების წილის თვალსაზრისით მნიშვნელოვანი ზრდა განიცადა განვითარებულ ქვეყნებში. შედეგად, კოვიდ პანდემიამდე პერიოდში, ვალის წესით განსაზღვრულ ლიმიტზე გადაჭარბების მედიანურმა ნიშნულმა განვითარებულ ქვეყნებში 30 პროცენტულ პუნქტს მიაღწია, ხოლო გადაჭარბების მქონე ქვეყნების წილმა კი 60%-ს გადააჭარბა (Davoodi et al., 2022). მაჩვენებლები დამატებით გაუარესდა პანდემიის პირობებში 2020-2021 წლებში. რაც შეეხება განვითარებად და დაბალი შემოსავლის მქონე ქვეყნებს, მათი ანალოგიური მაჩვენებლები უკეთესი ტენდენციით ხასიათდებოდა პანდემიამდელ ათწლეულში, თუმცა პანდემიის პირობებში მათმა მაჩვენებლებმაც მკვეთრი გაუარესება განიცადა.

იმავე პერიოდებში, ლიმიტებიდან მნიშვნელოვანი გადახრებით ხასიათდებოდა განხილული ქვეყნების ბიუჯეტის ბალანსის მაჩვენებლებიც.

ყოველივე აღნიშნული განხილულ ქვეყნებში, ერთის მხრივ ფისკალური დისციპლინის ნაკლებობაზე, მეორეს მხრივ კი გატარებული ფისკალური პოლიტიკის ნაკლებად კონტრციკლურ ხასიათზე მეტყველებს რაც ფისკალური წესების, როგორც ვალის მდგრადობის უზრუნველყოფის დაბალ ეფექტიანობაზე მეტყველებს.

აღსანიშნავია, რომ ფრანჩესკა კასელის და ჟიულიენ რენოს (Francesca Caselli, Julien Reynaud) მიხედვით ფისკალური წესის ეფექტიანობას გარკვეულწილად მისი დიზაინი განსაზღვრავს. კერძოდ, ფისკალური წესი მეტად ეფექტიანია რაც უფრო ფართოა მისი ინსტიტუციური დაფარვის არეალი, პირდაპირაა დაკავშირებული ფისკალურ მდგრადობის მიზნებთან, მარტივია გაგება და მონიტორინგი და ხელს უწყობს კონტრციკლურ ფისკალურ პოლიტიკას (Caselli, Reynaud, 2019).

ფისკალური წესების დიზაინის მნიშვნელობას, ევროკავშირის ქვეყნებზე დაყრდნობით, ხაზს უსვამენ მარტინ ლარჩი, ელოეზე ორსო და უოტერ ვან დერ უილენი (Martin Larch , Eloïse Orseau , Wouter Van Der Wielen), თუმცა აღნიშნავენ, რომ მაღალეფექტიანობის უზრუნველსაყოფად, ფისკალური წესების დიზაინზე უფრო მნიშვნელოვანი აღნიშნულ წესებთან შესაბამისობაში ყოფნაა (Larch et al., 2020).

სხვა ქვეყნების მსგავსად, ფისკალური წესები მოქმედებს საქართველოშიც, რომლებიც განსაზღვრულია საქართველოს ორგანული კანონით „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“ (დეტალურად იხილეთ შემდეგ ქვეთავში).



## 2.3 მთავრობის ვალის მართვის თავისებურებები საქართველოში

საბაზრო ეკონომიკური მოწყობის მქონე საქართველოს საკმაოდ ხანმოკლე - 30 წლიანი ისტორია გააჩნია. მათ შორის გამონაკლისს არც ფისკალური პოლიტიკის და საჯარო ფინანსების მოწყობის ინსტიტუციური გარემო წარმოადგენს. ამასთანავე, ვალის მართვის ინსტიტუციური დიზაინი, ქვეყნის ზოგადი ინსტიტუციური ლანდშაფტის ერთ-ერთი მიკრო კომპონენტია. ეკონომიკაში არანაკლებ როლს ინსტიტუციური გარემო ასრულებს, რომლის შექმნაც სახელმწიფოს ფუნქციაში შედის. იმაზე დამოკიდებულებით, რამდენად სრულყოფილია ინსტიტუციური გარემო, ერთი და იგივე საწარმო-ტექნოლოგიური შესაძლებლობების პირობებში გამოშვების მოცულობა განსხვავებული იქნება ნებისმიერი ორი ეკონომიკისათვის ან დროის ნებისმიერი ორი პერიოდისთვის. შესაბამისად, მთავრობის ვალის ანალიზის და მაკროეკონომიკურ პარამეტრებზე მისი პოტენციური გავლენის სრულფასოვანი შეფასებისთვის, მნიშვნელოვანია, მისი მართვის თვალსაზრისით არსებული ინსტიტუციური გარემოს მიმოხილვაც.

კვლევის მოცემულ ნაწილში მიმოვიხილავთ მთავრობის ვალის მართვის თვალსაზრისით საქართველოში არსებულ მდგომარეობას და მის მიმართებას საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკასთან. ასევე, ვალის მართვის კუთხით არსებულ საკანონმდებლო ჩარჩოს და მასში არსებულ გამოწვევებს.

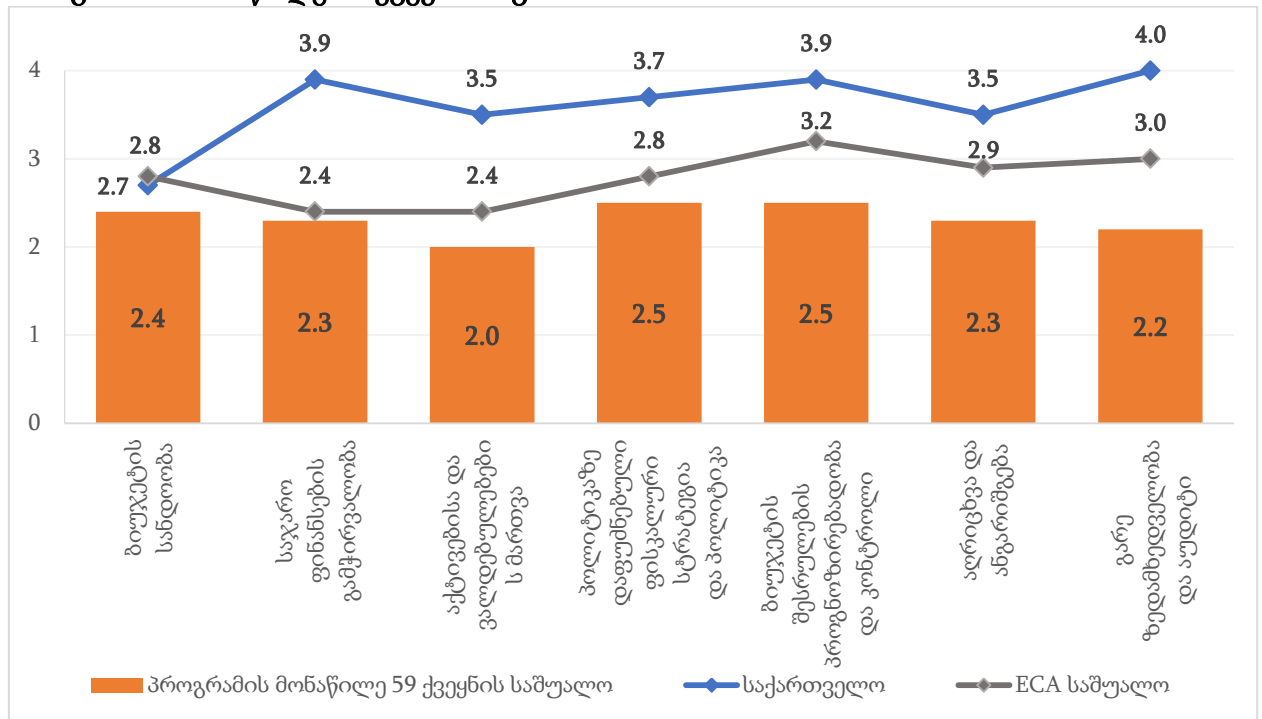
სანამ უშუალოდ ვალის მართვის საკითხებს შევხებოდეთ, მიზანშეწონილია ფისკალური პოლიტიკისა და საჯარო ფინანსების მართვის ზოგადი დიზაინის ანალიზი. ამისთვის, მოცემული კვლევის ფარგლებში, ძირითადად შემოვიფარგლებით მთავრობის დანახარჯებისა და ფინანსური ანგარიშვალდებულების შეფასების (Public Expenditure and Financial Accountability – PEFA) 2022 წლის ანგარიშში წარმოდგენილი ინფორმაციის ანალიზით (PEFA, 2022). აღნიშნული შეფასება განსაკუთრებით მაღალი მნიშვნელობის მატარებელია იმ თვალსაზრისით, რომ იგი, როგორც საჯარო ფინანსების მართვის დიაგნოსტიკის ინსტრუმენტი, შემუშავებულ იქნა ევროკომისიის, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF), მსოფლიო ბანკის (World Bank - WB), საფრანგეთის, გაერთიანებული სამეფოს, შვედეთის და შვეიცარიის მთავრობების

ერთობლივი ძალისხმევით და ცალკეულ ქვეყნებში გატარებული რეფორმების შესწავლისთვის, ამ შეფასების კრიტერიუმები ქმნის ე.წ. „ბენჩმარკს“.

მთავრობის დანახარჯებისა და ფინანსური ანგარიშვალდებულების შეფასება (Public Expenditure and Financial Accountability – PEFA) საჯარო ფინანსების მართვის ინსტიტუციურ დიზაინს აფასებს ინდიკატორთა შვიდ ჯგუფში გაერთიანებულ 94 მაჩვენებელზე დაყრდნობით. მათ შორის, ინდიკატორთა ერთ-ერთ ჯგუფში – „აქტივების და ვალდებულებების მართვა“, გაერთიანებულია მთავრობის ვალის მართვის საკითხებიც. შეფასება ხორციელდება ოთხ ქულიანი A, B, C, D სისტემით, რომელშიც A შეფასება მიუთითებს საუკეთესოზე, ხოლო D შეფასება ყველაზე ცუდ შედეგზე. აღნიშნული ინდიკატორების გაიგივება შესაძლოა მოხდეს რიცხობრივ ქულებთანაც, რომელსაც შეფასებისას იყენებენ შესადარისი სტატისტიკის წარმოებისთვის. რიცხობრივ ქულებთან გაიგივებისას A=4; B=3, C=2, D=1.

საქართველოში მთავრობის დანახარჯებისა და ფინანსური ანგარიშვალდებულების შეფასება (Public Expenditure and Financial Accountability – PEFA) ცენტრალური ხელისუფლების დონეზე 2013 2018 და 2022 წლებში ჩატარდა (Pefa.org, 2022). 2022 წლის შედეგები, პროგრამის მონაწილე სხვა ქვეყნებში უკანასკნელად ჩატარებულ შეფასების შედეგებთან ერთად შეჯამებულია დიაგრამაზე. კერძოდ, შედეგების ცხადყოფს, რომ საქართველო, საჯარო ფინანსების მართვის ინსტიტუციური დიზაინის თვალსაზრისით, შეფასებულ ქვეყნებს შორის ერთ-ერთ მოწინავე პოზიციას იკავებს. განსაკუთრებით საინტერესოა ევროპის და ცენტრალური აზიის (Europe & Central Asia – ECA) ქვეყნებთან შედარება, ვინაიდან აღნიშნული ჯგუფი ძირითადად საბჭოთა კავშირის და აღმოსავლეთ ევროპის სხვა პოსტკომუნისტური ქვეყნებისგან შედგება და მნიშვნელოვნად იზიარებს საბაზრო ეკონომიკის ფორმირების თვალსაზრისით საქართველოს გამოცდილებას.

დიაგრამა 14. მთავრობის დანახარჯებისა და ფინანსური ანგარიშვალდებულების (PEFA) შეფასება საქართველოს, ევროპის და ცენტრალური აზიის (ECA) და პროგრამის მონაწილე 59 ქვეყნისთვის



წყარო: MoF, [https://mof.ge/images/File/public%20finances%20in%20Geo/27-12-2022/FINAL\\_Georgia%20PEFA&GRPFM%20Presentations%20-%202020%20December%202022-final.pdf](https://mof.ge/images/File/public%20finances%20in%20Geo/27-12-2022/FINAL_Georgia%20PEFA&GRPFM%20Presentations%20-%202020%20December%202022-final.pdf)

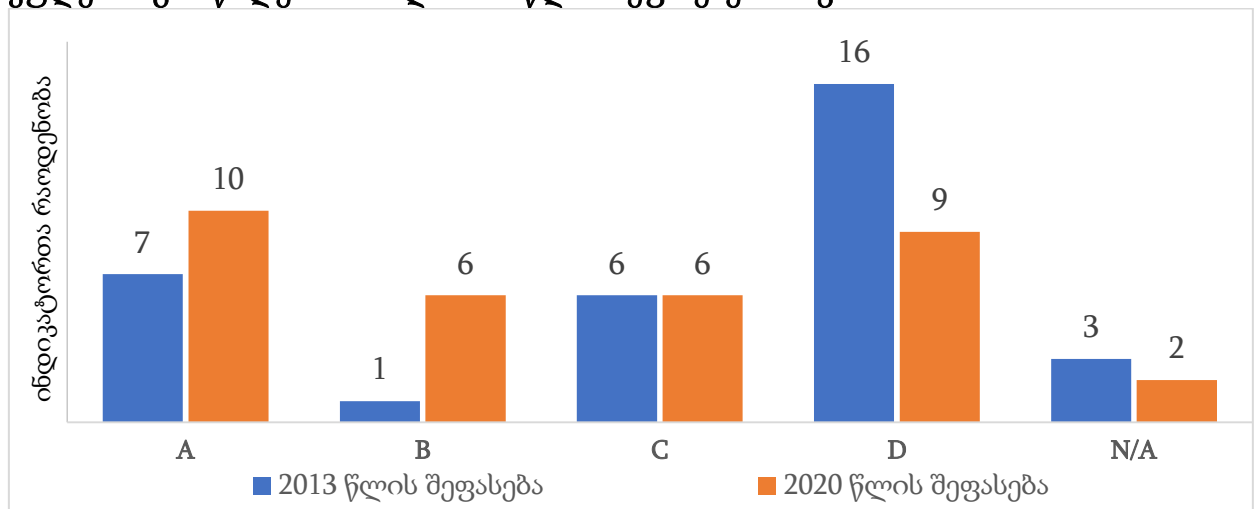
აღნიშნულ რეგიონში, სახელმწიფო სექტორის საქმიანობის სხვადასხვა მიმართულებებთან ერთად, „აქტივებისა და ვალდებულებების მართვის“ ინსტიტუციური დიზაინის თვალსაზრისით, საქართველო ერთ ერთ მოწინავე ქვეყანად ითვლება 3.5 ქულით (ევროპის და ცენტრალური აზიის (ECA)) ქვეყნების საშუალო - 2.4 ქულა).

უნდა აღინიშნოს, რომ მნიშვნელოვან ინფორმატიულობასთან ერთად, მთავრობის დანახარჯებისა და ფინანსური ანგარიშვალდებულების (Public Expenditure and Financial Accountability – PEFA) მთავარ ნაკლოვანებას ის ფაქტი წარმოადგენს, რომ იგი ძირითადად აფასებს ინსტიტუციური გარემოს დიზაინს და ნაკლებად ამახვილებს ყურადღებას მის ქმედითუნარიანობაზე. შესაბამისად, აღნიშნულ შეფასებაში მიღებული დადებითი ქულა აუცილებლად არ მიუთითებს საჯარო სექტორის მაღალ ეფექტიანობაზე.

გარდა მთავრობის დანახარჯებისა და ფინანსური ანგარიშვალდებულების (Public Expenditure and Financial Accountability – PEFA) შეფასებისა, რომელიც საჯარო

ფინანსების მართვის მრავალ მიმართულებას აფასებს, უშუალოდ მთავრობის ვალის მართვის მექანიზმის ეფექტიანობასთან დაკავშირებით, მეტად სიღრმისეულ და ამასთანავე მნიშვნელოვან ინფორმაციას იძლევა მსოფლიო ბანკის (World Bank - WB) მიერ შემუშავებული ვალის მართვის ეფექტიანობის შეფასება (Debt Management Performance Assessment - DeMPA), რომელიც ინსტიტუციურ დიზაინთან ერთად, მის ქმედითუნარიანობაზეც ამახვილებს ყურადღებას. აღნიშნული შეფასება, ვალის მართვის ინსტიტუციური დიზაინის და მისი ცალკეული ასპექტების ქმედითუნარიანობის მიმართ აწესებს სტანდარტს, რომელიც შეიძლება საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკასთან გავაიგივოთ.

**დიაგრამა 15. მთავრობის ვალის მართვის ეფექტიანობის (DeMPA) შეფასების ქულების განაწილება 2013 და 2020 წლის შეფასებებისთვის**



*წყარო: WB, <https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/37238>, (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)*

შეფასება საქართველოში პირველად 2013 წელს, ხოლო განმეორებით 2020 წელს ჩატარდა (WB, 2020). ამ პერიოდში, ვალის მართვის კუთხით არსებული მნიშვნელოვანი პროგრესის მიუხედავად, გარკვეული საკითხები კვლავ გამოწვევად დარჩა. კერძოდ, მეთოდოლოგიით განსაზღვრულ 33 ინდიკატორიდან ყველაზე დაბალი - D ან C ქულით 2013 წელს შეფასებული იქნა 22 ინდიკატორი, ხოლო 2020 წელს - 15 ინდიკატორი.

გარკვეულ სფეროებში პროგრესის მიუხედავად, ვალის მართვის ეფექტიანობის (Debt Management Performance Assessment - DeMPA) 2020 წლის შეფასების მიხედვით,

ვალის მართვის კუთხით არსებულ მნიშვნელოვან გამოწვევად დარჩა ისეთი საკითხები, როგორცაა:

- საგარეო საკრედიტო რესურსის ხარჯზე სესხების გაცემის პროცესი და პროცედურები;
- ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტის დაბალი ქმედითუნარიანობა ყოველწლიური საკრედიტო საჭიროებების განსაზღვრის პროცესში;
- ვალის მართვის სტრატეგიაში ასახული მიზნობრივი ნიშნულების მიმართ პერიოდული ანგარიშების წარმოების კუთხით არსებული გამოწვევები.

აღსანიშნავია, რომ შეფასების შემდეგ, 2021-2022 წლებში ვალის მართვის თვალსაზრისით მნიშვნელოვან ცვლილებებს ჰქონდა ადგილი. კერძოდ, 2021 წელს, 2019 წლის შემდეგ, პირველად განახლდა მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია, რომელშიც განისაზღვრა ვალის მართვის ძირითადი მიმართულებები და მიზნობრივი ნიშნულები. გარდა ამისა, სტრატეგიის განახლების პროცედურამ მიიღო ყოველწლიური ხასიათი, რაც ვალის მართვის ეფექტიანობის (Debt Management Performance Assessment - DeMPA) შეფასების ერთ-ერთ ინდიკატორს წარმოადგენს.

აღნიშნულის გათვალისწინებით, სავარაუდოა, რომ 2022 წლის ბოლოს არსებული მდგომარეობით, ვალის მართვის ეფექტიანობის (Debt Management Performance Assessment - DeMPA) შეფასების ინდიკატორები წინა შეფასებასთან შედარებით გარკვეულწილად გაუმჯობესებულია, თუმცა გამოწვევები კვლავ არსებობს.

ზემოხსენებულ მეთოდოლოგიებზე დაყრდნობით მიღებული შეფასებების ანალიზის პარალელურად, მნიშვნელოვანია შევხებით ვალის მართვის თვალსაზრისით საქართველოში მოქმედ საკანონმდებლო ჩარჩოს და მასში არსებულ გამოწვევებსაც, ვინაიდან საკანონმდებლო ჩარჩო ფორმალური ინსტიტუციური დიზაინის განმსაზღვრელ მნიშვნელოვან კომპონენტს წარმოადგენს.

საქართველოში სახელმწიფო სექტორის ვალის მართვის ფორმალურ ინსტიტუციურ დიზაინს, სხვა არაპირდაპირი გავლენის მარეგულირებელ აქტებთან ერთად, ძირითადად “სახელმწიფო ვალის შესახებ საქართველოს კანონი“, „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ ორგანული კანონი“, „საქართველოს

საბიუჯეტო კოდექსი“ და „საბიუჯეტო კლასიფიკაციის დამტკიცების თაობაზე“ საქართველოს ფინანსთა მინისტრის N99-ე ბრძანება განსაზღვრავს.

“სახელმწიფო ვალის შესახებ საქართველოს კანონი“ განსაზღვრავს სახელმწიფო ვალის ცნებას, რომელიც ორ მსხვილ კომპონენტად - სახელმწიფოს საშინაო და საგარეო ვალად იყოფა (საგარეო ვალის კომპონენტში აღირიცხება ეროვნული ბანკის ვალიც საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიმართ). კანონის მიხედვით, სახელმწიფო საშინაო ვალს მიეკუთვნება სახელმწიფოს სახელით ფინანსთა სამინისტროს მიერ, ან ფინანსთა სამინისტროს თანხმობით ეროვნულ ვალუტაში მობილიზებული საკრედიტო რესურსი (ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების ემისიით მობილიზებული რესურსის ჩათვლით). სახელმწიფო საგარეო ვალს კი მიეკუთვნება სახელმწიფოს სახელით ფინანსთა სამინისტროს მიერ, ან ფინანსთა სამინისტროს თანხმობით უცხოურ კონვერტირებად ვალუტაში მობილიზებული საკრედიტო რესურსი (უცხოურ კონვერტირებად ვალუტაში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების ემისიით მობილიზებული რესურსის ჩათვლით). აღნიშნული კანონი სახელმწიფო ვალის მართვაზე ექსკლუზიურ პასუხისმგებლობას ანიჭებს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს რაც საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკად არის მიჩნეული (IMF, 2013).

მთავრობის ვალთან დაკავშირებული საკითხები ასევე განსაზღვრულია „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ საქართველოს ორგანული კანონით“. აღნიშნული კანონი განსაზღვრავს მთავრობის ვალის დეფინიციას და საქართველოში მოქმედ ფისკალურ წესებს. კერძოდ, კანონით საქართველოს მთავრობის ვალი განმარტებულია შემდეგნაირად:

$$\begin{array}{rcccl}
 \text{საქართველოს} & & \text{სახელმწიფო ვალის} & & \text{ეროვნული ბანკის} & & \text{საბიუჯეტო} \\
 \text{მთავრობის} & & \text{შესახებ საქართველოს} & & \text{ვალი} & & \text{ორგანიზაციების} \\
 \text{ვალი} & = & \text{კანონით} & - & \text{საერთაშორისო} & + & \text{სესხის სახით} \\
 & & \text{განსაზღვრული} & & \text{სავალუტო} & & \text{არსებული ვალი} \\
 & & \text{სახელმწიფო ვალის} & & \text{ფონდის მიმართ} & & \\
 & & \text{მაჩვენებელი} & & & & 
 \end{array}$$

უნდა აღინიშნოს, რომ „საბიუჯეტო ორგანიზაციების სესხის სახით არსებული ვალი“ გარდა სახელმწიფოს მიერ შექმნილი სსიპ/ა(ა)იპ-ების ვალისა, ასევე მოიცავს სახელმწიფოს წილობრივი მონაწილეობით მოქმედი იმ საწარმოების ფინანსურ

ვალდებულებებსაც, რომლებიც საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) რეკომენდაციით, 2023 წლიდან დაკლასიფიცირდნენ სახელმწიფო მმართველობის სექტორის შემადგენელ ნაწილად (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, 2023).

რაც შეეხება ფისკალურ წესებს, კანონის მიხედვით განსაზღვრულია ორი რაოდენობრივი ფისკალური წესი. კერძოდ:

1. ვალის წესი - მთავრობის ვალისა და საჯარო და კერძო პარტნიორობის შესახებ საქართველოს კანონის საფუძველზე აღებული ვალდებულებების მიმდინარე ღირებულების ჯამის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდება არ უნდა აღემატებოდეს 60%-ს;
2. ბიუჯეტის ბალანსის წესი - სახელმწიფოს ერთიანი ბიუჯეტის დეფიციტის მთლიან სამამულო პროდუქტთან შეფარდების მაჩვენებელი არ უნდა აღემატებოდეს 3%-ს.

აღსანიშნავია, რომ ფისკალური წესებიდან გადახვევის მექანიზმების არსებობა ანტიკრიზისული პოლიტიკის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ნაწილია ბევრ ქვეყანაში. ამასთანავე, ფისკალური წესების სანდოობისთვის, მნიშვნელოვანია, რომ მათი ამოქმედება განხორციელდეს მხოლოდ საჭირო შემთხვევებში და გადახრა წესიდან სრულად დაკავშირებული იყოს ამ შემთხვევებთან (Gbohoui, Medas, 2020).

ორგანული კანონით ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ, ფისკალური წესებიდან გადახვევის მექანიზმები განმარტებულია შემდეგნაირად: სახელმწიფოს ერთიანი ბიუჯეტის ზემოხსენებული ლიმიტების მიღმა დაგეგმვა ან/და დაგეგმილი პარამეტრების შესრულება შესაძლებელია:

1. საქართველოს კანონმდებლობით დადგენილი წესით საგანგებო ან საომარი მდგომარეობის გამოცხადების და აღნიშნული მდგომარეობის შედეგად დამდგარი ზიანის სალიკვიდაციო ღონისძიებების დაფინანსების საჭიროების შემთხვევაში;
2. ეკონომიკური ზრდის შენელების/რეცესიის შემთხვევაში – თუ, საჯარო სამართლის იურიდიული პირის – საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული

სამსახურის მიერ გამოქვეყნებული მონაცემებით, ზედიზედ ბოლო ორი კვარტლის რეალური ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელი წინა წლის შესაბამის კვარტლებთან შედარებით ორი პროცენტული პუნქტით დაბალია, ვიდრე გასული ათი წლის რეალური ეკონომიკური ზრდის საშუალო მაჩვენებელი.

ორგანული კანონით განსაზღვრული რაოდენობრივი ფისკალური წესები შესაბამისობაშია სხვა მრავალი ქვეყნის პრაქტიკასთან, რომლის მიხედვითაც განისაზღვრება ე.წ. „ვალის ჭერი“ და საოპერაციო ნიშნული ბიუჯეტის დეფიციტის სახით, ფისკალური პოლიტიკის ოპერატიულ დონეზე დაგეგმვისთვის. ამასთანავე, მოცემული ფისკალური წესებით განსაზღვრული ნიშნულები შესაბამისობაშია ევროკავშირში, მასტრიხტის შეთანხმებით ამოქმედებულ ფისკალურ წესებთან.

აღსანიშნავია, რომ კანონის საწყისი ვერსიით, 2013-2018 წლებში, რაოდენობრივი ფისკალური წესები (პირველი თაობის ფისკალური წესები) განსაზღვრული იყო შემდეგი ფორმით:

**ცხრილი 1. პირველი თაობის რაოდენობრივი ფისკალური წესები საქართველოში**

ფისკალური წესი	ინდიკატორი, რომლის მიმართაც განისაზღვრება ლიმიტი	ზღვარი
ვალის წესი	„სახელმწიფო ვალის შესახებ“ კანონით განსაზღვრული სახელმწიფო ვალის შეფარდება მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP)	არაუმეტეს 60%
ბიუჯეტის ბალანსის წესი	ნაერთი ბიუჯეტის დეფიციტის შეფარდება მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP)	არაუმეტეს 3%
გადასახდელები წესი	ნაერთი ბიუჯეტის ხარჯებისა და არაფინანსური აქტივების ზრდის მთლიანი მოცულობის შეფარდება მთლიან სამამულო პროდუქტთან	არაუმეტეს 30%

წყარო: საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე, <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/1405264?publication=3> (ცხრილი აგებულია ავტორის მიერ)



2019 წლიდან, გადასახდელების წესი მისი პროციკლური ხასიათის გამო გაუქმდა საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) რეკომენდაციით და მისი ინტეგრაცია განხორციელდა საშუალოვადიანი დაგეგმვის დოკუმენტებში (IMF 2018). ამასთანავე, ნაწილობრივ შეიცვალა დანარჩენი ორი ფისკალური წესის გაანგარიშების წესიც.

„საქართველოს საბიუჯეტო კოდექსი“ და „საბიუჯეტო კლასიფიკაციის დამტკიცების თაობაზე საქართველოს ფინანსთა მინისტრის N 99-ე“ ბრძანება, GFSM 2014-ის პრინციპების დაცვით განსაზღვრავს სახელმწიფოს ინსტიტუციურ დაყოფას, სახელმწიფო მმართველობის ერთეულებსა და აწესრიგებს საჯარო ფინანსების, მათ შორის სახელმწიფო/მთავრობის ვალის აღრიცხვა ანგარიშგების საკითხებს.

მიუხედავად იმისა, რომ ვალის მართვის კუთხით ქვეყანაში არსებული ინსტიტუციური დიზაინი ძირითადად საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკასთან შესაბამისობაშია, უნდა აღინიშნოს მასთან დაკავშირებული გარკვეული გამოწვევებიც. კერძოდ:

- საქართველო განეკუთვნება იმ ქვეყნების ჯგუფს, რომელიც სახელმწიფო ფინანსების სტატისტიკას აწარმოებს საერთაშორისო სავალუტო ფონდის სახელმწიფო ფინანსების სტატისტიკის 2014 წლის სახელმძღვანელოს (Government Finance Statistics Manual 2014 - GFSM 2014) პრინციპებზე დაყრდნობით. მიუხედავად ამისა, „სახელმწიფო ვალის შესახებ საქართველოს კანონში“ საშინაო და საგარეო ვალად კლასიფიცირების კრიტერიუმები წინააღმდეგობაშია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) მიერ GFSM 2014-ზე დაყრდნობით შემუშავებულ „საჯარო სექტორის ვალის სტატისტიკის წარმოების სახელმძღვანელოსთან“. კერძოდ, საქართველოში ვალის კლასიფიცირება საშინაო და საგარეო ვალად ხორციელდება ვალის დენომინაციის ვალუტაზე დაყრდნობით, მაშინ როდესაც ზემოხსენებული სახელმძღვანელოს მიხედვით საშინაო და საგარეო ვალად კლასიფიცირება უნდა ხდებოდეს კრედიტორის რეზიდენტობის მიხედვით (IMF, 2013).

- „სახელმწიფო ვალის შესახებ საქართველოს კანონის“ 48-ე მუხლით განმარტებულია სახელმწიფო საშინაო ვალის სხვადასხვა კომპონენტები, რომელიც 2020 წლამდე საერთო დასახელებით - „ისტორიული ვალი“ აღირიცხებოდა სახელმწიფო საშინაო ვალის სტატისტიკაში და მისი დაუზუსტებელი მოცულობა შეფასებული იყო 672 მილიონი ლარის ოდენობით (საქართველოს 2020 წლის სახელმწიფო ბიუჯეტის შესახებ საქართველოს კანონი, 2019). კანონში არსებული ჩანაწერის მიუხედავად, 2020 წლიდან აღნიშნული კომპონენტი სახელმწიფო და მთავრობის ვალის სტატისტიკაში აღარ აღირიცხება და მამასადამე, არც „ვალის წესის“ მაჩვენებლის გამოთვლისთვის გამოიყენება.
- საქართველოში მოქმედი საკანონმდებლო გარემო სხვა ტიპის საბიუჯეტო ორგანიზაციებისაგან განსხვავებით, არ არეგულირებს სამთავრობო სექტორად დაკლასიფიცირებული სახელმწიფო წილობრივი მონაწილეობით მოქმედი საწარმოების ფინანსური ვალდებულებების აღების საკითხებს, რაც ვალის მდგრადობის უზრუნველყოფის თვალსაზრისით გარკვეულ გამოწვევას წარმოადგენს.

გარდა ზემოაღნიშნულისა, ცალკე უნდა გამოვყოთ მთავრობის ვალი მართვის სტრატეგიის დოკუმენტი. რომელიც ვალთან მიმართებაში აყალიბებს მთავრობის საშუალოვადიან ხედვას. აღსანიშნავია, რომ ვალის მართვის სტრატეგია პირდაპირ კავშირშია ქვეყნის მაკროეკონომიკურ და ფინანსურ პოლიტიკასთან. მთლიანობაში, ვალის მართვის პოლიტიკის უმთავრესი მიზანია, რომ ქვეყანას ჰქონდეს ეკონომიკური და ფინანსური სარგებელი საგარეო და საშინაო დაფინანსებიდან, ისე რომ თავიდან იყოს აცილებული მაკროეკონომიკური პრობლემები (ხადური, კაკულია, ჩიქობავა).

კანონმდებლობასა და ვალის მართვის ეფექტიანობის (Debt Management Performance Assessment - DeMPA) შეფასებაში იდენტიფიცირებული ნაკლოვანებების ანალიზი, თავისი ხასიათიდან გამომდინარე, ვალის მართვის ინსტიტუციურ გარემოს დიზაინსა და მის ქმედითუნარიანობაში არსებულ გარკვეულ ნაკლოვანებებზე მეტყველებს. აღსანიშნავია, რომ ამ საკითხების შესახებ, საკუთარ

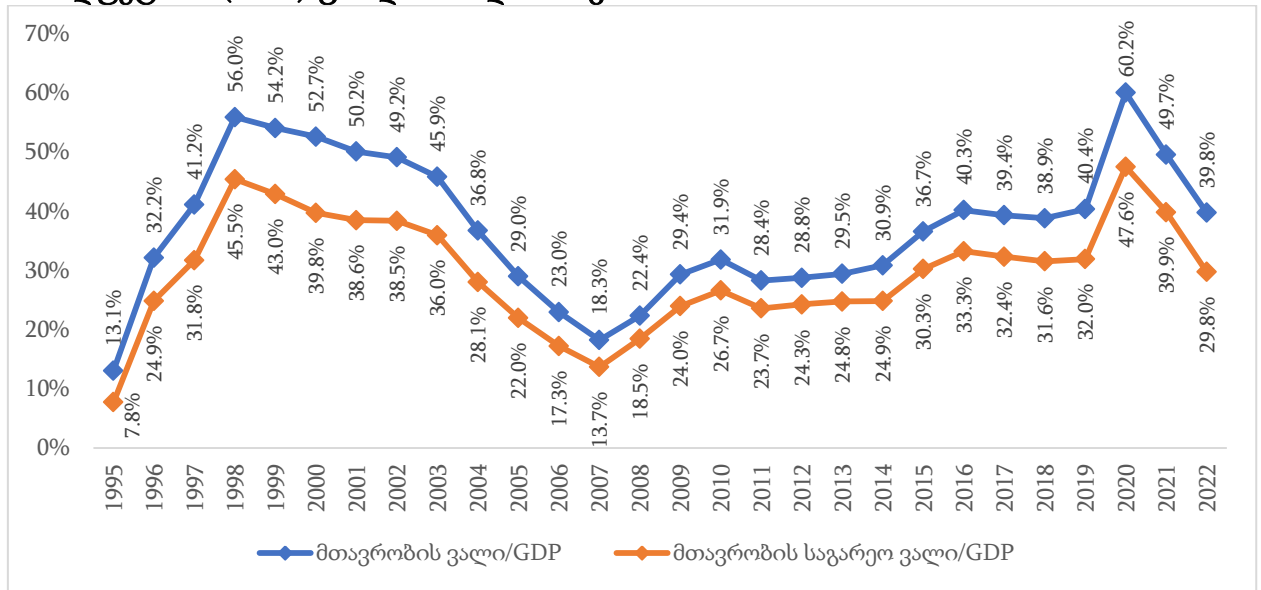
ანგარიშებში, ყურადღებას ამახვილებს სახელმწიფო აუდიტის სამსახურიც (სახელმწიფო აუდიტის სამსახური, 2023, 2020).

## 2.4 მთავრობის ვალის დინამიკა და მასთან დაკავშირებული გამოწვევები საქართველოში

საქართველოს დამოუკიდებელ რესპუბლიკად გამოცხადების შემდეგ, ქვეყნის დავალიანება მზარდი ტენდენციით ხასიათდებოდა. მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდებამ ლოკალურ მაქსიმუმს 1998 წელს მიაღწია და 56.0% შეადგინა, რის შემდეგაც კლება დაიწყო. 2003 წლის „ვარდების რევოლუციის“ შემდეგ, ეკონომიკური ზრდის გაზრდილი ტემპის პირობებში ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მაჩვენებელი დადმავალი ტენდენციით ხასიათდებოდა და 2007 წლის ბოლოსთვის 18.3%-მდე შემცირდა. აღნიშნული ტენდენცია, უმთავრესად განპირობებულია თავად GDP-ის ზრდით და ლარის გაცვლითი კურსის გამყარებით, რაც, თავის მხრივ, „ჰოლანდიური დაავადების“ ქართული ვერსიით იყო გამოწვეული (პაპავა, ჭარაია, 2021).

2008 წელს, რუსეთ-საქართველოს ომის და საერთაშორისო ფინანსურ-ეკონომიკური კრიზისის შედეგად, ეკონომიკური ზრდა შენედა და ამასთანავე ადგილი ჰქონდა მობილიზებული საკრედიტო რესურსის მნიშვნელოვან ზრდას. შედეგად ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდების მაჩვენებელი, აღნიშნული პერიოდიდან ძირითადად მზარდი ტენდენციით ხასიათდებოდა. 2014-16 წლებში ეროვნული ვალუტის დაახლოებით 30%-იანმა გაუფასურებამ ვალის GDP-თან შეფარდების მაჩვენებელი 31.0%-დან 40.3%-მდე გაზარდა და 2019 წლის ბოლომდე სტაბილურად ნარჩუნდებოდა დაახლოებით 40%-ის დონეზე. 2019 წლის ბოლოს დაწყებულმა COVID-19 პანდემიამ, როგორც მსოფლიოს სხვა ქვეყნებში, ისე საქართველოში რეცესია და ვალის ზრდა განაპირობა (პაპავა, ჭარაია, 2021). შედეგად მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) შეფარდებამ 60%-იან ზღვარს გადააჭარბა და ისტორიულ მაქსიმუმს 60.2%-ს მიაღწია (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, 2021).

**დიაგრამა 16. მთავრობის საგარეო და მთლიანი ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის დინამიკა**



წყარო: MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_vali](https://mof.ge/saxelmwifo_vali) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

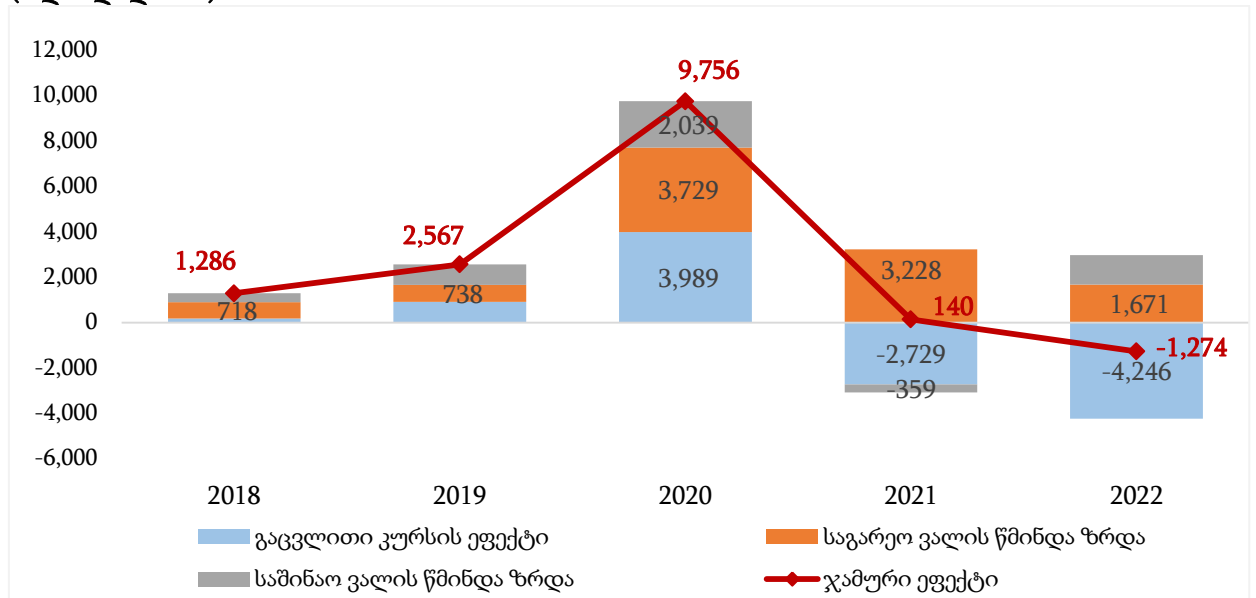
ვალის მსგავსი ნიშნულის პირობებში, 2021 წელს, ფინანსთა სამინისტროს მიერ შემუშავებული მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის ერთ-ერთ მთავარ მიმართულებად ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მაჩვენებლის შემცირება და მის უსაფრთხო დონეზე შენარჩუნება განისაზღვრა (DMS 2022-2025). აღსანიშნავია, რომ საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) შეფასებით მთავრობის ვალის უსაფრთხო დონე, ქვეყანაში არსებული ფისკალური რისკებიდან მომდინარე პოტენციური ვალდებულებების გამო, 2018 წელს 35-40%-ს შეადგენდა (IMF, 2018). აღნიშნულისგან განსხვავებით, ფინანსთა სამინისტროს შეფასებით, უსაფრთხო დონეს წარმოადგენს მთავრობის წმინდა ვალის<sup>1</sup> მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის 40%-იანი ნიშნული (DMS 2022-2025). მთავრობის ვალის ერთეულებში, აღნიშნული მაჩვენებელი დაახლოებით 43-45%-ს შეადგენს.

2021-2022 წლებში, ადგილობრივი ვალუტის გამყარების და ნომინალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (Gross Domestic Product – GDP) ზრდის მაღალი ტემპის შედეგად, მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross

<sup>1</sup> წმინდა ვალი განსაზღვრულია როგორც მთავრობის მთლიან ვალსა და დეპოზიტებზე ნაშთს შორის სხვაობა

Domestic Product – GDP) შეფარდების მაჩვენებელი შემცირდა და უკვე, 2022 წლის ბოლოს, პანდემიამდელ ნიშნულს ჩამოსცდა.

დიაგრამა 17. მთავრობის ვალის ცვლილებაზე მოქმედი ფაქტორების დინამიკა (მლრდ ლარი)



წყარო: სახელმწიფო აუდიტის სამსახური, <https://shorturl.at/biHT8>

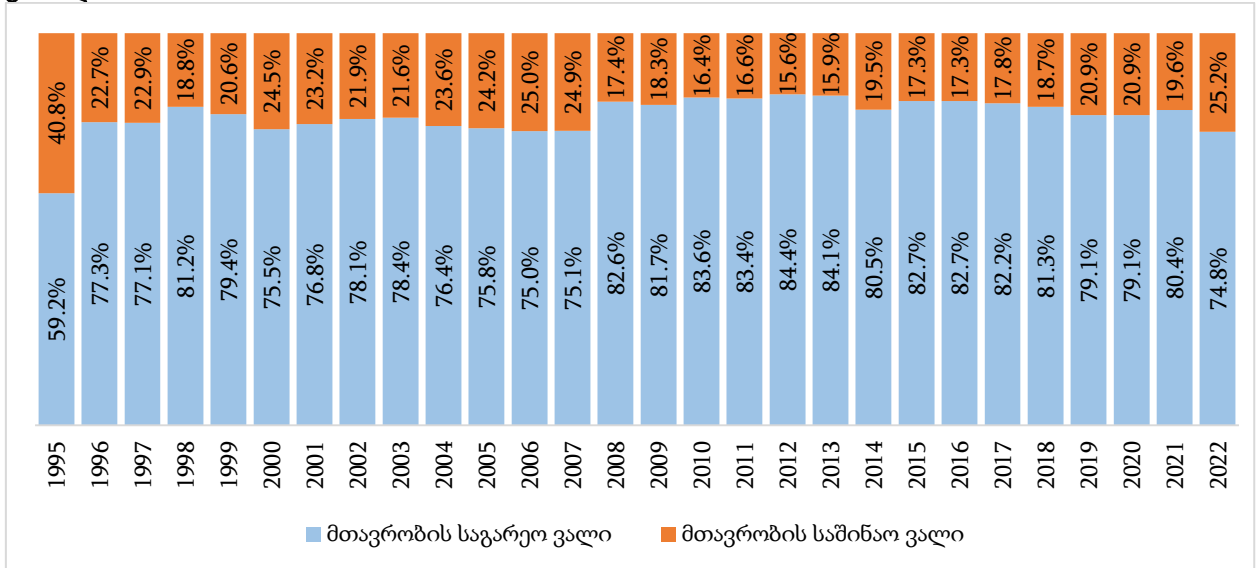
უნდა აღინიშნოს, რომ 2020-2022 წლებში, მთავრობის ვალის როგორც ზრდას, ისე კლებას მნიშვნელოვანი პროვოცირება გაუკეთა ლარის გაცვლითი კურსის მერყეობამ. სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის შეფასებით, 2020 წელს, წინა წელთან შედარებით მხოლოდ ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურების შედეგად, მთავრობის ვალი 4 მილიარდი ლარით (2020 წლის GDP-ს 8.1%-ით) გაიზარდა. აღნიშნულის საპირისპიროდ, 2021 და 2022 წლებში, ლარის კურსის გამყარებამ, მთავრობის ვალზე ზეწოლა შემცირების მიმართულებით მოახდინა, შესაბამისად 2.7 მილიარდი (2021 წლის GDP-ს 4.55%-ით) და 4.2 მილიარდი ლარის ოდენობით (2022 წლის GDP-ს 5.92%-ით).

გაცვლითი კურსის მსგავსი მასშტაბის ეფექტები, მთავრობის ვალის პორტფელში მნიშვნელოვან სავალუტო რისკის არსებობაზე მეტყველებს, რაც პორტფელში საგარეო ვალის მაღალი წილითაა განპირობებული<sup>1</sup>. კერძოდ, 1996 წლიდან, საგარეო ვალის (უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალდებულებები) წილი, მთავრობის

<sup>1</sup> როგორც ზემოთ აღინიშნა, საქართველოში მოქმედი კანონმდებლობა მთავრობის ვალის კლასიფიკაციას საგარეო და საშინაო ვალად ახდენს მისი დენომინაციის ვალუტის მიხედვით.

ვალის პორტფელში საშუალოდ 80%-ის ირგვლივ მერყეობდა და 2022 წლის ბოლოსთვის 74.8%-ს შეადგენდა.

**დიაგრამა 18. მთავრობის ვალის სტრუქტურის დინამიკა საშინაოს და საგარეოს ჭრილში**



წყარო: MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_vali](https://mof.ge/saxelmwifo_vali) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

ისტორიულად, მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელი შედგება სამი ძირითადი კომპონენტისგან:

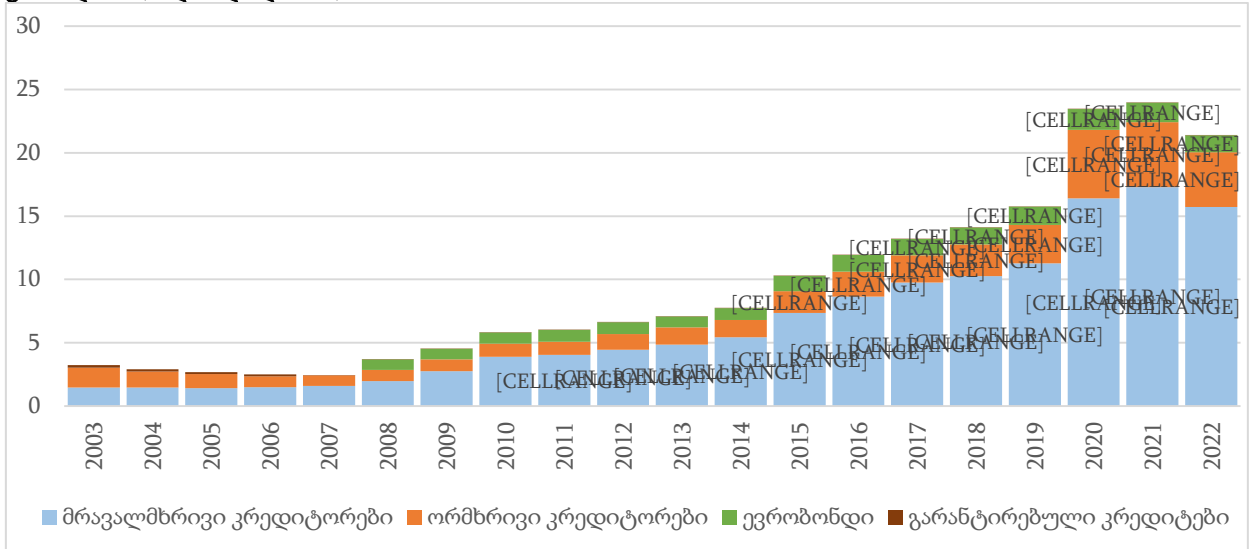
1. მრავალმხრივი კრედიტები - საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტებისგან აღებული სესხები;
2. ორმხრივი კრედიტები - სხვა ქვეყნის მთავრობებისგან აღებული სესხები;
3. ევროობლიგაციები - საერთაშორისო ბაზარზე გამოშვებული, უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ობლიგაცია;

მცირე ნაწილს წარმოადგენს გარანტირებული კრედიტები, რომელშიც საქართველო წარმოადგენს გარანტორს საბოლოო ბენეფიციარის მხრიდან სესხზე გაკოტრების შემთხვევაში.

საგარეო ვალმა ნომინალურ გამოსახულებაში, წლების განმავლობაში მნიშვნელოვანი ზრდა და სტრუქტურული ცვლილებები განიცადა. ამ კუთხით აღსანიშნავია 2020 წელი, როდესაც მთავრობის საგარეო ვალი 7.7 მლრდ ლარით

გაიზარდა (მათ შორის ახალი სესხების აღების ეფექტი 3.7 მილიარდ ლარს, ხოლო ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურების ეფექტი 4 მილიარდ ლარს შეადგენდა).

**დიაგრამა 19. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის ევოლუცია დონორების ჭრილში (მლრდ ლარი)**



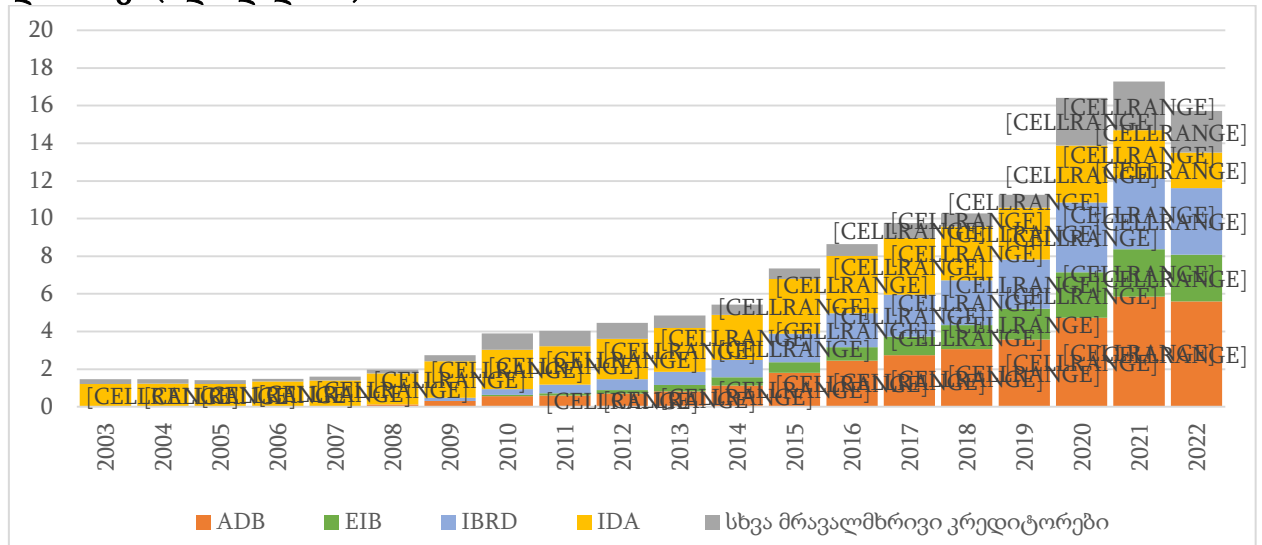
წყარო: MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_vali](https://mof.ge/saxelmwifo_vali) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელში, 2003 წლისთვის ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორების წილი თითქმის თანაბრად იყო გადანაწილებული. აღნიშნული განაწილება ეტაპობრივად შეიცვალა და 2022 წლის ბოლოსთვის პორტფელის 73.5%-ს მრავალმხრივი კრედიტორებისგან მოზიდული სესხები შეადგენს, ხოლო 20.2%-ს ორმხრივი კრედიტორებისგან აღებული სესხები.

საგარეო ვალის პორტფელის სტრუქტურის ცვლილებასთან ერთად, მნიშვნელოვანი ცვლილება განიცადა უშუალოდ კონკრეტულმა დონორებმაც. მაგალითად, თუკი 2003-2008 წლებში პორტფელის 80%-ზე მეტს მსოფლიო ბანკის ჯგუფის წევრ განვითარების საერთაშორისო ასოციაციისგან (International Development Association - IDA) მოზიდული რესურსი შეადგენდა, 2022 წლის ბოლოსთვის აღნიშნული წყაროდან მოზიდულ სესხების წილი 12%-მდე შემცირდა.



დიაგრამა 20. მრავალმხრივი კრედიტორებისგან აღებული სესხების სტრუქტურის დინამიკა (მლრდ ლარი)

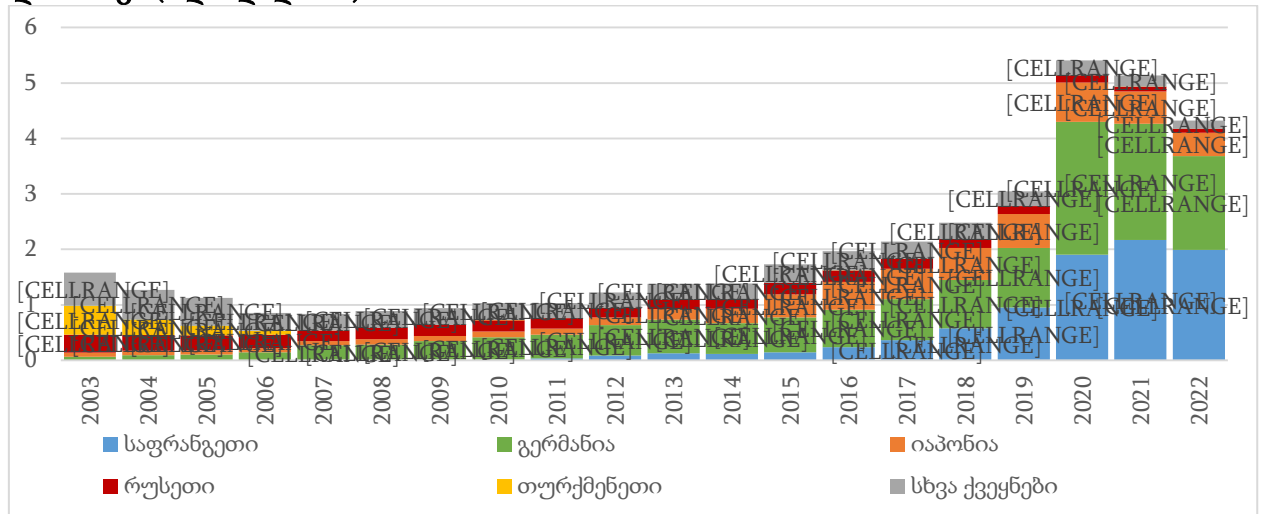


წყარო: MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_vali](https://mof.ge/saxelmwifo_vali) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

ამის პარალელურად, დროთა განმავლობაში უმსხვილესი კრედიტორები გახდნენ აზიის განვითარების ბანკი (Asian Development Bank – ADB) (36%), მსოფლიო ბანკის ჯგუფის მეორე წევრი - რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკი (International Bank for Reconstruction and Development - IBRD) (22%) და ევროპის საინვესტიციო ბანკი (European Investment Bank – EIB) (15.8%). განვითარების საერთაშორისო ასოციაციის (International Development Association – IDA) წილის შემცირება დაკავშირებულია საქართველოს საშუალო შემოსავლის მქონე ქვეყანათა ჯგუფში გადანაცვლებასთან 2014 წლიდან, რის გამოც მას შეეზღუდა წვდომა ამ ორგანიზაციის შეღავათიან სესხებზე. აღნიშნული წყარო ჩანაცვლდა რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკის (International Bank for Reconstruction and Development- IBRD) სესხებით.

რაც შეეხება ორმხრივ კრედიტორებს, 2022 წლის ბოლოს მდგომარეობით, მათგან მოზიდული სახსრების უმეტეს ნაწილს (95.1%) გერმანიის სახელმწიფო ბანკიდან (Kreditanstalt für Wiederaufbau - KfW), საფრანგეთის განვითარების სააგენტოდან (Agence Française de Développement - AFD) და იაპონიის მთავრობისგან მოზიდული რესურსი შეადგენს.

დიაგრამა 21. ორმხრივი კრედიტორებისგან აღებული სესხების სტრუქტურის დინამიკა (მლრდ ლარი)



წყარო: MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_vali](https://mof.ge/saxelmwifo_vali) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

ორმხრივი კრედიტორებისგან მოზიდული რესურსის დანარჩენ ნაწილს ძირითადად პარიზის კლუბის მიერ 2004 წელს რესტრუქტურირებული სესხებს წარმოადგენს, რომლის მოცულობაც მკვეთრად შემცირებულია და 2025 წლისთვის სრულად დაიფარება (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, 2004; 2023).

საგარეო ვალის მესამე კომპონენტის - ევროობლიგაციის ემისია საქართველოს მთავრობამ პირველად 2008 წელს განახორციელა (ნომინალური ღირებულება - 500 მილიონი აშშ დოლარი; ვადიანობა - 5 წელი, კუპონი - 7.75%). “აღნიშნულმა ტრანზაქციამ ქვეყანა გააცნო საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებს და მრავალ მსხვილ ინსტიტუციურ ინვესტორს და შესაბამისად წარმოადგენდა ქვეყანაში დივერსიფიცირებული კაპიტალის შემოდინების წახალისების სტრატეგიის ერთ-ერთ საკვანძო ელემენტს” (საჯარო ფინანსების მართვის რეფორმის სტრატეგია 2023-2026 წლებისთვის). “2011 წელს საქართველომ განახორციელა აღნიშნული ევროობლიგაციების რეფინანსირება იმავე ნომინალური ღირებულების, მაგრამ უფრო ხანგრძლივი, 10-წლიანი ევროობლიგაციებით, რომლის ფინანსური პარამეტრები (კუპონი 6.875%), მიმზიდველობის თვალსაზრისით, გაუთანაბრდა უფრო მაღალი საკრედიტო რეიტინგის მქონე სუვერენული სახელმწიფოების ფასიან ქაღალდებს” (საჯარო ფინანსების მართვის რეფორმის სტრატეგია 2023-2026 წლებისთვის). “2021 წლის აპრილში, საქართველომ განახორციელა რიგით მესამე,

500 მილიონი აშშ დოლარის ღირებულების ხუთ წლიანი ვადიანობის მქონე ევროობლიგაციების გამოშვება. ფასდადების განმავლობაში დაფიქსირებული მოთხოვნა 4-ჯერ აღემატებოდა განსათავსებელ მოცულობას” (საჯარო ფინანსების მართვის რეფორმის სტრატეგია 2023-2026 წლებისთვის).

აღსანიშნავია, რომ სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის შეფასებით, 2021 წელს ევროობლიგაციის ემისიის შედეგად, მნიშვნელოვნად იქნა შემცირებული მისი მომსახურების ყოველწლიური ხარჯები. კერძოდ, 2011 წელს ემიტირებული ევროობლიგაციის ყოველწლიური მომსახურების ხარჯი 34.4 მილიონ აშშ დოლარს შეადგენდა, ახალი ევროობლიგაციის ყოველწლიური მომსახურების ხარჯი კი 13.8 მილიონ აშშ დოლარამდე შემცირდა (სახელმწიფო აუდიტის სამსახური, 2022).

მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის მეოთხე კომპონენტს წარმოადგენს ე.წ. „გარანტირებული კრედიტები.“ საქართველოს თავისი დამოუკიდებლობის დღიდან გაცემული ჰქონდა ორი ფორმალური სახის გარანტია: ევროპის განვითარებისა და რეკონსტრუქციის ბანკის (European Bank for Reconstruction and Development - EBRD) და გერმანიის განვითარების ბანკის (Kreditanstalt für Wiederaufbau - KfW) მიერ საქართველოში მოქმედ კერძო კომპანიებზე გაცემულ კრედიტებზე. აქედან პირველი სესხი, რომელზეც გარანტია გაიცა, სრულად 2009 წელს დაიფარა, ხოლო მეორე სესხის ნაშთი 2022 წლის ბოლოს 3 მლნ ლარს შეადგინა და მისი სრულად დაფარვა 2023 წლის ივნისში განხორციელდა (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, 2023). აღსანიშნავია, რომ ვალად აღიარების მიუხედავად, აღნიშნული კომპონენტი სრულად აკმაყოფილებდა GFSM 2014-ით განსაზღვრულ ცხადი სახის პირობითი ვალდებულების განმარტებას (GFSM 2014) და მისი დაფარვა განხორციელდა ისე, რომ სახელმწიფოს რეალური ხარჯის გაწევა არ დასჭირვებია.

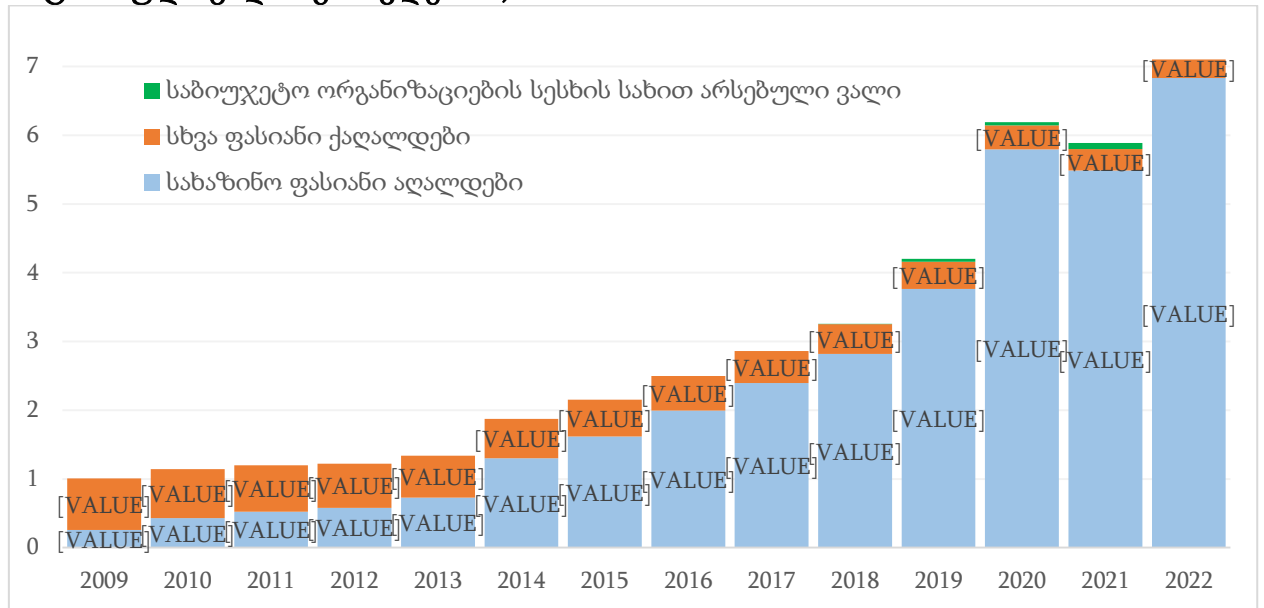
საგარეო ვალთან მიმართებაში, უნდა აღინიშნოს ერთ-ერთი ძალზე მნიშვნელოვანი და ამასთანავე პოზიტიური გარემოება. კერძოდ, როგორც ზემოთ ავღნიშნეთ, საგარეო კრედიტორები, ძირითადად საერთაშორისო ორგანიზაციები, ან განვითარებული ქვეყნების სახელმწიფო ბანკები (გერმანია, საფრანგეთი) არიან. ამ ინსტიტუციებთან კი, საჭიროების შემთხვევაში, საგარეო ვალის

რესტრუქტურის მიღწევა, როგორც ამას საერთაშორისო გამოცდილება ადასტურებს, უფრო რეალისტურია (პაპავა, ჭარაია, 2021).

როგორც ზემოთ აღინიშნა, „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ საქართველოს კანონით და „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“ საქართველოს ორგანული კანონით, საქართველოს მთავრობის საშინაო ვალი მოიცავს ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებულ შემდეგ ოთხ კომპონენტს:

- საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ ემიტირებული სახაზინო ფასიანი ქაღალდები (6 და 12 თვიან სახაზინო ვალდებულებებს და 2, 5, 10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები), რომელიც ბოლო ათწლეულის განმავლობაში საშინაო ვალის უმსხვილეს კომპონენტს წარმოადგენს;
- სხვა ფასიანი ქაღალდები (სახელმწიფო ობლიგაციები), რომელიც წარმოადგენს საქართველოს მთავრობის დავალიანებას საქართველოს ეროვნული ბანკის მიმართ (მოიცავს ობლიგაციებს საქართველოს ეროვნული ბანკისთვის და ობლიგაციებს ღია ბაზრის ოპერაციებისთვის);
- საბიუჯეტო ორგანიზაციების სესხის სახით არსებული ვალი, რომელიც 2022 წლიდან ასევე ითვალისწინებს სამთავრობო სექტორს მიკუთვნებულ სახელმწიფო საწარმოების სესხებს. აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ საბიუჯეტო ორგანიზაციების სესხების ნაწილი დენომინირებულია უცხოურ ვალუტაში, თუმცა კლასიფიცირებულია მთავრობის საშინაო ვალის ნაწილად;
- ე.წ. „ისტორიული ვალი“, რომელიც დაუზუსტებელი ინფორმაციით, 2019 წელს შეფასებული იყო 672 მლნ ლარის ოდენობით, თუმცა მისი მოცულობის და ბენეფიციარების შესახებ ზუსტი ინფორმაციის არ არსებობის გამო, ეს კომპონენტი 2019 წლიდან ვალის სტატისტიკაში აღარ აღირიცხება.

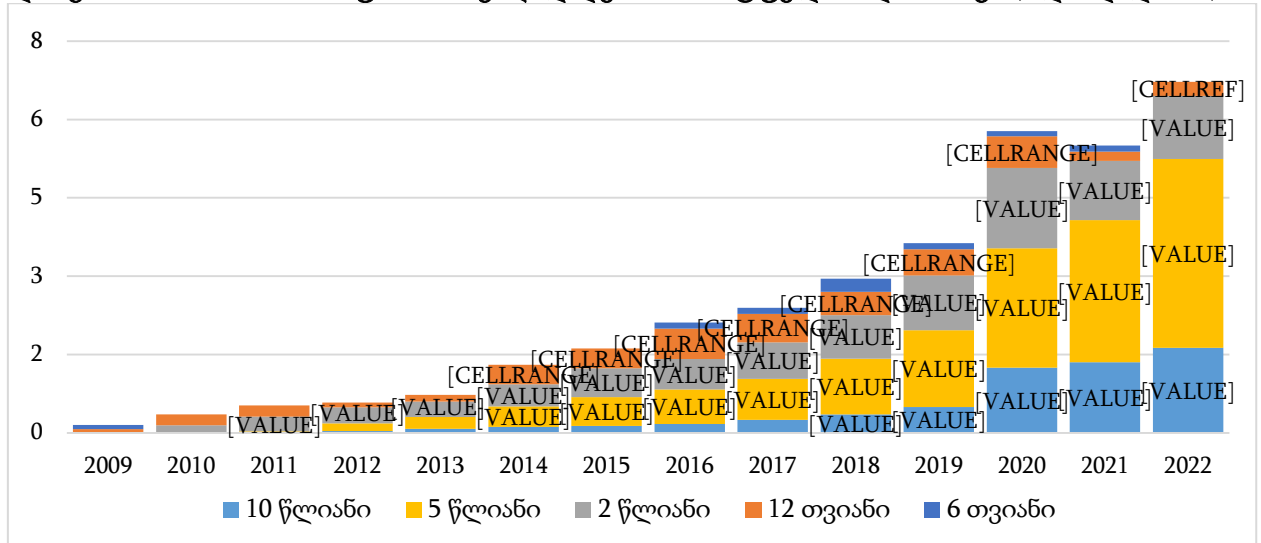
დიაგრამა 22. მთავრობის საშინაო ვალის პორტფელის დინამიკა (მლრდ ლარი, ისტორიული ვალის გამოკლებით)



წყარო: MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_vali](https://mof.ge/saxelmwifo_vali) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

სახაზინო ფასიანი ქაღალდების პორტფელმა ბოლო წლების განმავლობაში მნიშვნელოვანი ზრდა და სტრუქტურული ცვლილება განიცადა. აღსანიშნავია 2020 წელი, როდესაც სახაზინო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის თითქმის 2 მილიარდიანი ზრდა დაფიქსირდა. ასევე, თუკი 2009 წელს პორტფელი მთლიანად კონცენტრირებული იყო 6 და 12 თვიან ფასიან ქაღალდებზე 2022 წლის ბოლოს პორტფელის 50% პროცენტს ხუთ წლიანი, 25%-ს ათ წლიანი, ხოლო 21%-ს ორ წლიანი საწყისი ვადიანობის მქონე ობლიგაციები შეადგენს. შედეგად, გარდა პორტფელის ნომინალური მოცულობისა, ზრდა განიცადა მისმა საშუალო შეწონილმა ვადიანობამაც (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, 2023).

დიაგრამა 23. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დინამიკა (მლრდ ლარი)



წყარო: MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_vali](https://mof.ge/saxelmwifo_vali) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

აღსანიშნავია, რომ მთავრობის ვალის მართვის და კაპიტალის ბაზრის განვითარების მოქმედი სტრატეგიებით, მომდევნო წლებში ერთ-ერთ მიმართულებად დაგეგმილია სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება, რამაც საბოლოო ჯამში ხელი უნდა შეუწყოს კაპიტალის ბაზრის განვითარებას. აღნიშნული მიზნით, ბაზრის მოცულობის და შესაბამისად მისი ლიკვიდურობის ზრდისთვის, მომდევნო წლებში დაგეგმილია სახაზინო ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი ზრდა.

ცხრილი 2. მთავრობის ვალის შემადგენელი კომპონენტების წმინდა ზრდის პროგნოზები

	2023	2024	2025	2026
სახაზინო ფასიანი ქაღალდების წმინდა ზრდა	1400	1500	1600	1700
საგარეო ვალის წმინდა ზრდა	1074	720	600	400

წყარო: მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2023-2026 წლებისთვის (DMS 2023-2026)

<https://mof.ge/5231>

საკრედიტო რესურსის ხარჯვის თავისებურებები საქართველოში.

როგორც ზემოთ აღინიშნა, ეკონომიკურ თეორიაში, თეორიული და ემპირიული დასაბუთებით მნიშვნელოვანწილად მიღწეულია კონსესუსი იმასთან დაკავშირებით, რომ მთავრობის მიერ საკრედიტო რესურსის ზომიერი ოდენობით მობილიზება და ამ რესურსით პროდუქტიული დანახარჯების (ინფრასტრუქტურაზე, განათლებაზე, რეფორმებზე) გაწევა ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას. აღნიშნულიდან გამომდინარე, მიზანშეწონილია შევავსოთ ის თუ რა მიმართულებებით იხარჯება სახელმწიფოს მიერ მობილიზებული საკრედიტო რესურსი საქართველოში და რამდენად შეიძლება ეს დანახარჯები ჩაითვალოს პროდუქტიულად. აქვე უნდა ავღნიშნოთ, რომ კვლევის მოცემულ ნაწილში ტერმინი პროდუქტიულობა გულისხმობს არა აბსოლუტურ, არამედ უფრო მეტად ფარდობით პროდუქტიულობას ვინაიდან აბსოლუტური პროდუქტიულობის გაზომვა საჯარო სექტორში გარკვეულ გამოწვევას წარმოადგენს (Dunleavy, 2017). თავის მხრივ, ფარდობით პროდუქტიულობას განვსაზღვრავთ როგორც დანახარჯის გასაწევ რამდენიმე ალტერნატივას შორის მეტად პროდუქტიულს.

აღნიშნული მიზნით, პირველ რიგში მნიშვნელოვანია დავუბრუნდეთ ქვეყნის საკანონმდებლო საფუძვლებს, რომელიც გარკვეულწილად არეგულირებს ამ საკითხებს. კერძოდ, „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ საქართველოს კანონის მე-12 მუხლის მიხედვით „სახელმწიფო საშინაო ვალის აღების შედეგად მიღებული სახსრები გამოიყენება წლიური საბიუჯეტო კანონით განსაზღვრული მიზნებისათვის“. იმავე კანონის მე-15 მუხლის მიხედვით, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვება შეიძლება განხორციელდეს:

- მოკლევადიანი საკასო სხვაობის დაფარვის და ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსების მიზნით;
- ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ხელშეწყობის მიზნით;
- წლიური საბიუჯეტო კანონით განსაზღვრული სხვა მიზნებისთვის.

მსგავსი განმარტებაა წარმოდგენილი საგარეო ვალთან მიმართებაშიც. კერძოდ კანონის 23-ე მუხლის მიხედვით, სახელმწიფო საგარეო ვალებიდან მიღებული სახსრები გამოიყენება სახელმწიფო ბიუჯეტის შესახებ საქართველოს კანონით განსაზღვრული მიზნებისთვის.

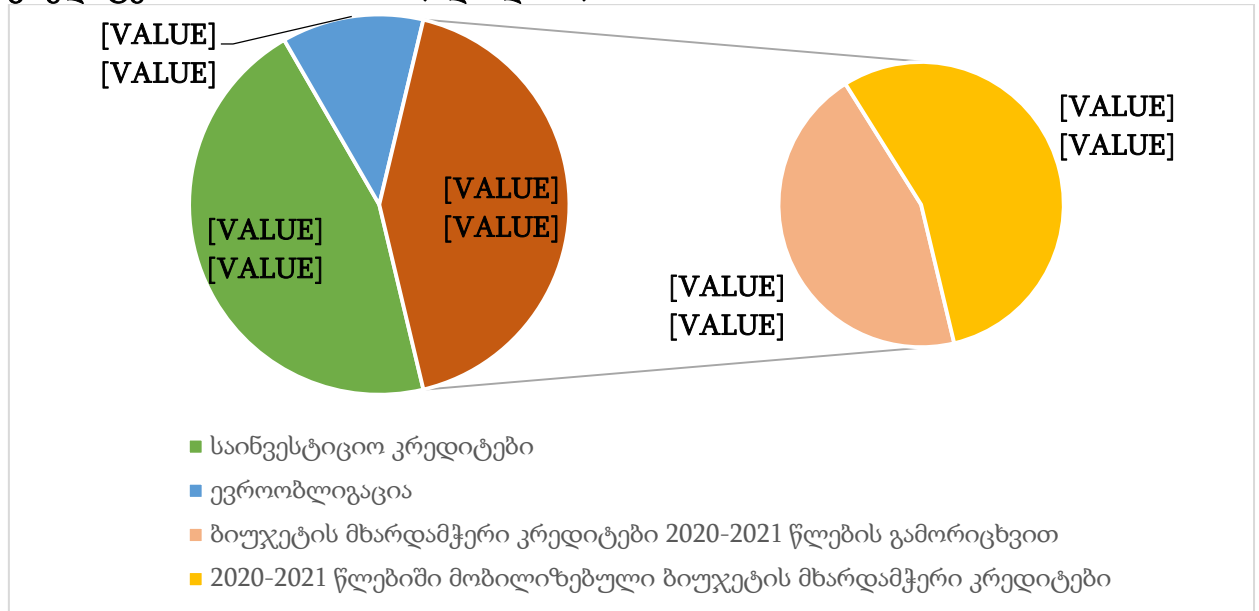
აღნიშნული განმარტებებიდან გამომდინარე როგორც საშინაო, ისე საგარეო ვალის მიზნობრიობის განსაზღვრის ნაწილში, რაიმე საკანონმდებლო შეზღუდვები არ არსებობს და ამ მხრივ, მთავრობას გააჩნია მნიშვნელოვანი დისკრეტია. აღნიშნული, თავის მხრივ, ერთგვარ გამოწვევას წარმოადგენს, ვინაიდან, პოტენციურად გავლენას ახდენს საკრედიტო რესურსის პროდუქტიულად გამოყენების შესაძლებლობაზე. გაეროს ვაჭრობისა და განვითარების კონფერენციის (United Nations Conference on Trade and Development - UNCTAD) მიერ შემუშავებული პრინციპების მიხედვით, ქვეყნების მიერ დიდი მოცულობით, სისტემატურად ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფინანსებლად სესხის აღებამ, თუ იგი განპირობებული არაა სახელმწიფოებრივი აუცილებლობით, შესაძლოა უარყოფითი გავლენა მოახდინოს ქვეყნის საკრედიტო მდგომარეობასა და მდგრადი ეკონომიკური პოლიტიკის განხორციელებაზე (სახელმწიფო აუდიტის სამსახური, 2015).

კანონმდებლობაში არსებული ჩანაწერები პარალელურად, მნიშვნელოვანია დავაკვირდეთ ამ მხრივ არსებულ ფაქტობრივ მდგომარეობას. მთავრობის ვალის ფაქტობრივ ტენდენციებზე დაკვირვება ცხადყოფს, რომ ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში, საგარეო წყაროებიდან მოზიდული ჯამური საკრედიტო რესურსის მნიშვნელოვანი ნაწილი (45%), საინვესტიციო ხასიათისაა, რომელიც საინვესტიციო (ინფრასტრუქტურული) პროექტების დაფინანსებას ხმარდება. კრედიტების მეორე მნიშვნელოვან ნაწილს (43%) ბიუჯეტის მხარდამჭერი კრედიტები წარმოადგენს. ცალკეულ შემთხვევებში ამ ტიპის კრედიტები ემსახურება რეფორმების ფინანსურ მხარდაჭერას. თუმცა უმეტეს შემთხვევაში, საინვესტიციო კრედიტებისგან განსხვავებით, განსაზღვრული მიზნობრიობა ცხადი სახით არ გააჩნიათ და ძირითადად მიმდინარე საჭიროებების დასაფინანსებლად გამოიყენება (სახელმწიფო აუდიტის სამსახური, 2023). კრედიტების მესამე ნაწილი მობილიზებულია 2008, 2011 და 2021 წლებში ევროობლიგაციების ემისიით. აღსანიშნავია, რომ 2011 და 2021 წლებში გამოშვებული ევროობლიგაცია სრულად ემსახურებოდა შესაბამისად 2008 და 2011 წელს გამოშვებული ევროობლიგაციების რეფინანსირებას (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო 2011; 2021). რაც შეეხება 2008 წელს გამოშვებულ



ევროობლიგაციიდან მიღებულ ფულად რესურსს, მას ცხადი სახით წინასწარ განსაზღვრული მიზნობრიობა არ ქონია (Papava, 2021).

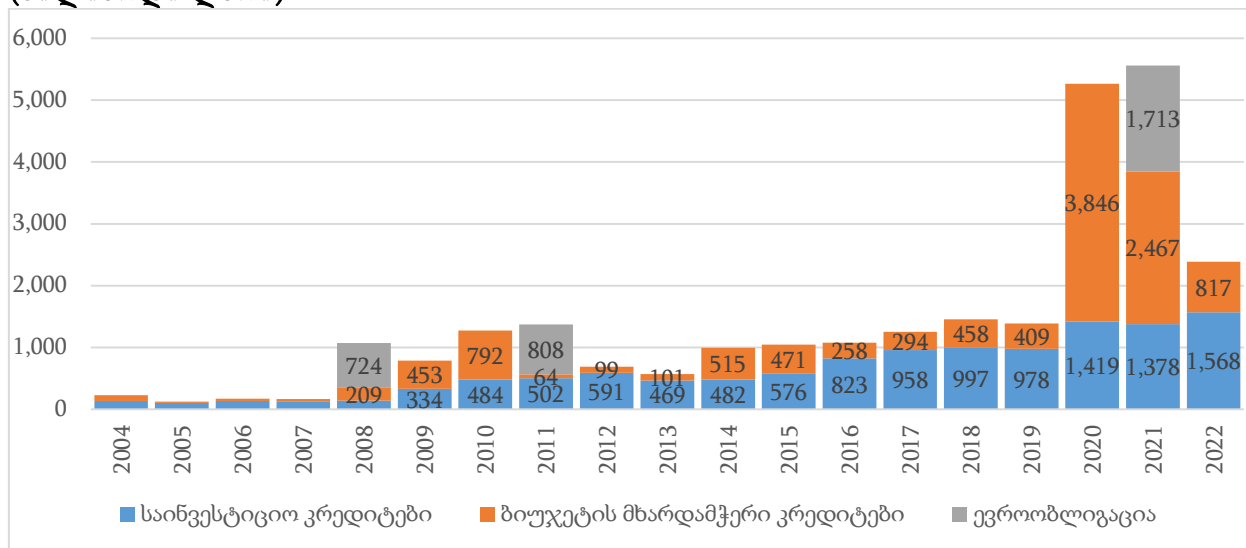
დიაგრამა 24. 2004-2022 წლებში, საგარეო წყაროებიდან ჯამურად მოზიდული კრედიტების მიზნობრიობა (მლნ ლარი)



წყარო: MoF, <https://mof.ge/4564> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

უნდა აღინიშნოს, ბიუჯეტის მხარდამჭერი კრედიტების მაღალი წილის მიუხედავად, მათი უმეტესი ნაწილი მობილიზებული იქნა 2020-2021 წლებში, ანტიკრიზისული ღონისძიებების დაფინანსების მიზნით. კერძოდ, ამ წლებში მობილიზებული იქნა 2004-2022 წლებში ჯამურად მობილიზებული ბიუჯეტის მხარდამჭერი კრედიტების ნახევარზე მეტი (სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ინფორმაციით, 2020-2021 წლებში ანტიკრიზისული ღონისძიებების პაკეტის ფაქტობრივმა მოცულობამ ჯამში 7.3 მილიარდი ლარით შეადგინა, საიდანაც, მხოლოდ რისი დაფინანსებისთვისაც, საგარეო წყაროებიდან, კრედიტის სახით, 2020 წელს მობილიზებული იქნა 3.8 მილიარდი ლარი, ხოლო 2021 წელს 1.8 მილიარდი ლარი (სახელმწიფო აუდიტის სამსახური 2021, 2022:);

დიაგრამა 25. საგარეო წყაროებიდან მოზიდული კრედიტების მიზნობრიობა (მილიარდი ლარი)



წყარო: MoF, <https://mof.ge/4564> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

დადებითად უნდა შეფასდეს ის ფაქტი, რომ არაპანდემიურ წლების ტენდენციების მიხედვით, უკანასკნელ წლებში აქცენტი ძირითადად საინვესტიციო კრედიტების მოზილზებაზე კეთდება. ამასთანავე, მთავრობის ვალის მოქმედი სტრატეგიით, 2022 წლიდან საინვესტიციო სესხების აღება მოხდება მხოლოდ დიდი და კომპლექსური პროექტებისთვის, რომლის ფარგლებშიც სამუშაოების მაღალი სტანდარტით შესასრულებლად საჭიროა პროექტის განხორციელებაში განვითარების პარტნიორების მხარდაჭერა, და რომელთაც თან ახლავს ექსპერტიზა და ცოდნის გაზიარება (მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2022-2025 და 2023-2026 წლებისთვის).

გარდა ამისა, იმავე სტრატეგიის მიხედვით, ბიუჯეტის მხარდამჭერი (პროგრამული) სესხის აღება ხდება მხოლოდ მნიშვნელოვანი ტრანსფორმაციული რეფორმებისათვის. ამასთანავე, სტრატეგიით, პროგრამულ სესხებზე დაწესებულია წლიური ლიმიტი 250 მლნ აშშ დოლარის ოდენობით (მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2022-2025 და 2023-2026 წლებისთვის).

რაც შეეხება საშინაო, ვალს, აღნიშნული რესურსი თავის შინაარსიდან გამომდინარე მთლიანად ბიუჯეტის მიმდინარე საჭიროებების დაფინანსებას ხმარდება. ამასთანავე, როგორც ზემოთ აღინიშნა, მომდევნო წლებში კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობისთვის, დაგეგმილია საშინაო ვალის კიდევ უფრო ზრდა და მთავრობის მთლიან პორტფელში მისი წილის გაფართოება. აღნიშნულის გათვალისწინებით, მიზანშეწონილია, ქვეყნის შიდა წყაროებიდან მობილიზებული საკრედიტო რესურსის პროდუქტიული ხარჯვის ხელშეწყობის მიზნით, გარკვეული ხარისხით განისაზღვროს ამ რესურსის გამოყენების მიზნობრიობა.

მთავრობის ვალის მიზნობრიობის ანალიზი ცხადყოფს, რომ მისი პროდუქტიული ხარჯვის საკითხი გარკვეულწილად დისკუსიის საგანია. კერძოდ, საგარეო წყაროებიდან, წლების განმავლობაში მობილიზებული რესურსების უმეტესი ნაწილს საინვესტიციო კრედიტები შეადგენს, რომლის ხარჯვის მიზნობრიობას მონიტორინგს უწევს თავად დონორიც და ეს რესურსი ძირითადად ინფრასტრუქტურულ პროექტებზე იხარჯება. მეორეს მხრივ, საგარეო წყაროებიდან მოზიდული კრედიტების დანარჩენი ნაწილის და საშინაო საკრედიტო რესურსის სრული ოდენობის გამოყენების თვალსაზრისით არსებობს გარკვეული გამოწვევები. ამ წყაროებიდან მობილიზებული რესურსები სრულად ხმარდება შესაბამისი ფისკალური წლის საჭიროებების დაფინანსებას, რაც მისი ეფექტიანი ხარჯვის შესაძლებლობას გარკვეულწილად ასუსტებს.

### **მთავრობის ვალის პორტფელის წინაშე არსებული გამოწვევები საქართველოში**

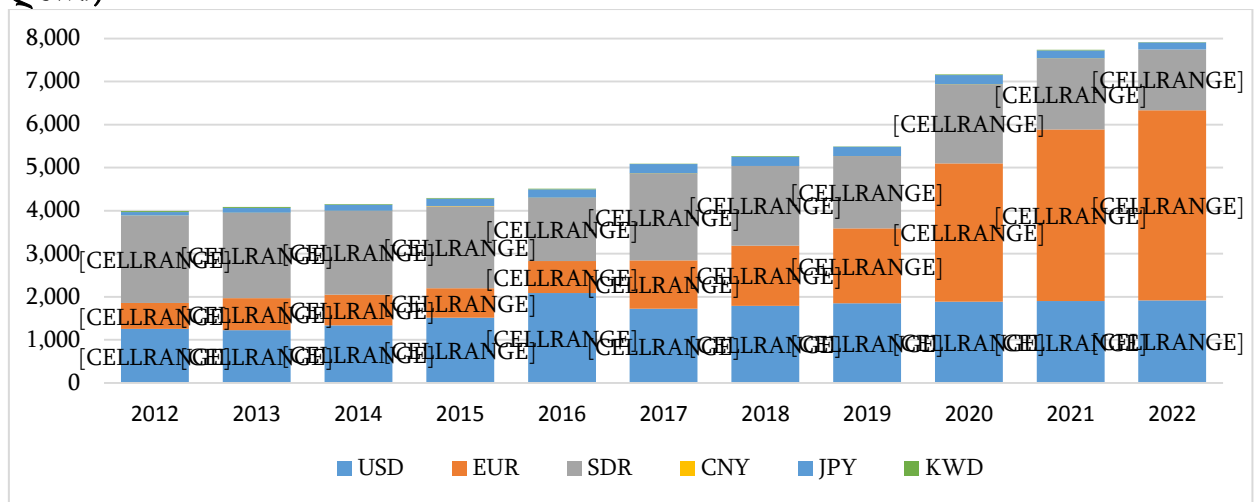
მთავრობის ვალის პორტფელის ანალიზისას მნიშვნელოვანია იმის შეფასებაც, თუ რამდენად მოწყვლადია იგი სხვადასხვა რისკ ფაქტორების მიმართ. ვინაიდან აღნიშნული რისკ ფაქტორების მნიშვნელოვანი მასშტაბით რეალიზაცია, ასოცირებულია მთავრობის მიმართ წარმოქმნილ მნიშვნელოვანი ოდენობის გაუთვალისწინებელი ვალდებულებების წარმოქმნასთან. აღნიშნული კი, თავის მხრივ ფისკალური მდგრადობისთვის მნიშვნელოვან საფრთხეს წარმოადგენს. მოცემულ კვლევის ფარგლებში, აქცენტს სავალუტო რისკზე, რეფინანსირების (ლიკვიდურობის) რისკზე და საპროცენტო რისკზე გავამახვილებთ. კიდევ ერთ რისკი, რომელიც შესაძლოა „არაპროდუქტიული ხარჯვის რისკს“ მივაკუთვნოთ

დაკავშირებულია საკრედიტო რესურსის გამოყენების თავისებურებებთან და ეს საკითხი განხილული იქნა საკრედიტო რესურსის ხარჯვის თავისებურებების ნაწილში.

**სავალუტო რისკი.** როგორც აღინიშნა, საქართველოში მოქმედი კანონმდებლობით, მთავრობის საგარეო ვალად კლასიფიცირდება უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხები. შესაბამისად, სავალუტო რისკი მხოლოდ საგარეო ვალის პორტფელისთვისაა რელევანტური, რადგან საქართველოს სახელმწიფო ბიუჯეტს ფინანსური რესურსის „გამომუშავება“ მხოლოდ ეროვნული ვალუტით შეუძლია, რომელიც საგარეო ვალების დასაფარად უნდა გადახურდავდეს უცხოურ ვალუტაში. იგივე პრინციპი მოქმედებს საპროცენტო ხარჯთან მიმართებაშიც, რის გამოც გაცვლითი კურსის მერყეობა სახელმწიფო ბიუჯეტზე წნეხის მნიშვნელოვან წყაროდ შეიძლება იქნას განხილული.

საქართველოს მთავრობის ვალისთვის აღნიშნული რისკი საკმაოდ მწვავე ფორმით დგას რადგან, საგარეო ვალი, მთლიანი ვალის პორტფელის 75-80% ინტერვალში მერყეობს. ამასთანავე, როგორც ზემოთ აღინიშნა, სავალუტო რყევებმა 2020-2022 წლებში ვალის ნაშთის მნიშვნელოვანი ცვლილებები გამოიწვია.

**დიაგრამა 26. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის სავალუტო კომპოზიცია (მლნ ლარი)**



**წყარო:** MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_valis\\_martva](https://mof.ge/saxelmwifo_valis_martva) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

ისტორიულად, საგარეო ვალის პორტფელი ექვს ძირითად ვალუტაშია დენომინირებული (ევრო - EUR; აშშ დოლარი - USD, ნასესხობის სპეციალური უფლება - SDR; ჩინური იუანი - CNY; იაპონური იენი - JPY; ქუვეითური დინარი - KWD). ამასთანავე, ბოლო ათწლეულის განმავლობაში, მნიშვნელოვანი ცვლილება განიცადა მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის სავალუტო კომპოზიციამ. კერძოდ, 2012 წლისთვის პორტფელის თითქმის ნახევარი (51%) დენომინირებული იყო SDR-ში, თუმცა 2022 წლის ბოლოსთვის, აღნიშნული ვალუტის წილი 18%-მდე შემცირდა. დროის იმავე პერიოდში, მთავრობის ვალის პორტფელში, მნიშვნელოვნად, 41 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა ევროში დენომინირებული სესხების წილი.

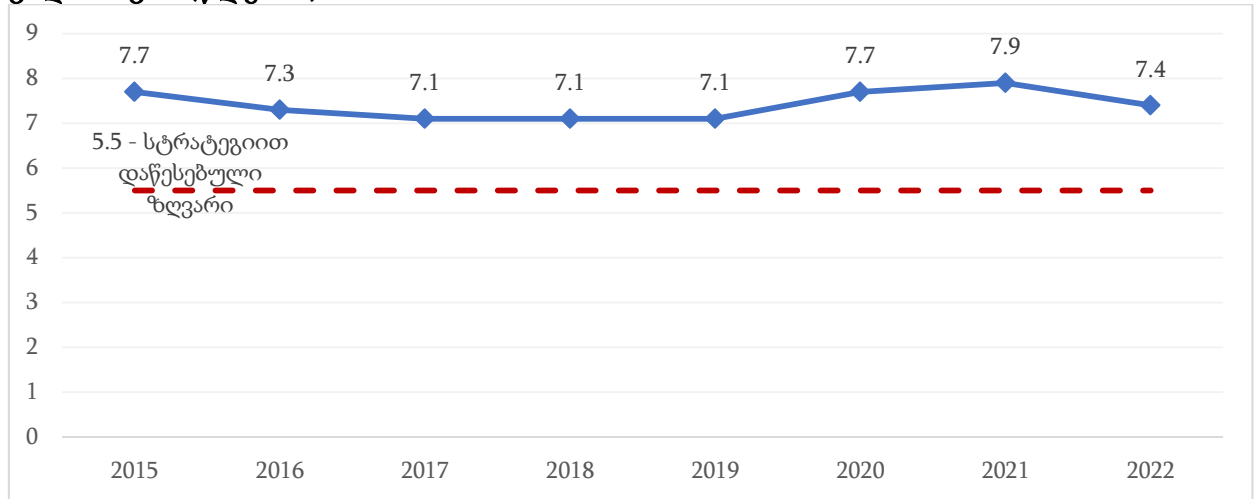
მთავრობის ვალის მართვის 2023-2026 წლების სტრატეგიის მიხედვით, აღნიშნული ძირითადად დაკავშირებულია ევროკავშირთან ეკონომიკურ ინტეგრაციის პროცესთან და საკრედიტო პორტფელში ევროს - როგორც „მიზნობრივ“ ვალუტად განსაზღვრასთან (სტრატეგია 2019-2021). აღნიშნულ პერიოდში შვიდი პროცენტული პუნქტით შემცირდა აშშ დოლარში დენომინირებული ვალის წილიც. ამასთანავე, განხილულ პერიოდში, აშშ დოლარში დენომინირებული ვალის ნაშთის შედარებით სტაბილური მოცულობა ძირითადად გამოწვეული პორტფელში 500 მილიონი აშშ დოლარის ნომინალური ღირებულების ევროობლიგაციის ფაქტობრივად უწყვეტად არსებობასთან.

შეიძლება ითქვას, რომ სავალუტო რისკის თვალსაზრისით, საქართველოს მთავრობის ვალის ნაშთისთვის ყველაზე მნიშვნელოვან რისკ ფაქტორს, ლარსა და ევროს შორის არსებული გაცვლითი კურსის მერყეობა წარმოადგენს.

**რეფინანსირების (ლიკვიდურობის) რისკი.** ამ რისკის თვალსაზრისით, საქართველო ისტორიულად ნაკლებრისკიან ქვეყნად ითვლება. აღნიშნული რისკის შეფასების ინდიკატორად ფართოდ გამოიყენება ვალის პორტფელის საშუალო ვადიანობის (Average Time to Maturity – ATM) მაჩვენებელი. საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მონაცემებით (MoF), მთავრობის მთლიანი ვალისთვის, აღნიშნული მაჩვენებელი უკანასკნელ წლებში 7- 8 წლის ინტერვალში მერყეობს (საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, 2022). ამასთანავე, მთავრობის ვალის მოქმედი სტრატეგიით

დაწესებულ მინიმალურ ნიშნულს 5.5 წელი წარმოადგენს (მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2023-2026).

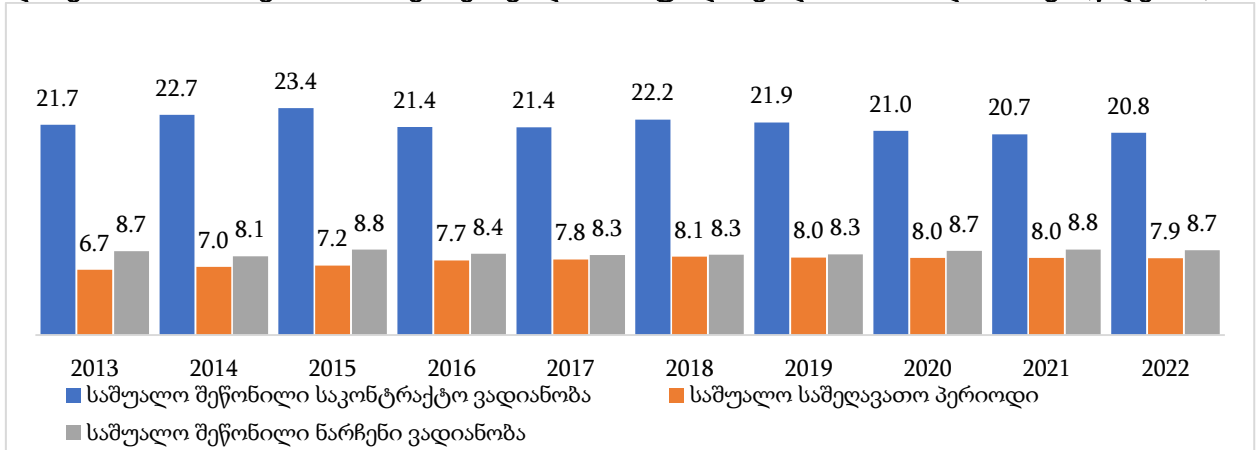
დიაგრამა 27. საშუალო ვადიანობის (ATM) დინამიკა მთავრობის მთლიანი ვალისთვის (წლებში)



წყარო: MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_valis\\_martva](https://mof.ge/saxelmwifo_valis_martva) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

დადებითად უნდა შეფასდეს ის ფაქტი, რომ მაჩვენებელი შედარებით მაღალია საგარეო ვალისთვის. კერძოდ, საგარეო ვალის პორტფელის საშუალო საკონტრაქტო ვადიანობა წლების განმავლობაში 20 წელზე ზევით ნარჩუნდებოდა, რაც მთავრობის მხრიდან გრძელვადიან ფინანსურ რესურსზე ორიენტაციაზე მიუთითებს. აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ ამ ფინანსურ რესურსებს გააჩნიათ საშელავათო პერიოდი, რომლის საშუალო მაჩვენებელი ბოლო 10 წლის განმავლობაში 6.7 წლიდან 7.9 წლამდე გაიზარდა. შესაბამისად, საგარეო წყაროებიდან მოზიდულ ფინანსურ სახსრებზე, საშუალოდ, პირველი 7.9 წლის განმავლობაში ხდება მხოლოდ პროცენტს გადახდა, ხოლო სესხის ძირი თანხის დაფარვა იწყება საშელავათო პერიოდის გასვლის შემდეგ. რაც შეეხება პორტფელის საშუალო შეწონილ ნარჩენ ვადიანობა, აღნიშნული მაჩვენებელი სტაბილურად შენარჩუნებულია 8-9 წლის ინტერვალში.

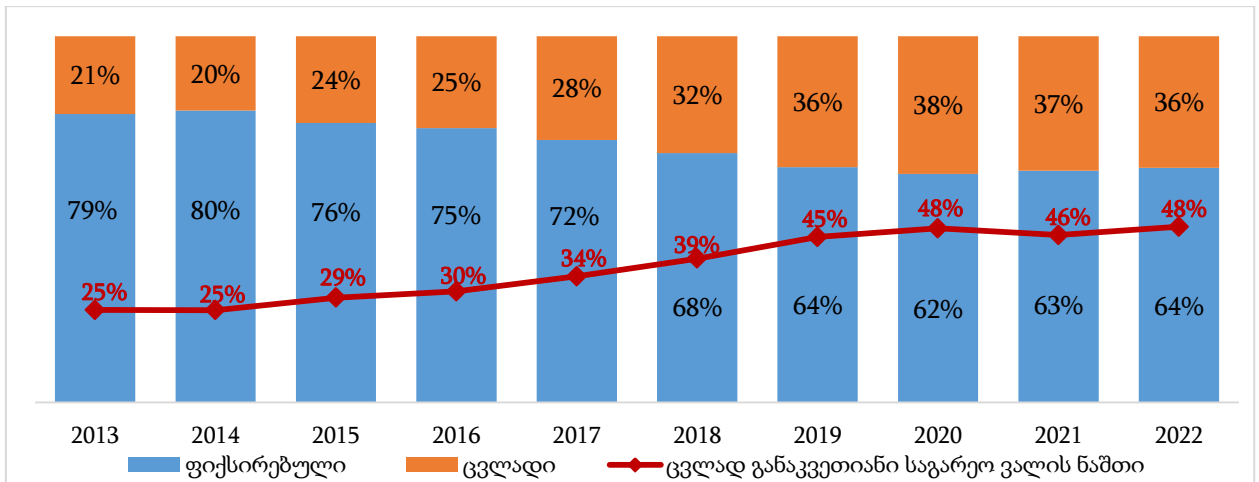
დიაგრამა 28. მთავრობის საგარეო ვალის საშუალო ვადიანობის დინამიკა (წლებში)



წყარო: MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_valis\\_martva](https://mof.ge/saxelmwifo_valis_martva) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

**საპროცენტო განაკვეთის რისკი.** საპროცენტო განაკვეთის ტიპების მიხედვით მთავრობის ვალის პორტფელის ანალიზისას იკვეთება ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების წილის ზრდის ტენდენცია. კერძოდ 2013 წელთან შედარებით, ცვლად განაკვეთიანი სესხების ხვედრითი წილი მთლიანი ვალის პორტფელში 21%-დან 36% მდე გაიზარდა. აღნიშნული ზრდა მთლიანად განპირობებულია, იმავე პერიოდში ცვლადგანაკვეთიან საგარეო კრედიტებზე ორიენტაციით, რის შედეგადაც, მთავრობის საგარეო ვალში აღნიშნული ტიპის სესხების წილი 25%-დან 48%-მდე გაიზარდა.

დიაგრამა 29. მთავრობის ვალის პორტფელის დინამიკა საპროცენტო განაკვეთის სახეების მიხედვით



წყარო: MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_valis\\_martva](https://mof.ge/saxelmwifo_valis_martva) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

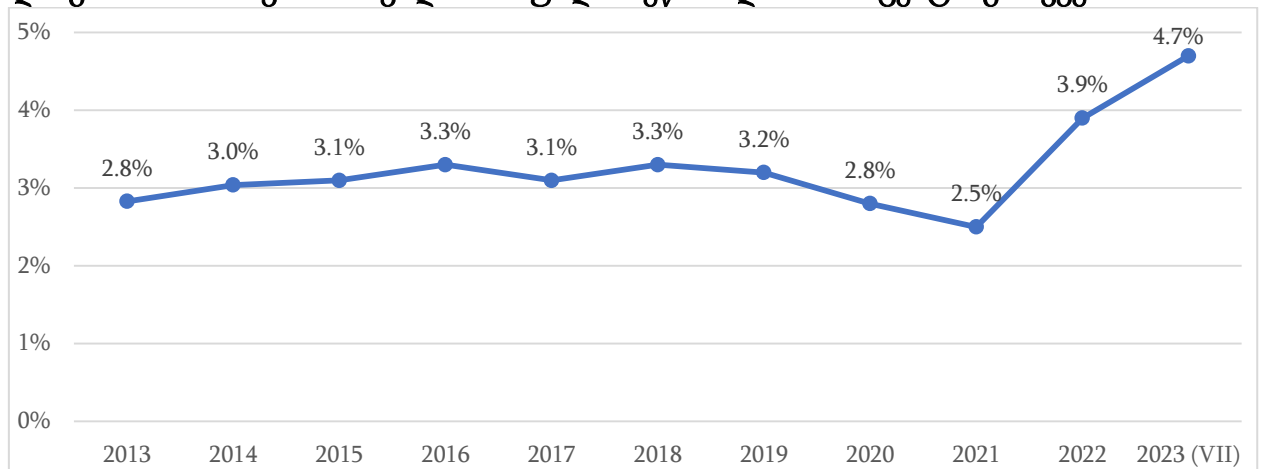
უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ საშინაო ვალის შედარებით მოკლევადიანი კომპონენტები (6 თვიანი, 1 წლიანი და ნაწილობრივ 2 წლიანი ფასიანი ქაღალდები, რომელთა ჯამური მოცულობაც 2022 წლის ბოლოსთვის სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ჯამური ნაშთის 25%-ს შეადგენს), მათი სარგებლის განაკვეთის ფიქსირებული ბუნების მიუხედავად, არაცხადი ფორმით რეაგირებს საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებაზე. კერძოდ, მოკლევადიანი ბუნების გამო, მათი რეფინანსირების საჭიროება შედარებით მოკლე ვადებში წარმოიქმნება და თავის მხრივ, საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებისას, რეფინანსირებისთვის გამოშვებულ, განახლებულ ფასიან ქაღალდზე სარგებლის განაკვეთიც იცვლება.

აღნიშნული ტენდენციების შედეგად, მთავრობის ვალის საპროცენტო განაკვეთი და საპროცენტო დანახარჯები უფრო და უფრო სენსიტიური ხდება საპროცენტო განაკვეთების გლობალური ტენდენციების მიმართ. ამასთანავე, 2022-2023 წლების მდგომარეობით, მთავრობის ვალის პორტფელის მიმართ აღნიშნული რისკ ფაქტორი არათუ არსებობს, არამედ რეალიზების პროცესშია. კერძოდ, როგორც ზემოთ აღინიშნა, 2022 წლის მარტიდან მსოფლიოს მასშტაბით ადგილი აქვს მონეტარული პოლიტიკის დაჩქარებული ტემპით გამკაცრებას, რაც მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს საპროცენტო განაკვეთების დინამიკაზე, მათ შორის ე.წ. EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) და SOFR (Secured Overnight Financing Rate) განაკვეთებზე, რომელზეც მიბმულია საქართველოს მთავრობის ევროსა და დოლარში დენომინირებული, ცვლად განაკვეთიანი საგარეო სესხების მნიშვნელოვანი ნაწილი.



შედეგად, 2022 წლიდან, მნიშვნელოვანი ზრდით ხასიათდება საქართველოს მთავრობის ვალის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთი და 2023 წლის ივლისის მდგომარეობით, იგი ბოლო ათწლეულის ისტორიულ მაქსიმუმზეა<sup>1</sup>.

**დიაგრამა 30. მთავრობის ვალის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთი**

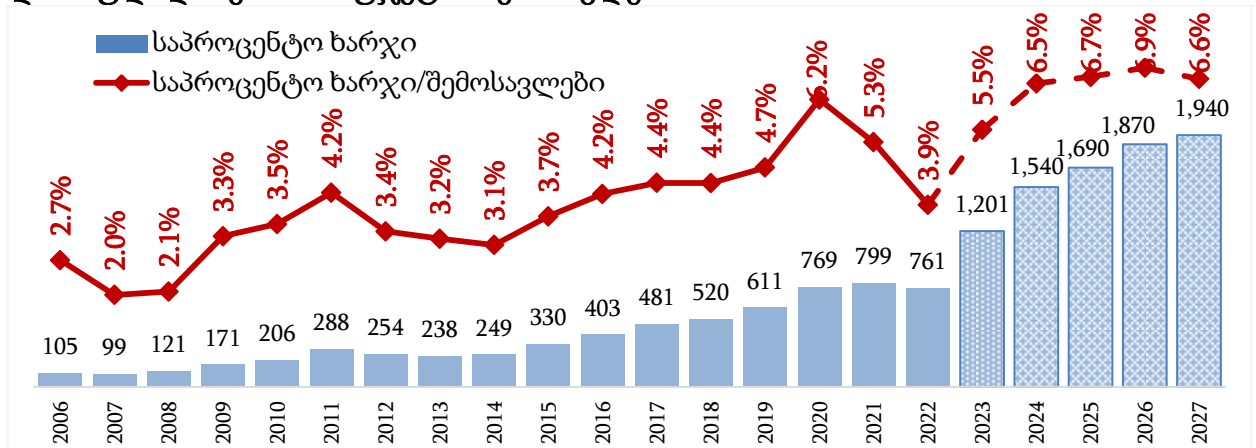


*წყარო: MoF, <https://mof.ge/4564> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)*

საპროცენტო განაკვეთის აღნიშნული ტენდენციის პირობებში, მოსალოდნელია რომ 2023 და მომდევნო წლებში, ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის სტაბილიზაციის პირობებშიც კი, მნიშვნელოვნად გაიზრდება მთავრობის ვალის მომსახურების (პროცენტის) ხარჯები. ამას ადასტურებს ფინანსთა სამინისტროს მიერ 2023 წლის ოქტომბერში გამოქვეყნებული პროგნოზებიც, რომლის მიხედვითაც მომდევნო წლებში მნიშვნელოვნად იზრდება მთავრობის ვალის საპროცენტო ხარჯების როგორც ნომინალური, ისე მისი ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლებთან ფარდობის მაჩვენებელი და 2027 წლისთვის შესაბამისად 1.9 მლრდ ლარსა და ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლების 6.6%-ს უტოლდება.

<sup>1</sup> გასათვალისწინებელია ის გარემოებაც, რომ 2021 წელს დაიფარა 2011 წელს გამოშვებული ევროობლიგაციები, რომლის კუპონის განაკვეთი 6.875%-ს შეადგენდა. აღნიშნულის ნაცვლად გამოშვებული იმავე ნომინალური ღირებულების ახალი ევროობლიგაციების კუპონის განაკვეთი კი 2.75%-ით განისაზღვრა. შესაბამისად, მოსალოდნელი იყო მთავრობის ვალზე საშუალო საპროცენტო განაკვეთის შემცირება, თუმცა აღნიშნული ეფექტი სრულად გააბათილა მთავრობის ვალის შემადგენელ სხვა კომპონენტებზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდამ.

დიაგრამა 31. მთავრობის ვალის საპროცენტო ხარჯი ნომინალურად (მლრდ ლარი) და %-ულად ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლებთან



წყარო: MoF, <https://mof.ge/5539> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

აღსანიშნავია, რომ მთავრობის სასესხო პოლიტიკა საპროცენტო განაკვეთების თვალსაზრისით წარმოდგენილია „მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტში“. კერძოდ, 2019-2021 წლების სტრატეგიის დოკუმენტის მიხედვით, ვალის მომსახურების კონტრციკლური ბუნებიდან გამომდინარე, მიზანშეწონილად ჩაითვალა ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების წილის ზრდა ვალის პორტფელში. 2023-2026 წლების სტრატეგიის დოკუმენტის მიხედვით, მიზნობრივ მაჩვენებლად, საგარეო ვალში, ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების წილის 50%-ის ზევით შენარჩუნებაა განსაზღვრული.

აღნიშნული მიდგომის საწინააღმდეგოდ, უნდა აღინიშნოს, რომ ისტორიულად, საპროცენტო განაკვეთები ყოველთვის კონტრციკლური ბუნებით არ ხასიათდება. კერძოდ, მიწოდების შოკებით გამოწვეულ ე.წ. „სტაგფლაციის“ პერიოდებში, რომლის მსგავსი მოვლენა 2020 წლიდან ფიქსირდება გლობალურად, შესაძლოა ერთდროულად ადგილი ჰქონდეს ეკონომიკურ ვარდნის შედეგად, ბიუჯეტის არადეფიციტური შემოსავლების შემცირებას და საპროცენტო განაკვეთების ზრდას. აღნიშნული მოვლენების ერთდროული ზემოქმედება მკვეთრად ზრდის მთავრობის ვალის მომსახურების ხარჯებს, ქვეყნის ბიუჯეტზე ქმნის მნიშვნელოვან წნეხს და შესაძლოა საფრთხე შეუქმნას ფისკალურ მდგრადობას. გარდა ამისა, მნიშვნელოვნად ამცირებს მთავრობის მხრიდან პროდუქტიული დანახარჯების განხორციელების შესაძლებლობასაც (stiglitz, 2015).

აღსანიშნავია, რომ საპროცენტო დანახარჯებთან დაკავშირებით ყურადღებას ამახვილებს საქართველოს სახელმწიფო აუდიტის სამსახური საკუთარ ანგარიშებში და აღნიშნავს, რომ მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია უნდა მოიცავდეს მთავრობის ვალის მომსახურების ხარჯების შეფასების ინდიკატორ(ებ)ს და სტრატეგიით განსაზღვრული მიზნობრივი მაჩვენებლების პოტენციური გავლენის შეფასებას ამ ინდიკატორ(ებ)ზე (სახელმწიფო აუდიტის სამსახური, 2023).

### **ფისკალური დისციპლინა საქართველოში**

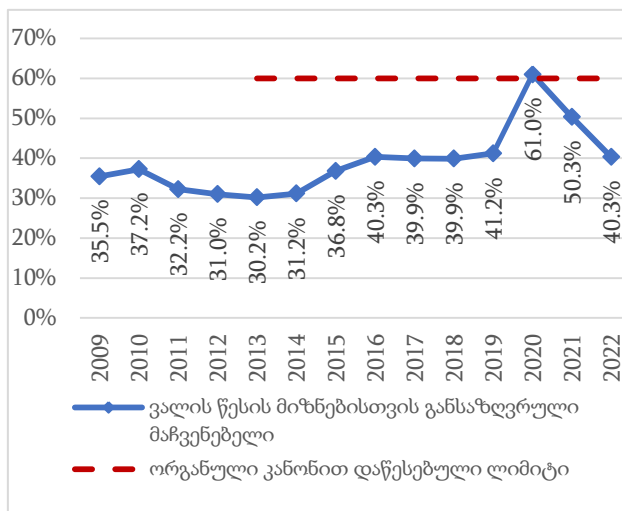
როგორც ზემოთ აღინიშნა, მე-20 საუკუნის ბოლოდან მსოფლიოს ქვეყნებმა, თავიანთ კანონმდებლობაში მასობრივად დაიწყეს ფისკალური წესების დანერგვა. შედარებით დაგვიანების მიუხედავად, ამ მხრივ გამონაკლისი არც საქართველო ყოფილა, რომელმაც აღნიშნული წესები 2013 წლიდან ამოქმედდა. როგორც ზემოთ აღინიშნა, ფისკალური წესების დაცვას ქვეყნის სტაბილური ეკონომიკური მდგომარეობის ხელშეწყობისთვის მნიშვნელოვანი როლი ენიჭება, შესაბამისად, მნიშვნელოვნად მიგვაჩნია ამ მხრივ საქართველოში არსებული სიტუაციის შეფასება. ანალიზის მიზნებისთვის, კვლევის მოცემულ ნაწილში გამოყენებულია ვალის და ბიუჯეტის ბალანსის ფაქტობრივი მაჩვენებლების შედარებითი ანალიზი ორგანული კანონით განსაზღვრულ ლიმიტებთან. ამასთანავე, ლიმიტებიდან გადახრის სიხშირის შეფასებისთვის, გამოყენებულია კერნელის განაწილების სიხშირის შეფასების მეთოდოლოგია. მონაცემების ანალიზი 2013 წლიდან მიზანშეწონილად მიგვაჩნია, იმ გარემოების გათვალისწინებით, რომ პირველი თაობის ფისკალური წესები ამ პერიოდიდან ამოქმედდა. ამასთანავე, გადახრების გამოთვლისთვის 2013-2018 წლებისთვის გამოყენებულია პირველი თაობის, ხოლო 2019-2022 წლებისთვის - მოქმედი ფისკალური წესები.

ფისკალური წესებისთვის განსაზღვრული ინდიკატორების ანალიზი შესაბამის ლიმიტებთან მიმართებით ცხადყოფს, რომ საქართველო ფისკალურად დისციპლინირებულ ქვეყანათა ჯგუფს განეკუთვნება. კერძოდ ფისკალური წესების არსებობის ათ წლიანი პერიოდის განმავლობაში, ვალის წესის მაჩვენებელი მხოლოდ ერთხელ, 2020 წელს გადასცდა ლიმიტს, თუმცა აღნიშნული გადაცდომა

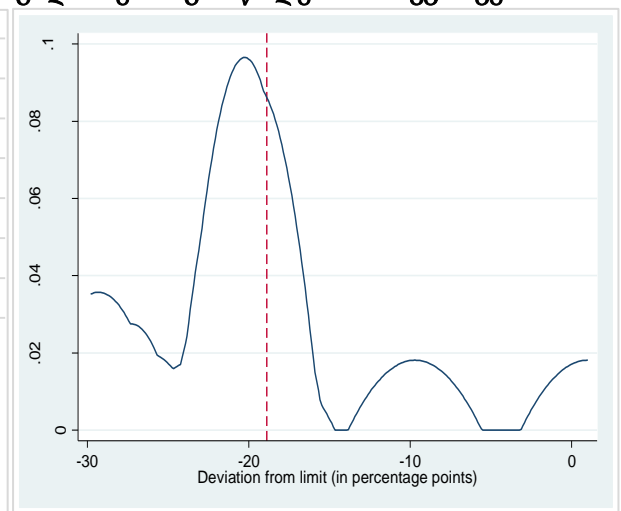
განხორციელდა ორგანული კანონის მე-7 მუხლით განსაზღვრული “გამონაკლის“ წესის დაცვით. ამასთანავე, მნიშვნელოვანია ის გარემოება, რომ მაჩვენებელი ლიმიტის ფარგლებში საკმაოდ სწრაფი ტემპებით დაბრუნდა და სახელმწიფოს ანტიკრიზისული რეაგირებისთვის მნიშვნელოვანი „ფისკალური სივრცე“ შეუქმნა.

ვალის წესის მიზნებისთვის დათვლილი მაჩვენებლის ლიმიტიდან გადახრების განაწილების სიმკვრივის შეფასება კერნელის მეთოდოლოგიაზე დაყრდნობით მიუთითებს, რომ აღნიშნული წესი საშუალოდ, თითქმის ოცი პროცენტული პუნქტითაა დაშორებული კრიტიკულ 60%-იან ნიშნულს.

**დიაგრამა 32. ვალის წესის მიზნებისთვის განსაზღვრული მაჩვენებლის<sup>1</sup> დინამიკა**



**დიაგრამა 33. ვალის წესის მიზნებისთვის განსაზღვრული მაჩვენებლის ლიმიტიდან გადახრების განაწილების სიმკვრივე**



**წყარო:** MoF, [https://mof.ge/saxelmwifo\\_valis\\_martva](https://mof.ge/saxelmwifo_valis_martva) (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამები აგებულია ავტორის მიერ)

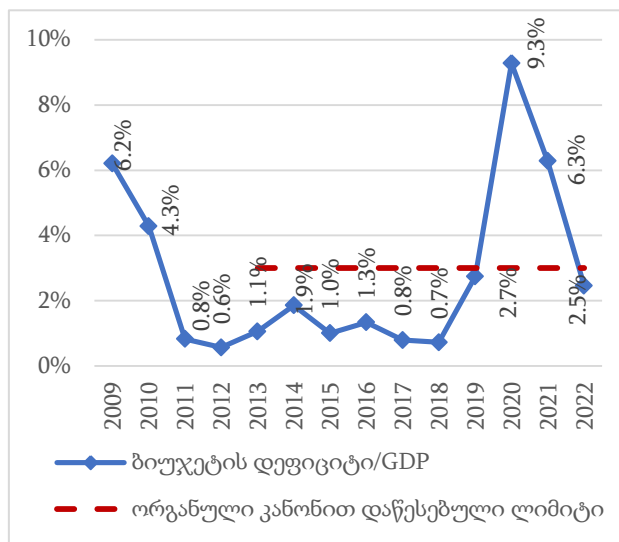
ანალოგიური დასკვნის გამოტანა შეიძლება ბიუჯეტის ბალანსის წესის ქცევასთან მიმართებაში უკანასკნელი ათწლეულის განმავლობაში. თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ ვალის წესისგან განსხვავებით, ამ მაჩვენებლისთვის გადახრები ხასიათდებოდა გაცილებით მაღალი სიმწვავეით და ხანგრძლივობით. მიუხედავად ამისა, გადახრების აღნიშნული დინამიკა, ვალის წესის მსგავსად, შესაბამისობაშია ორგანული კანონით განსაზღვრულ გამონაკლის შემთხვევებთან.

<sup>1</sup> მაჩვენებელი თითოეული წლისთვის დათვლილია, შესაბამის წელს ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ საქართველოს ორგანული კანონით განსაზღვრული მოთხოვნების შესაბამისად

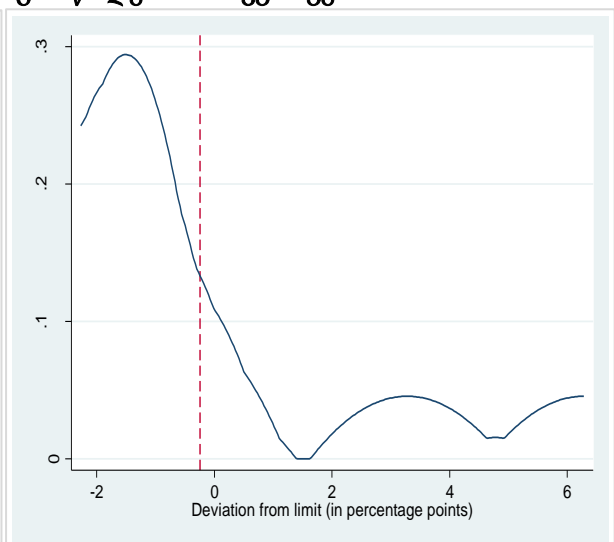
ვალის წესის მიზნებისთვის დათვლილი მაჩვენებლისგან განსხვავებით, ბიუჯეტის ბალანსის წესის მაჩვენებლის ლიმიტიდან გადახრების განაწილების სიმკვრივის საშუალო თითქმის ნული თუმცა მცირედით უარყოფითია.

ფისკალურ წესებთან დაკავშირებით, შეჯამებისთვის, შეიძლება ითქვას, რომ დღემდე არსებული პრაქტიკით, მათი ეფექტიანობა მნიშვნელოვნად აღემატება ამ მხრივ გლობალურად არსებულ საშუალო ტენდენციებს, რომელიც განხილულია ჰამიდ რ. დავუდის, პოლ ელგერის, ალექსანდრა ფოტიუს, დანიელ გარსია-მაციას, ქსუეჰუი ჰანის, ანდრესა ლაგერბორგის, ვ. რაფაელ ლამის და პაულო მედასის (Hamid R. Davoodi, Paul Elger, Alexandra Fotiou, Daniel Garcia-Macia, Xuehui Han, Andresa Lagerborg, W. Raphael Lam, and Paulo Medas) მიერ (Davoodi et al., 2022).

დიაგრამა 34. ბიუჯეტის ბალანსის მაჩვენებლის დინამიკა



დიაგრამა 35. ბიუჯეტის ბალანსის მაჩვენებლის ლიმიტიდან გადახრების განაწილების სიმკვრივე



წყარო: MoF, <https://mof.ge/4564> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამები აგებულია ავტორის მიერ)

## თავი III. მთავრობის ვალის გავლენის შეფასება ეკონომიკურ ზრდაზე - ემპირიული ანალიზი

### 3.1 მოდელირების პროცესთან დაკავშირებული პრაქტიკული საკითხები

ნაშრომის მესამე თავი ეთმობა მთავრობის ვალსა და ეკონომიკური ზრდას შორის არსებული ურთიერთკავშირის ანალიზს სტატისტიკურ-ეკონომეტრიკულ მეთოდოლოგიაზე დაყრდნობით. კერძოდ, ნაშრომის მესამე თავში, ემპირიულადაა შეფასებული კავშირი ეკონომიკურ ზრდასა და მთავრობის ვალის დინამიკას შორის. ამასთანავე ჩვენს მიერ შერჩეული მეთოდოლოგიური საკითხების დასაბუთება წარმოდგენილია სადისერტაციო ნაშრომის პირველ თავში, ხოლო დამატებითი დასაბუთება კი მოცემულ თავში.

საკვლევი პრობლემის გადაწყვეტისთვის, როგორც ზემოთ აღინიშნა შერჩეული იქნა მოდელირების ორგვარი მიდგომა:

1. პირველი მიდგომის ფარგლებში გაანალიზებული იქნა პანელური მონაცემები დიაგნოსტიკის შესაბამის ტესტებზე დაყრდნობით შერჩეულ არა დინამიკური ხასიათის მოდელის გამოყენებით;
2. პირველი მოდელის ფარგლებში მიღებული შედეგების დამატებითი დადასტურებისთვის შეფასებული იქნა პანელურ ვექტორული ავტორეგრესიის მოდელი. ამასთანავე, მოდელირების ორივე მიდგომა ეფუძნება იდენტურ მონაცემთა ბაზებს.

უნდა აღინიშნოს, რომ კვლევის მოცემულ ნაწილი თავისი ხასიათიდან გამომდინარე რამდენიმე საკითხის გადაწყვეტას მოითხოვს. კერძოდ:

- მოდელირებისთვის ქვეყანათა ჯგუფის შერჩევა;
- მოდელირებისთვის დროის ჰორიზონტის განსაზღვრა;
- მოდელირებისთვის შესაბამისი მაჩვენებლების (ცვლადების) შერჩევა;
- მონაცემების მოძიება;
- ეკონომეტრიკული მოდელ(ებ)ის შერჩევა/სპეციფიკაცია;
- ეკონომეტრიკული მოდელ(ებ)ის იდენტიფიკაცია;
- ეკონომეტრიკული მოდელ(ებ)ის ვერიფიკაცია;
- მიღებული შედეგების ინტერპრეტაცია.

ამასთანავე, ვინაიდან კვლევის ფარგლებში შეფასებული ორივე მოდელი იდენტურ მონაცემთა ბაზას ეფუძნება საწყისი ეტაპები იდენტურია ორივე მათგანისთვის.

**პანელური მონაცემების მოდელირებისთვის შესასწავლი ქვეყანათა ჯგუფის შერჩევა.** პანელური მონაცემების მოდელირებისთვის მნიშვნელოვანი როლი მიენიჭა საქართველოს უახლეს ეკონომიკურ ისტორიას და ქვეყანათა ჯგუფის შერჩევისას აღნიშნული ისტორიული გამოცდილება გამოყენებული იქნა ერთგვარ კრიტერიუმად. ამის გათვალისწინებით, კვლევის მოცემულ ნაწილში აქცენტი გამახვილებულ იქნა პოსტსაბჭოთა და ევროპის სხვა პოსტ-კომუნისტურ ქვეყნებზე. მსგავსი მიდგომის გამოყენება გარკვეულწილად ზრდის პანელის ჰომოგენურობის ხარისხს და ამცირებს ქვეყანათა შორის არსებული მნიშვნელოვანი სტრუქტურული განსხვავებების ეფექტებს. გარდა ამისა, მთავრობის ვალსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის ურთიერთკავშირის ანალიზი, საქართველოს მსგავსი სასტატო პირობების მქონე ქვეყნების ერთობლივ მონაცემებზე დაყრდნობით კვლევის ერთ-ერთ ინტერესის საგანს წარმოადგენს. მოდელირებისთვის შერჩეული ქვეყნების ჩამონათვალი მოცემულია ცხრილში.

**ცხრილი 3 მოდელირებისთვის გამოყენებული ქვეყნების ჩამონათვალი**

პოსტ-საბჭოთა ქვეყნები	ევროპის სხვა პოსტ-კომუნისტური ქვეყნები
საქართველო	ალბანეთი
სომხეთი	ბოსნია და ჰერცეგოვინა
აზერბაიჯანი	ბულგარეთი
რუსეთი	ხორვატია
ყაზახეთი	ჩეხეთი
უზბეკეთი	უნგრეთი
ტაჯიკეთი	ჩრდილოეთ მაკედონია
მოლდოვა	პოლონეთი
უკრაინა	რუმინეთი
ლატვია	სერბეთი
ლიეტუვა	სლოვაკეთი
ესტონეთი	სლოვენია
ბელარუსი	
ყირგიზეთი	

უნდა აღინიშნოს, რომ პანელის ფორმირებისას არ იქნა გათვალისწინებული კოსოვო, ვინაიდან მასთან დაკავშირებული მონაცემები არასრულფასოვნადაა აღრიცხული საერთაშორისო ორგანიზაციების მიერ მისი სუვერენულ სახელმწიფოდ აღიარების შედარებით ხანმოკლე ისტორიის გათვალისწინებით. გარდა ამისა, აღსანიშნავია რომ კოსოვოს რესპუბლიკა გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის წევრი მრავალი სახელმწიფოს, მათ შორის საქართველოს მიერ არაა აღიარებული დამოუკიდებელ სახელმწიფოდ (UN, 2023). ამ ფაქტორების გათვალისწინებით, მოცემული კვლევისას კოსოვოსთან დაკავშირებული მონაცემები არ იქნა გამოყენებული

**მოდელირებისთვის დროის ჰორიზონტის განსაზღვრა.** მოდელირების დროის ჰორიზონტის განსაზღვრისას გასათვალისწინებელია რამდენიმე გარემოება (Wooldridge, 2002):

- პოტენციურად არსებული, თუმცა არასრულფასოვნად დაკვირვებადი ან/და დაკვირვებადი თუმცა აღურიცხავი სტრუქტურული ცვლილებები, რომელიც მნიშვნელოვნად ცვლის მოდელირების ობიექტის (ჩვენს შემთხვევაში ქვეყნის ეკონომიკური სისტემის) ბუნებას. აღნიშნული ცვლილებების შედეგად, შესაძლოა მნიშვნელოვანი ცვლილება განიცადოს შესაბამისი ქვეყნის ეკონომიკურმა სისტემამ და ამ სისტემაში არსებულმა ურთიერთკავშირებმა. ამ თვალსაზრისით ე.წ. „მოკლე პანელს“ (პანელი, რომელშიც დაკვირვების ობიექტების რიცხვი N აღემატება დაკვირვების წლების T-ს რიცხვს თითოეული ობიექტისთვის) მოდელირების სიმარტივის თვალსაზრისით მნიშვნელოვანი უპირატესობა გააჩნია;
- შერჩეული დროის პერიოდისთვის მოდელირებისთვის საჭირო მონაცემთა ხელმისაწვდომობა და მისი აღრიცხვის პროცესში გამოყენებული მეთოდოლოგიის ერთგვაროვნება. მეთოდოლოგიის ცვლილების შემთხვევაში მნიშვნელოვანია ხელმისაწვდომი იყოს რეტროსპექტულად შეცვლილი მონაცემები;
- შერჩეული მოდელის თავისებურებები.



პირველი ფაქტორის გათვალისწინებით, მოცემული კვლევის ფარგლებში მიზანშეწონილად ჩაითვალა არ მომხდარიყო 1990-იანი წლების და 2000-იანის საწყისი წლების მონაცემების გამოყენება, ვინაიდან აღნიშნული პერიოდი, შერჩეული ქვეყნების უმეტესობისთვის ხასიათდება მნიშვნელოვანი პოლიტიკური და ეკონომიკური არასტაბილურობით. აღნიშნული მოვლენები, თავის მხრივ მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს ეკონომიკურ სისტემაში არსებულ ურთიერთკავშირებზე. ამასთანავე, უნდა აღინიშნოს, რომ მოცემული ქვეყნები ზემოხსენებულ პერიოდში განიცდიდნენ ეკონომიკური ტრანსფორმაციის მნიშვნელოვან ტალღებს.

დროის პერიოდი გარკვეულწილად შეზღუდა მონაცემთა ხელმისაწვდომობის თვალსაზრისით არსებულმა გამოწვევებმაც. კერძოდ, მიუხედავად იმისა, რომ მონაცემთა უდიდესი ნაწილი ხელმისაწვდომია 1990-იანი წლებიდან, ცალკეული ცვლადებისთვის უკანასკნელი მონაცემები ხელმისაწვდომია მხოლოდ 2021 წლისთვის (დეტალური ინფორმაცია წარმოდგენილია მონაცემთა შეგროვების ნაწილში).

კვლევის ფარგლებში პანელური მონაცემების ანალიზისთვის გამოყენებული მოდელირების ტექნიკა, როგორც ზემოთ აღინიშნა არა დინამიკური ხასიათისაა. ამის გამო, მოდელირების პროცესში ე.წ. „მოკლე პანელს“ გარკვეული უპირატესობები გააჩნია (დეტალურად აღნიშნული საკითხები განხილულია მოდელის ვერიფიკაციის ეტაპზე).

ამ ფაქტორების გათვალისწინებით ჩვენს მიერ შესასწავლი დროის პერიოდად განისაზღვრა 2006-2021 წლები.

**მოდელირებისთვის შესაბამისი მაჩვენებლების (ცვლადების) შერჩევა.** როგორც ზემოთ აღინიშნა, მოცემული კვლევის მთავარ მიზანს წარმოადგენს მთავრობის ვალსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის ურთიერთკავშირის ანალიზი. ამ თვალსაზრისით მთავრობის ვალის მოცულობა პირდაპირ დაკვირვებადი მაჩვენებელია. რაც შეეხება ეკონომიკურ ზრდას, აღნიშნული მაჩვენებელი პირდაპირ დაკვირვებადი არაა, თუმცა ფართოდ გავრცელებული პრაქტიკით, მისი შეფასების ინდიკატორს რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (Gross Domestic Product –

GDP) ზრდის ტემპი წარმოადგენს. შესაბამისად, მოცემულ კვლევაში გამოყენებული იქნება აღნიშნული მიდგომა. გარდა მთავრობის ვალისა, ეკონომიკურ თეორიაზე დაყრდნობით, მოდელირებისთვის ასევე შერჩეული იქნა სხვა ცვლადებიც. დეტალური ინფორმაცია ცვლადების და მათი მახასიათებლების შესახებ წარმოდგენილია ცხრილში.

**ცხრილი 4. პანელურ მონაცემთა მოდელში ჩართული ცვლადები**

ცვლადის დასახელება	აღწერა
growth	რეალური მთლიან სამამულო პროდუქტის (Gross Domestic Product – GDP) ზრდის ტემპი
k	მთლიანია კაპიტალის ფორმირების მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის ნატურალური ლოგარითმი
l	სამუშაო ძალის ზრდის ტემპი
debt	მთავრობის მთლიანი ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის ნატურალური ლოგარითმი
p	სამომხმარებლო ფასების ინდექსის საშუალოწლიური ინფლაცია
income	შემოსავლების დონის მიხედვით საერთაშორისო სავალუტო ფონდის კლასიფიკაციაზე დაფუძნებული კატეგორიული ცვლადი
recessions	2009 და 2020 წლებში, ეკონომიკური დაღმავლობის ამსახველი კატეგორიული ცვლადი
year	ფიქსირებული ეფექტის ამსახველი ცვლადი წლების მიხედვით

უნდა აღინიშნოს, რომ მოდელირების პროცესში ჩართულია კაპიტალის ფორმირების მაჩვენებელი. აღნიშნული მაჩვენებელი რეალურად ასახავს კაპიტალის მარაგის ზრდის მაჩვენებელს, რომელიც განსხვავებით კაპიტალის მთლიანი მარაგისა, სტაციონალური ცვლადია (დეტალურად იხილეთ ქვემოთ) და ამასთანავე ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელოვან ხელშემწყობ ფაქტორს წარმოადგენს. მთლიანობაში შერჩეული ცვლადები მნიშვნელოვნად შეესაბამება სხვა მკვლევარების

მიერ ამ საკითხის ირგვლივ განხორციელებულ კვლევებში მოდელირებისთვის გამოყენებულ ცვლადებს (Onofrei et al., 2022; Kumar, Woo 2010; Mencinger et al. 2015; Gomez-Puig, Sosvilla-Rivero, 2017).

მოცემული ცვლადების ურთიერთკავშირის ანალიზისას, მნიშვნელოვანია ე.წ. „ენდოგენურობის“ პრობლემის გათვალისწინება. აღნიშნული პრობლემა გულისხმობს, რომ მოდელში ჩართული ორი ცვლადის ურთიერთკავშირი, მოდელს მიღმა არსებული მესამე ფაქტორის ორივე მათგანზე ურთიერთქმედებით განისაზღვრება (Kumar, Woo 2010). მთავრობის ვალის მთლიანი სამამულო პროდუქტის (Gross Domestic Product – GDP) ზრდის ტემპზე გავლენის ანალიზისას, ზემოხსენებული პრობლემის დაძლევის მიზნით ერთ-ერთ პოპულარულ მიდგომას წარმოადგენს მოდელში მთავრობის ვალის ამსახველი მაჩვენებლის ე.წ. „ლაგური“ მნიშვნელობით ჩართვა (Kumar, Woo 2010; Cecchetti et al., 2011). მოცემული კვლევის ფარგლებში, პოტენციური ენდოგენურობის დაძლევის მიზნით არა დინამიკურ მოდელში გამოვიყენებთ აღნიშნულ მიდგომას და მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან ფარდობის მაჩვენებელს პანელურ მოდელში ლაგური სახით გავითვალისწინებთ. რაც შეეხება დინამიკურ მოდელს, იგი ამ საკითხს თავისთავად ითვალისწინებს.

**მონაცემების მოძიება.** მოდელში გამოყენებული მონაცემების ძირითადად ეყრდნობა საერთაშორისო სავალუტო ფონდისა და მსოფლიო ბანკის მიერ წარმოებულ სტატისტიკას. კერძოდ, სამუშაო ძალასა და კაპიტალის ფორმირებასთან დაკავშირებული ინფორმაცია მოძიებული იქნა მსოფლიო ბანკის მონაცემთა ბაზიდან ([www.data.worldbank.org](http://www.data.worldbank.org)), მთავრობის ვალის მაჩვენებლების, ინფლაციისა და შემოსავლების მიხედვით ქვეყნების კლასიფიკაციის შესახებ მონაცემები მოძიებული იქნა საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მონაცემთა ბაზებიდან ([www.IMF.org](http://www.IMF.org), IMF DataMapper).

**ეკონომეტრიკული მოდელ(ებ)ის შერჩევა/სპეციფიკაცია.** ეკონომეტრიკული მოდელის შერჩევისას, როგორც ზემოთ აღნიშნა გათვალისწინებული იქნა მონაცემთა ხასიათი და საკვლევი პრობლემა. როგორც უკვე ავღნიშნეთ, კვლევისათვის შეირჩა 27 ქვეყანა, ხოლო საკვლევი პერიოდი მოიცავს 16 წელიწადს,

2006 წლიდან 2021 წლის ჩათვლით. შესაბამისად გაანალიზებული იქნა 27x16 განზომილებიანი პანელი. აღნიშნული პანელი:

- ფიქსირებულია (არაროტაციულია) - თითოეული დროის ინტერვალისთვის (წლისთვის) განხილულია ერთი და იგივე ქვეყნები;
- დაბალანსებულია - არ შეიცავს არსებითი ხასიათის გამოტოვებებს.

დეტალური ინფორმაცია უწყვეტ რაოდენობრივ ცვლადებთან დაკავშირებით მოცემულია ცხრილში.

**ცხრილი 5. მოდელში ჩართული უწყვეტი რაოდენობრივი ცვლადები შემაჯამებელი სტატისტიკა**

მაჩვენებელი	საშუალო	სტანდ. გადახრა	მინიმუმი	მაქსიმუმი	დაკვირვებათა რაოდენობა	
growth	overall	3.21	4.49	-15.10	16.20	N = 430
	between		3.17	-3.58	7.83	n = 16
	within		3.29	-8.91	16.19	T = 27
k	overall	3.22	0.23	2.19	3.95	N = 423
	between		0.08	3.15	3.41	n = 16
	within		0.22	2.26	3.99	T = 26
l	overall	0.19	1.77	-7.97	9.45	N = 432
	between		0.38	-0.88	0.88	n = 16
	within		1.73	-8.18	9.32	T = 27
debt	overall	3.41	0.73	1.17	4.46	N = 432
	between		0.28	2.85	3.77	n = 16
	within		0.68	1.62	4.75	T = 27
p	overall	5.30	6.10	-2.70	59.30	N = 432
	between		2.29	3.11	11.73	n = 16
	within		5.68	-3.14	56.25	T = 27
income	overall	5.30	6.10	-2.70	59.30	N = 432
	between		2.29	3.11	11.73	n = 16
	within		5.68	-3.14	56.25	T = 27

წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)

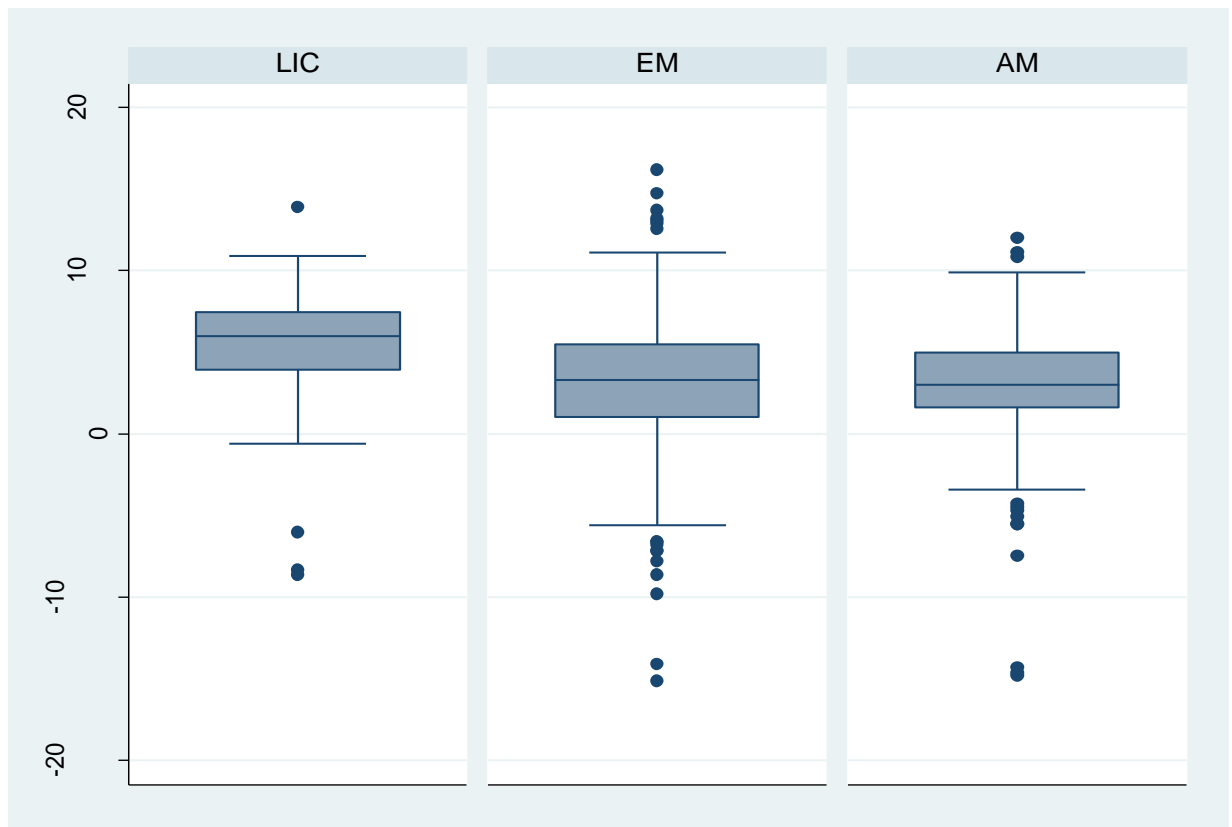
აღნიშნულ ცხრილში:

- N აღნიშნავს ჯამური დაკვირვების წერტილების რაოდენობა (27x16);

- n - დაკვირვებების ობიექტების რაოდენობა (27 ქვეყანა თითოეული მაჩვენებლისთვის);
- T - პანელის სიგრძე, დროით განზომილებაში დაკვირვების წლების რაოდენობა (16 წელი თითოეული ცვლადისთვის).

გარდა ამისა, როგორც აღინიშნა, მოდელირებისას გათვალისწინებული იქნება ქვეყნის შემოსავლების დონე ვინაიდან, ამ თვალსაზრისით ქვეყანათა შესაბამის ჯგუფებს შორის მნიშვნელოვანი განსხვავებები შეინიშნება (იხ. დიაგრამა)

**დიაგრამა 36.<sup>1</sup> შემოსავლების დონის მიხედვით დაჯგუფებული ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის განაწილება წლების მიხედვით (2006-2021 წწ.)**



*წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)*

აღნიშნული განსხვავებიდან გამომდინარე, სავარაუდოა რომ შემოსავლების დონეებს შორის განსხვავება ქვეყანათა შესაბამის ჯგუფებს შორის არსებულ ეკონომიკურ ჰეტეროგენულობას აძლიერებს. ამ ფაქტორის ამსახველი კატეგორიული

<sup>1</sup> LIC (Low income countries) - დაბალი შემოსავლის მქონე ქვეყნები; EM (Emerging Markets) - განვითარებადი ქვეყნები; AM (Advanced Markets)- მოწინავე ეკონომიკის მქონე ქვეყნები.

ცვლადის შემოტანა კი აღნიშნული ჰეტეროგენულობის სხვა ფაქტორებისგან გამიჯვნის საშუალებას იძლევა. კატეგორიზაციის მიზნით გამოყენებულია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (International Monetary Fund - IMF) კლასიფიკაცია შემოსავლების დონეების მიხედვით.

**ცხრილი 6. მოდელირების პროცესში ჩართული ქვეყნების რაოდენობა შემოსავლების დონის მიხედვით**

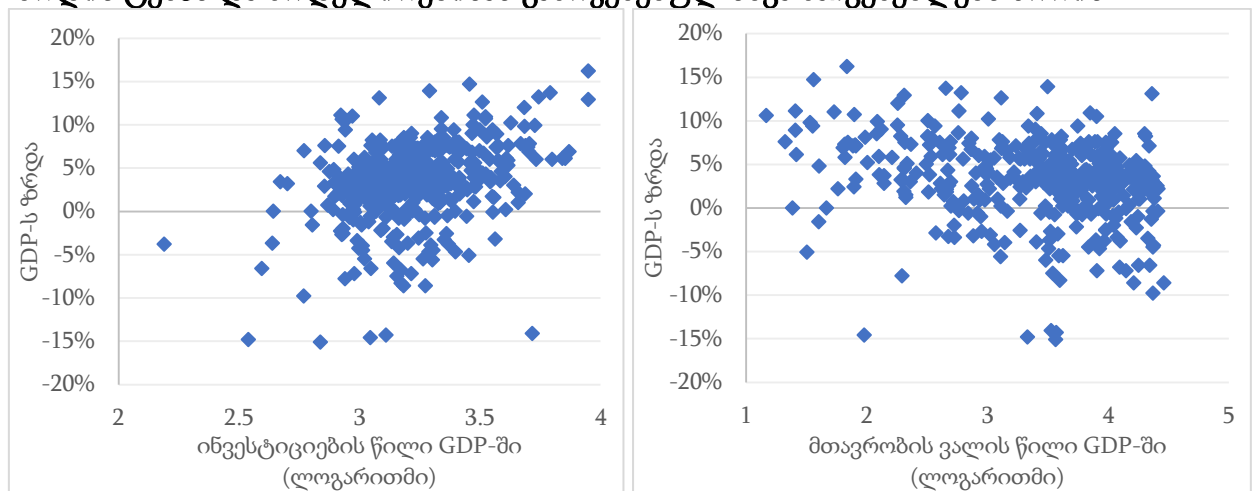
შემოსავლის დონე	დაბალ შემოსავლიანი ქვეყნები (LIC)	განვითარებადი ქვეყნები (EM)	მოწინავე ეკონომიკის მქონე ქვეყნები (AM)
ქვეყნების რაოდენობა	4	17	6

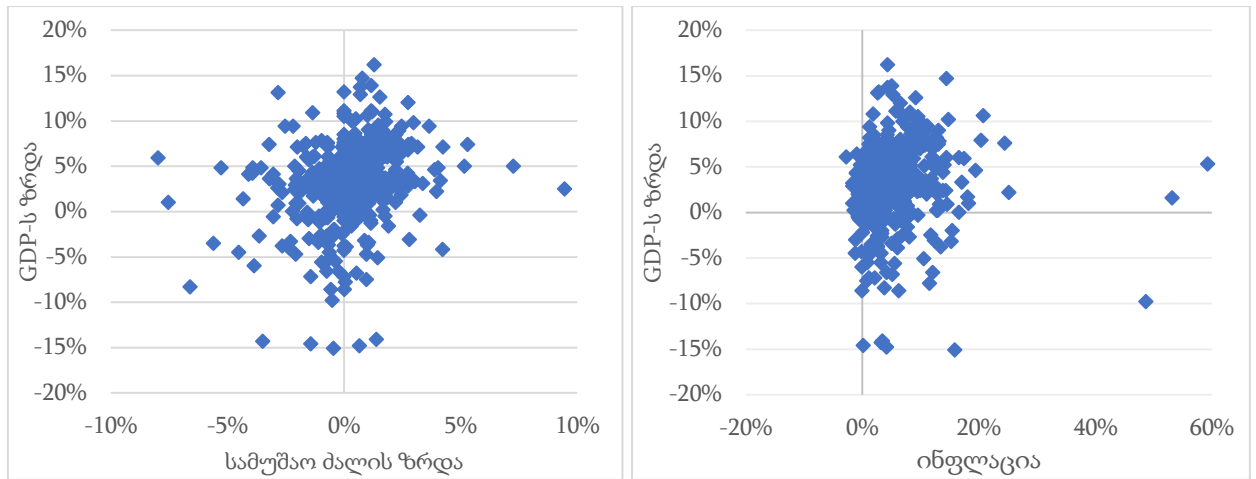
წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)

გარდა ამისა, მოდელში განხილულ პერიოდში გლობალური კრიზისებით გამოწვეული ეკონომიკური დაღმავლობის მოდელში განცალკევებულად გათვალისწინებისთვის, მიზანშეწონილად ჩავთვალეთ მეორე კატეგორიული ცვლადის შემოტანა, რომელიც 2009 და 2020 წლებში გლობალურად დაფიქსირებულ ეკონომიკურ ვარდნას გამიჯნავს (კონტროლს გაუწევს) ზრდის საშუალო ტენდენციისგან.

რაც შეეხება „i.year“ ცვლადს, მისი მოდელში შემოტანის საჭიროება წარმოიქმნა უშუალოდ მოდელირების პროცესში ჩატარებულ დიაგნოსტიკის ტესტებზე დაყრდნობით.

**დიაგრამა 37. დამოკიდებულება რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (GDP) ზრდის ტემპს და მოდელირებისას გამოყენებულ სხვა მაჩვენებლებს შორის**

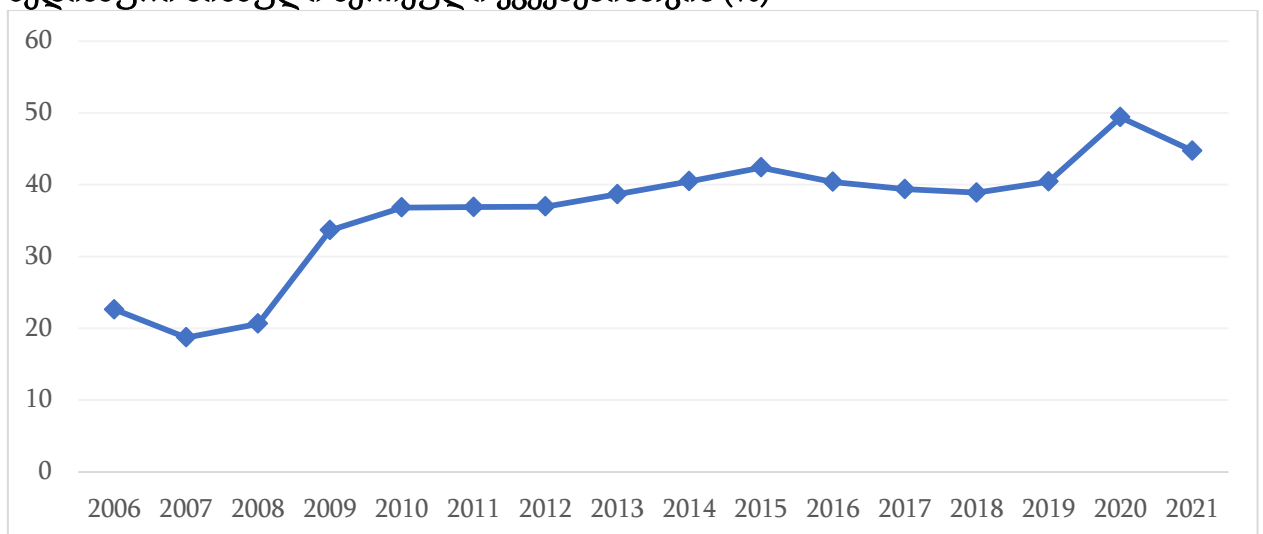




წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

აქვე უნდა აღნიშნოთ, რომ მოცემული მოდელის ფარგლებში ეკონომიკურ ზრდასა და სხვა ფაქტორებს შორის შევისწავლით წრფივ კავშირს. ამასთანავე, განხილული ქვეყნებისთვის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მედიანური ნიშნული დროის 81%-ის შემთხვევაში მოქცეულია (40%-45%) ნიშნულის ფარგლებში. შესაბამისად, მიღებული დასკვნები ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის კონტექსტში სამართლიანად შეიძლება მივიჩნიოთ მთავრობის ვალის ამ მოცულობის პირობებში.

**დიაგრამა 38. მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (GDP) ფარდობის მედიანური ნიშნული შერჩეული ქვეყნებისთვის (%)**



წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

მთლიანობაში, ვინაიდან  $T > n$ , მოცემული პანელი განიხილება მოკლე პანელად, თუმცა პანელში დროითი განზომილების შემოტანის გამო, მის შემადგენელი სერიებში ერთეულოვანი ფესვის (Unit Root) არსებობის საკითხი მაინც აქტუალურია. შესაბამისად, მოცემული პანელის მოდელირებისთვის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ეტაპს წარმოადგენს იმ რაოდენობრივი ცვლადების სტაციონალურობის (ერთეულოვანი ფესვის არსებობის) საკითხის შესწავლა, რომელთა ქცევაც პოტენციურად შესაძლოა დამოკიდებული იყოს დროით ფაქტორზე. აღნიშნულის გაუთვალისწინებლად, შეფასებული მოდელი, შესაძლოა არ არსებულ კავშირს სტატისტიკურად მნიშვნელოვნად წარმოაჩენდეს იმის შედეგად, რომ დამკვიდრებული ცვლადის ქცევა განისაზღვრება არა ამხსნელი ცვლადის ზემოქმედებით, არამედ ორივე მათგანზე დროითი ტრენდის გავლენით (Wooldridge, 2002). მოცემულ კვლევაში პანელის შემადგენელი ცვლადების სტაციონალურობა შემოწმდა რამდენიმე ალტერნატიული ტესტით. ტესტის შედეგები მოცემულია ცხრილში:

**ცხრილი 7.1<sup>1</sup> პანელის სტაციონალურობის ტესტების შედეგები**

ცვლადი	ტესტის ტიპი	H0:	H1:	შედეგი	P-Value
growth	Levin-Lin-Chu	პანელები არასტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	0.0000
	Harris-Tzavalis	პანელები არასტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	0.0000
	Breitung	პანელები არასტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	0.0000
	Im-Pesaran-Shin	ყველა პანელი არასტაციონალურია	ზოგიერთი პანელი სტაციონალურია	ზოგიერთი პანელი სტაციონალურია	0.0000
	Fisher-type (All subtypes)	ყველა პანელი არასტაციონალურია	მინიმუმ ერთი პანელი სტაციონალურია	მინიმუმ ერთი პანელი სტაციონალურია	0.0000
	Hadri LM Stationarity	ყველა პანელი სტაციონალურია	ზოგიერთი პანელი არასტაციონალურია	ზოგიერთი პანელი არასტაციონალურია	0.0004*

<sup>1</sup> ტესტების ნაწილის ჩატარება განხორციელდა შესაბამისი სერიებიდან გამოტოვებული დაკვირვების წერტილების გამორიცხვით, ვინაიდან ეს ტესტები მხოლოდ სრულფასოვნად დაბალანსებული სერიების პირობებში მუშაობს.





	subtypes)		სტაციონალურია	სტაციონალურია	
	Hadri LM Stationarity	ყველა პანელი სტაციონალურია	ზოგიერთი პანელი არასტაციონალურია	ყველა პანელი სტაციონალურია	0.1510
P	Levin-Lin-Chu	პანელები არასტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	0.0000
	Harris-Tzavalis	პანელები არასტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	0.0000
	Breitung	პანელები არასტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	პანელები სტაციონალურია	0.0000
	Im-Pesaran-Shin	ყველა პანელი არასტაციონალურია	ზოგიერთი პანელი სტაციონალურია	ზოგიერთი პანელი სტაციონალურია	0.0000
	Fisher-type (All subtypes)	ყველა პანელი არასტაციონალურია	მინიმუმ ერთი პანელი სტაციონალურია	მინიმუმ ერთი პანელი სტაციონალურია	0.0000
	Hadri LM Stationarity	ყველა პანელი სტაციონალურია	ზოგიერთი პანელი არასტაციონალურია	ზოგიერთი პანელი არასტაციონალურია	0.0000*

წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ) (\* აღნიშნავს შესაბამის ცვლადში ერთეულოვანი ფესვის არსებობას)

როგორც ტესტის შედეგები გვიჩვენებს, მთლიანი სამამულო პროდუქტის (Gross Domestic Product – GDP) რეალური ზრდის (growth), კაპიტალის ფორმირების (k), სამუშაო ძალის ზრდის (l) და ინფლაციისთვის (p) ტესტები ძირითადად მათ სტაციონალურობაზე მიუთითებს. რაც შეეხება მთავრობის ვალს (debt), იგი ტესტების უმეტესობის მიხედვით შესაძლოა ჩაითვალოს არასტაციონალურ სერიად.

ერთეულოვანი ფესვის მიმართ ჩატარებული ტესტების შედეგებიდან გამომდინარე, ასევე შევამოწმეთ პანელის კოინტეგრაციის ხარისხი (დეტალურად იხ. დანართი 2). კოინტეგრაცია ცვლადებს შორის არსებულ გრძელვადიან, ურთიერთგანმაპირობებელ კავშირზე მიუთითებს და შესაბამისად, მისი დადასტურების შემთხვევაში არასტაციონალურობით გამოწვეული პოტენციური პრობლემა ქრება. ცვლადების კოინტეგრაციის შემოწმება განხორციელდა კაოს კოინტეგრაციის ტესტსა (Kao Residual Cointegration Test) და იოჰანეს-ფიშერის

კონტეგრაციის ტესტზე დაყრდნობით (Johansen-Fisher Panel Cointegration Test).  
ორივე ტესტი მიუთითებს აღნიშნული პანელის კონტეგრაციის ხარისხზე.

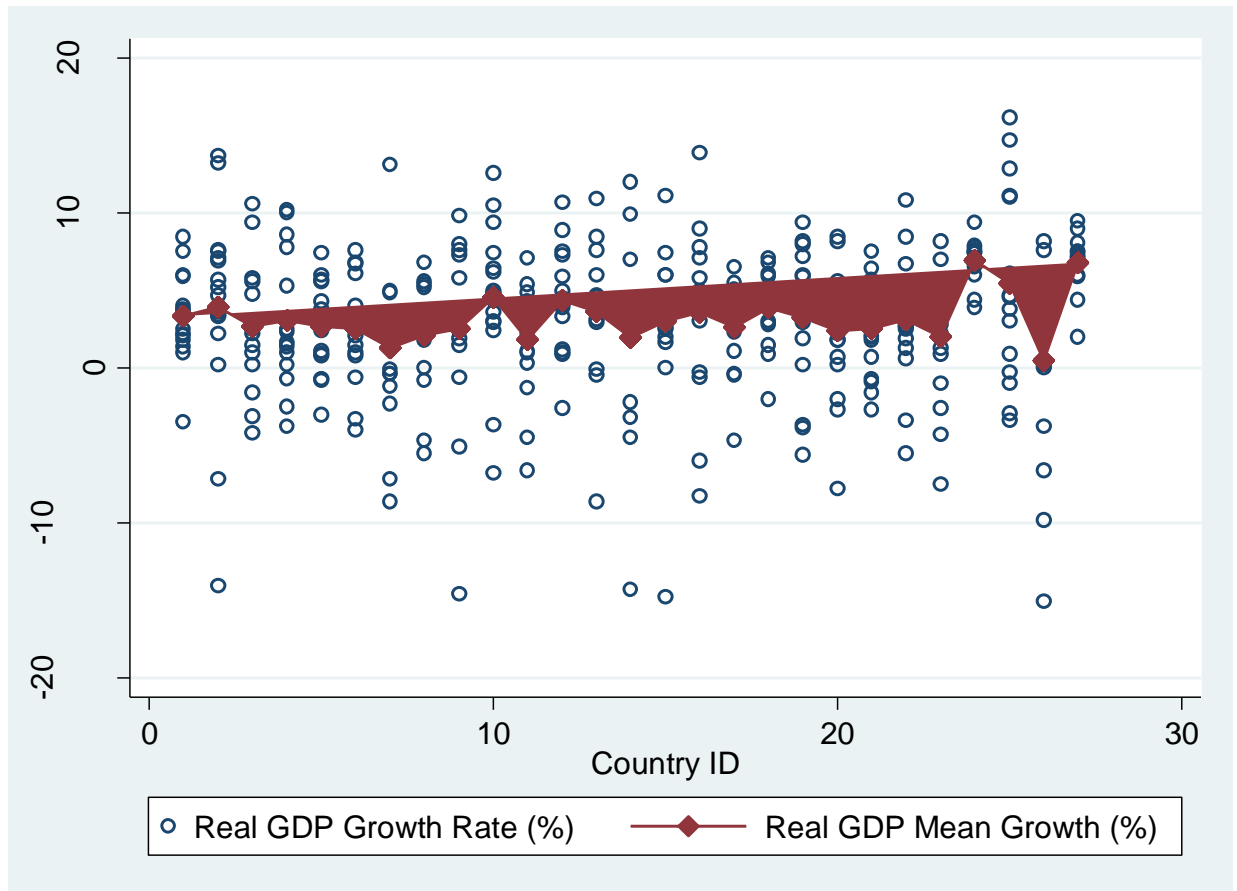
**ცხრილი 8. პანელის კონტეგრაციის ტესტების შედეგები**

ტესტის ტიპი	ნულოვანი ჰიპოთეზა (H0)	P-Value
Johansen Fisher Panel Cointegration Test	პანელში კონტეგრაციის არ არსებობა	<0.1
Kao Residual Cointegration Test	პანელში კონტეგრაციის არ არსებობა	<0.1

*წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)*

ვინაიდან, კვლევის მოცემულ ნაწილში განვიხილავთ პანელურ მონაცემებს, სივრცით და დროით განზომილებაში, სავარაუდოა, რომ ადგილი ჰქონდეს მონაცემთა ჰეტეროგენულობას. კერძოდ, დაკვირვების ცალკეული ობიექტისთვის (ქვეყნისთვის) ან/და დროის პერიოდისთვის (წლებისთვის) არსებობდეს მისთვის უნიკალური მახასიათებლები. ამასთანავე, მოდელის სწორად შერჩევისთვის, მნიშვნელოვანია იმის შეფასება აღნიშნული ჰეტეროგენულობა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია თუ არა. ასევე იმის შეფასება, ჰეტეროგენულობა შემთხვევითი ხასიათის მატარებელია თუ სისტემატური. ჰეტეროგენულობის არსებობის იდენტიფიცირებისთვის ერთ-ერთ მეთოდს მონაცემთა ვიზუალური ანალიზი წარმოადგენს. მსგავსი ანალიზი წარმოდგენილია ქვემოთ მოცემულ დიაგრამაზე, რომელზეც წარმოდგენილია რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (Gross Domestic Product – GDP) ზრდის ტემპების განაწილების დინამიკა წლების მიხედვით, ინდივიდუალური ქვეყნების დონეზე. ასევე აღნიშნული ზრდის ტემპების საშუალო მაჩვენებელი ინდივიდუალური ქვეყნისთვის.

დიაგრამა 39. რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (GDP) ფაქტობრივი და საშუალო ზრდის ტემპი ქვეყნების მიხედვით შერჩეული წლებისთვის

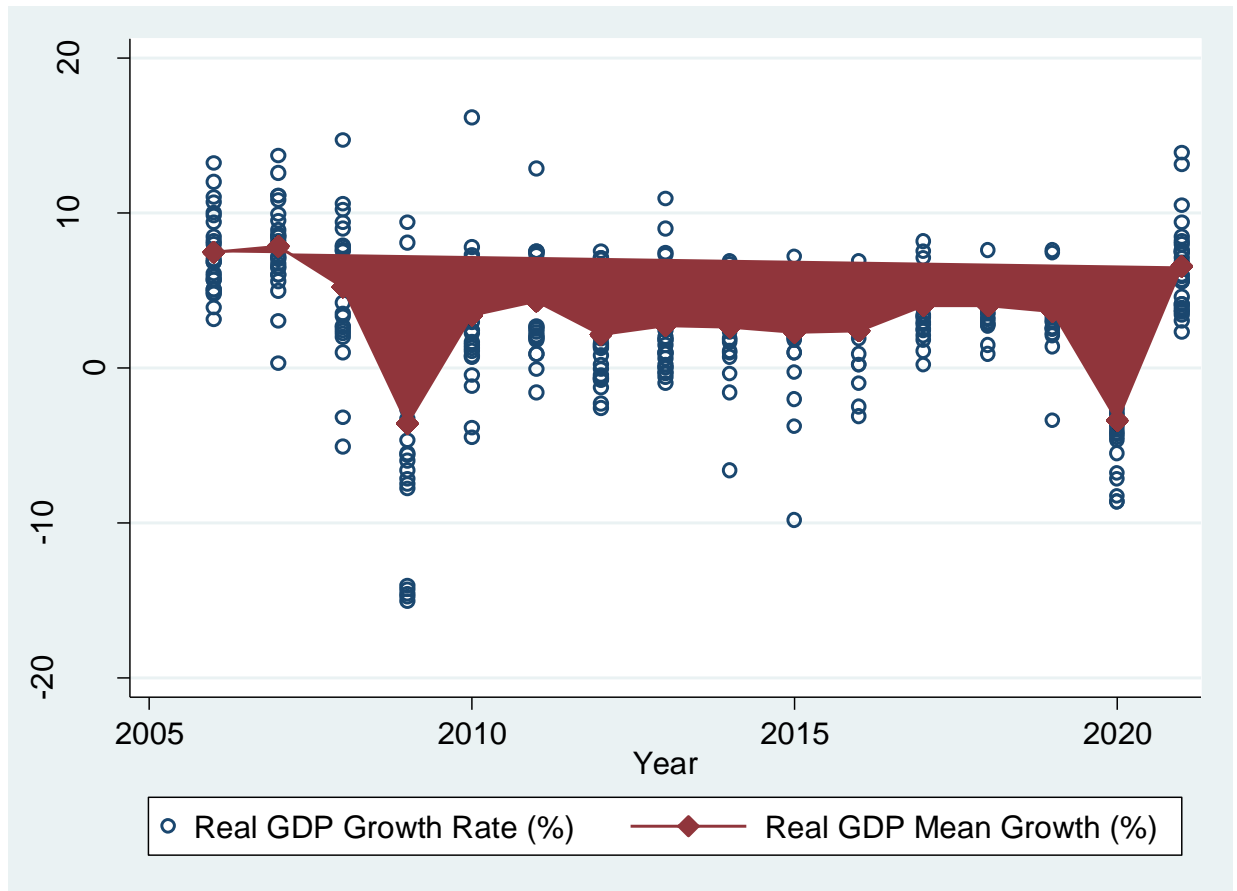


წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

როგორც დიაგრამიდან ჩანს, ქვეყნების საშუალო ზრდის ტემპებს შორის განხილული პერიოდისთვის არსებობს მნიშვნელოვანი ჰეტეროგენულობა (მერყეობა, რომელიც ინდივიდუალური მახასიათებლებით განისაზღვრება).

მსგავს სურათს იძლევა ანალოგიური ანალიზი ინდივიდუალური წლების დონეზე (ინდივიდუალური წლებისთვის განხილული ქვეყნების რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (GDP) ზრდის ტემპები). კერძოდ, მიუხედავად შედარებით მდგრადობისა, წლების მიხედვით ქვეყნების საშუალო ზრდის ტემპები ასევე მერყეობით ხასიათდება.

დიაგრამა 40. რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (GDP) ფაქტობრივი და საშუალო ზრდის ტემპი წლების მიხედვით შერჩეული ქვეყნებისთვის



წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets> (მონაცემებზე დაყრდნობით დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)

აღნიშნულის გათვალისწინებით, მნიშვნელოვანია მოდელირებისთვის შეირჩეს ისეთი ტექნიკა, რომელიც ზემოხსენებულ ჰეტეროგენულობას გაითვალისწინებს.

### 3.2 მთავრობის ვალის გავლენის შეფასება ეკონომიკურ ზრდაზე FE/RE მოდელზე დაყრდნობით

პანელურ მონაცემთა ერთ-ერთ ფართოდ გავრცელებული ტექნიკას წარმოადგენს „ფიქსირებული/შემთხვევითი ეფექტის მოდელები“ (Fixed Effect/Random Effect Models), რომელიც მნიშვნელოვანწილად ითვალისწინებს დაკვირვების ობიექტებსა და დროის პერიოდებს შორის არსებულ ჰეტეროგენულობას.

ფიქსირებული ეფექტის მოდელში (Fixed Effect Model) დაკვირვების ობიექტების ან/და დროის პერიოდების ინდივიდუალური მახასიათებლების მოდელირება ხდება აღნიშნული მახასიათებლების შესაბამისი კომპონენტების ასახვით რეგრესიის მუდმივ წევრში. მის ერთ-ერთ უპირატესობას პანელის მოდელირებისთვის წარმოადგენს ის გარემოება, რომ იგი აკონტროლებს დაკვირვების ობიექტებს შორის არსებულ განსხვავებას (ჰეტეროგენულობას) (Kohler, Kreuter., 2009).

რაც შეეხება შემთხვევითი ეფექტის მოდელს, იგი ზემოხსენებულ მახასიათებლების ასახვას ახდენს რეგრესიის შემთხვევით წევრში. აღნიშნულ ორ მოდელს შორის მთავარი განსხვავებას წარმოადგენს ის ფაქტი დაკვირვების ობიექტების უნიკალური მახასიათებლები კორელირებულია თუ არა ამხსნელ ფაქტორებთან. თუკი აღნიშნული კორელაცია არ არსებობს გამოიყენება შემთხვევითი ეფექტის მოდელი და პირიქით ფიქსირებული ეფექტის მოდელის შემთხვევაში (Park, 2011; Hoechle, 2007; Torres-Reyna, 2007).

აღნიშნული მოდელების ზოგადი ეკონომეტრიკული ფორმა (როგორც დროითი, ისე ობიექტთშორისი ეფექტებით) შემდეგნაირად გამოისახება (Torres-Reyna, 2007):

$$y_{it} = a + \beta X_{it} + (u_t + u_i + v_{it}) - \text{შემთხვევითი ეფექტის მოდელი}$$

$$y_{it} = (a + u_t + u_i) + \beta X_{it} + v_{it} - \text{ფიქსირებული ეფექტის მოდელი}$$

$y$  - დამოკიდებული ცვლადი;

$X$  - ამხსნელი ფაქტორების ვექტორი;

$a$  - რეგრესიის მუდმივი წევრი;

$u_t$  - დროის პერიოდების მიხედვით ჰეტეროგენულობის ამსახველი ეფექტის კოეფიციენტი;

$u_i$  - დაკვირვების ობიექტების მიხედვით ჰეტეროგენულობის ამსახველი ეფექტის კოეფიციენტი;

$\beta$  - ამხსნელი ცვლადების შესაბამის კოეფიციენტების ვექტორი;

$v_{it}$  - რეგრესიის ნარჩენობითი წევრი (შემთხვევითი კომპონენტი).

საყურადღებოა, რომ პანელური მონაცემების მოდელირებისას მნიშვნელოვანია მხედველობაში იქნას მიღებული სტანდარტული წრფივი რეგრესიის (Pooled OLS) გამოყენების შესაძლებლობაც. სტანდარტული წრფივი რეგრესიის გამოყენების შესაძლებლობა წარმოიქმნება იმ შემთხვევაში, თუკი ქვეყანათაშორისი და დროთაშორისი ჰეტეროგენულობა არაარსებითი ხასიათის მატარებელია და შესაბამისად  $u_i$  და  $u_t = 0$ . ამ პირობებში გაერთიანებულ უმცირეს კვადრატთა მეთოდით მიღებულ შეფასება (Pooled OLS) მეტად ეფექტიან და თანმიმდევრულ (efficient, consistent) შეფასებას იძლევა (Park, 2011). აღნიშნულის გათვალისწინებით, ფიქსირებულ და შემთხვევითი ეფექტის მოდელებით „პანელის ქცევის“ ამხსნელუნარიანობის შეფასების პარალელურად ისინი შედარებული იქნება სტანდარტულ წრფივი რეგრესიის ამხსნელუნარიანობასთანაც.

**ეკონომეტრიკული მოდელ(ებ)ის იდენტიფიკაცია.** როგორც ზემოთ აღინიშნა, მოცემული კვლევის ფარგლებში შერჩეული იქნა ფიქსირებული/შემთხვევითი ეფექტის (Fixed effect/Random Effect - FE/RE) მოდელი, რომელთა შორის უპირატესი მათგანის შერჩევა მისი იდენტიფიკაციის შემდეგ, შესაბამის დიაგნოსტიკის ტესტებზე დაყრდნობით განვახორციელეთ. ამასთანავე, მოდელირებისას საწყის ეტაპზე აქცენტი გამახვილებული იქნა ქვეყანათაშორის არსებული ჰეტეროგენულობის კონტროლზე, ხოლო მოდელის საბოლოო ფორმის შერჩევის შემდეგ, განვახორციელეთ დროის პერიოდებს შორის არსებული ჰეტეროგენულობის მნიშვნელოვნების შეფასება. ამასთანავე, ვინაიდან მოდელირების პროცესში მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან ფარდობის მაჩვენებელი ჩართულია ე.წ. „ლაგური“ სახით (ერთ წლიანი ლაგით), უშუალოდ მოდელის ფარგლებში გამოყენებული იქნება 15 წლის მონაცემები, ნაცვლად 16-სა.

მოდელირებისთვის შერჩეულ რაოდენობრივი და კატეგორიული ცვლადებზე დაყრდნობით პირველ ეტაპზე შევაფასეთ ფიქსირებული ეფექტის მოდელი.

მიღებული შეფასება, ამხსნელი ფაქტორების შესაბამისი კოეფიციენტების (კოეფიციენტების P-value-ზე დაყრდნობით) და მთლიანად შეფასებული მოდელის (მოდელის F სტატისტიკაზე დაყრდნობით) სტატისტიკურ მნიშვნელოვნებაზე მიუთითებს. ამასთანავე აღსანიშნავია, ორი გარემოება.

- 1) ქვეყანათა შორის ჰეტეროგენულობა შედეგობრივი ცვლადის ვარიაციის დაახლოებით 25.8%-ს ხსნის ( $\rho=0.2576$ )<sup>1</sup>;
- 2) F სტატისტიკაზე დაფუძნებულ ტესტზე დაყრდნობით დგინდება, რომ მოცემული მოდელი უკეთ აღწერს შედეგობრივი ცვლადი ქცევას, ვიდრე ამას სტანდარტული წრფივი რეგრესია გააკეთებდა (Pooled OLS).

**ცხრილი 9. ფიქსირებული ეფექტის საწყისი მოდელი**

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	395
Group variable: country		Number of groups	=	27
R-sq: within	= 0.4413	obs per group: min	=	6
between	= 0.4924	avg	=	14.6
overall	= 0.4295	max	=	15
corr(u_i, xb)	= 0.0712	F(5, 363)	=	57.34
		Prob > F	=	0.0000

growth	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
k	4.599044	1.000849	4.60	0.000	2.630853	6.567234
debt L1.	-.0666802	.4733594	-0.14	0.888	-.9975513	.8641909
l	.2297251	.1040883	2.21	0.028	.0250333	.4344168
p	-.0630388	.0337275	-1.87	0.062	-.1293647	.0032871
income 2	(omitted)					
3	(omitted)					
2.recessions _cons	-7.224136 -10.33941	.4928527 3.965127	-14.66 -2.61	0.000 0.009	-8.193341 -18.13691	-6.254931 -2.541906
sigma_u	1.7027731					
sigma_e	3.1915972					
rho	.2215724	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0:	F(26, 363) =	1.99	Prob > F =	0.0032
------------------------	--------------	------	------------	--------

წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)

<sup>1</sup>  $\rho = \sigma_u^2 / (\sigma_u^2 + \sigma_e^2)$



ფიქსირებული ეფექტის მოდელის მსგავსად, იმავე მონაცემებზე დაყრდნობით შეფასებული შემთხვევითი ეფექტის მოდელი ასევე მაღალი მნიშვნელოვნებით ხასიათდება, როგორც ინდივიდუალური კოეფიციენტების, ასევე მთლიანად მოდელის დონეზე. ამასთანავე, წინა მოდელისგან განსხვავებით, მოცემულ მოდელში ქვეყანათა შორის ჰეტეროგენულობა შედეგობრივი ცვლადის ვარიაციის დაახლოებით 14.35%-ს ხსნის ( $\rho = 0.1435$ ).

**ცხრილი 10. შემთხვევითი ეფექტის საწყისი მოდელი**

Random-effects GLS regression		Number of obs	=	395		
Group variable: country		Number of groups	=	27		
R-sq:	within = 0.4392	Obs per group:	min =	6		
	between = 0.6115		avg =	14.6		
	overall = 0.4639		max =	15		
Random effects u_i ~ Gaussian		wald chi2(7)	=	323.23		
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Prob > chi2	=	0.0000		
growth	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
k	4.585843	.851308	5.39	0.000	2.91731	6.254376
debt L1.	-.5620393	.2863911	-1.96	0.050	-1.123356	-.0007231
l	.2680646	.0990157	2.71	0.007	.0739973	.4621318
p	-.0683235	.0304208	-2.25	0.025	-.1279472	-.0086997
income 2	-1.591819	.6530357	-2.44	0.015	-2.871746	-.311893
3	-2.430356	.7682446	-3.16	0.002	-3.936087	-.9246237
2.recessions _cons	-7.278825	.4897934	-14.86	0.000	-8.238803	-6.318848
	-7.012305	3.293386	-2.13	0.033	-13.46722	-.5573873
sigma_u	.75662565					
sigma_e	3.1915972					
rho	.05321074	(fraction of variance due to u_i)				

წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)

ალტერნატიული მოდელების შეფასების შემდეგ, მათი შედარება განხორციელდა ჰაუსმანის სპეციფიკაციის ტესტზე დაყრდნობით (Hausman specification test). რომლის შედეგებიც ასახულია ცხრილში. აღნიშნულ ტესტში ნულოვან ჰიპოთეზას პანელში შემთხვევითი ეფექტის არსებობა წარმოადგენს, რომელიც სტატისტიკურად უმნიშვნელო მხოლოდ 22.67% იანი მნიშვნელოვნების დონიდან ხდება, რაც

მოდელის ფარგლებში, მნიშვნელოვნების დონის საკმაოდ მაღალ ნიშნულის განსაზღვრას მოითხოვს. ამ შედეგის გათვალისწინებით, მოცემული კვლევის ფარგლებში, ნულოვანი ჰიპოთეზის უარყოფას არ მოვახდენთ და პანელის მოდელირებისთვის აღნიშნულ ორ ალტერნატივას შორის შემთხვევითი ეფექტის მოდელს უპირატესად განვიხილავთ.

**ცხრილი 11. ჰაუსმანის ტესტის შედეგები მოდელის სპეციფიკაციისთვის**

	— Coefficients —		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fixed	(B) random		
k	4.599044	4.585843	.0132004	.526283
L.debt	-.0666802	-.5620393	.4953591	.3768943
l	.2297251	.2680646	-.0383395	.0320976
p	-.0630388	-.0683235	.0052847	.0145643
2.recessions	-7.224136	-7.278825	.0546888	.0548291

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg  
 B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(5) = (b-B)'[(V\_b-V\_B)^(-1)](b-B)  
 = 3.77  
 Prob>chi2 = 0.5831  
 (V\_b-V\_B is not positive definite)

**წყარო:** <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)

ქვეყანათაშორის არსებული ჰეტეროგენულობის გათვალისწინებით მოდელირების შემდეგ, მნიშვნელოვანია იმის შეფასება საჭიროა თუ არა მოდელში დროთაშორისი ჰეტეროგენულობის საკითხის გათვალისწინება. აღნიშნულის ტესტირება განვახორციელეთ ვოლდის ტესტით ფიქსირებული ეფექტის არსებობაზე (Wald test for Fixed effect). აღნიშნული ტესტი დროთაშორისი ჰეტეროგენულობის არ არსებობას იღებს როგორც ნულოვან ჰიპოთეზას. ამასთანავე, იმის გათვალისწინებით, რომ პანელის შემადგენელი ქვეყნები განხილულ პერიოდში განიცდიდნენ მნიშვნელოვან ტრანსფორმაციულ რეფორმებს, სავარაუდოა, რომ ამხსნელი ფაქტორების თავისებურებები დროთა განმავლობაში ასევე იცვლებოდა და შესაბამისად, დროთაშორისი ჰეტეროგენულობა კორელირებულია მოდელში გამოყენებულ ამხსნელ ფაქტორებთან. აღნიშნულის გათვალისწინებით,

დროთაშორისი განსხვავების ტესტირება განხორციელდა მხოლოდ ფიქსირებულ ეფექტის არსებობაზე, რაც მოცემული მოდელის ერთ-ერთ თეორიულად დასაბუთებულ დაშვებას წარმოადგენს.

**ცხრილი 12. ვოლდის ტესტის შედეგები დროთაშორის ფიქსირებული ეფექტის არსებობაზე**

Fixed-effects (within) regression		Number of obs	=	395
Group variable: country		Number of groups	=	27
R-sq: within	= 0.5571	Obs per group: min	=	6
between	= 0.2345	avg	=	14.6
overall	= 0.4919	max	=	15
corr(u_i, Xb)	= 0.0143	F(18,350)	=	24.45
		Prob > F	=	0.0000

growth	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
k	2.60469	.954603	2.73	0.007	.7272101 4.48217
debt					
L1.	.1352969	.5943338	0.23	0.820	-1.033618 1.304212
1	.2139973	.0960878	2.23	0.027	.0250152 .4029794
p	-.1169213	.0339957	-3.44	0.001	-.1837828 -.0500598
income					
2	(omitted)				
3	(omitted)				
2.recessions	-10.97404	.8301683	-13.22	0.000	-12.60679 -9.341294
year					
2008	-1.953525	.8219416	-2.38	0.018	-3.570091 -.3369587
2009	(omitted)				
2010	-3.963403	.8301556	-4.77	0.000	-5.596124 -2.330682
2011	-2.818962	.8262154	-3.41	0.001	-4.443933 -1.19399
2012	-5.190663	.8344165	-6.22	0.000	-6.831764 -3.549562
2013	-4.290359	.8654341	-4.96	0.000	-5.992465 -2.588254
2014	-4.851761	.8696908	-5.58	0.000	-6.562239 -3.141284
2015	-4.961008	.8729249	-5.68	0.000	-6.677846 -3.24417
2016	-4.818447	.9049857	-5.32	0.000	-6.598342 -3.038553
2017	-3.215	.9010013	-3.57	0.000	-4.987058 -1.442942
2018	-3.224165	.8983051	-3.59	0.000	-4.99092 -1.45741
2019	-3.456937	.8857221	-3.90	0.000	-5.198944 -1.71493
2020	.4723495	.8782469	0.54	0.591	-1.254956 2.199655
2021	-.5556204	.927591	-0.60	0.550	-2.379974 1.268733
_cons	-.974105	3.948391	-0.25	0.805	-8.739662 6.791452
sigma_u	1.9607438				
sigma_e	2.8939764				
rho	.31461844	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0:	F(26, 350) =	2.47	Prob > F =	0.0001
------------------------	--------------	------	------------	--------

```
( 1) 2008.year = 0
( 2) 2010.year = 0
( 3) 2011.year = 0
( 4) 2012.year = 0
( 5) 2013.year = 0
( 6) 2014.year = 0
( 7) 2015.year = 0
( 8) 2016.year = 0
( 9) 2017.year = 0
(10) 2018.year = 0
(11) 2019.year = 0
(12) 2020.year = 0
(13) 2021.year = 0
```

```
F( 13, 350) = 7.04
Prob > F = 0.0000
```

წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)

ტესტის შედეგები ცხადყოფს, რომ დროით ჭრილში არსებობს მნიშვნელოვანი ჰეტეროგენულობა, რისი გათვალისწინებაც მოდელში აუცილებელია.

მოდელის იდენტიფიკაციის საბოლოო ეტაპზე, შევაფასეთ მის ამხსნელუნარიანობას სტანდარტულ წრფივ რეგრესიასთან (Pooled OLS) შედარებით, რისთვისაც გამოვიყენებთ ბრეუშ-პაგანის ლაგრანჟის მულტიპლიკატორზე დაფუძნებულ ტესტს (Breush-Pagan LM test). აღნიშნული ტესტის შედეგი წარმოდგენილია ცხრილში.

### ცხრილი 13. ბრეუშ-პაგანის ლაგრანჟის მულტიპლიკატორზე დაფუძნებული ტესტი მოდელის სპეციფიკაციისთვის

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

growth[country,t] = Xb + u[country] + e[country,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
growth	20.01132	4.473402
e	10.18629	3.191597
u	.5724824	.7566257

Test: Var(u) = 0

chi2(1) = 2.83  
Prob > chi2 = 0.0926

წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)

იმის გათვალისწინებით, რომ მოცემულ ტესტში ნულოვან ჰიპოთეზას სტანდარტული წრფივი რეგრესიის (Pooled OLS) უკეთესი ამხსნელუნარიანობა

წარმოადგენს, რომელიც ხი-კვადრატ (Chi2 test) ტესტზე დაფუძნებული მაჩვენებლის გათვალისწინებით სტატისტიკურად უმნიშვნელოა, მოდელის საბოლოო ფორმად ქვეყანათაშორისი შემთხვევითი ეფექტის მოდელს განვიხილავთ დროთაშორისი ფიქსირებული ეფექტებით (ქვეყანათაშორისი ჰეტეროგენულობა აისახება რეგრესიის შემთხვევით წევრში, განცალკევებულ კომპონენტად). შედეგად, მონაცემების მოდელირებისას გამოყენებულ შემთხვევითი ეფექტის მოდელი შემდეგ ფორმას იღებს:

**ცხრილი 14. მოდელირებისთვის შერჩეული შემთხვევითი ეფექტის მოდელი**

Random-effects GLS regression		Number of obs	=	395
Group variable: country		Number of groups	=	27
R-sq: within	= 0.5529	obs per group: min	=	6
between	= 0.6122	avg	=	14.6
overall	= 0.5599	max	=	15
Random effects u_i ~ Gaussian		wald chi2(20)	=	470.79
corr(u_i, x) = 0 (assumed)		Prob > chi2	=	0.0000

growth	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
k	3.18019	.8081277	3.94	0.000	1.596289	4.764091
debt						
L1.	-.6876544	.2761375	-2.49	0.013	-1.228874	-.1464349
1	.2639585	.0920804	2.87	0.004	.0834843	.4444327
p	-.1050378	.0296439	-3.54	0.000	-.1631388	-.0469367
income						
2	-1.967564	.5777191	-3.41	0.001	-3.099872	-.8352549
3	-2.938998	.6819822	-4.31	0.000	-4.275659	-1.602338
2.recessions	-9.998527	.8682914	-11.52	0.000	-11.70035	-8.296707
year						
2008	-2.146829	.8312449	-2.58	0.010	-3.776039	-.5176187
2009	-.8756186	.8385159	-1.04	0.296	-2.519079	.7678423
2010	-3.635812	.837013	-4.34	0.000	-5.276327	-1.995297
2011	-2.504596	.8321774	-3.01	0.003	-4.135634	-.8735582
2012	-4.789416	.8337494	-5.74	0.000	-6.423534	-3.155297
2013	-3.950842	.8552358	-4.62	0.000	-5.627073	-2.274611
2014	-4.538556	.8550083	-5.31	0.000	-6.214341	-2.86277
2015	-4.580364	.8487419	-5.40	0.000	-6.243867	-2.91686
2016	-4.312686	.8600933	-5.01	0.000	-5.998438	-2.626934
2017	-2.71573	.8569923	-3.17	0.002	-4.395404	-1.036056
2018	-2.735863	.853815	-3.20	0.001	-4.40931	-1.062416
2019	-3.021426	.8522409	-3.55	0.000	-4.691787	-1.351064
2020	(omitted)					
2021	.0216656	.8588547	0.03	0.980	-1.661659	1.70499
_cons	1.490726	3.223617	0.46	0.644	-4.827447	7.808898
sigma_u	.60741186					
sigma_e	2.8939764					
rho	.04219432	(fraction of variance due to u_i)				

წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)

ეკონომეტრიკული მოდელის ვერიფიკაცია და მიღებული შედეგების ინტერპრეტაცია. მოდელის შერჩევისა და შეფასების შემდეგ მნიშვნელოვანია მიღებულ მოდელის მიმართ ჩატარდეს რამდენიმე დიაგნოსტიკის ტესტი, რაც აღნიშნულ მოდელის სანდოობას და მასზე დაყრდნობით დასკვნების გაკეთების საშუალებას იძლევა. დიაგნოსტიკის საკითხებთან დაკავშირებული ინფორმაცია მოცემულია ცხრილში (დეტალურად იხილეთ დანართი).

**ცხრილი 15. მოდელის მიმართ ჩატარებული დიაგნოსტიკის ტესტები და შედეგები**

მოდელში არსებული პოტენციური პრობლემა	ჩატარებული ტესტი	შედეგი
მულტიკოლინიარობა	კორელაციური მატრიცის ანალიზი	მულტიკოლინიარობა მოდელში არ ფიქსირდება
კროს-სექციებს შორის ურთიერთდამოკიდებულება	ბრეუშ-პაგანის LM ტესტი (Breush-Pagan LM test) და პასარანის (Pasaran test) ტესტი	კროს სექციებს შორის არსებობს ურთიერთდამოკიდებულება
ჰეტეროსკედასტურობა	ნარჩენობითი წევრის შედეგობრივი ცვლადის შეფასებულ მაჩვენებელზე დამოკიდებულების ანალიზი	პანელში ფიქსირდება ჰეტეროსკედასტურობა
ავტოკორელაცია	ვოლდრიჯის ტესტი (Wooldridge Serial Correlation Test)	პანელში ფიქსირდება პირველი რიგის ავტოკორელაცია

*წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)*

როგორც დიაგნოსტიკის ტესტები გვიჩვენებს, მოდელი ხასიათდება რიგი ნაკლოვანებებით, რაც მასზე დაყრდნობით დასკვნების გამოტანის საშუალებას გარკვეულწილად ზღუდავს. აღნიშნული ნაკლოვანებების აღმოფხვრის საშუალებას იძლევა დრისკოლისა და კრაის მიერ შემუშავებული მიდგომა (Driscoll, Kraay, 1998). აღნიშნული მიდგომა ჰეტეროსკედასტურობის, ავტოკორელაციის და კროს-სექციებს შორის ურთიერთდამოკიდებულების პირობებში შესწორებული (რობასტული)

სტანდარტული შეცდომების გამოთვლის საშუალებას იძლევა, რომელიც თავის მხრივ მოდელის სტატისტიკურ მნიშვნელოვნების საკითხზე ახდენს გავლენას (Hoechle, 2007). მოდელის შეფასებისას, აღნიშნული მიდგომის გამოყენების შედეგად სამომხმარებლო ფასების ინფლაციის მაჩვენებლის ამხსნელუნარიანობა რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (Gross Domestic Product – GDP) ზრდაში მნიშვნელოვნად შესუსტდა (P-Value = 0.144). საბოლოოდ დიაგნოსტიკის ტესტებიდან გამომდინარე მიღებულმა მოდელმა ცხრილში წარმოდგენილი სახე მიიღო.

**ცხრილი 16. დიაგნოსტიკის ტესტების შედეგების მიხედვით შესწორებული შემთხვევითი ეფექტის საბოლოო მოდელი**

Regression with Driscoll-Kraay standard errors		Number of obs	=	395
Method: Random-effects GLS regression		Number of groups	=	27
Group variable (i): country		wald chi2(18)	=	2142770.98
maximum lag: 2		Prob > chi2	=	0.0000
corr(u_i, Xb) = 0 (assumed)		overall R-squared	=	0.5599

growth	Coef.	Drisc/Kraay Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
k	3.18019	1.298224	2.45	0.028	.3957763	5.964604
debt L1.	-.6876544	.2354081	-2.92	0.011	-1.192555	-.1827542
l	.2639585	.0844411	3.13	0.007	.0828504	.4450666
p	-.1050378	.0673452	-1.56	0.141	-.2494789	.0394034
income 1	(empty)					
2	-1.967564	.5222979	-3.77	0.002	-3.087781	-.8473461
3	-2.938998	1.23591	-2.38	0.032	-5.589761	-.2882354
1.recessions	(empty)					
2.recessions	-9.38342	3.851735	-2.44	0.029	-17.64457	-1.12227
year 2006	(empty)					
2007	1.490726	4.212185	0.35	0.729	-7.543512	10.52496
2008	-.6561031	4.372732	-0.15	0.883	-10.03468	8.722475
2009	(omitted)					
2010	-2.145086	3.846089	-0.56	0.586	-10.39413	6.103955
2011	-1.01387	3.989696	-0.25	0.803	-9.570916	7.543176
2012	-3.29869	3.886701	-0.85	0.410	-11.63483	5.037454
2013	-2.460116	3.763098	-0.65	0.524	-10.53116	5.610927
2014	-3.04783	3.784729	-0.81	0.434	-11.16527	5.069606
2015	-3.089638	3.839461	-0.80	0.434	-11.32446	5.145186
2016	-2.82196	3.750278	-0.75	0.464	-10.86551	5.221587
2017	-1.225004	3.780763	-0.32	0.751	-9.333934	6.883926
2018	-1.245138	3.816001	-0.33	0.749	-9.429646	6.939371
2019	-1.5307	3.800022	-0.40	0.693	-9.680937	6.619537
2020	.8756186	.2906227	3.01	0.009	.2522949	1.498942
2021	1.512391	3.83631	0.39	0.699	-6.715675	9.740457
_cons	(omitted)					
sigma_u	.60741183					
sigma_e	2.8939764					
rho	.04219432	(fraction of variance due to u_i)				

წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)

შეფასებული მოდელის მიხედვით, მოცემულ ქვეყნებში მთლიანი სამამულო პროდუქტის ზრდის ტემპების ამხსნელუნარიანობაში საკმაოდ მაღალი ეფექტი გააჩნია კაპიტალის ფორმირების დინამიკას მთლიან სამამულო პროდუქტთან მიმართებაში. აღსანიშნავია, რომ აღნიშნული ფაქტორის შესაბამისი კოეფიციენტი შეიძლება ჩაითვალოს „შედარებით მაღალ“ კოეფიციენტად, თუმცა ამასთან ერთად მისი ნდობის ინტერვალიც საკმაოდ ფართოა ( $\approx (0.396-5.965)$ ). აღნიშნულთან ერთად, გასათვალისწინებელია ის ფაქტი, რომ განხილული ქვეყნების უმეტესობა მიეკუთვნება დაბალშემოსავლიან ან/და განვითარებად ქვეყნებს, ასევე ის ფაქტი, რომ განხილული პერიოდი მნიშვნელოვნად ემთხვევა ამ ქვეყნებში კაპიტალის მარაგების აკუმულირების საწყის პერიოდს (სოციალურ/კომუნისტური წყობიდან საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პერიოდს). შესაბამისად, სავარაუდოა, რომ ამ ქვეყნების წარმოებაში კაპიტალის ზღვრული მწარმოებლურობა შედარებით მაღალია. აღსანიშნავია რიგი ეკონომისტების მოსაზრება კაპიტალის, როგორც წარმოების ფაქტორის მიმართ. მაგალითად საიმონ კუზნეცი (Kuznets, 1961), რაგნარ ნურკსე (Nurkse, 1953) და სხვანი, საკუთარ ნაშრომებში აღნიშნავენ, რომ კაპიტალი ეკონომიკურ განვითარებაში უმნიშვნელოვანეს ეკონომიკურ პარამეტრს წარმოადგენს, რადგან იგი ხელს უწყობს სხვა ფაქტორების სტიმულირებას (მაგ. მწარმოებლურობის ზრდა, ტექნოლოგიური პროგრესი და სხვა), რაც თანხვედრაშია მოცემული კვლევის ფარგლებში მიღებულ შედეგებთან.

აღსანიშნავია, რომ კაპიტალის ფორმირებასა და სამუშაო ძალასთან მიმართებაში აღნიშნული მსჯელობა შესაბამისობაშია მსოფლიო ბანკის მიერ 2023 წელს გამოქვეყნებულ სისტემატური დიაგნოსტიკური კვლევის (Systemic Country Diagnostic (SCD) Update) ანგარიშში წარმოდგენილ მონაცემებთან, რომლის მიხედვითაც, 2011-2021 წლებში საქართველოში ეკონომიკური ზრდის დაახლოებით ნახევარი განპირობებულია კაპიტალის აკუმულირებით, მაშინ როდესაც, სამუშაო ძალას უკანასკნელ წლებში ეკონომიკურ ზრდაში უარყოფითი კონტრიბუცია გააჩნია, რაც თავის მხრივ მოსახლეობის დაბერებითა და ახალგაზრდების მიგრაციითაა გამოწვეული (WB, 2023).



ეკონომიკურ ზრდაზე კაპიტალის ფორმირების მაჩვენებლისგან განსხვავებული გავლენით ხასიათდება მთავრობის ვალის აკუმულირება. კერძოდ, მთავრობის ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან (Gross Domestic Product – GDP) ფარდობის მაჩვენებლის ზრდა, ზღუდავს ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელს. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ კაპიტალის ფორმირების მსგავსად, აღნიშნული კოეფიციენტის ნდობის ინტერვალაც შედარებით ფართოა ( $\approx (-1.193 - -0.183)$ ).

ეკონომიკურ ზრდაზე, შედარებით მცირე დადებითი ეფექტი გააჩნია სამუშაო ძალის ზრდის ტემპს. გასათვალისწინებელია, რომ განხილული ქვეყნების უმეტესობაში უმუშევრობის დონე შედარებით მაღალია, რის გამოც სავარაუდოა, რომ სამუშაო ძალის ზრდა ეკონომიკური ზრდის ტემპში მნიშვნელოვანი მასშტაბით არ ტრანსფორმირდება.

საინტერესო შედეგებზე მიუთითებს მოდელში ჩართული კატეგორიული ცვლადები. კერძოდ, შემოსავლების დონის ამსახველი ცვლადის (income) მიხედვით დაბალ შემოსავლიან ქვეყნებთან (income = 1) შედარებით, განვითარებად ქვეყნებში (income = 2) ეკონომიკური ზრდის ტემპი დაახლოებით 1.97 პროცენტული პუნქტით დაბალია, ხოლო მოწინავე ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში (income = 3) დაახლოებით 2.94 პროცენტული პუნქტით დაბალი.

გარდა ამისა, მნიშვნელოვან ინფორმაციას იძლევა კრიზისების ამსახველი კატეგორიული ცვლადი (recessions = 2). კერძოდ, შეფასებული მოდელის მიხედვით, ისეთი მნიშვნელოვანი ხასიათის კრიზისების პირობებში, როგორმაც 2009 და 2020 წლის ეკონომიკური ვარდნა გამოიწვია, განხილული ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის ტემპებს, არაკრიზისულ პერიოდში არსებული ეკონომიკური ზრდის საშუალო ტენდენციასთან შედარებით 9.38 პროცენტული პუნქტით ამცირებს.

რაც შეეხება წლების მიხედვით ფიქსირებულ ეფექტებს, აღნიშნული მაჩვენებელი 2006 წელს დაფიქსირებულ ეკონომიკურ ზრდას, მომდევნო წლებში დაფიქსირებულ ზრდის მაჩვენებლებს ადარებს, რომლის მიხედვითაც შემდგომ წლებში საშუალოდ 2006 წელთან შედარებით უფრო დაბალი ეკონომიკური ზრდა ფიქსირდებოდა (დროის მიხედვით ფიქსირებული ეფექტის ანალიზისას 2020 წლისთვის გასათვალისწინებელია, რომ ამ წლის შესაბამისი ეფექტი

მნიშვნელოვანწილად ასახულია recessions-ის კოეფიციენტში, როგორც კრიზისის პოტენციური ეფექტი).

უნდა აღინიშნოს, რომ მოდელზე დაყრდნობით გაკეთებული ზემოხსენებული მსჯელობა მართებულია აღმოსავლეთ ევროპისა და შუა აზიის პოსტ-კომუნისტური ქვეყნებისთვის, ერთობლივად, თუმცა ცალკე აღებული ინდივიდუალური ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის ტენდენცია ზემოხსენებული ფაქტორების გარდა, შესაძლოა ასევე განისაზღვრებოდეს ქვეყანათაშორისი ჰეტეროგენულობის განმსაზღვრელი ფაქტორით და მოდელის ნარჩენობით წევრში ასახული მოვლენებით.

### 1.3 მთავრობის ვალის გავლენის შეფასება ეკონომიკურ ზრდაზე PVAR მოდელზე დაყრდნობით

გარდა ფიქსირებული და შემთხვევითი ეფექტის (FE/RE) მოდელებისა, მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის ანალიზისთვის, კვლევის ფარგლებში ასევე გამოვიყენეთ პანელური ვექტორული ავტორეგრესიის (PVAR) მოდელი. აღნიშნული მოდელის გამოყენება გარკვეულწილად ემსახურება წინა მოდელის ფარგლებში მიღებული შედეგების დამატებით დადასტურებისთვის, რის გამოც, PVAR მოდელში გამოყენებული მონაცემთა ბაზა ფიქსირებული და შემთხვევითი ეფექტის მოდელების შეფასების პროცესში გამოყენებული მონაცემთა ბაზის იდენტურია. ამასთანავე, როგორც აღინიშნა, პანელურ მონაცემთა ბაზა ძირითადად სტაციონალური ბუნებით ხასიათდება (მთავრობის ვალის GDP-სთან ფარდობის გარდა, რომელიც ეკონომიკური მოსაზრებით შესაძლოა ასევე ჩაითვალოს სტაციონალურ სერიად), შესაბამისად მოდელის შეფასების პროცესში გამოყენებული იქნა ე.წ. Reduced form PVAR მოდელი. მოდელის შეფასების პროცესში ოპტიმალური ლაგის შერჩევის ტესტების უმეტესობამ (Final prediction error (FPE); Akaike information criterion (AIC); Hannan-Quinn information criterion (HQ)) ოპტიმალურად მიჩნია ორი „ლაგი“. ცალკეულმა ტესტებმა (Schwarz information criterion (SC) და sequential modified LR test statistic (LR)) მიუთითა შესაბამისად ერთი და შვიდი ლაგის გამოყენების მიზანშეწონილობაზე. საბოლოოდ მოდელირება განხორციელდა ცვლადების ორი „ლაგის“ გამოყენებით (დეტალურად იხ. დანართ 3-ში). შესაბამისად, შეფასებულ მოდელმა შემდეგი სახე მიიღო.

#### ცხრილი 17. შეფასებული PVAR მოდელი

Vector Autoregression Estimates  
 Date: 10/10/23 Time: 01:26  
 Sample (adjusted): 2008 2021  
 Included observations: 367 after adjustments  
 Standard errors in ( ) & t-statistics in [ ]

	GROWTH	K	L	DEBT	P
GROWTH(-1)	0.075025 (0.05779) [ 1.29820]	0.002971 (0.00230) [ 1.28980]	0.034348 (0.03051) [ 1.12567]	0.002154 (0.00268) [ 0.80512]	0.214430 (0.08822) [ 2.43075]
GROWTH(-2)	0.077722 (0.04775) [ 1.62774]	-0.002343 (0.00190) [-1.23120]	0.030190 (0.02521) [ 1.19750]	0.001768 (0.00221) [ 0.79983]	0.011902 (0.07289) [ 0.16329]

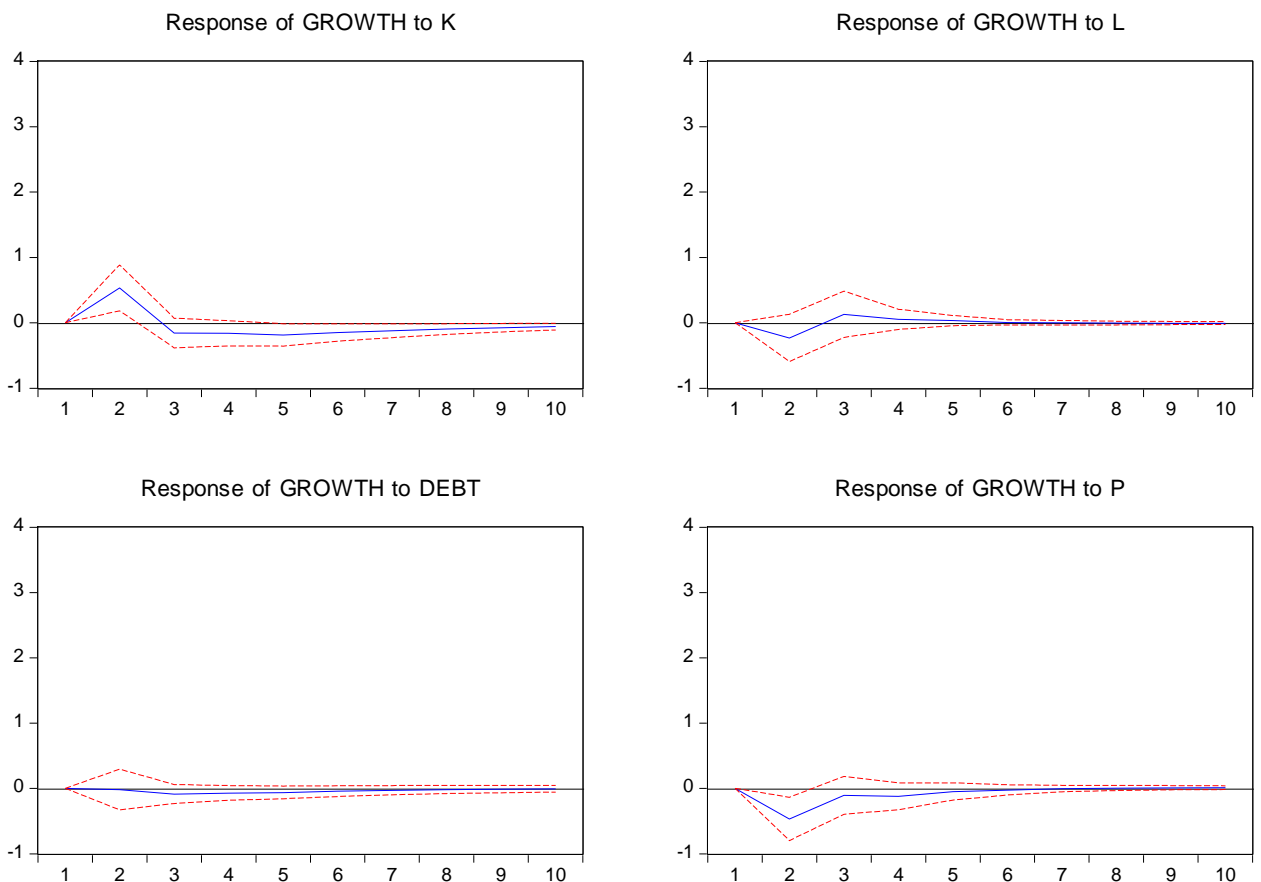
K(-1)	4.791187 (1.46613) [ 3.26790]	0.806956 (0.05844) [ 13.8077]	0.260067 (0.77410) [ 0.33596]	0.004512 (0.06787) [ 0.06648]	-0.243777 (2.23799) [-0.10893]
K(-2)	-5.514082 (1.44199) [-3.82394]	-0.033171 (0.05748) [-0.57709]	-0.257544 (0.76135) [-0.33827]	0.104244 (0.06675) [ 1.56175]	0.967506 (2.20114) [ 0.43955]
L(-1)	-0.134613 (0.10778) [-1.24901]	-0.001738 (0.00430) [-0.40447]	0.194384 (0.05690) [ 3.41598]	0.004980 (0.00499) [ 0.99828]	-0.012218 (0.16452) [-0.07427]
L(-2)	0.122629 (0.10742) [ 1.14157]	0.004474 (0.00428) [ 1.04494]	0.067248 (0.05672) [ 1.18568]	-0.004853 (0.00497) [-0.97592]	-0.075489 (0.16397) [-0.46038]
DEBT(-1)	0.088302 (1.15664) [ 0.07634]	0.025110 (0.04611) [ 0.54461]	-0.019651 (0.61069) [-0.03218]	1.067710 (0.05354) [ 19.9425]	5.218449 (1.76556) [ 2.95569]
DEBT(-2)	-0.315379 (1.09898) [-0.28698]	-0.042022 (0.04381) [-0.95926]	-0.082673 (0.58025) [-0.14248]	-0.133198 (0.05087) [-2.61839]	-5.534100 (1.67754) [-3.29894]
P(-1)	-0.096788 (0.03400) [-2.84695]	0.001025 (0.00136) [ 0.75667]	0.011280 (0.01795) [ 0.62839]	-0.001407 (0.00157) [-0.89399]	0.560163 (0.05190) [ 10.7941]
P(-2)	0.036096 (0.03403) [ 1.06077]	-0.002061 (0.00136) [-1.51928]	-0.016992 (0.01797) [-0.94576]	0.000376 (0.00158) [ 0.23843]	0.011166 (0.05194) [ 0.21497]
C	8.963008 (3.19538) [ 2.80499]	0.849756 (0.12737) [ 6.67139]	0.727919 (1.68713) [ 0.43146]	-0.158912 (0.14791) [-1.07438]	1.385646 (4.87762) [ 0.28408]
EM	-2.562633 (0.51236) [-5.00165]	-0.058503 (0.02042) [-2.86452]	-0.378237 (0.27052) [-1.39819]	0.062206 (0.02372) [ 2.62292]	-0.823958 (0.78209) [-1.05353]
AM	-3.295444 (0.61554) [-5.35378]	-0.076786 (0.02454) [-3.12951]	-0.488181 (0.32500) [-1.50212]	0.068808 (0.02849) [ 2.41496]	-2.032793 (0.93959) [-2.16349]
RECESSIONS	-7.530602 (0.50585) [-14.8870]	-0.134423 (0.02016) [-6.66648]	-0.897084 (0.26708) [-3.35881]	0.204030 (0.02342) [ 8.71355]	-3.464916 (0.77216) [-4.48729]
R-squared	0.481707	0.702120	0.128854	0.953785	0.428223
Adj. R-squared	0.462620	0.691150	0.096773	0.952083	0.407166
Sum sq. resids	3584.389	5.695399	999.2269	7.680118	8351.906
S.E. equation	3.186546	0.127021	1.682460	0.147502	4.864133
F-statistic	25.23705	64.00303	4.016430	560.3989	20.33644
Log likelihood	-938.9436	243.6561	-704.5477	188.7939	-1094.167
Akaike AIC	5.193153	-1.251532	3.915791	-0.952556	6.039055
Schwarz SC	5.342131	-1.102554	4.064770	-0.803577	6.188033
Mean dependent	2.596730	3.205588	0.123587	3.504550	4.968392
S.D. dependent	4.346896	0.228560	1.770297	0.673831	6.317409
Determinant resid covariance (dof adj.)		0.164839			
Determinant resid covariance		0.135707			
Log likelihood		-2237.256			
Akaike information criterion		12.57360			
Schwarz criterion		13.31849			

წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით ცხრილში წარმოდგენილი მაჩვენებლები გაანგარიშებულია ავტორის მიერ)

მოდელის შეფასების შემდეგ, მეტად მნიშვნელოვან ეტაპს წარმოადგენს იმპულსზე რეაგირების ფუნქციის შეფასება, რომელიც საშუალებას გვაძლევს შევაფასოთ ამა თუ იმ ცვლადში შოკი  $t$  პერიოდში, რა გავლენას ახდენს სხვა ცვლადზე  $t+h$  პერიოდის შემდეგ ( $h \in (0; \infty)$ ). კვლევის მიზნებიდან გამომდინარე, მორეაგირე ცვლადი ყველა შემთხვევაში იქნება რეალური მთლიანი სამამულო პროდუქტის (Gross Domestic Product – GDP) ზრდის ტემპი, რომლის რეაგირებასაც განვსაზღვრავთ სხვა ცვლადების შოკებისთვის (თავის თავის ჩათვლით). შედეგად იმპულსზე რეაგირების ფუნქციების გრაფიკული ინტერპრეტაცია წარმოდგენილია ქვემოთ მოცემულ დიაგრამაზე.

#### დიაგრამა 41. იმპულსზე რეაგირების ფუნქციის შედეგები

Response to Cholesky One S.D. Innovations  $\pm 2$  S.E.



*წყარო: <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets>; <https://infrastructuregovern.imf.org/>; <https://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.TOTL.ZS> (მონაცემებზე დაყრდნობით გამოთვლები განხორციელებულია და დიაგრამა აგებულია ავტორის მიერ)*

აღნიშნული ფუნქცია ცხადყოფს, რომ მთავრობის ვალის ზრდას ეკონომიკურ ზრდაზე საშუალოდ მცირე უარყოფითი გავლენით ხასიათდება, რომელიც სტატისტიკური და ეკონომიკური თვალსაზრისით უმნიშვნელოდ შეიძლება ჩაითვალოს. უნდა აღინიშნოს, რომ ამ თვალსაზრისით, მოცემულ მოდელში მიღებული შედეგები გარკვეულწილად განსხვავდება FE/RE მოდელის ფარგლებში მიღებულ შეფასებასთან, რომლის ფარგლებშიც კავშირი მაჩვენებლებს შორის მნიშვნელოვნად უარყოფითია. მთლიანობაში, ორივე მოდელის შედეგებზე დაყრდნობით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენა მცირე თუმცა უარყოფითია. რაც შეეხება სხვა მაჩვენებლებს, ისინი FE/RE მოდელის ფარგლებში მიღებულ შედეგებს მნიშვნელოვნად შეესაბამება. კერძოდ, კაპიტალის ფორმირების მაჩვენებელი მნიშვნელოვანი დადებითი გავლენით ხასიათდება ეკონომიკურ ზრდაზე თუმცა აღნიშნული გავლენა დაახლოებით 2-3 წლის განმავლობაში გრძელდება. სამუშაო ძალის ზრდის ტემპის გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე უმნიშვნელოდ მცირეა. ამასთანავე, ეს გავლენა შედარებით მოკლევადიან პერიოდში უარყოფითია, რომელიც შედარებით ხანგრძლივ პერიოდში ხდება დადებითი. აღნიშნული მოვლენა სავარაუდოა გამოხატავდეს განხილულ ქვეყნებში ჭარბი სამუშაო ძალის არსებობას. მკვეთრად ნეგატიურია ინფლაციის გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე, რომელიც დაახლოებით ორი წელი გრძელდება, რის შემდეგაც შედარებით სტაბილიზაციას განიცდის.

## დასკვნები და რეკომენდაციები

მოცემული კვლევის ფარგლებში ჩვენ შევისწავლეთ მთავრობის ვალის ზომის გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე საქართველოსა და სხვა მსგავსი მახასიათებლების მქონე ქვეყნებისთვის. აღნიშნული კვლევის საფუძველზე რამდენიმე მნიშვნელოვანი დასკვნის გაკეთება და შესაბამისი რეკომენდაციების გაცემა შეგვიძლია:

- მთავრობის ვალის ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის კვლევა ხანგრძლივი ისტორიის მატარებელია. ამასთანავე, ემპირიული კვლევების უმეტესი ნაწილი, მიუთითებს, რომ სახელმწიფოს მხრიდან, სუვერენულ ვალზე გაკოტრების არ არსებობის პირობებშიც კი, მთავრობის ვალის შედარებით მაღალ მაჩვენებელს ნეგატიური გავლენა გააჩნია ეკონომიკურ ზრდაზე. მოცემული კვლევის ფარგლებში, აღნიშნული საკითხი შესწავლილი იქნა საქართველოსა და სხვა პოსტ-კომუნისტური ქვეყნების მონაცემებზე დაყრდნობით, რომელმაც ზემოხსენებული ჰიპოთეზა დაადასტურა. კერძოდ, შერჩეულ ქვეყნებში მთავრობის ვალის ზრდა ეკონომიკური ზრდის ტემპს მცირედით ასუსტებს. აღსანიშნავია, რომ მოცემული მსჯელობა მართებულია ამ ქვეყნებისთვის იმ პირობებში, როდესაც მათი სუვერენული ვალის მთლიან სამამულო პროდუქტთან შეფარდება დაახლოებით 40%-45%-ის ინტერვალშია მოქცეული;
- მოცემული კვლევის ფარგლებში, საქართველოსთვის შესწავლილი იქნა ის ფაქტორები, რომელთა მეშვეობითაც მთავრობის ვალი პოტენციურად ნეგატიურ გავლენას ახდენს ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის ტემპზე. ერთ-ერთ ასეთ ფაქტორს საკრედიტო რესურსის ხარჯვის თავისებურებები წარმოადგენს. საქართველოში, სახელმწიფოს მიერ მობილიზებული საკრედიტო რესურსის ხარჯვის მიზნობრიობა საკანონმდებლო დონეზე ცხადი სახით განსაზღვრული არ არის. ფაქტობრივი მონაცემების ანალიზით დგინდება, რომ საგარეო წყაროებიდან, უკანასკნელი ოცი წლის განმავლობაში მობილიზებული საკრედიტო რესურსის უდიდეს ნაწილს საინვესტიციო

კრედიტები შეადგენს, რომელთა ხარჯვის მიზნობრიობას ქვეყნის შიდა მაკონტროლებელი ინსტიტუტების გარდა, მონიტორინგს უწევს თავად დონორიც და ეს რესურსი ძირითადად ინფრასტრუქტურულ პროექტებზე იხარჯება. მეორეს მხრივ, საგარეო წყაროებიდან მოზიდული კრედიტების დანარჩენი ნაწილის და საშინაო საკრედიტო რესურსის სრული ოდენობის გამოყენების თვალსაზრისით არსებობს გარკვეული გამოწვევები. ამ წყაროებიდან მოზიდილი რესურსები სრულად ხმარდება შესაბამისი ფისკალური წლის საჭიროებების დაფინანსებას, რაც მისი ეფექტიანი ხარჯვის შესაძლებლობას გარკვეულწილად ასუსტებს. საკრედიტო რესურსის მეტად პროდუქტიული ხარჯვისთვის, მიზანშეწონილია შემუშავდეს ცხადი ხასიათის საკანონმდებლო მოთხოვნები სასესხო რესურსის გამოყენების მიზნობრიობის თვალსაზრისით;

- კიდევ ერთ ფაქტორს ქვეყნის ინსტიტუციური სიჯანსაღე წარმოადგენს. ამ კუთხით, მოცემული კვლევის ფარგლებში შესწავლილი იქნა მთავრობის ვალის მართვის ინსტიტუციური გარემო, როგორც ზოგადი ინსტიტუციური გარემოს შემადგენელი კომპონენტი. კვლევამ ცხადყო, რომ ქვეყანას ამ მხრივ გარკვეული გამოწვევები გააჩნია, რაც დაკავშირებულია მთავრობის ვალის აღრიცხვა ანგარიშგების საკითხებთან, ვალდებულებების პოტენციურად უკონტროლო ზრდის რისკებთან და სასესხო პოლიტიკის განხორციელების პროცესში არსებულ ნაკლოვანებებთან. აღნიშნული გამოწვევების გადაწყვეტისთვის მნიშვნელოვანია შემუშავდეს შესაბამისი კონტროლის მექანიზმები ძირითადად საკანონმდებლო თვალსაზრისით;
- საქართველოს მთავრობის ვალთან მიმართებაში ასევე შესწავლილი იქნა იმ ინდიკატორთა მდგომარეობა, რომელთა მეშვეობითაც შესაძლებელია შეფასდეს ვალის მდგრადობასთან დაკავშირებული რისკების ხარისხი. ეს ინდიკატორები თავის მხრივ გარკვეულ წარმოდგენას იძლევა მთავრობის ვალის და მისგან მომდინარე ფისკალური წნეხის ტრაექტორიასთან დაკავშირებით. ერთ-ერთ ყველაზე მწვავე პრობლემას ამ მხრივ წარმოადგენს ქვეყნის საკრედიტო პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული



სესხების მაღალი წილი, რაც გაცვლითი კურსის მერყეობის პირობებში მნიშვნელოვნად ცვლის როგორც ვალის დაუფარავ მოცულობას, ისე მისი მომსახურებისა და დაფარვის ხარჯებს. მეორე, მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენს მთავრობის ვალზე საპროცენტო დანახარჯების მკვეთრად მზარდი ტენდენცია, რაც ძირითადად გამოწვეულია საგარეო წყაროებიდან მზარდი ოდენობით ცვლად განაკვეთიანი სესხების მობილიზებით. აღნიშნული პოლიტიკის შედეგად, 2022 წლიდან, მონეტარული პოლიტიკის გლობალურმა გამკაცრებამ მნიშვნელოვნად გაზარდა საქართველოს მთავრობის ვალის მომსახურების ხარჯები და არსებული პროგნოზებით ზრდის ტენდენცია შენარჩუნდება მომდევნო წლებშიც (როგორც ნომინალურად ისე ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლებთან თანაფარდობაში). აღნიშნული რისკ-ფაქტორების მდგომარეობა, განსაკუთრებით საყურადღებოა იმის გათვალისწინებით, რომ არაერთი ეკონომისტის შეფასებით, მთავრობის ვალის მომსახურების მზარდი ხარჯები ასოცირებულია ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის შენელებასთან. ამ გამოწვევების საპასუხოდ, მიზანშეწონილია ქვეყნის სასესხო პოლიტიკა გადაიხედოს იმგვარად, რომ მთავრობის ვალის პორტფელი ნაკლებად მოწყვლადი გახდეს გლობალური მონეტარული პოლიტიკის ტენდენციებისა და სავალუტო რყევების მიმართ;

- საქართველოში, COVID-19-ის პანდემიის შედეგად, მთავრობის ვალმა სხვა მრავალი ქვეყნის მსგავსად, მკვეთრი ზრდა განიცადა, თუმცა 2022 წლის ბოლოსთვის იგი, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ, ქვეყნისთვის შეფასებული „ვალის უსაფრთხო დონის“ ფარგლებშია მოქცეული. სავალუტო რყევების მიმართ ვალის მაღალი სენსიტიურობის პირობებში, მიზანშეწონილია შემცირების აღნიშნული ტენდენცია გარკვეული ოდენობით მომავალშიც გაგრძელდეს;
- საყურადღებო საკითხს წარმოადგენს ბოლო სამი ათწლეულის განმავლობაში, გლობალური სუვერენული ვალის მკვეთრი ზრდა. ამასთანავე, არსებული პროგნოზებით, მისი მოცულობა მთლიან სამამულო პროდუქტთან მიმართებაში ზრდას მომავალშიც განაგრძობს, რაც სახელმწიფოებს

მნიშვნელოვანი სუვერენული რისკების წინაშე აყენებს. ამ ტენდენციების შედეგად, უკანასკნელ ათწლეულში იკვეთება მსოფლიოს საშუალო სუვერენული საკრედიტო რეიტინგის საყურადღებო გაუარესება, რაც სახელმწიფოთა გადახდისუნარიანობის მნიშვნელოვან შესუსტებაზე მეტყველებს. ამ თვალსაზრისით, განსაკუთრებით საყურადღებოა იმ ქვეყნების სუვერენული ვალის, და სუვერენული საკრედიტო რეიტინგის მდგომარეობა, რომელთაც მნიშვნელოვანი გავლენა აქვთ გლობალურ ეკონომიკაზე. ამ ქვეყნების სუვერენული ვალის ზრდა მნიშვნელოვნად ზრდის გლობალური ფისკალური და ფინანსური არამდგრადობის რისკებს, რაც გლობალური ეკონომიკური ზრდისთვის მწვავე ნეგატიური ხასიათის შოკს წარმოადგენს;

- მთავრობის ვალის მართვისთვის, უკანასკნელი სამი ათწლეულის განმავლობაში აქტიურად ხდება ე.წ. „ფისკალური წესების“ შემუშავება და დანერგვა, რომელიც საკანონმდებლო დონეზე აწესებს შეზღუდვებს მთავრობის მხრიდან საკრედიტო რესურსის მობილიზების და მისი ხარჯვის საკითხებზე. მიუხედავად ამისა, გლობალურ კონტექსტში ფაქტობრივი მონაცემების ანალიზი, ამ წესების დაბალ ქმედითუნარიანობაზე მეტყველებს. გლობალური ტენდენციებისგან განსხვავებით, საქართველო, ისტორიულად მაღალი ფისკალური დისციპლინის მატარებელი ქვეყანაა, რასაც ცხადყოფს ფისკალური წესებით განსაზღვრული ინდიკატორების ფაქტობრივი ნიშნულების შედარებითი ანალიზი კანონმდებლობით განსაზღვრულ ლიმიტებთან. მნიშვნელოვანია აღნიშნული დისციპლინა შენარჩუნებული იქნას მომავალშიც;
- მოცემული კვლევის ფარგლებში, ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის თვალსაზრისით შეფასებული იქნა კაპიტალის ფორმაციისა და სამუშაო ძალის ზრდის ტემპების როლი. კვლევის შედეგების მიხედვით, ფიქსირებული კაპიტალის ფორმირებას მკვეთრი დადებითი ეფექტი გააჩნია ეკონომიკურ ზრდაზე, მაშინ როდესაც სამუშაო ძალის ზრდის ტემპი უმნიშვნელოდ დაბალია. აღნიშნული შედეგი ახსნადია იმ გარემოებით, რომ კვლევაში ჩართული ქვეყანათა ჯგუფი, მოდელირების პროცესში განხილულ პერიოდში

კაპიტალდეფიციტურ და ჭარბი სამუშაო ძალის მქონე ქვეყნებს წარმოადგენს და მათი ზღვრული მწარმოებლურობაც შესაბამისია. აღნიშნული შედეგის გათვალისწინებით, ეკონომიური პოლიტიკის ფორმირებისას მნიშვნელოვანია განსაკუთრებული ყურადღება მიექცეს საინვესტიციოდ მიმზიდველი ბიზნეს გარემოს შემდგომ გაუმჯობესებას;

- მიუხედავად იმისა, რომ კვლევა არაა კონცენტრირებული ეკონომიკურ ზრდის ტემპებს შორის, ქვეყანათაშორის განსხვავებების კვლევაზე, მოდელირების პროცესში დამატებით იდენტიფიცირებული იქნა პოსტკომუნისტური ქვეყნების შემოსავლების დონეებში განსხვავებების გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე. კერძოდ, ქვეყანათა შერჩეულ ჯგუფში, დაბალ შემოსავლიან ქვეყნებთან შედარებით, განვითარებად ქვეყნებში ეკონომიკური ზრდის ტემპი დაახლოებით 1.97 პროცენტული პუნქტით დაბალია, ხოლო მოწინავე ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში დაახლოებით 2.94 პროცენტული პუნქტით დაბალი.

აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ მოცემულ კვლევაში, მთავრობის ვალსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის კავშირის ანალიზი, როგორც ცალკეული კვლევები ცხადყოფს, მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული ქვეყნის მახასიათებლებზე, შერჩეულ დროის პერიოდსა და მოდელირების ტექნიკაზე. აღნიშნულის გათვალისწინებით, მიზანშეწონილია მომავალში ამ მიმართულებით გაგრძელდეს კვლევითი საქმიანობა, რაც მნიშვნელოვნად შეუწყობს ხელს დამატებითი ცოდნის დაგროვებას და ინფორმირებულობის დონის ზრდას.

## გამოყენებული ლიტერატურა

1. ანანიაშვილი ი. 2014. „არადაკვირვებადი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების შეფასებისა და ანალიზის მოდელები“. ეკონომიკა და ბიზნესი, # 5, გვ. 13-54.
2. ანანიაშვილი ი., 2012. „ეკონომეტრიკა“. სახელმძღვანელო. მეორე შეესებული და შესწორებული გამოცემა. თბილისი, მერიდიანი, 412 გვ.
3. ბასილია თ, სილაგაძე ა, ჩიკვაძე თ; [რედ.: ვლადიმერ პაპავა]. 2001. „პოსტსოციალისტური ტრანსფორმაცია: საქართველოს ეკონომიკა XXI საუკუნის მიჯნაზე“
4. ბედიანაშვილი, გ., კობრიძე გ., 2023. სახელმწიფო ვალი და ეკონომიკური ზრდა მცირე ქვეყნებში თანამედროვე გამოწვევების პირობებში. ჟურნალი ეკონომისტი, N1.
5. ბერიძე თ. „ეკონომიკური ზრდა და ეკონომიკური განვითარება: რაოდენობრივი და თვისებრივი განსაზღვრულობა“. საქართველოს ეკონომიკურ მეცნიერებათა აკადემია. შრომები. ტ.10 გამომცემლობა „სიახლე“. გვ.115–122; გამომცემლობა „უნივერსალი“, 195 გვ.
6. გელაშვილი ს. 2012. „ეკონომიკური პროცესების სტატისტიკური პროგნოზირება“. სახელმძღვანელო. გამომც. „მერიდიანი“, თბილისი.
7. გველესიანი რ. 2015 ეკონომიკური პოლიტიკის გამტარებლებისა და ინტერესთა ჯგუფების ურთიერთობის პრობლემები. თბილისის. ჟურნალი „ეკონომიკა და ბიზნესი“, N1, გვ. 9-18
8. გველესიანი რ., გოგორიშვილი ი. 2009. "ეკონომიკური პოლიტიკა", სახელმძღვანელო. გამომცემლობა "უნივერსალი", თბილისი.
9. კაკულია ნ. 2009. პოსტკომუნისტური ტრანსფორმაციის ინსტიტუციონალური თავისებურებები და "ეკოლუციური თეორია". თბილისი. ჟურნ. "ეკონომიკა და ბიზნესი", # 3, გვ. 37-46.
10. მარშავა ქ. 2012. „მთლიანი შიდა პროდუქტი და მისი კომპონენტების საერთაშორისო შედარებები - მშპ ანალიზის მნიშვნელოვანი მიმართულება“. გამომცემლობა „უნივერსალი“, გვ.488-492,
11. მექვაბიშვილი ე. 2015. „გლობალიზაციის ეპოქის ფინანსურ-ეკონომიკური კრიზისების პოლიტეკონომიური ანატომია“, ჟ. ეკონომიკა და ბიზნესი, ტ.VIII, #2,
12. მექვაბიშვილი ე. 2012. „თანამედროვე მაკროეკონომიკური თეორიები“

13. მექვაბიშვილი ე. 2016. გლობალური ფინანსურ-ეკონომიკური კრიზისი და ეკონომიკური თეორიის "პროგნოსტიკული დისფუნქცია" მითი თუ რეალობა? თბილისის. ჟურნალი „ეკონომიკა და ბიზნესი“. N2, გვ. 14-23
14. ნილი ლ., კემერონი რ. (ქართული გამოცემის სამეცნიერო და მთავარი რედაქტორი აკადემიკოსი ა. სილაგაძე) (2016). მსოფლიოს მოკლე ეკონომიკური ისტორია პალეოლითის ეპოქიდან დღევანდელამდე, მეხუთე გამოცემა.
15. პაპავა ვ. 2015. "საქართველოს ეკონომიკა", გამომცემლობა ინტელექტი, თბილისი,
16. პაპავა ვ. 2018. „დამწევი და ჩამორჩენილი ზრდა – ევროკავშირის პოსტკომუნისტური ქვეყნების გამოცდილება და საქართველო“. თბილისი, საქართველოს სტრატეგიისა და საერთაშორისო ურთიერთობათა კვლევის ფონდი, ექსპერტის აზრი, No. 99.
17. პაპავა ვ., 2010. ომისშემდგომი გამოწვევები და პერსპექტივები, დამოუკიდებელ ექსპერტთა კლუბი, თბილისი.
18. პაპავა ვ., სილაგაძე ა., 2019. ერთი საკვანძო ეკონომიკური ტერმინის – “Gross Domestic Product”-ის ქართული სახელწოდების შესახებ. ეკონომიკა და ბიზნესი. 2019 (1), 180-182.
19. პაპავა ვ., ჭარაია, ვ.. (2021). “საქართველოს სახელმწიფო ვალის ზრდის პრობლემა COVID-19 პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური კრიზისის პირობებში”. თბილისი: საქართველოს სტრატეგიისა და საერთაშორისო ურთიერთობების კვლევის ფონდი.
20. პაპავა ვ. 2011. “არატრადიციული ეკონომიკის”, პაატა გუგუშვილის ეკონომიკის ინსტიტუტის გამომცემლობა, თბილისი,
21. სილაგაძე ა. 2010. "ეკონომიკური დოქტრინები", თბილისი.
22. ტაბაღა ს., 2016. „მთავრობის მასშტაბის (ზომის) გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე“. ჟურნალი ეკონომიკა და ბიზნესი, N1, გვ. 62-71
23. ჩიქობავა, მ., კაკულია, ნ., ლაზარაშვილი, თ. 2022. წამყვანი ქვეყნების ცენტრალური ბანკების ანტიინფლაციური პოლიტიკა და გლობალური რეცესიის საფრთხე. ჟურნალი ეკონომისტი, 2022 N4.
24. ხადური ნ., კაკულია ნ., ჩიქობავა მ. 2017. „მაკროეკონომიკა“, ლექციების კურსი. თბილისი.
25. ხარაიშვილი ე., გაგნიძე ი., ჩავლეიშვილი მ., ნაცვლიშვილი ი., ნაცვალაძე ი. 2014. „მიკროეკონომიკა“, სახელმძღვანელო, მე-3 შეესებული და გადამუშავებული გამოცემა. გამომცემლობა „უნივერსალი“, თბილისი.
26. საქართველოს კანონი საქართველოს საბიუჯეტო კოდექსი (2009 წლის 18 დეკემბერი, #2440);

27. საქართველოს ორგანული კანონი „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“ (2011 წლის 1 ივლისი, #4979).
28. საქართველოს კანონი „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ (1998 წლის 5 მარტი, #1285).
29. საქართველოს “საბიუჯეტო კლასიფიკაციის დამტკიცების თაობაზე” საქართველოს ფინანსთა მინისტრის ბრძანება N99. (2019, 5 აპრილი).
30. საქართველოს ფინანსთა მინისტრის 2023 წლის 15 თებერვლის 45-ე ბრძანება სახელმწიფო საწარმოთა სექტორიზაციის რეესტრის დამტკიცების შესახებ.
31. საჯარო ფინანსების მართვის რეფორმის სტრატეგია 2023-2026 (PFM), <https://mof.ge/5171> .
32. მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2019-2021 და 2023-2026, <https://mof.ge/5231>.
33. საქართველოს კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია 2023-2028, <https://www.economy.ge/?page=reforms&s=17>.
34. საქართველოს სახელმწიფო აუდიტის სამსახურის ანგარიშები 2015-2023 წლების სახელმწიფო ბიუჯეტის შესრულების წლიური ანგარიშების შესახებ. <https://sao.ge/ka?isAudit=false>
35. Papava, V. 2021. “BECOMING EUROPEAN Challenges for Georgia in the Twenty-First Century.” Eurasia Review, May 23.
36. Papava, V. 2022. “Pandemic, War and Economic Sanctions: From Turbulent to Confrontational Globalization.” iUniverse; ISBN: 978-1-6632-0762-3 (sc); ISBN: 978-1-6632-0763-0 (e).
37. Papava, V., Charaia, V. (2021). The Problem of the Growth of Georgia’s Public Debt during the Economic Crisis under the Covid-19 Pandemic. GFSIS Expert Opinion, No. Tbilisi, Georgian Foundation for Strategic and International Studies.
38. Silagadze A., HISTORICAL PARALLELS OF THE NATIONAL ECONOMIC DOCTRINES ECOFORUM [Volume 5, Issue 2 (9), 2016] pp 66-69.
39. Tabaghua, S.. 2023. Fiscal Rules Nexus Covid19 shock in Case of Georgia (Macro Approach). ჟურნალი ეკონომისტი, 2023 N1.
40. Anderson, W., Wallace, M., Warner, J. 1986. Government Spending and Taxation: What Causes What?. Southern Economic Journal Vol. 52, No. 3 (Jan., 1986), pp. 630-639. Published By: Southern Economic Association.
41. Baltagi, B.H. (2008) Econometric Analysis of Panel Data. John Wiley & Sons Ltd., Chichester.
42. Barro R. (1974). “Are government bonds net wealth?” Journal of Political Economy 82(6): 1095-1117.

43. Barry J. Eichengreen ; Asmaa A ElGanainy ; Rui Pedro Esteves ; Kris James Mitchener, 2019. Public Debt through the Ages. IMF Working Papers, Working Paper No. 2019/006. Public Debt Through the Ages (imf.org).
44. Bastiat, F. 2017. Economic of Sophism and What Is Seen and What Is Not Seen. Published by Liberty Fund Inc. ISBN 10: 0865978875. ISBN 13: 9780865978874.
45. Bentour, El Mostafa. 2021. On the public debt and growth threshold: One size does not necessarily fit all. *Applied Economics* 53: 1280–99.
46. Blanchard, O. J. (1985). Debt, deficits, and finite horizons. *Journal of political economy*, 93(2), 223-247.
47. Bouvet, Florence, Ryan Brady, and Sharmila King. 2013. "Debt Contagion in Europe: A Panel-Vector Autoregressive (VAR) Analysis" *Social Sciences* 2, no. 4: 318-340. <https://doi.org/10.3390/socsci2040318>
48. Breusch, T. S., and A. R. Pagan. "The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics." *The Review of Economic Studies* 47, no. 1 (1980): 239-53.
49. Buchanan, James M., and Richard E. Wagner. [1977] 2000a. *Democracy in Deficit: The Political Legacy of Lord Keynes*. Vol. 8 of *The Collected Works of James M. Buchanan*. Indianapolis, Ind.: Liberty Fund.
50. Cangiano M., Curristine T., Lazare M., 2013. *Public Financial Management and Its Emerging Architecture*. Publisher: International Monetary Fund. ISBN: 9781475531091. DOI: <https://doi.org/10.5089/9781475531091.071>
51. Caselli, F., Eyraud, L., Hodge, A., Diaz Kalan, F., Kim, Y., Lledo, V., Mbaye, S., Popescu, A., Reuter, W.H., Reynaud, J., Ture, E., and Wingender, P., 2018. "Second-Generation Fiscal Rules: Balancing Simplicity, Flexibility, and Enforceability – Technical Background Papers", IMF, IMF Staff Discussion Notes No. 18/04.
52. Caselli, F., Reynaud, J.. 2019. Do Fiscal Rules Cause Better Fiscal Balances? A New Instrumental Variable Strategy. IMF Working Paper No. 2019/049.
53. Cecchetti, S., Mohanty, M., Zampoli, F. (2011): The real effects of debt, BIS Working Papers No. 352
54. Chudik, Alexander, Kamiar Mohaddes, M. Hashem Pesaran, and Mehdi Raiss. 2017. Is there a debt-threshold effect on output growth? *Review of Economics and Statistics* 99: 135–50.
55. Churchman, N. 2001. David Ricardo on Public Debt. *Studies in the History of Economics*. Series Standing Order ISBN 0–333–71500–4.
56. Cochrane, J. H. (2011). Presidential Address: Discount Rates, *Journal of Finance*, forthcoming.
57. Codogno, L., Favero, C., & Missale, A. (2003). Yield spreads on EMU government bonds. *Economic Policy*, 18(37), 503-532.

58. David Levi-Faur 1997. Friedrich List and the political economy of the nation-state, *Review of International Political Economy*, Volume 4, 154-178, DOI: 10.1080/096922997347887.
59. Davoodi H. R., P. Elger, A. Fotiou, D. Garcia-Macia, X. Han, A. Lagerborg, W.R. Lam, and P. Medas. 2022. "Fiscal Rules and Fiscal Councils: Recent Trends and Performance during the Pandemic", IMF Working Paper No.22/11, International Monetary Fund, Washington, D.C.
60. Drelichman, M. and H.-J. Voth 2014. *Lending to the Borrower from Hell: Debt, Taxes, and Default in the Age of Philip II*, Princeton: Princeton University Press.
61. Driscoll, J. C., and A. C. Kraay. 1998. Consistent Covariance Matrix Estimation with Spatially Dependent Panel Data. *Review of Economics and Statistics* 80: 549–560.
62. Dunleavy, Patrick (2017) Public sector productivity: measurement challenges, performance information and prospects for improvement. *OECD Journal on Budgeting*, 17 (1). pp. 1-28. ISSN 1608-7143
63. Eichengreen, Barry J.; El-Ganainy, Asmaa; Esteves, Rui; Mitchener, Kris James 2021. *In Defense of Public Debt*. Oxford University Press. ISBN 978-0-19-757792-9.
64. Ferguson, Niall 2008. *The Ascent of Money: A Financial History of the World*. Penguin press, New York. p. 49. ISBN 9780718194000.
65. Fetai, Besnik, Avdimetaj, K., Bexheti, A., Malaj, A.. 2020. Threshold effect of public debt on economic growth: An empirical analysis in the European transition countries. *Zbornik Radova Ekonomski Fakultet u Rijeka* 38: 381–406.
66. G. S. Maddala & Shaowen Wu, 1999. "A Comparative Study of Unit Root Tests with Panel Data and a New Simple Test," *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, Department of Economics, University of Oxford, vol. 61(S1), pages 631-652
67. Gaspar, V., Paulo Medas, P., Perrelli, R.. (2021, December 15). "Global debt reaches a record 22 –trillion". Retrieved from [imf.org](https://www.imf.org):
68. Gbohoui, W., Medas, P. (2020). Fiscal Rules, Escape Clauses, and Large Shocks. *Special Series on Fiscal Policies to Respond to COVID-19*, International Monetary Fund, Washington, DC.
69. Gemie, S. (1992). Politics, Morality and the Bourgeoisie: The Work of Paul Leroy-Beaulieu (1843-1916). *Journal of Contemporary History*, 27(2), 345–362. <http://www.jstor.org/stable/260914>
70. Gootzeit, M. 1987. Adam Smith on Balanced Budget Government Spending. *Journal of the History of Economic Thought*, 8(2), 27-32. doi:10.1017/S1042771600001277.
71. Greene, William H. and McKenzie, Colin, Lm Tests for Random Effects (September 2012). NYU Working Paper No. 2451/31603,



72. Hamid R. Davoodi, Paul Elger, Alexandra Fotiou, Daniel Garcia-Macia, Andresa Lagerborg, W. Raphael Lam, and Sharanya Pillai. 2022. Fiscal Rules At a Glance: An Update 1985—2021. Technical Manual.
73. Hansen T., Farrington S., Jalles J., Rial I., Yläoutinen S., TECHNICAL ASSISTANCE REPORT—ENHANCING THE FISCAL RULES FRAMEWORK. IMF Country Report No. 18/132. May 2018. International Monetary Fund. Washington, DC.
74. Hayek, F. A. 2007. The Road to Serfdom: Text and Documents--The Definitive Edition (The Collected Works of F. A. Hayek, Volume 2). Published by University of Chicago Press.
75. Heimberger, P..2021. Do Higher Public Debt Levels Reduce Economic Growth?. Working Paper 211.
76. Herndon, T., Ash, M., Pollin, R. 2013. Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogof. Political economy Research Institute. Working Paper Series, JEL codes: E60, E62, E65.
77. Hoechle, D. (2007) Robust Standard Errors for Panel Regressions with Cross-Sectional Dependence. The Stata Journal, 7, 281-312;
78. Holtfrerich, Carl-Ludwig 2013 : Government debt in economic thought of the long 19th century, Diskussionsbeiträge, No. 2013/4, Freie Universität Berlin, Fachbereich Wirtschaftswissenschaft, Berlin.
79. Hoppe, H. 2001. Democracy – The God That Failed: The Economics and Politics of Monarchy, Democracy and Natural Order (Perspectives on Democratic Practice). Part of series: Perspectives on Democratic Practice. ISBN-10: 0765808684. ISBN-13: 978-0765808684
80. Horton, J., Chisholm, T. 1991. The Political Economy of Henry George: Its Ethical and Social Foundations. The American Journal of Economics and Sociology Vol. 50, No. 3, pp. 375-384. Published By: Wiley.
81. Jacobs, Jan, Kazuo Ogawa, Elmer Sterken, and Ichiro Tokutsu. 2020. Public debt, economic growth and the real interest rate: A panel VAR Approach to EU and OECD countries. Applied Economics 52: 1377–94.
82. Jahan, S, Mahmud, A., Papageorgiou, C.. 2014. What Is Keynesian Economics?. Journal Finance and Development.
83. Johansen, S. (1988), “Statistical Analysis of Cointegration Vectors”, Journal of Economic and Control 12, 231–254.
84. Kao, C. 1999. Spurious regression and residual-based tests for cointegration in panel data. Journal of Econometrics 90: 1–44.
85. Keynes, J.M. 1929. A Tract on Monetary Reform. Published by MacMillan and Co., Limited St. Martin’s Street, London.

86. Kohler, U., Kreuter, F. 2009. *Data Analysis using Stata*, 2nd Edition. ISBN: 1-59718-046-7.
87. Kopits, G., Symansky, A. 1998. *Fiscal Policy Rules*, IMF Occasional Paper No. 162, International Monetary Fund, Washington, DC.
88. Kose, M. Ayhan, Peter Nagle, Franziska Ohnsorge, and Naotaka Sugawara. 2021. *Global Waves of Debt: Causes and Consequences*. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-1544-7. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO.
89. Kose, M. A., C. Lakatos, F. Ohnsorge, and M. Stocker. 2017. "The Global Role of the U.S. Economy: Linkages, Policies, and Spillovers." Policy Research Working Paper 7962, World Bank, Washington, DC.
90. Kourtellos, Andros, Thanasis Stengos, and Chih Ming Tan. 2013. The effect of public debt on growth in multiple regimes. *Journal of Macroeconomics* 38: 35–43.
91. Krugman P. 1988. "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang," *Journal of Development Economics*, Vol. 29 (November), pp. 253–268.
92. Kuznets, S., & Jenks, E. (1961). *Capital in the American Economy: Its Formation and Financing*. Princeton University Press. <http://www.jstor.org/stable/j.ctt183pr7r>
93. Kuznets, S.. 2011. *Quantitative Aspects of the Economic Growth of Nations: VI. Long-Term Trends in Capital Formation Proportions*. Published by: The University of Chicago Press.
94. Larch, M., Orseau, E., Van Der Wielen, W.. 2020. *Do EU Fiscal Rules Support or Hinder Counter-Cyclical Fiscal Policy?* JRC Working Papers on Taxation and Structural Reforms No 01/2020, European Commission, Seville.
95. Law, Siong Hook, Chee Hung Ng, Ali M. Kutan, and Zhi Kei Law. 2021. Public debt and economic growth in developing countries: Nonlinearity and threshold analysis. *Economic Modelling* 98: 26–40.
96. Lerner, A. (1951), *Economics and Employment*, McGraw-Hill, New York, United States.
97. Marta Gómez-Puig & Simón Sosvilla-Rivero, 2017. "Public debt and economic growth: Further evidence euro area," IREA Working Papers 201715, University of Barcelona, Research Institute of Applied Economics, revised Sep 2017.
98. Masuch, Klaus, and Edmund Moshhammer. 2017. Institutions, public debt and growth in Europe. *Public Sector Economics* 41: 160–205.
99. Mencinger, Jernej and Verbic, Miroslav and Aristovnik, Aleksander *Revisiting the role of public debt in economic growth: The case of OECD countries*. 2015. University of Ljubljana. MPRA Paper No. 67704.
100. Molinary, G. 1849. *The Production of Security*. "De la production de la sécurité," in *Journal des Economistes* (February 1849): 277–90. ISBN: 978-1-933550-57-2.

101. Neal, L. 1990. *The Rise of Financial Capitalism. International Capital Markets in the Age of Reason*, Cambridge: Cambridge University Press.
102. Nurkse, R.. 1953. *Problems of Capital Formation in Underdeveloped Countries*. Oxford: Oxford University Press.
103. Onofrei, Mihaela, Ionel Bostan, Bogdan Narcis Firtescu, Angela Roman, and Valentina Diana Rusu. 2022. Public Debt and Economic Growth in EU Countries. *Economies* 10: 254. <https://doi.org/10.3390/economies10100254>
104. Panizza, U., Presbitero, A. F.. 2014. Public debt and economic growth: Is there a causal effect?. *Journal of Macroeconomics*, Elsevier, vol. 41(C), pages 21-41.
105. Park, H.M. (2011) *Practical Guides to Panel Data Modeling: A Step-by-Step Analysis Using Stata*. Tutorial Working Paper. International University of Japan, Minami Uonuma;
106. Pattillo, Catherine A., Helene Poirson, and Luca A. Ricci. 2004. What Are the Channels through Which External Debt Affects Growth? IMF Working Paper No. 04/15. Washington, DC: International Monetary Fund.
107. Pescatori, Andrea, Damiano Sandri, and John Simon. 2014. No magic threshold. *Finance & Development* 51: 39–42.
108. Piketty, T. 2014. *Capital in the Twenty-First Century*. Translated by Arthur Goldhammer. Cambridge, Mass.: Belknap Press of Harvard University Press.
109. Reinhart M. Rogoff K, (2010) “Growth in a Time of Debt”, *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 100, No. 2, pp. 573–78.
110. Reinhart M. Rogoff K, (2010). *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
111. Sachs, J. (1990). A Strategy for Efficient Debt Reduction. *The Journal of Economic Perspectives*, 4(1), 19-29.
112. Salerno, J. 2018. Forerunners of the Austrian School: The French Liberal School. Lecture 1 of 10 from Joseph T. Salerno's Revisionist History and Contemporary Theory.
113. Sifon-arevalo R., *Global Sovereign Rating Trends 2023: We're Not Over The Hump Yet*. S&P research report. 26 Jan, 2023. <https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/230126-global-sovereign-rating-trends-2023-we-re-not-over-the-hump-yet-12621784#ContactInfo>
114. Soyres, C., Kawai, R., Wang, M. (2022). *Public Debt and Real GDP: Revisiting the Impact.*, IMF Working Paper WP/22/76, Washington DC: International Monetary Fund.
115. Stasavage, D. 2011 *States of Credit: Size, Power, and the Development of European Polities*, Princeton: Princeton University Press

116. Stiglitz, J. 2015. *The Great Divide: Unequal Societies and What We Can Do About Them*. Published by W. W. Norton & Company. ISBN-10: 0393352188. ISBN-13:987-0393352184.
117. Sutherland, Douglas, and Peter Hoeller. 2012. *Debt and Macroeconomic Stability: An Overview of the Literature and Some Empirics*. OECD Economics Department Working Papers, No. 1006. Paris: OECD Publishing.
118. Teles, Mussolini, C.. 2014. Public debt and the limits of fiscal policy to increase economic growth. *European Economic Review*. Volume 66, February 2014, Pages 1-15.
119. Tempelman, H. Jerry 2007. James M. Buchanan on Public-Debt Finance. *The Independent Review*, v., X, n. 2, Fall 2005, ISSN 1086-1653.
120. Torres-Reyna O.. (2007) Panel Data Analysis Fixed and Random Effects using Stata” (v. 4.2), <http://www.princeton.edu/~otorres/Panel101.pdf>;
121. Woo, J., Kumar, M. S.. 2010. Public debt and growth. *IMF Working Paper 174*: 1–46.
122. Woo, J., & Kumar, M. S. (2015). Public debt and growth. *Economica*, 82(328), 705-739.
123. Wooldridge, J.M.. 2010. *Econometric analysis of cross section and panel data 2nd edition*, MIT press, Cambridge, MA.
124. Wooldridge, J. M.. 2002. *Econometric analysis of cross section and panel data*. Cambridge: MIT Press.
125. Yun-Casalilla, B. and P. O’Brien, eds. 2015. *The Rise of Fiscal States. A Global History 1500-1914*, Cambridge: Cambridge University Press.
126. GAO. 2023. *The Nation’s Fiscal Health, Road Map Needed to Address Projected Unsustainable Debt Levels*. Annual Report to Congress, Washington, DC.
127. IMF, 2014. *Government Finance Statistics Manual 2014*, Washington, D.C., International Monetary Fund.
128. World Bank. 2020. *Debt Management Performance Assessment (DeMPA) of Georgia*.
129. World Bank. 2023. *Georgia: Keeping the Reform Momentum. A Systematic Country Diagnostic Update*. Washington, DC: World Bank.
130. Mankiw G., What Would Keynes Have Done? Interview with New York Times. Nov. 28, 2008. <https://www.nytimes.com/2008/11/30/business/economy/30view.html>
131. PEFA. 2018. *Public Expenditure and Financial Accountability (PEFA) Assessment 2017*.
132. PEFA. 2022. *GEORGIA: 2022 National PEFA & GRPFM Dissemination Workshop*.
133. WHAT IS PEFA?. Retrieved from: <https://www.pefa.org/about>
134. Agreement on Normalizing Relations between Serbia, Kosovo ‘Historic Milestone’, Delegate Tells Security Council; Meetings Coverage and Press Releases; 27 APRIL 2023; <https://press.un.org/en/2023/sc15268.doc.htm>

135. World Bank Press Release, “Georgia Becomes IDA Donor as Country Celebrates 30 Years of Partnership with World Bank”, September 13, 2022  
<https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2022/09/13/georgia-becomes-ida-donor-as-country-celebrates-30-years-of-partnership-with-world-bank>
136. [www.imf.org](http://www.imf.org)
137. [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org)
138. [www.spglobal.com](http://www.spglobal.com)
139. [www.Geostat.ge](http://www.Geostat.ge)
140. [www.nbg.gov.ge](http://www.nbg.gov.ge)
141. [www.mof.ge](http://www.mof.ge)

## დანართები

დანართი 1. მოდელირების პროცესში გამოყენებული მონაცემთა ბაზა

ქვეყანა	year	income	growth	k	debt	l	p	recessions
Albania	2006	EM	5.90	3.58	4.04	-1.57	2.40	0
Albania	2007	EM	6.00	3.54	3.98	-1.60	3.00	0
Albania	2008	EM	7.50	3.58	4.01	-1.63	3.30	0
Albania	2009	EM	3.40	3.54	4.09	4.13	2.20	1
Albania	2010	EM	3.70	3.41	4.06	0.79	3.60	0
Albania	2011	EM	2.50	3.45	4.08	9.45	3.40	0
Albania	2012	EM	1.40	3.34	4.13	-4.32	2.00	0
Albania	2013	EM	1.00	3.33	4.25	-7.52	1.90	0
Albania	2014	EM	1.80	3.25	4.28	2.44	1.60	0
Albania	2015	EM	2.20	3.25	4.30	3.97	1.90	0
Albania	2016	EM	3.30	3.23	4.29	3.05	1.30	0
Albania	2017	EM	3.80	3.22	4.28	2.22	2.00	0
Albania	2018	EM	4.00	3.17	4.24	2.17	2.00	0
Albania	2019	EM	2.10	3.14	4.21	1.42	1.40	0
Albania	2020	EM	-3.50	3.13	4.33	-5.59	1.60	1
Albania	2021	EM	8.50	3.21	4.30	2.22	2.00	0
Armenia	2006	EM	13.20	3.74	2.78	0.00	2.90	0
Armenia	2007	EM	13.70	3.79	2.66	0.70	4.40	0
Armenia	2008	EM	6.90	3.87	2.68	0.00	9.10	0
Armenia	2009	EM	-14.10	3.72	3.53	1.39	3.50	1
Armenia	2010	EM	2.20	3.66	3.52	0.00	8.20	0
Armenia	2011	EM	4.70	3.46	3.58	0.00	7.50	0
Armenia	2012	EM	7.10	3.21	3.57	-0.68	2.50	0
Armenia	2013	EM	3.40	3.10	3.59	-0.69	5.70	0
Armenia	2014	EM	3.60	3.06	3.67	-0.69	3.00	0
Armenia	2015	EM	3.30	3.03	3.79	0.00	3.70	0
Armenia	2016	EM	0.20	2.89	3.95	-0.70	-1.40	0
Armenia	2017	EM	7.50	2.91	3.98	-0.70	1.20	0
Armenia	2018	EM	5.20	3.11	3.94	-0.71	2.50	0

Armenia	2019	EM	7.60	2.86	3.91	0.71	1.40	0
Armenia	2020	EM	-7.20	2.98	4.15	-1.42	1.20	1
Armenia	2021	EM	5.70	3.03	4.10	0.00	7.20	0
Azerbaijan	2006	EM		3.40	1.67	-0.73	8.20	0
Azerbaijan	2007	EM		3.07	1.39	-2.20	16.60	0
Azerbaijan	2008	EM	10.60	2.93	1.17	1.00	20.80	0
Azerbaijan	2009	EM	9.40	2.94	1.55	2.48	1.30	1
Azerbaijan	2010	EM	4.80	2.89	1.61	1.45	5.70	0
Azerbaijan	2011	EM	-1.60	3.01	1.60	1.90	7.80	0
Azerbaijan	2012	EM	2.20	3.11	1.76	1.87	1.00	0
Azerbaijan	2013	EM	5.80	3.24	1.82	1.61	2.40	0
Azerbaijan	2014	EM	2.80	3.31	2.14	2.26	1.40	0
Azerbaijan	2015	EM	1.00	3.33	2.89	2.21	4.00	0
Azerbaijan	2016	EM	-3.10	3.25	3.03	2.81	12.40	0
Azerbaijan	2017	EM	0.20	3.19	3.11	1.68	12.80	0
Azerbaijan	2018	EM	1.50	3.00	2.93	1.86	2.30	0
Azerbaijan	2019	EM	2.50	3.01	2.87	0.61	2.70	0
Azerbaijan	2020	EM	-4.20	3.16	3.06	4.23	2.80	1
Azerbaijan	2021	EM	5.60	2.84	3.28	-0.58	6.70	0
Belarus	2006	EM	10.00	3.47	2.51	0.34	7.00	0
Belarus	2007	EM	8.60	3.53	2.76	0.46	8.40	0
Belarus	2008	EM	10.20	3.63	3.01	0.51	14.80	0
Belarus	2009	EM	0.20	3.61	3.48	0.45	13.00	1
Belarus	2010	EM	7.80	3.71	3.61	0.31	7.70	0
Belarus	2011	EM	5.30	3.62	4.06	0.18	59.30	0
Belarus	2012	EM	1.60	3.56	3.61	0.05	53.20	0
Belarus	2013	EM	1.00	3.66	3.61	-0.04	18.30	0
Belarus	2014	EM	1.70	3.55	3.66	-0.03	18.10	0
Belarus	2015	EM	-3.80	3.37	3.97	0.00	13.50	0
Belarus	2016	EM	-2.50	3.28	3.98	-0.07	11.80	0
Belarus	2017	EM	2.50	3.33	3.97	-0.26	6.00	0
Belarus	2018	EM	3.10	3.34	3.86	-0.53	4.90	0
Belarus	2019	EM	1.40	3.37	3.71	-0.55	5.60	0
Belarus	2020	EM	-0.70	3.31	3.86	-0.79	5.50	1
Belarus	2021	EM	2.30	3.19	3.72	-0.80	9.50	0
Bosnia and Herzegovina	2006	EM	5.70	3.23	3.06	0.00	6.10	0
Bosnia and Herzegovina	2007	EM	6.00	3.40	2.93	0.68	1.50	0
Bosnia and Herzegovina	2008	EM	5.60	3.46	3.43	0.68	7.40	0
Bosnia and Herzegovina	2009	EM	-0.80	3.16	3.56	-2.01	-0.40	1
Bosnia and Herzegovina	2010	EM	0.80	2.98	3.71	0.00	2.10	0
Bosnia and Herzegovina	2011	EM	0.90	3.10	3.68	-2.05	4.00	0

Herzegovina								
Bosnia and Herzegovina	2012	EM	-0.70	3.11	3.74	-0.70	2.10	0
Bosnia and Herzegovina	2013	EM	2.40	3.06	3.75	-2.11	-0.10	0
Bosnia and Herzegovina	2014	EM	1.10	3.11	3.83	0.72	-0.90	0
Bosnia and Herzegovina	2015	EM	4.30	3.08	3.81	-0.71	-1.00	0
Bosnia and Herzegovina	2016	EM	3.20	3.12	3.77	-1.44	-1.60	0
Bosnia and Herzegovina	2017	EM	3.20	3.20	3.62	-1.46	0.80	0
Bosnia and Herzegovina	2018	EM	3.80	3.20	3.52	-1.48	1.40	0
Bosnia and Herzegovina	2019	EM	2.90	3.21	3.47	0.75	0.60	0
Bosnia and Herzegovina	2020	EM	-3.00	3.14	3.58	-1.49	-1.10	1
Bosnia and Herzegovina	2021	EM	7.40	3.26	3.54	5.30	2.00	0
Bulgaria	2006	EM	6.80	3.47	3.12	2.74	7.40	0
Bulgaria	2007	EM	6.70	3.51	2.87	1.78	7.60	0
Bulgaria	2008	EM	6.10	3.61	2.69	1.75	12.00	0
Bulgaria	2009	EM	-3.30	3.35	2.68	-2.29	2.50	1
Bulgaria	2010	EM	1.50	3.11	2.64	0.00	3.00	0
Bulgaria	2011	EM	2.10	3.06	2.66	-2.64	3.40	0
Bulgaria	2012	EM	0.80	3.09	2.81	0.60	2.40	0
Bulgaria	2013	EM	-0.60	3.04	2.84	0.60	0.40	0
Bulgaria	2014	EM	1.00	3.07	3.27	0.00	-1.60	0
Bulgaria	2015	EM	3.40	3.04	3.23	-0.89	-1.10	0
Bulgaria	2016	EM	3.00	2.94	3.30	-1.80	-1.30	0
Bulgaria	2017	EM	2.80	2.99	3.13	2.75	1.20	0
Bulgaria	2018	EM	2.70	3.05	3.00	-0.60	2.60	0
Bulgaria	2019	EM	4.00	3.04	2.91	1.50	2.50	0
Bulgaria	2020	EM	-4.00	3.01	3.14	-2.36	1.20	1
Bulgaria	2021	EM	7.60	3.05	3.12	-1.21	2.80	0
Croatia	2006	EM	4.90	3.36	3.67	-0.56	3.30	0
Croatia	2007	EM	5.00	3.36	3.64	7.26	2.70	0
Croatia	2008	EM	2.00	3.42	3.69	0.52	5.80	0
Croatia	2009	EM	-7.20	3.21	3.91	0.00	2.20	1
Croatia	2010	EM	-1.20	3.04	4.06	-1.04	1.10	0
Croatia	2011	EM	-0.10	2.98	4.15	-1.57	2.20	0
Croatia	2012	EM	-2.30	2.92	4.23	-0.53	3.40	0
Croatia	2013	EM	-0.40	2.95	4.37	-1.60	2.30	0
Croatia	2014	EM	-0.40	2.93	4.41	3.26	0.20	0
Croatia	2015	EM	2.50	3.01	4.41	0.00	-0.30	0

Croatia	2016	EM	3.60	3.03	4.37	-3.16	-0.60	0
Croatia	2017	EM	3.40	3.08	4.35	-1.09	1.30	0
Croatia	2018	EM	2.80	3.14	4.31	-1.65	1.60	0
Croatia	2019	EM	3.40	3.13	4.28	-0.56	0.80	0
Croatia	2020	EM	-8.60	3.18	4.46	-0.56	0.00	1
Croatia	2021	EM	13.10	3.08	4.36	-2.82	2.70	0
Czech Republic	2006	AM	6.80	3.41	3.32	0.39	2.50	0
Czech Republic	2007	AM	5.60	3.48	3.31	0.00	2.90	0
Czech Republic	2008	AM	2.70	3.44	3.34	0.39	6.40	0
Czech Republic	2009	AM	-4.70	3.29	3.51	0.96	1.00	1
Czech Republic	2010	AM	2.40	3.31	3.61	-0.38	1.50	0
Czech Republic	2011	AM	1.80	3.30	3.68	-0.38	1.90	0
Czech Republic	2012	AM	-0.80	3.27	3.79	0.57	3.30	0
Czech Republic	2013	AM	0.00	3.22	3.79	0.95	1.40	0
Czech Republic	2014	AM	2.30	3.26	3.73	0.00	0.30	0
Czech Republic	2015	AM	5.40	3.33	3.68	0.19	0.30	0
Czech Republic	2016	AM	2.50	3.26	3.60	0.75	0.70	0
Czech Republic	2017	AM	5.20	3.27	3.53	0.75	2.50	0
Czech Republic	2018	AM	3.20	3.30	3.47	0.74	2.10	0
Czech Republic	2019	AM	3.00	3.32	3.40	-0.18	2.80	0
Czech Republic	2020	AM	-5.50	3.26	3.63	-0.74	3.20	1
Czech Republic	2021	AM	3.60	3.41	3.74	-2.04	3.80	0
Estonia	2006	AM	9.80	3.68	1.53	2.99	4.40	0
Estonia	2007	AM	7.60	3.69	1.33	0.00	6.70	0
Estonia	2008	AM	-5.10	3.45	1.51	1.45	10.60	0
Estonia	2009	AM	-14.60	3.04	1.98	-1.43	0.20	1
Estonia	2010	AM	2.40	3.07	1.90	-1.45	2.70	0
Estonia	2011	AM	7.30	3.24	1.82	1.47	5.10	0
Estonia	2012	AM	3.20	3.38	2.29	-1.45	4.20	0
Estonia	2013	AM	1.50	3.30	2.33	0.00	3.20	0
Estonia	2014	AM	3.00	3.30	2.36	0.00	0.50	0
Estonia	2015	AM	1.90	3.22	2.31	0.00	0.10	0
Estonia	2016	AM	3.20	3.23	2.30	1.47	0.80	0
Estonia	2017	AM	5.80	3.28	2.21	1.45	3.70	0
Estonia	2018	AM	3.80	3.33	2.10	0.00	3.40	0
Estonia	2019	AM	3.70	3.26	2.15	0.00	2.30	0
Estonia	2020	AM	-0.60	3.44	2.92	0.00	-0.60	1
Estonia	2021	AM	8.00	3.41	2.87	0.00	4.50	0
Georgia	2006	EM	9.40	3.39	3.34	-2.51	9.20	0
Georgia	2007	EM	12.60	3.51	3.12	1.55	9.20	0
Georgia	2008	EM	2.40	3.32	3.27	0.51	10.00	0
Georgia	2009	EM	-3.70	2.64	3.52	1.01	1.70	1
Georgia	2010	EM	6.20	3.02	3.46	1.00	7.10	0
Georgia	2011	EM	7.40	3.10	3.35	0.00	8.50	0
Georgia	2012	EM	6.40	3.25	3.36	1.49	-0.90	0
Georgia	2013	EM	3.60	3.04	3.38	-0.98	-0.50	0



Georgia	2014	EM	4.40	3.23	3.43	0.49	3.10	0
Georgia	2015	EM	3.00	3.27	3.60	1.47	4.00	0
Georgia	2016	EM	2.90	3.41	3.70	-0.97	2.10	0
Georgia	2017	EM	4.80	3.31	3.67	-3.90	6.00	0
Georgia	2018	EM	4.80	3.34	3.66	-3.55	2.60	0
Georgia	2019	EM	5.00	3.23	3.70	-2.11	4.90	0
Georgia	2020	EM	-6.80	3.17	4.10	0.54	5.20	1
Georgia	2021	EM	10.50	2.94	3.91	0.00	9.60	0
Hungary	2006	EM	3.90	3.27	4.16	1.17	3.90	0
Hungary	2007	EM	0.30	3.21	4.18	-0.23	8.00	0
Hungary	2008	EM	1.00	3.22	4.26	-0.70	6.10	0
Hungary	2009	EM	-6.60	3.05	4.35	-0.23	4.20	1
Hungary	2010	EM	1.10	3.05	4.38	0.70	4.90	0
Hungary	2011	EM	1.90	3.03	4.39	0.23	3.90	0
Hungary	2012	EM	-1.30	3.00	4.36	1.16	5.70	0
Hungary	2013	EM	1.80	3.07	4.35	0.69	1.70	0
Hungary	2014	EM	4.20	3.18	4.34	2.73	-0.20	0
Hungary	2015	EM	3.70	3.16	4.33	1.77	-0.10	0
Hungary	2016	EM	2.20	3.07	4.32	1.31	0.40	0
Hungary	2017	EM	4.30	3.14	4.28	0.86	2.40	0
Hungary	2018	EM	5.40	3.29	4.24	0.64	2.80	0
Hungary	2019	EM	4.90	3.35	4.18	0.64	3.40	0
Hungary	2020	EM	-4.50	3.31	4.37	-0.63	3.30	1
Hungary	2021	EM	7.10	3.42	4.34	4.24	5.10	0
Kazakhstan	2006	EM	10.70	3.52	1.90	1.77	8.60	0
Kazakhstan	2007	EM	8.90	3.57	1.41	2.35	10.80	0
Kazakhstan	2008	EM	3.30	3.31	1.91	2.91	17.10	0
Kazakhstan	2009	EM	1.20	3.38	2.33	1.65	7.30	1
Kazakhstan	2010	EM	7.30	3.23	2.37	1.04	7.10	0
Kazakhstan	2011	EM	7.50	3.14	2.32	0.80	8.40	0
Kazakhstan	2012	EM	5.00	3.23	2.50	0.68	5.10	0
Kazakhstan	2013	EM	5.90	3.20	2.53	0.56	5.80	0
Kazakhstan	2014	EM	4.30	3.25	2.67	0.67	6.70	0
Kazakhstan	2015	EM	1.00	3.33	3.09	0.56	6.70	0
Kazakhstan	2016	EM	0.90	3.33	2.98	0.55	14.60	0
Kazakhstan	2017	EM	3.90	3.27	2.99	0.44	7.40	0
Kazakhstan	2018	EM	4.10	3.23	3.01	0.55	6.00	0
Kazakhstan	2019	EM	4.50	3.32	2.99	0.76	5.20	0
Kazakhstan	2020	EM	-2.60	3.36	3.27	-0.54	6.80	1
Kazakhstan	2021	EM	4.10	3.26	3.22	1.20	8.00	0
Kyrgyz Republic	2006	LIC	3.10	3.19	4.30	3.37	5.60	0
Kyrgyz Republic	2007	LIC	8.50	3.28	4.06	1.18	10.20	0
Kyrgyz Republic	2008	LIC	7.60	3.37	3.89	0.93	24.50	0
Kyrgyz Republic	2009	LIC	2.90	3.31	4.07	-0.24	6.80	1
Kyrgyz Republic	2010	LIC	-0.50	3.31	4.09	1.75	8.00	0
Kyrgyz Republic	2011	LIC	6.00	3.24	3.91	1.86	16.60	0

Kyrgyz Republic	2012	LIC	-0.10	3.55	3.92	0.20	2.80	0
Kyrgyz Republic	2013	LIC	10.90	3.52	3.85	-1.34	6.60	0
Kyrgyz Republic	2014	LIC	4.00	3.60	3.98	1.20	7.50	0
Kyrgyz Republic	2015	LIC	3.90	3.55	4.21	1.43	6.50	0
Kyrgyz Republic	2016	LIC	4.30	3.52	4.08	0.00	0.40	0
Kyrgyz Republic	2017	LIC	4.70	3.49	4.07	-1.06	3.20	0
Kyrgyz Republic	2018	LIC	3.50	3.58	4.00	-0.75	1.50	0
Kyrgyz Republic	2019	LIC	4.60	3.59	3.94	3.88	1.10	0
Kyrgyz Republic	2020	LIC	-8.60	3.27	4.21	0.01	6.30	1
Kyrgyz Republic	2021	LIC	3.70	3.33	4.09	1.37	11.90	0
Latvia	2006	AM	12.00	3.68	2.26	2.75	6.60	0
Latvia	2007	AM	9.90	3.73	2.09	1.79	10.10	0
Latvia	2008	AM	-3.20	3.56	2.89	0.88	15.30	0
Latvia	2009	AM	-14.30	3.11	3.57	-3.48	3.30	1
Latvia	2010	AM	-4.50	3.01	3.84	-4.50	-1.20	0
Latvia	2011	AM	2.60	3.25	3.80	-2.83	4.20	0
Latvia	2012	AM	7.00	3.31	3.75	0.97	2.30	0
Latvia	2013	AM	2.00	3.19	3.70	-1.92	0.00	0
Latvia	2014	AM	1.90	3.17	3.73	-0.98	0.70	0
Latvia	2015	AM	3.90	3.16	3.61	0.00	0.20	0
Latvia	2016	AM	2.40	3.05	3.70	-0.99	0.10	0
Latvia	2017	AM	3.30	3.09	3.66	0.00	2.90	0
Latvia	2018	AM	4.00	3.14	3.61	0.00	2.60	0
Latvia	2019	AM	2.60	3.14	3.60	-1.00	2.70	0
Latvia	2020	AM	-2.20	3.09	3.74	0.00	0.10	1
Latvia	2021	AM	4.10	3.24	3.80	-3.03	3.20	0
Lithuania	2006	AM	7.40	3.29	2.85	-3.21	3.80	0
Lithuania	2007	AM	11.10	3.48	2.77	0.00	5.80	0
Lithuania	2008	AM	2.60	3.34	2.68	0.00	11.10	0
Lithuania	2009	AM	-14.80	2.54	3.33	0.66	4.20	1
Lithuania	2010	AM	1.70	2.90	3.59	-1.32	1.20	0
Lithuania	2011	AM	6.00	3.09	3.61	-1.33	4.10	0
Lithuania	2012	AM	3.80	2.98	3.68	-0.68	3.20	0
Lithuania	2013	AM	3.60	2.97	3.66	0.00	1.20	0
Lithuania	2014	AM	3.50	2.98	3.70	0.68	0.20	0
Lithuania	2015	AM	2.00	3.06	3.75	-0.68	-0.70	0
Lithuania	2016	AM	2.50	2.96	3.69	0.68	0.70	0
Lithuania	2017	AM	4.30	2.95	3.67	-1.35	3.70	0
Lithuania	2018	AM	4.00	3.01	3.52	0.68	2.50	0
Lithuania	2019	AM	4.60	2.87	3.58	0.68	2.20	0
Lithuania	2020	AM	0.00	2.64	3.84	0.68	1.10	1
Lithuania	2021	AM	6.00	2.98	3.78	-0.67	4.60	0
Moldova	2006	LIC	4.80	3.49	3.55	-5.26	12.70	0
Moldova	2007	LIC	3.00	3.64	3.34	-2.78	12.40	0
Moldova	2008	LIC	7.80	3.67	3.10	-0.95	12.70	0
Moldova	2009	LIC	-6.00	3.14	3.48	-3.85	0.00	1

Moldova	2010	LIC	7.10	3.17	3.24	-2.00	7.40	0
Moldova	2011	LIC	5.80	3.18	3.19	1.02	7.60	0
Moldova	2012	LIC	-0.60	3.19	3.44	-3.03	4.60	0
Moldova	2013	LIC	9.00	3.22	3.40	1.04	4.60	0
Moldova	2014	LIC	5.00	3.17	3.55	5.15	5.10	0
Moldova	2015	LIC	-0.30	3.18	3.75	0.98	9.60	0
Moldova	2016	LIC	4.40	3.09	3.67	-0.97	6.40	0
Moldova	2017	LIC	4.20	3.09	3.55	-3.92	6.50	0
Moldova	2018	LIC	4.10	3.28	3.46	-4.08	3.60	0
Moldova	2019	LIC	3.60	3.22	3.36	-3.19	4.80	0
Moldova	2020	LIC	-8.30	3.17	3.60	-6.59	3.80	1
Moldova	2021	LIC	13.90	3.29	3.50	1.18	5.10	0
North Macedonia	2006	EM	5.10	3.06	3.42	0.00	3.20	0
North Macedonia	2007	EM	6.50	3.17	3.16	1.14	2.30	0
North Macedonia	2008	EM	5.50	3.33	3.03	2.25	8.30	0
North Macedonia	2009	EM	-0.40	3.25	3.17	1.10	-0.70	1
North Macedonia	2010	EM	3.40	3.20	3.19	1.09	1.50	0
North Macedonia	2011	EM	2.30	3.29	3.32	1.08	3.90	0
North Macedonia	2012	EM	-0.50	3.36	3.52	-1.06	3.30	0
North Macedonia	2013	EM	2.90	3.36	3.53	2.15	2.80	0
North Macedonia	2014	EM	3.60	3.41	3.64	1.05	-0.30	0
North Macedonia	2015	EM	3.90	3.41	3.64	-1.04	-0.30	0
North Macedonia	2016	EM	2.80	3.48	3.68	0.00	-0.20	0
North Macedonia	2017	EM	1.10	3.47	3.67	0.00	1.40	0
North Macedonia	2018	EM	2.90	3.48	3.70	1.05	1.50	0
North Macedonia	2019	EM	3.90	3.53	3.70	1.04	0.80	0
North Macedonia	2020	EM	-4.70	3.40	3.93	-2.06	1.20	1
North Macedonia	2021	EM	3.90	3.48	3.98	-1.05	3.20	0
Poland	2006	EM	6.10	3.08	3.86	-1.25	1.20	0
Poland	2007	EM	7.10	3.23	3.80	-0.06	2.50	0
Poland	2008	EM	4.20	3.20	3.84	1.27	4.30	0
Poland	2009	EM	2.80	3.02	3.91	1.48	3.80	1
Poland	2010	EM	2.90	3.04	3.99	1.23	2.60	0
Poland	2011	EM	5.00	3.11	4.01	0.50	4.20	0
Poland	2012	EM	1.50	3.04	4.00	0.66	3.70	0
Poland	2013	EM	0.90	2.96	4.05	0.11	1.10	0
Poland	2014	EM	3.80	3.04	3.94	0.55	0.10	0
Poland	2015	EM	4.40	3.04	3.94	-0.33	-0.90	0
Poland	2016	EM	3.00	3.01	4.00	0.22	-0.70	0
Poland	2017	EM	5.10	3.00	3.93	0.33	2.00	0
Poland	2018	EM	5.90	3.07	3.89	-0.22	1.80	0
Poland	2019	EM	4.40	3.02	3.82	-0.33	2.20	0
Poland	2020	EM	-2.00	2.93	4.05	-0.44	3.40	1
Poland	2021	EM	6.80	3.07	3.98	1.48	5.10	0
Romania	2006	EM	8.00	3.31	2.54	1.55	6.60	0
Romania	2007	EM	7.20	3.44	2.52	-1.73	4.80	0

Romania	2008	EM	9.40	3.50	2.57	-2.18	7.80	0
Romania	2009	EM	-5.60	3.30	3.11	-0.95	5.60	1
Romania	2010	EM	-3.90	3.30	3.41	0.11	6.10	0
Romania	2011	EM	4.50	3.32	3.48	-1.93	5.80	0
Romania	2012	EM	1.90	3.28	3.59	0.55	3.30	0
Romania	2013	EM	0.20	3.23	3.67	-0.43	4.00	0
Romania	2014	EM	4.10	3.22	3.70	0.33	1.10	0
Romania	2015	EM	3.20	3.24	3.67	-1.09	-0.60	0
Romania	2016	EM	2.90	3.17	3.68	-2.09	-1.60	0
Romania	2017	EM	8.20	3.18	3.61	1.57	1.30	0
Romania	2018	EM	6.00	3.15	3.59	-0.66	4.60	0
Romania	2019	EM	3.80	3.19	3.60	-0.33	3.80	0
Romania	2020	EM	-3.70	3.20	3.90	-0.67	2.60	1
Romania	2021	EM	5.90	3.24	3.93	-7.97	5.00	0
Russia	2006	EM	8.20	3.05	2.28	0.50	9.70	0
Russia	2007	EM	8.50	3.18	2.08	1.30	9.00	0
Russia	2008	EM	5.20	3.24	2.01	0.73	14.10	0
Russia	2009	EM	-7.80	2.94	2.29	0.05	11.60	1
Russia	2010	EM	4.50	3.12	2.31	-0.11	6.80	0
Russia	2011	EM	5.10	3.19	2.34	0.26	8.40	0
Russia	2012	EM	4.00	3.20	2.41	-0.22	5.10	0
Russia	2013	EM	1.80	3.15	2.51	-0.40	6.80	0
Russia	2014	EM	0.70	3.11	2.72	-0.24	7.80	0
Russia	2015	EM	-2.00	3.10	2.73	-0.41	15.50	0
Russia	2016	EM	0.20	3.14	2.70	0.08	7.00	0
Russia	2017	EM	1.80	3.16	2.66	-0.76	3.70	0
Russia	2018	EM	2.80	3.09	2.61	-0.15	2.90	0
Russia	2019	EM	2.20	3.12	2.62	-1.21	4.50	0
Russia	2020	EM	-2.70	3.16	2.95	-0.73	3.40	1
Russia	2021	EM	5.60	3.14	2.80	0.42	6.70	0
Serbia	2006	EM	5.10	3.08	3.64	-0.59	10.70	0
Serbia	2007	EM	6.40	3.22	3.44	0.00	6.00	0
Serbia	2008	EM	5.70	3.27	3.42	-1.49	12.40	0
Serbia	2009	EM	-2.70	2.93	3.52	-3.63	8.10	1
Serbia	2010	EM	0.70	2.87	3.68	-2.82	6.10	0
Serbia	2011	EM	2.00	2.91	3.78	-0.32	11.10	0
Serbia	2012	EM	-0.70	2.96	3.99	0.65	7.30	0
Serbia	2013	EM	2.90	2.86	4.03	1.61	7.70	0
Serbia	2014	EM	-1.60	2.80	4.19	0.32	2.10	0
Serbia	2015	EM	1.80	2.93	4.25	-0.95	1.40	0
Serbia	2016	EM	3.30	2.89	4.21	2.87	1.10	0
Serbia	2017	EM	2.10	2.97	4.05	0.93	3.10	0
Serbia	2018	EM	4.50	3.12	3.98	0.61	2.00	0
Serbia	2019	EM	4.30	3.22	3.95	-0.30	1.90	0
Serbia	2020	EM	-0.90	3.19	4.04	-1.53	1.60	1
Serbia	2021	EM	7.50	3.22	4.03	1.86	4.10	0

Slovak Republic	2006	AM	8.50	3.35	3.45	0.00	4.30	0
Slovak Republic	2007	AM	10.80	3.34	3.41	0.00	1.90	0
Slovak Republic	2008	AM	5.60	3.35	3.35	1.13	4.00	0
Slovak Republic	2009	AM	-5.50	3.02	3.59	-0.37	0.90	1
Slovak Republic	2010	AM	6.70	3.20	3.70	0.37	0.70	0
Slovak Republic	2011	AM	2.70	3.25	3.76	-0.37	4.10	0
Slovak Republic	2012	AM	1.30	3.03	3.95	1.12	3.70	0
Slovak Republic	2013	AM	0.60	3.04	4.00	0.37	1.50	0
Slovak Republic	2014	AM	2.70	3.08	3.98	0.00	-0.10	0
Slovak Republic	2015	AM	5.20	3.20	3.95	0.74	-0.30	0
Slovak Republic	2016	AM	1.90	3.15	3.96	0.73	-0.50	0
Slovak Republic	2017	AM	2.90	3.14	3.94	-0.36	1.40	0
Slovak Republic	2018	AM	4.00	3.15	3.90	0.00	2.50	0
Slovak Republic	2019	AM	2.50	3.17	3.87	-0.36	2.80	0
Slovak Republic	2020	AM	-3.40	2.99	4.08	-1.09	2.00	1
Slovak Republic	2021	AM	3.00	3.10	4.13	2.58	2.80	0
Slovenia	2006	AM	5.70	3.41	3.26	0.00	2.50	0
Slovenia	2007	AM	7.00	3.50	3.13	1.96	3.70	0
Slovenia	2008	AM	3.50	3.49	3.08	-0.96	5.70	0
Slovenia	2009	AM	-7.50	3.15	3.54	0.97	0.80	1
Slovenia	2010	AM	1.30	3.11	3.64	0.00	1.80	0
Slovenia	2011	AM	0.90	3.08	3.84	-1.92	1.80	0
Slovenia	2012	AM	-2.60	2.93	3.98	-0.98	2.60	0
Slovenia	2013	AM	-1.00	2.97	4.25	0.00	1.80	0
Slovenia	2014	AM	2.80	2.96	4.39	0.00	0.20	0
Slovenia	2015	AM	2.20	2.95	4.41	0.00	-0.50	0
Slovenia	2016	AM	3.20	2.91	4.36	-1.98	-0.10	0
Slovenia	2017	AM	4.80	3.00	4.31	4.04	1.40	0
Slovenia	2018	AM	4.50	3.06	4.25	0.97	1.70	0
Slovenia	2019	AM	3.50	3.03	4.18	-0.96	1.60	0
Slovenia	2020	AM	-4.30	3.00	4.38	0.00	-0.10	1
Slovenia	2021	AM	8.20	3.09	4.31	1.94	1.90	0
Tajikistan	2006	LIC	7.00	2.77	3.61	1.59	10.00	0
Tajikistan	2007	LIC	7.80	3.20	3.53	1.04	13.20	0
Tajikistan	2008	LIC	7.90	3.28	3.41	1.03	20.40	0
Tajikistan	2009	LIC	3.90	3.21	3.61	2.04	6.40	1
Tajikistan	2010	LIC	6.50	3.17	3.61	2.50	6.50	0
Tajikistan	2011	LIC	7.40	3.37	3.57	1.95	12.40	0
Tajikistan	2012	LIC	7.50	3.15	3.48	2.39	5.80	0
Tajikistan	2013	LIC	7.40	3.22	3.38	2.34	5.00	0
Tajikistan	2014	LIC	6.70	3.28	3.33	2.28	6.10	0
Tajikistan	2015	LIC	6.00	3.80	3.56	2.23	5.80	0
Tajikistan	2016	LIC	6.90	3.70	3.74	2.18	5.90	0
Tajikistan	2017	LIC	7.10	3.40	3.84	1.28	7.30	0
Tajikistan	2018	LIC	7.60	3.62	3.84	1.27	3.80	0
Tajikistan	2019	LIC	7.40	3.57	3.77	1.25	7.80	0

Tajikistan	2020	LIC	4.40	3.51	3.91	1.23	8.60	1
Tajikistan	2021	LIC	9.40	3.55	3.75	3.66	9.00	0
Turkmenistan	2006	EM	11.00	2.97	1.73	1.21	8.20	0
Turkmenistan	2007	EM	11.10	2.92	1.41	1.17	6.30	0
Turkmenistan	2008	EM	14.70	3.46	1.56	0.79	14.50	0
Turkmenistan	2009	EM	6.10	3.84	1.42	1.72	-2.70	1
Turkmenistan	2010	EM	16.20	3.95	1.84	1.29	4.40	0
Turkmenistan	2011	EM	12.90	3.95	2.31	0.70	5.30	0
Turkmenistan	2012	EM	6.10	3.85	2.63	1.00	5.30	0
Turkmenistan	2013	EM	-0.30		2.76	1.03	6.80	0
Turkmenistan	2014	EM	3.80		2.52	0.97	6.00	0
Turkmenistan	2015	EM	3.00		2.70	1.20	7.40	0
Turkmenistan	2016	EM	-1.00		2.95	1.15	3.60	0
Turkmenistan	2017	EM	4.70		2.98	1.07	8.00	0
Turkmenistan	2018	EM	0.90		2.94	1.06	13.30	0
Turkmenistan	2019	EM	-3.40		2.73	1.07	5.10	0
Turkmenistan	2020	EM	-2.90		2.57	-0.55	6.10	1
Turkmenistan	2021	EM	4.60		2.31	2.21	19.50	0
Ukraine	2006	EM	7.60	3.20	2.69	-0.71	9.10	0
Ukraine	2007	EM	8.20	3.32	2.51	0.40	12.80	0
Ukraine	2008	EM	2.20	3.31	3.02	-0.49	25.20	0
Ukraine	2009	EM	-15.10	2.84	3.57	-0.45	15.90	1
Ukraine	2010	EM	4.10	2.91	3.70	-0.49	9.40	0
Ukraine	2011	EM	5.50	3.02	3.61	-0.45	8.00	0
Ukraine	2012	EM	0.20	2.98	3.63	-0.45	0.60	0
Ukraine	2013	EM	0.00	2.80	3.70	-0.50	-0.30	0
Ukraine	2014	EM	-6.60	2.59	4.25	-0.73	12.10	0
Ukraine	2015	EM	-9.80	2.77	4.37	-0.51	48.70	0
Ukraine	2016	EM	2.40	3.08	4.38	-0.51	13.90	0
Ukraine	2017	EM	2.40	2.99	4.27	-0.47	14.40	0
Ukraine	2018	EM	3.50	2.92	4.10	-0.52	10.90	0
Ukraine	2019	EM	3.20	2.70	3.92	-0.42	7.90	0
Ukraine	2020	EM	-3.80	2.19	4.10	-2.65	2.70	1
Ukraine	2021	EM	3.40	2.67	3.89	-1.46	9.40	0
Uzbekistan	2006	LIC	7.50	3.39	2.61	1.69	13.10	0
Uzbekistan	2007	LIC	9.50	3.34	2.26	1.48	11.20	0
Uzbekistan	2008	LIC	9.00	3.47	2.12	1.64	13.10	0
Uzbekistan	2009	LIC	8.10	3.40	1.99	1.79	12.30	1
Uzbekistan	2010	LIC	7.10	3.30	1.89	3.16	12.30	0
Uzbekistan	2011	LIC	7.50	3.28	1.85	2.90	12.40	0
Uzbekistan	2012	LIC	7.10	3.40	1.91	1.49	11.90	0
Uzbekistan	2013	LIC	7.30	3.31	1.83	1.39	11.70	0
Uzbekistan	2014	LIC	6.90	3.33	1.81	1.29	9.10	0
Uzbekistan	2015	LIC	7.20	3.27	1.91	1.19	8.50	0
Uzbekistan	2016	LIC	5.90	3.25	2.10	1.26	8.80	0
Uzbekistan	2017	LIC	4.40	3.37	2.96	1.40	13.90	0

Uzbekistan	2018	LIC	5.90	3.62	2.98	1.15	17.50	0
Uzbekistan	2019	LIC	6.00	3.73	3.35	1.06	14.50	0
Uzbekistan	2020	LIC	2.00	3.69	3.61	0.00	12.90	1
Uzbekistan	2021	LIC	7.40	3.70	3.57	2.77	10.80	0

დანართი 2. პანელური მონაცემებისა და შემთხვევითი ეფექტის მოდელის დიაგნოსტიკის ტესტები

კორელაციური მატრიცა მულტიკოლინიარობის შემოწმებისთვის:

	growth	k	debt	l	p
growth	1.0000				
k	0.3607	1.0000			
debt	-0.2855	-0.2651	1.0000		
l	0.2446	0.1742	-0.1695	1.0000	
p	0.0943	0.2155	-0.1895	0.0909	1.0000

ბრეუშ-პაგანის LM ტესტი კროს სექციებს (ქვეყნებს) შორის ურთიერთდამოკიდებულების შეფასებისთვის (stata xttest2 პაკეტი):

$H_0$  - კროს სექციებს (ქვეყნებს) შორის ურთიერთდამოკიდებულების არ არსებობა

$\chi^2(351) = 815.167, Pr = 0.0000.$

Pasaran CD (cross-sectional dependence) ტესტი კროს სექციებს (ქვეყნებს) შორის ურთიერთდამოკიდებულების შეფასებისთვის (stata xtcsd და pesaran abs პაკეტები):

$H_0$  - კროს სექციებს (ქვეყნებს) შორის ურთიერთდამოკიდებულების არ არსებობა

Pesaran's test of cross sectional independence = -2.001, Pr = 0.0454.

ავტოკორელაცია (stata xtserial ბრძანება):

wooldridge test for autocorrelation in panel data  
 $H_0$ : no first-order autocorrelation  
 F( 1, 26) = 5.613  
 Prob > F = 0.0255

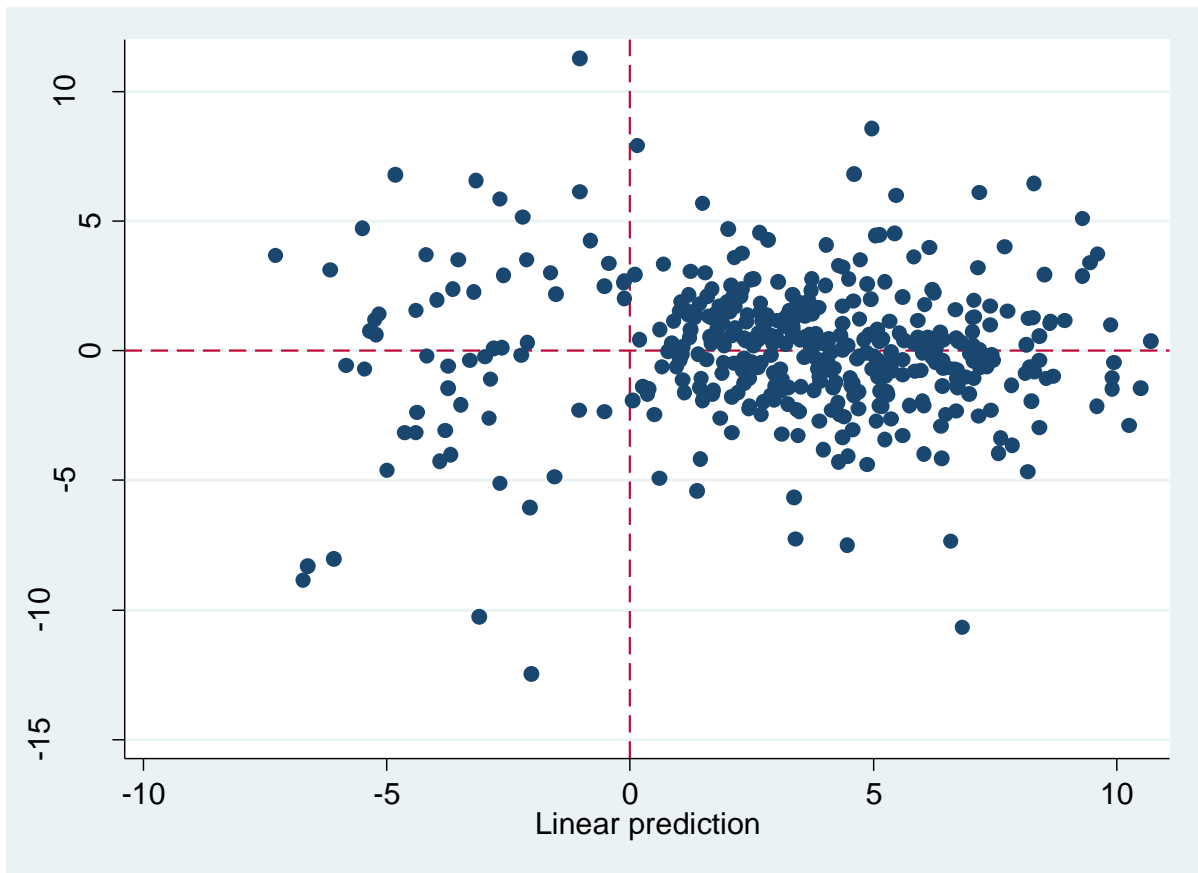
ჰეტეროსკედასტურობა:

დამოკიდებულება მოდელის ნარჩნობით წევრსა და GDP-ს ზრდის ტემპის მოდელით პროგნოზირებულ მაჩვენებლებს შორის.

Source	SS	df	MS			
Model	5220.28748	1	5220.28748	Number of obs =	421	
Residual	105646.11	419	252.138688	F( 1, 419) =	20.70	
Total	110866.398	420	263.967613	Prob > F =	0.0000	
				R-squared =	0.0471	
				Adj R-squared =	0.0448	
				Root MSE =	15.879	

Residuals_~e	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
Fitted	-1.002206	.220257	-4.55	0.000	-1.435153	-.5692601
_cons	10.50432	1.059148	9.92	0.000	8.422413	12.58622



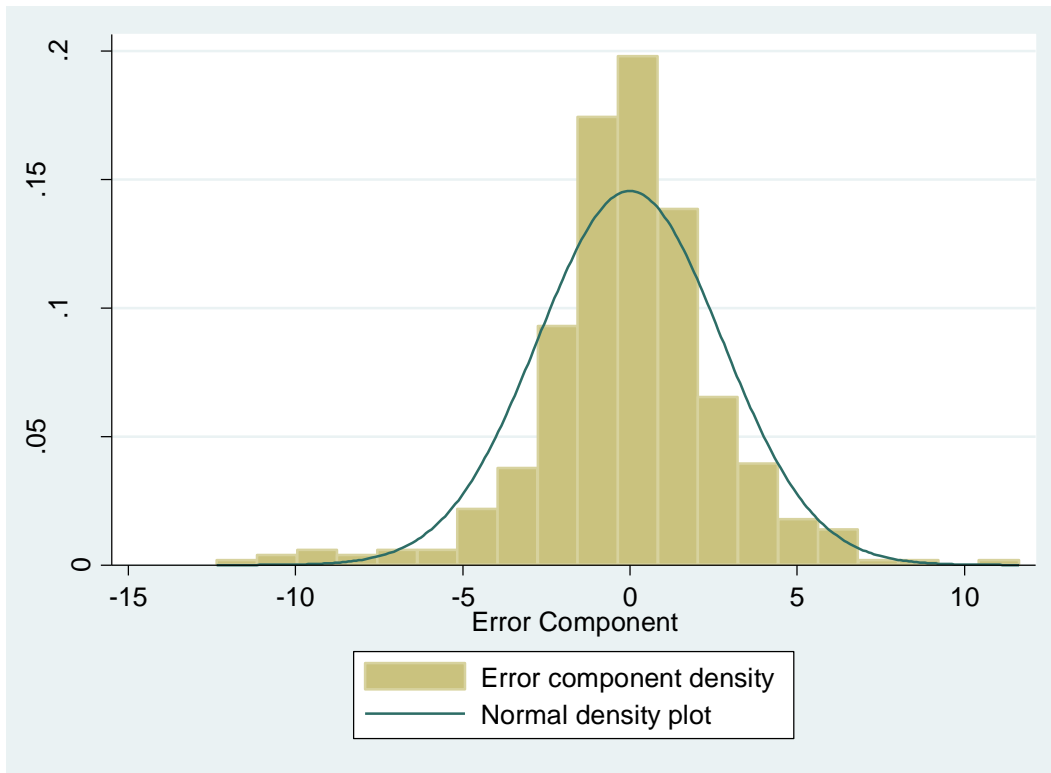
მოდელის ნარჩენობითი წევრის განაწილების ნორმალურობის ტესტი:

variable	obs	Skewness/Kurtosis tests for Normality			joint
		Pr(Skewness)	Pr(Kurtosis)	adj chi2(2)	
e_it	421	0.0002	0.0000	40.32	0.0000



Shapiro-wilk w test for normal data

Variable	Obs	w	V	z	Prob>z
e_it	421	0.94950	14.555	6.387	0.00000



კაოს პანელის კოინტეგრაციის ტესტი:

Kao Residual Cointegration Test  
 Series: GROWTH K L DEBT P  
 Date: 01/10/24 Time: 01:37  
 Sample: 2006 2021  
 Included observations: 432  
 Null Hypothesis: No cointegration  
 Trend assumption: No deterministic trend  
 User-specified lag length: 1  
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

	t-Statistic	Prob.
ADF	-2.999680	0.0014
Residual variance	24.00650	
HAC variance	6.116473	

Augmented Dickey-Fuller Test Equation  
 Dependent Variable: D(RESID)  
 Method: Least Squares  
 Date: 01/10/24 Time: 01:37  
 Sample (adjusted): 2008 2021  
 Included observations: 367 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RESID(-1)	-1.109374	0.073531	-15.08726	0.0000
D(RESID(-1))	0.138699	0.059269	2.340156	0.0198
R-squared	0.478546	Mean dependent var		0.157663
Adjusted R-squared	0.477117	S.D. dependent var		5.343462
S.E. of regression	3.863892	Akaike info criterion		5.546662
Sum squared resid	5449.326	Schwarz criterion		5.567944
Log likelihood	-1015.812	Hannan-Quinn criter.		5.555118
Durbin-Watson stat	1.955845			

### იოჰანსენ-ფიშერის პანელის კოინტეგრაციის ტესტი:

Johansen Fisher Panel Cointegration Test  
 Series: GROWTH K L DEBT P  
 Date: 01/10/24 Time: 01:38  
 Sample: 2006 2021  
 Included observations: 432  
 Trend assumption: Linear deterministic trend  
 Lags interval (in first differences): 1 1

#### Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace and Maximum Eigenvalue)

Hypothesized	Fisher Stat.* (from trace test)	Prob.	Fisher Stat.* (from max-eigen test)	Prob.
None	102.8	0.0000	102.8	0.0000
At most 1	375.3	0.0000	375.3	0.0000
At most 2	503.3	0.0000	345.3	0.0000
At most 3	241.8	0.0000	189.8	0.0000
At most 4	147.8	0.0000	147.8	0.0000

\* Probabilities are computed using asymptotic Chi-square distribution.

### დანართი 3. PVAR მოდელთან დაკავშირებული ტესტები

#### PVAR-ის სტაბილურობის ტესტის შედეგები:

Roots of Characteristic Polynomial  
 Endogenous variables: GROWTH K L DEBT P  
 Exogenous variables: C EM AM RECESSIONS  
 Lag specification: 1 2  
 Date: 10/11/23 Time: 01:30

Root	Modulus
0.908852	0.908852
0.772291	0.772291
0.570504	0.570504
0.465050	0.465050
-0.323042	0.323042
0.153186 - 0.219982i	0.268063
0.153186 + 0.219982i	0.268063
0.203544	0.203544
-0.169255	0.169255
-0.030078	0.030078

No root lies outside the unit circle.  
 VAR satisfies the stability condition.

**PVAR მოდელისთვის ოპტიმალური „ლაგის“ შერჩევის ტესტის შედეგები:**

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: GROWTH K L DEBT P

Exogenous variables: C EM AM RECESSIONS

Date: 10/11/23 Time: 01:32

Sample: 2006 2021

Included observations: 206

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1600.171	NA	4.666712	15.72982	16.05291	15.86049
1	-1108.691	940.0152	0.050377	11.20088	11.92785*	11.49489
2	-1057.485	95.45258	0.039090*	10.94645*	12.07728	11.40380*
3	-1039.528	32.60151	0.041923	11.01483	12.54953	11.63552
4	-1023.251	28.76076	0.045751	11.09952	13.03809	11.88355
5	-1001.843	36.78773	0.047569	11.13440	13.47684	12.08176
6	-970.2419	52.77150	0.044877	11.07031	13.81662	12.18101
7	-946.2505	38.89859*	0.045677	11.08010	14.23028	12.35414
8	-928.1301	28.50005	0.049337	11.14689	14.70094	12.58427

\* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion