



თამთა სოფრომაძე

საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკისა და სტატისტიკის დეპარტამენტის მაკროეკონომიკური კვლევების განყოფილების წამყვანი სპეციალისტი

დე-დოლარიზაციის საერთაშორისო გამოცდილება

შესავალი

საქართველოში არსებული მაღალი დოლარიზაციიდან გამომდინარე, დე-დოლარიზაციის ღონისძიებების შესახებ საერთაშორისო გამოცდილების ანალიზი საკმაოდ აქტუალურია. დოლარიზაციის დონის შემცირება საქართველოსათვის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი გამოწვევაა და ბოლო წლების განმავლობაში რიგი ღონისძიებები განხორციელდა ამ მიმართულებით. გასათვალისწინებელია, რომ როგორც საერთაშორისო გამოცდილება მოწმობს, დე-დოლარიზაცია ხანგრძლივი პროცესია და მისი შედეგები უმალვე ვერ მიიღწევა. სხვადასხვა ქვეყნის გამოცდილების ანალიზის მიხედვით,

მაკროეკონომიკური სტაბილურობის პირობებში თანმიმდევრული ღონისძიებების შედეგად დოლარიზაციის შემცირება მხოლოდ თანდათანობით არის შესაძლებელი.

წინამდებარე კვლევაში განხილულია დე-დოლარიზაციის საერთაშორისო გამოცდილება. სტატიაში წარმოდგენილია იმ ქვეყნების ანალიზი, რომლებმაც კომპლექსური ღონისძიებების შედეგად წარმატებით შეამცირეს დოლარიზაცია. ასევე, ისეთი ქვეყნების გამოცდილებაც, სადაც დე-დოლარიზაციის ღონისძიებების მიუხედავად დოლარიზაციის დონე კვლავ მაღალია. სტატიაში ასევე წარმოდგენილია საქართველოს დოლარიზაციის დინამიკა და განხილულია აქამდე განხორციელებული ღონისძიების ხელშემწყობი ღონისძიებები.

1. დოლარიზაცია

დოლარიზაცია რეზიდენტების მიერ ეროვნული ვალუტის უცხოური ვალუტით ჩანაცვლებას გულისხმობს. აღსანიშნავია, რომ დოლარიზაცია არა მხოლოდ აშშ დოლარის, არამედ ზოგადად უცხოური ვალუტის გამოყენებას ნიშნავს. თუმცა რიგ შემთხვევებში აშშ დოლარს წამყვანი პოზიცია უჭირავს. დოლარიზაცია შესაძლებელია იყოს როგორც ოფიციალური, ასევე არაოფიციალური. ოფიციალური დოლარიზაციის შემთხვევაში ქვეყნის ლეგალურ ვალუტას და კანონიერი გადახდის საშუალებას სხვა ქვეყნის ფულადი ერთეული წარმოადგენს. ხოლო არაოფიციალური დოლარიზაციის დროს

ოფიციალურ ეროვნულ ვალუტასთან ერთად ეკონომიკაში ფულის დაზოგვის ფუნქციას უცხოური ვალუტა ითავსებს. ასევე გარკვეული ტიპის გადახდები და ტრანზაქციები შესაძლებელია უცხოური ვალუტით ხორციელდებოდეს. Kokenyne et al (2010) არაოფიციალური დოლარიზაციის სამ ძირითად ფორმას გამოყოფს: ფინანსური დოლარიზაცია, როდესაც ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული აქტივებისა და ვალდებულებების ჩანაცვლება ხდება უცხოური ვალუტით; რეალური დოლარიზაცია, როდესაც ადგილობრივი ტრანზაქციები გაცვლითი კურსით არის ინდექსირებული; ტრანზაქციული დოლარიზაცია, როდესაც უცხოური ვალუტა გამოიყენება როგორც გადახდის საშუალება.

ეკონომიკურ სამეცნიერო ლიტერატურაში ანალიზისათვის, დოლარიზაცია იზომება, როგორც ფინანსური ინსტიტუტების მიერ უცხოური ვალუტის აქტივებისა და ვალდებულების ფლობა. შესაბამისად, დოლარიზაციის მაჩვენებელი ფინანსური დოლარიზაციის დონეზე მიუთითებს.

1.1. დოლარიზაციის გამომწვევი მიზეზები

ზოგადად, ფულის ძირითადი ფუნქციები არის მისი, როგორც გადახდის, შენახვის და ღირებულების განსაზღვრის საშუალებად გამოყენება. ეროვნული ვალუტის რომელიმე ფუნქციის შესუსტება სხვადასხვა ტიპის დოლარიზაციას წარმოქმნის. პირველ რიგში, უნდა აღინიშნოს, რომ მაღალი ინფლაცია ფინანსური აქტივების რეალურ შემოსავლიანობას ამცირებს და ეროვნული ვალუტით დაზოგვას ნაკლებად მიმზიდველს ხდის. ასეთ დროს, ფულის შენახვის ფუნქციას უცხოური ვალუტა ითავსებს, რადგანაც მისი ფლობა ნაკლებ რისკებთან არის დაკავშირებული და საბოლოოდ ფინანსური დოლარიზაცია წარმოიქმნება. ანალოგიურად მაღალი ინფლაციური და ეროვნული ვალუტის გაუფასურების მოლოდინები ზრდის მოთხოვნას უცხოურ ვალუტაზე. დოლარიზაცია დამახასიათებელია ფულად გზავნილებზე დამოკიდებული ქვეყნებისათვის. დიდი მნიშვნელობა აქვს მაკროეკონომიკურ და პოლიტიკურ სტაბილურობას. არამდგრადი გარემოს პირობებში, ეკონომიკური გაურკვევლობიდან გამომდინარე, ნდობა ეროვნული ვალუტისადმი იკარგება და მისი უცხოური ვალუტით ჩანაცვლება ხორციელდება.

დოლარიზაციის გამომწვევ მიზეზებთან დაკავშირებით, საინტერესოა საერთაშორისო სავალუტო ფონდის კვლევის (Naceur, Hosny and Hadjian (2015)) შედეგი, რომელიც კავკასიისა და ცენტრალური აზიის ქვეყნებისათვის დამახასიათებელ სპეციფიკურ მიზეზებს გამოყოფს. ემპირიული კვლევის მიხედვით ამ რეგიონში დეპოზიტების დოლარიზაცია წარმოშობს სესხების დოლარიზაციასაც. უცხოური ვალუტით დენომინირებული დეპოზიტების მაღალი მაჩვენებლის პირობებში ბანკებს უჩნდებათ სესხების უცხოური ვალუტით გაცემის სტიმული, რათა შეინარჩუნონ დახურული სავალუტო პოზიცია.

1.2 დოლარიზაციის უარყოფითი მხარეები

დოლარიზაცია რიგ უარყოფით ფაქტორებთან არის

დაკავშირებული. პირველ რიგში, მაღალი დოლარიზაცია წარმოშობს სავალუტო რისკს ისეთი მსესხებლებისათვის, რომელთაც შემოსავალი ეროვნული ვალუტით, ხოლო ვალდებულება უცხოური ვალუტით აქვთ (არაჰეჯირებული მსესხებლები). მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში, რომელიც გარე შოკების მშთანთქმავ ფუნქციას ასრულებს, კურსის მერყეობა ბუნებრივ მოვლენას წარმოადგენს. თუმცა ადგილობრივი ვალუტის მაღალმა გაუფასურებამ შესაძლოა არაჰეჯირებული მსესხებლების გადახდისუუნარობა და, საბოლოოდ, საბანკო სისტემის პრობლემები გამოიწვიოს.

დოლარიზაცია ამცირებს მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას. ცენტრალურ ბანკებს მხოლოდ ეროვნული ვალუტის საპროცენტო განაკვეთებზე შეუძლიათ ზეგავლენის მოხდენა. შესაბამისად, მაღალი დოლარიზაციისას ცენტრალური ბანკის გადაწყვეტილებები მხოლოდ ნაწილობრივ გადაეცემა ეკონომიკას და სუსტდება მონეტარული პოლიტიკის ზეგავლენა ერთობლივ მოთხოვნასა და, საბოლოოდ, ინფლაციაზე.

დოლარიზაცია ამცირებს გაცვლითი კურსის, როგორც შოკის შემარბილებლის როლს. Yeyati (2005) აღნიშნავს, რომ დოლარიზებულ ქვეყანაში მაღალია გაცვლითი კურსის გავლენა ფასების დონეზე (Exchange rate pass through), რაც ამცირებს ადგილობრივი მონეტარული პოლიტიკის კონტრიკულურობას. შედეგად, წარმოიქმნება ინფლაციაზე მიწოდების მხრიდან მოქმედი ფაქტორები. ერთი მხრივ, მაღალი დოლარიზაციისას გაცვლითი კურსის გაუფასურება ზრდის ინფლაციურ მოლოდინებს. მეორე მხრივ, მწარმოებლებს უძვირდებათ შუალედური ხარჯები, რადგანაც იზრდება უცხოური ვალუტით სესხის გადახდის წნეხი, რაც გარკვეულწილად საბოლოოდ ფასებზე აისახება.

დოლარიზაცია ზრდის ლიკვიდობის რისკებს. ცენტრალური ბანკის შესაძლებლობა შეასრულოს ბოლო ინსტანციის მსესხებლის როლი მაღალი დოლარიზაციისას იზღუდება, რადგანაც ცენტრალურ ბანკს მხოლოდ ადგილობრივი ვალუტით შეუძლია მიაწოდოს ბანკებს ლიკვიდობა. ხოლო უცხოური ვალუტით დაფინანსება შეზღუდულია.

დოლარიზებულ ეკონომიკაში მცირდება სენიორაჟიდან მისაღები შემოსავალი. თავის მხრივ, შემცი-



რების სიდიდე დოლარიზაციის დონეზე არის დამოკიდებული. ამასთანავე, უცხოური ვალუტის მაღალი გამოყენებისას ქვეყანა ირიბად იხდის სენიორაჟის ნაწილს უცხოური ვალუტის მფლობელი ქვეყნისათვის.

1.3. დე-დოლარიზაციის ღონისძიებები

დე-დოლარიზაცია ხანგრძლივი პროცესია და სწორი და თანმიმდევრული ღონისძიებების გატარებას საჭიროებს. დე-დოლარიზაციის წარმატებით განხორციელებისთვის აუცილებელია ქვეყანაში მაკროეკონომიკური სტაბილურობის შენარჩუნება. თავის მხრივ, მაკროეკონომიკური სტაბილურობა დაბალი და სტაბილური ინფლაციის უზრუნველყოფას გულისხმობს. ფასების სტაბილურობა არის ფუნდამენტური ფაქტორი, რომელიც აუცილებელია მაღალი და სტაბილური ეკონომიკური ზრდის მისაღწევად. დაბალი ინფლაციის პირობებში ეკონომიკური სუბიექტების ნდობა ეროვნული ვალუტისადმი იზრდება, რაც აისახება დეპოზიტებისა და სესხების დოლარიზაციაზე. მაკროეკონომიკური სტაბილურობის შესანარჩუნებლად ღია, მცირე ზომის ეკონომიკებისათვის მნიშვნელოვანია მცურავი გაცვლითი კურსის არსებობა. მცურავი გაცვლითი კურსი ახდენს საგარეო შოკის შერბილებას, რის შედეგადაც საგარეო შოკები ნაკლებად აისახება ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდასა და დასაქმებაზე. შესაბამისად, მცურავი გაცვლითი კურსი დასაქმების სტაბილურობას უზრუნველყოფს. ამასთანავე, გაცვლითი კურსის მერყეობა ეხმარება ეკონომიკურ სუბიექტებს გაითავისონ სავალუტო რისკები და გაითვალისწინონ გადაწყვეტილების მიღების დროს. დაბალი ინფლაციისა და მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში მოსახლეობის შემოსავალი გამოხატული ეროვნული ვალუტით უფრო სტაბილურია, ვიდრე შემოსავალი გამოხატული უცხოური ვალუტით. შედეგად, იზრდება მოთხოვნა როგორც ეროვნული ვალუტის სესხებზე, ასევე ეროვნული ვალუტით დეპოზიტებზე. გარდა ამისა, დოლარიზაციის შესამცირებლად ქვეყნები მიმართავენ ხოლმე

დამატებით სხვადასხვა კომპლექსური ღონისძიებების გატარებას, როგორებიცაა: კაპიტალური ბაზრების განვითარება, ჰეჯირების ინსტრუმენტების დანერგვა, მაკროპრუდენციული მექანიზმების გამოყენება და ა.შ. აღნიშნული დე-დოლარიზაციის ღონისძიებები რამდენიმე კატეგორიად შეგვიძლია დავყოთ. ესენია: მაკროეკონომიკური სტაბილურობა, ბაზარზე დაფუძნებული და ადმინისტრაციული ღონისძიებები.

მაკროეკონომიკური სტაბილურობა - ინფლაციის თარგეთირება, დაბალი და სტაბილური ინფლაციის შესანარჩუნებლად ფართოდ გავრცელებული და წარმატებული პოლიტიკაა, რაც ადგილობრივი ვალუტის სანდობას ამაღლებს. Hardy and Pazarbasioglu (2006) აღნიშნავენ, რომ თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი, რომელიც როგორც გამყარების ასევე გაუფასურების რისკებს მოიცავს, უცხოური ვალუტის დეპოზიტებს ნაკლებად მიმზიდველს ხდის.

ბაზარზე დაფუძნებული ღონისძიებები - ფინანსური ბაზრების განვითარება, სახელმწიფო ვალის დე-დოლარიზაცია და ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარება დე-დოლარიზაციის წარმატებით განხორციელების მთავარ ღონისძიებებად მოიაზრება. ფართოდ არის გავრცელებული უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მაღალი სარეზერვო ნორმების დაწესება. გარკვეულ როლს თამაშობს ისეთი პრუდენციული მექანიზმები, როგორებიცაა ღია სავალუტო პოზიციის შეზღუდვა, უცხოური ვალუტის დეპოზიტებზე მაღალი ლიკვიდობის მოთხოვნებისა და უცხოური ვალუტის სესხებზე მაღალი კაპიტალური ნორმების დაწესება, უცხოური ვალუტის სესხებზე სესხის უფრო მკაცრი საკრედიტო კოეფიციენტების დაწესება.

ადმინისტრაციული ღონისძიებები - პირდაპირი ადმინისტრაციული რეგულაციები, როგორებიცაა: უცხოური ვალუტის დეპოზიტებისა და სესხების აკრძალვა, უცხოური ვალუტის დეპოზიტების კონვერტირება ადგილობრივ ვალუტაში.

2. საერთაშორისო გამოცდილება

დოლარიზაციის მაღალი დონე მრავალი ქვეყნისათვის არის დამახასიათებელი. იმის გათვალისწინებით, რომ დოლარიზაცია რიგ უარყოფით მოვლენებს უკავშირდება, ქვეყნები სხვადასხვა ღონისძიებით ცდილობენ მის შემცირებას. მიუხედავად იმისა, რომ მრავალი მათგანი შეეცადა დოლარიზაციის შემცირებას, მისი წარმატებით განხორციელება მხოლოდ რამდენიმე ქვეყანამ შეძლო. წარმატებული დე-დოლარიზაციის მაგალითებს ისრაელისა და პოლონეთის გამოცდილება წარმოადგენს. ორივე ქვეყანაში დოლარიზაციის შემცირება მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მიღწევით, ინფლაციის შემცირებით და მისი დაბალ დონეზე შენარჩუნებით დაიწყო. ისრაელის შემთხვევაში მნიშვნელოვანი როლი ითამაშა ალტერნატიული ფინანსური ინსტრუმენტებისა და ჰეჯირების ბაზრების განვითარებამ. პოლონეთისათვის დე-დოლარიზაციაში მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა ფინანსური სექტორის ლიბერალიზაციის შედეგად ადგილობრივი ვალუტის დეპოზიტებზე მაღალმა საპროცენტო განაკვეთებმა. ორივე ქვეყანაში ბაზარზე დაფუძნებული ღონისძიებების გარდა ადგილობრივი ვალუტის მიმზიდველობა პრუდენციულმა ღონისძიებებმაც გაზარდა. საინტერესოა ლათინური ამერიკის ქვეყნების გამოცდილების ანალიზი. ზოგადად ლათინური ამერიკის ქვეყნები სხვა რეგიონებთან შედარებით დოლარიზაციის შედარებით მაღალი დონით გამოირჩევიან. ლათინური ამერიკის ქვეყნებიდან დე-დოლარიზაციის წარმატებულ, თვალსაჩინო მაგალითებს პერუსა და ბოლივიის გამოცდილება წარმოადგენს. მათი გამოცდილება საინტერესოა იმ მხრივაც, რომ პირველ ეტაპზე დე-დოლარიზაციის პოლიტიკა წარუმატებელი აღმოჩნდა, რადგანაც მხოლოდ ადმინისტრაციულ ღონისძიებებზე იყო დაფუძნებული. თუმცა, შემდგომ ეტაპზე, როგორც პერუმ, ასევე ბოლივიამ, მაკროეკონომიკურ სტაბილურობასთან ერთად ბაზარზე დაფუძნებული კომპლექსური ღონისძიებებით შეამცირეს დოლარიზაციის დონე.

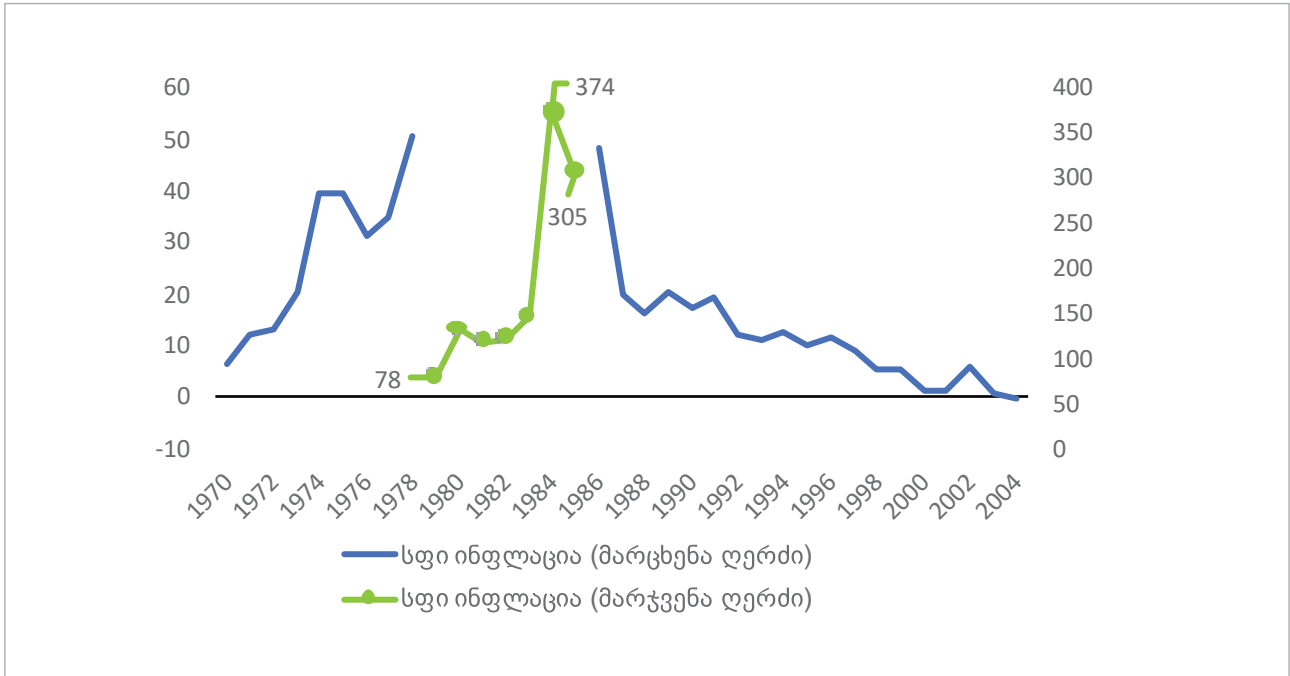
2.1. ისრაელი

სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემოს შექმნით და ინფლაციის შემცირებით დე-დოლარიზაციის განხორციელების ნათელ მაგალითს ისრაელის გამოცდილება წარმოადგენს. 1985 წელს ეკონომიკური რეცესიისა და ჰიპერინფლაციის დასარეგულირებლად ქსენეთმა ეკონომიკური სტაბილიზაციის პროგრამა შეიმუშავა, რომლის მთავარ მიზანს ინფლაციის და არა დოლარიზაციის შემცირება წარმოადგენდა. თუმცა ამ პროგრამის განხორციელების შედეგად სტაბილური გარემოს ფონზე ეროვნული ვალუტისადმი ნდობა და მისი გამოყენება თავისთავად გაიზარდა. ამასთანავე, დე-დოლარიზაციას ხელი შეუწყო ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზრების განვითარებამ, სახელმწიფო ვალის პოლიტიკამ და გარკვეული სახის პრუდენციულმა ღონისძიებებმა.

ისრაელში ინფლაციამ ზრდა 70-იანი წლებიდან დაიწყო (დიაგრამა 1). 1973 წელს ნავთობის ფასების ზრდის შედეგად გაუარესებულმა მიმდინარე ანგარიშის ბალანსმა და ომის შემდგომი სამხედრო ძალების დაფინანსებამ ადგილობრივი ვალუტა მნიშვნელოვნად გააუფასურა და ინფლაცია 40%-მდე გაიზარდა. ინფლაციის ზრდის ტენდენცია არასწორმა მაკროეკონომიკურმა პოლიტიკამ გაამწვავა და 80-იან წლებში სამინიშნა მაჩვენებლით განისაზღვრა. კერძოდ, 1970-1984 წლებში ბიუჯეტის დეფიციტის მონეტარული დაფინანსება მაღალ ინფლაციურ ზეწოლას ქმნიდა. ბიუჯეტის დეფიციტი საშუალოდ მშპ-ს 13%-ს უტოლდებოდა. ამას წინ უძღვოდა, 1948 წელს დამოუკიდებლობის მიღების შემდეგ განვითარებული ფინანსური რეპრესიები, რომელმაც გაურკვეველი ეკონომიკური გარემო შექმნა. ჰიპერინფლაციური პროცესებიდან გამომდინარე ადგილობრივი ვალუტა მაღალი ტემპებით კარგავდა მსყიდველობითუნარიანობას და დანაზოგები სწრაფად უფასურდებოდა. შედეგად, ეკონომიკა უფრო სტაბილური უცხოური ვალუტის გამოყენებაზე გადავიდა (დიაგრამა 2). ფინანსურ დოლარიზაციასთან ერთად ისრაელში ადგილობრივმა ვალუტამ ნაწილობრივ გადახდის ფუნქციაც დაკარგა. სხვადასხვა ფასი, განსაკუთრებით კი ისეთი არავაჭრობადი საქონელი როგორც არის უძრავი ქონება, კოტირებული იყო დოლარით.

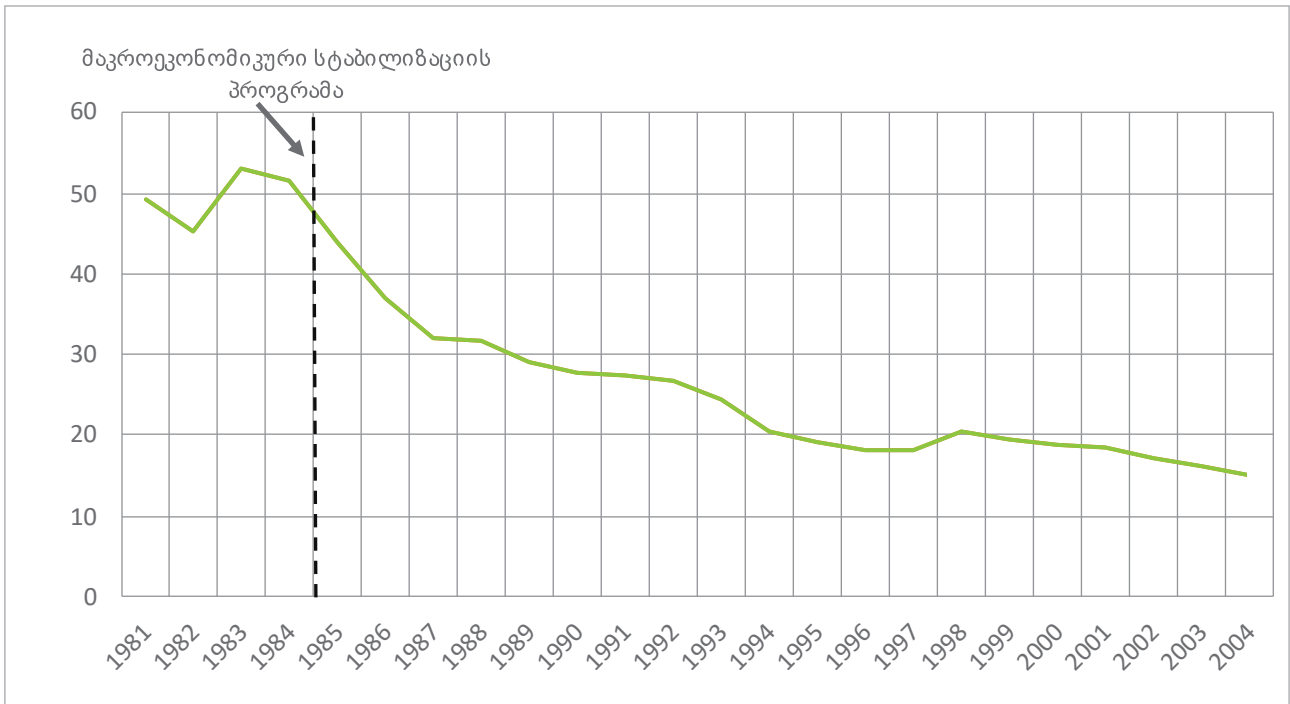


დიაგრამა №1
სფი ინფლაცია ისრაელში



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

დიაგრამა №2
დეპოზიტების დოლარიზაცია ისრაელში (პროცენტი)



წყარო: Ize and Yeyati (2003), "Financial Dollarization"

ინფლაციის შესამცირებლად 1985 წელს შემუშავებული მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის პროგრამა მკაცრი ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკის განხორციელებას მოიაზრებდა. ფისკალური კონსოლიდაციის პარალელურად ისრაელის ცენტრალური ბანკის შესახებ კანონში განხორციელებული ცვლილების საფუძველზე აიკრძალა ცენტრალური ბანკის მიერ მთავრობის დაფინანსება (ბანკის შესახებ კანონში განხორციელებულ ამ ცვლილებას „no-printing rule“-ს უწოდებენ). ამ რეგულაციამ შეამსუბუქა მონეტარული დაფინანსებით გამოწვეული ინფლაციური პროცესები. ინფლაციის დასარეგულირებლად განხორციელებული ღონისძიებებიდან ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი 1992 წელს ინფლაციის თარგეთირების შემოღება გახლდათ. თანდათანობით მცურავ გაცვლით კურსზე გადასვლასთან ერთად (2005 წლიდან სრულად თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი) ინფლაციის თარგეთირებამ მნიშვნელოვნად შეამცირა ინფლაციის დონე და გაზარდა ნდობა როგორც მონეტარული პოლიტიკის, ასევე ადგილობრივი ვალუტის მიმართ.

ეტაპობრივად, გაცვლითი კურსის მოქნილობის ზრდასთან ერთად, ვითარდებოდა სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტები და დოლარიზაციაზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებდა. ისრაელის ბანკმა ფინანსური ინსტრუმენტების ე.წ. სავალუტო წარმოებულების (დერივატივების)¹ დანერგვით მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა ჰეჯირების ბაზრების განვითარებაში. სავალუტო კურსის მერყეობიდან გამომდინარე სავალუტო სვოპების და ფორვარდების² ბაზარი ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლად განვითარდა. ხოლო, რაც შეეხება სავალუტო ოფციონებს³, 1989 წელს ისრაელის ცენტრალურმა ბანკმა ყოველკვირეულად აუქციონზე 3-თვიანი 24 მლნ დოლარის ღირებულების ოფციონები გამოუშვა. შემდგომში კი 6-თვიანი სავალუტო ოფციონები დაემატა ბაზარს. ამ პროცესების შედეგად ბაზარი სტაბილურად განვითარდა.

1990 წლიდან არასაბირჟო (over-the-counter) ბაზარმა დაიწყო ფუნქციონირება, ხოლო 1994 წლიდან

თელ-ავივის საფონდო ბირჟამ ოფციონებით ვაჭრობა დაიწყო. 1996 წელს ორივე ბაზარზე ბრუნვა მნიშვნელოვნად გაიზარდა. ბაზრების გაფართოებასთან ერთად ისრაელის ბანკის მიერ გამოშვებული ოფციონების წილობრივი მაჩვენებელი შემცირდა. 2005 წელს ისრაელის ცენტრალურმა ბანკმა შეწყვიტა სამთვიანი ოფციონების გამოშვება, თუმცა ამ დროისათვის ბაზარი იმდენად განვითარებული იყო რომ ცენტრალური ბანკის ოფციონების გამოშვების შეწყვეტამ უმნიშვნელო ზეგავლენა მოახდინა. ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარება სავალუტო რისკების შეფასებასა და მართვას აუმჯობესებდა. ნაკლებად წარმატებული აღმოჩნდა ცენტრალური ბანკის მიერ საპროცენტო განაკვეთის რისკის ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარება. თუმცა საპროცენტო განაკვეთთან დაკავშირებული რისკები სფი ინფლაციით ინდექსირებული და რეალური საპროცენტო განაკვეთებით დენომინირებული კონტრაქტებით იმართებოდა. მომავალი ინფლაციით გამოწვეული დანაკარგების თავიდან ასარიდებლად საზოგადოებამ აქტიურად აითვისა სფი ინფლაციით ინდექსირებული აქტივები.

ისრაელის დე-დოლარიზაციაში წვლილი სახელმწიფო ვალის პოლიტიკამაც შეიტანა, რაც საშინაო ვალდებულებებით ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსების წილობრივი მაჩვენებლის ზრდას გულისხმობდა. 1989 წელს მთავრობამ არაინდექსირებული სახაზინო ობლიგაციების გამოშვება დაიწყო. 1995 წლიდან მთავრობამ ფიქსირებულ განაკვეთიანი ორწლიანი ვადიანობის სახაზინო ობლიგაციები გამოუშვა. ამ ტიპის ობლიგაციების ვადიანობა დროთა განმავლობაში იზრდებოდა და დღესდღეობით ოცწლიანი სახაზინო ობლიგაციები ფართოდ არის ათვისებული.

დოლარიზაციის შესამცირებლად ისრაელის ცენტრალურმა ბანკმა უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მაღალი სარეზერვო მოთხოვნები, ხოლო ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მაღალი საპროცენტო განაკვეთის დარიცხვა დააწესა. გამკაცრდა პრუდენციული პოლიტიკაც: ბანკებს მოეთხოვებათ დააწესონ შედარებით

1. სავალუტო წარმოებულები (დერივატივები) წარმოადგენს კონტრაქტებს, მომავალში უცხოური ვალუტის შესყიდვის ან გაყიდვის შესახებ, წინასწარ განსაზღვრული კურსით
2. სავალუტო ფორვარდი - კონტრაქტი მომავალში კონკრეტული ვალუტის შესყიდვის შესახებ წინასწარ დადგენილი კურსით
3. სავალუტო ოფციონი - კონტრაქტი, რომლის მიხედვითაც მყიდველს გარკვეული პერიოდის განმავლობაში შეუძლია იყიდოს ან გაყიდოს კონკრეტული ვალუტა წინასწარ განსაზღვრული გაცვლითი კურსით



მკაცრი მოთხოვნები უცხოური ვალუტის სესხის გირაოზე ან განახორციელონ აქტიური ჰეჯირება ისეთი მსესხებლებისათვის, რომელთა შემოსავალი ადგილობრივი ვალუტით აქვთ.

აღსანიშნავია, რომ ისრაელმა მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის, ვალის მენეჯმენტისა და ფინანსური ბაზრების განვითარების პარალელურად გარკვეული სახის ადმინისტრაციული მეთოდებიც გამოიყენა. 1985 წელს მოკლევადიანი (ერთწლიანი) დოლარზე მიბმული დეპოზიტების განთავსება აიკრძალა (თუმცა რეგულაციის შემოღებამდე არსებული დეპოზიტები ხელმისაწვდომი იყო საწყისი პირობებით). ამასთანავე, 1990-2002 წლების განმავლობაში აკრძალული იყო უცხოური ვალუტით შიდა გადარიცხვების განხორციელება.

ისრაელის გამოცდილება უჩვენებს, რომ დაბალი ფასებისა და სანდო მაკროეკონომიკური გარემოს პირობებში, პრუდენციული და ადმინისტრაციულ ღონისძიებების თანხლებით შესაძლებელია დოლარიზაციის მნიშვნელოვნად შემცირება. ისრაელში დეპოზიტების დოლარიზაცია 2004 წლისათვის 15 %-მდე შემცირდა. საინტერესოა, რომ ისრაელში

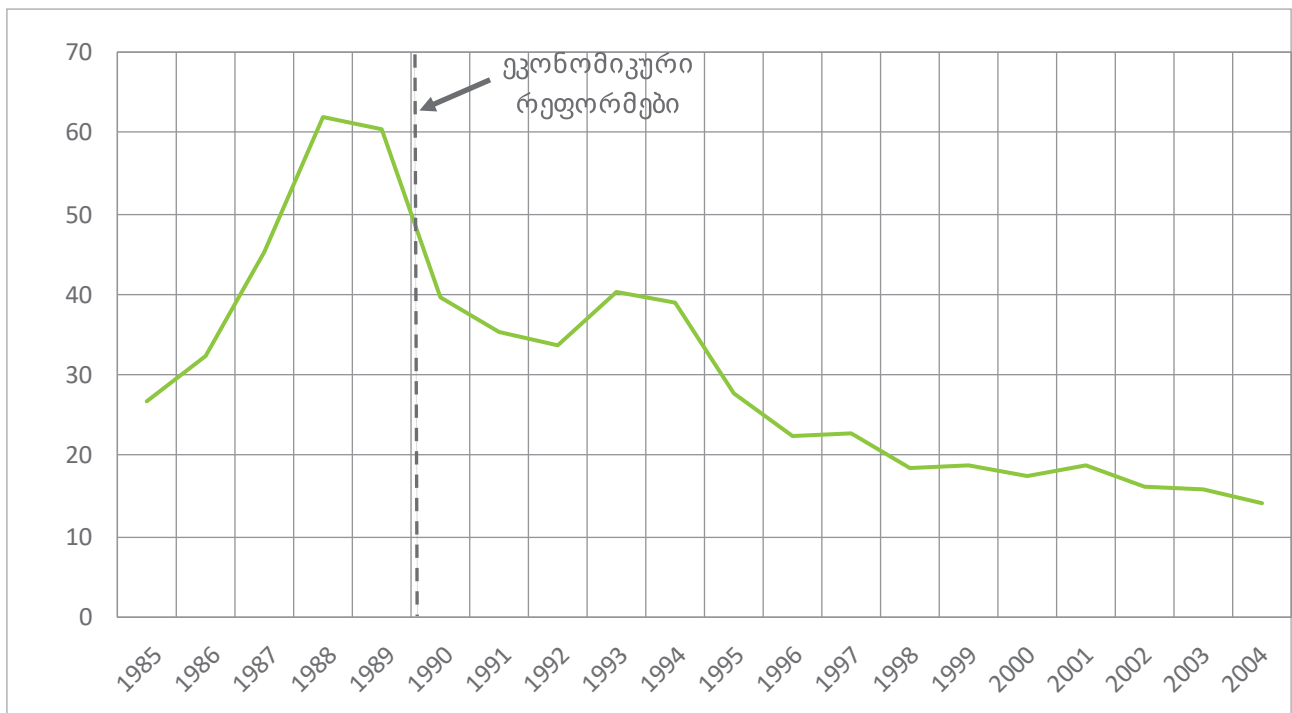
სესხების დოლარიზაციამ უფრო სწრაფად მოიკლო ვიდრე დეპოზიტების დოლარიზაციამ (Windischbauer, 2016), რაც მიუთითებს, რომ უცხოური ვალუტის ადგილობრივი ვალუტით ჩანაცვლებას დანაზოგების მხრივ უფრო ხანგრძლივი დრო სჭირდება.

2.2. პოლონეთი

80-იანი წლების ბოლოს, პოლონეთის საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პერიოდში, მაკროეკონომიკური მდგომარეობა მნიშვნელოვნად გაუარესდა და ინფლაციამ პიკს 1989-1990 წლებში მიაღწია. ინფლაციური ზეწოლის შედეგად ადგილობრივი ვალუტის მიმართ ნდობა დაიკარგა და ვალუტის ჩანაცვლების პროცესი დაიწყო. ამასთან, უცხოური ვალუტა გამოიყენებოდა ფასწარმოქმნისა და მსხვილი გადახდების დროს, როგორცაც, მანქანების, სახლების, მიწის შეძენა და ა.შ.

1990 წელს მაკროეკონომიკური გარემოს გასაუმჯობესებლად პოლონეთმა კომპლექსური რეფორმების განხორციელება დაიწყო. მიუხედავად იმისა, რომ თავდაპირველად რეფორმებმა რეცესია გამოიწვია, 1992 წლიდან ეკონომიკური ზრდის ტრენდი კვლავ განახლდა.

დიაგრამა №3
დეპოზიტების დოლარიზაცია პოლონეთში



წყარო: Ize and Yeyati (2003), "Financial Dollarization"

პოლონეთში დე-დოლარიზაცია წარმატებულმა ეკონომიკურმა რეფორმებმა და მკაცრმა მონეტარულმა პოლიტიკამ წაახალისა. ისრაელის მსგავსად ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმმა თავისუფლად მცურავ გაცვლით კურსთან ერთად მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა დე-დოლარიზაციის წარმატებაში. 1989-1990 წლების ჰიპერინფლაციიდან გამომდინარე, საწყის ეტაპზე გაცვლითი კურსი დოლარის მიმართ დაფიქსირდა (1991), ხოლო შემდგომ წლებში კურსის მოქნილობა თანდათანობით გაიზარდა (1995-2000) და 2000 წლიდან ქვეყანა თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმზე გადავიდა. 1995 წელს ბაზარზე ახალი ბლოტი გამოვიდა, რომლის ერთი ერთეულის ღირებულებაც ძველი ღირებულების 10,000-თან ფარდობით განისაზღვრა. 1998 წლიდან პოლონეთის ეროვნული ბანკი ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე გადავიდა. პირველ ეტაპზე მიზნობრივი ინფლაცია 8-8.5%-ს შეადგენდა რომელიც თანდათანობით 2004 წლისათვის 2.5%-მდე შემცირდა.

პოლონეთის დე-დოლარიზაციაზე მნიშვნელოვანი ზეგავლენა მოახდინა ფინანსური ლიბერალიზაციის შედეგად ბლოკით დენომინირებულ დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდამ. 1991 წლიდან მთავრობამ ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული სახაზინო ობლიგაციების გამოშვება დაიწყო, რის შედეგადაც სახელმწიფო ვალის დოლარიზაცია შემცირდა.

პოლონეთის შემთხვევაში დოლარიზაციის შემცირებაში ასევე მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა საზედამხებდევლო ღონისძიებების განხორციელებამ. მაღალი დოლარიზაციიდან გამომდინარე გაძლიერდა ბანკების რისკის მენეჯმენტის ხარისხის მონიტორინგი. დამატებითი ყურადღება დაეთმო უცხოური ვალუტით განხორციელებული სესხების რისკების მენეჯმენტს. პერიოდულად ხორციელდებოდა კერძო ბანკების გამოკითხვები უცხოური ვალუტით გაცემულ სესხებთან დაკავშირებით, ასევე თუ რა ტიპის სესხები იყო ყველაზე მიმზიდველი მომხმარებლებისათვის, ჰეჯირების რა მექანიზმები იყო შეთავაზებული და ა.შ. ამ გამოკითხვების საფუძველზე ცენტრალური ბანკი დეტალურად აფასებდა ფინანსური სექტორის მდგომარეობას და გარკვეული პრობლემების აღმოსაფხვრელად შესაბამის ღონისძიებებს ატარებდა.

გარდა ზემოაღნიშნულისა, პოლონეთმა დოლარიზაციის შესამცირებლად ადმინისტრაციული მექანიზმიც გამოიყენა. 1996-1999 წლებში ადგილობრივების მიერ უცხოური ვალუტით ანგარიშის გასახსნელად საჭირო იყო სპეციალური თანხმობის მიღება, რაც ასეთ ანგარიშებს ნაკლებად მიმზიდველს ხდიდა.

პოლონეთში დეპოზიტების დოლარიზაცია 1988 წლიდან 2004 წლამდე 60 პროცენტოდან 14 პროცენტამდე შემცირდა, რაც დიდწილად მაკროეკონომიკური დისბალანსის აღმოფხვრამ და სტაბილური ეკონომიკური გარემოს შექმნამ განაპირობა. ისრაელისაგან განსხვავებით პოლონეთში დე-დოლარიზაციის პროცესში სესხების დოლარიზაციას გარკვეული მერყეობა ახასიათებდა, ხოლო დეპოზიტების დოლარიზაცია კლებად ტრენდს ინარჩუნებდა (Windischbauer, 2016). იყო ეპიზოდები, როცა დოლარიზაციამ კვლავ ზრდა დაიწყო, 2004 წლის მაისიდან ევროკავშირთან ინტეგრაციისა და 2008 წლის კრიზისის შემდგომ, თუმცა საბოლოო ჯამში სესხების დოლარიზაციაც შემცირდა.

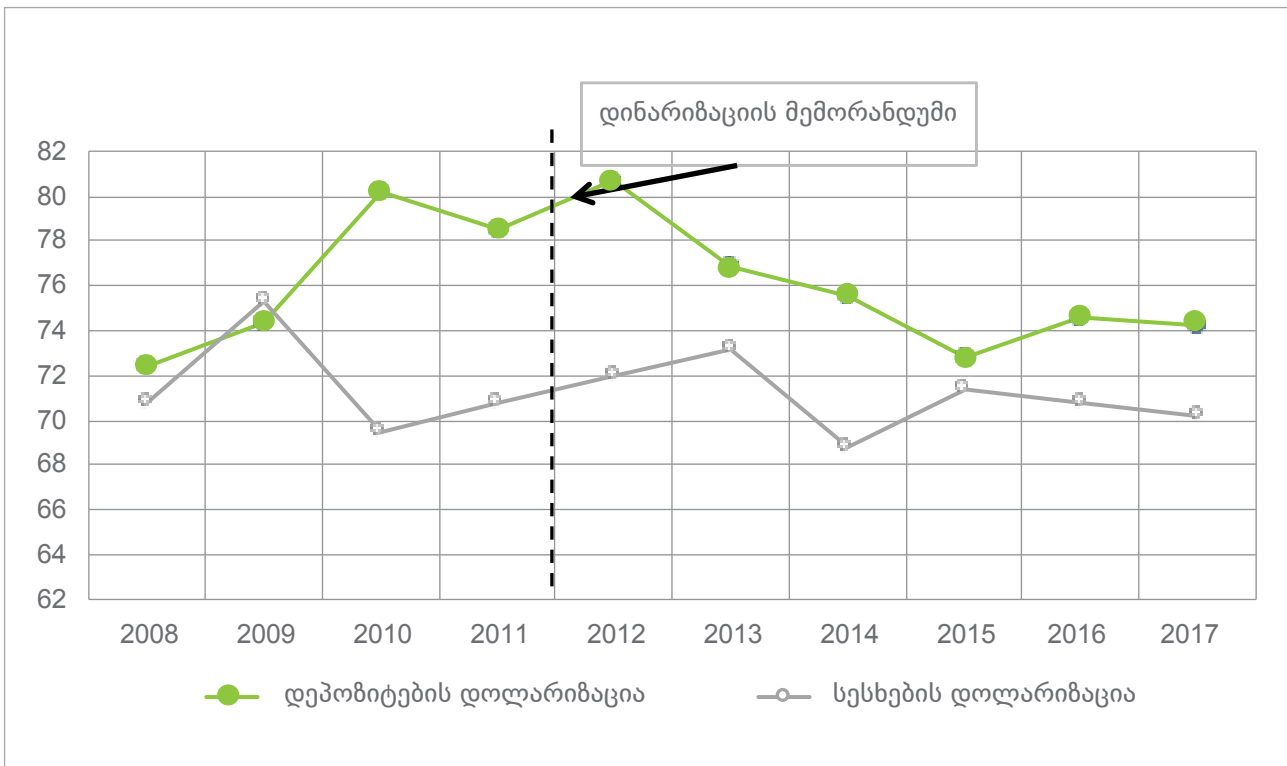
2.3. სერბეთი

საინტერესოა სერბეთის გამოცდილების ანალიზი, სადაც დე-დოლარიზაციის კომპლექსური ღონისძიებები მიმდინარეობს. ზოგადად ბალკანეთის ქვეყნები განსაკუთრებით კი სერბეთი დოლარიზაციის მაღალი დონით ხასიათდებიან. ევროკავშირთან ინტეგრაციიდან გამომდინარე ამ ქვეყნებში ევროს წამყვანი პოზიცია უჭირავს, ამიტომ ამ ქვეყნებში უცხოური ვალუტის გამოყენების ფენომენს „ევროზაციასაც“ უწოდებენ. 2012 წელს დოლარიზაციის შესამცირებლად სერბეთის ეროვნულმა ბანკმა და მთავრობამ ფინანსური სექტორის დინარიზაციის⁴ მემორანდუმს მოაწერეს ხელი. მემორანდუმის ფარგლებში დაგეგმილი ღონისძიებები, ერთი მხრივ, მაკროეკონომიკური გარემოს გაუმჯობესებას, ხოლო, მეორე მხრივ, დინარით დენომინირებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრების და ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარების გეგმას მოიცავს. მემორანდუმის მიღების შემდეგ 2012 წელთან შედარებით დეპოზიტების დოლარიზაცია შემცირდა, მაგრამ მისი დონე კვლავ მაღალია, ხოლო სესხების დოლარიზაციამ მცირედით მოიკლო (დიაგრამა 4).

4. დინარიზაცია - სერბეთის ვალუტის დინარის გამოყენების წილი სხვა ვალუტებთან მიმართებაში



დიაგრამა №4
სერბეთის სესხებისა და დეპოზიტების დოლარიზაცია



წყარო: სერბეთის ეროვნული ბანკი

სერბეთში დოლარიზაცია 90-იან წლებში ჰიპერინფლაციისა და არასტაბილური პოლიტიკურ-ეკონომიკური მდგომარეობის შედეგად განვითარდა. 1994 წლის იანვარში თვიურმა ინფლაციამ პიკს მიაღწია და 313 მილიონ პროცენტს გაუტოლდა. მსყიდველობითუნარიანობის სწრაფი ვარდნის გამო, დინარი უცხოური ვალუტით ჩანაცვლდა. დოლარიზაციაზე ნაწილობრივ 2003 წელს სერბეთის ევროკავშირის კანდიდატის სტატუსის მიღებამაც იმოქმედა. ევროკავშირში გაწევრიანების პერსპექტივამ, შესაძლებელი გახადა ევროს ოფიციალურ ვალუტად შემოღება და ასევე ევროს დაზოგვის საშუალებად გამოყენების სტიმულირება გამოიწვია. ამასთან, ევროკავშირთან ინტეგრაციის გამო კორპორაციული სექტორი და ცალკეული შინამეურნეოები ფულად გზავნილებზე არის დამოკიდებული, რაც ხელს უწყობს მათი დანაზოგების დოლარიზაციას.

ჯერ კიდევ მემორანდუმის მიღებამდე დოლარიზაციის შესამცირებლად სერბეთის ეროვნულმა ბანკმა

პრუდენციული პოლიტიკის გამკაცრება დაიწყო. 2011 წლიდან უცხოური ვალუტით გაცემული ან უცხოური ვალუტით ინდექსირებული სესხის გაცემისას სავალდებულო პირველადი შენატანი სესხის ღირებულების 30%-ს შეადგენს. ამავე წელს სესხის გირაოსთან ფარდობის (loan-to-value) ლიმიტი ევროთი გაცემულ სესხებზე 80%-ით განისაზღვრა. ევროს გარდა სხვა ვალუტით სესხების გაცემა კი აიკრძალა.

მემორანდუმის ფარგლებში დინარიზაციის გასაზრდელად მთავრობა მთლიანი ვალის მოცულობაში საშინაო ვალის წილს ზრდის. საგადასახადო პოლიტიკა გარკვეულ როლს ასრულებს დინარიზაციაში. ეროვნული ვალუტით დაზოგვის წასახალისებლად საშემოსავლო გადასახადის მიხედვით კაპიტალური საპროცენტო შემოსავალი (capital gain on interest) ეროვნული ვალუტის დეპოზიტებზე გათავისუფლებულია გადასახადისაგან. ხოლო უცხოური ვალუტის დანაზოგებზე 2012 წლის 25 სექტემბრიდან საგადასახადო განაკვეთი 15 პროცენტს შეადგენს.

ეროვნულ ბანკს, თავის მხრივ, დინარიზაციისათვის უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მკაცრი სარეზერვო მოთხოვნები აქვს დაწესებული. 2 წლამდე ვადიანობის უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე სარეზერვო ნორმა 20%-ს შეადგენს, მაშინ როცა ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე 5%-ია. ბანკებს ასევე მოეთხოვებათ უცხოური ვალუტის რეზერვების 38%-ის დინარებში ფლობა. ეს უკანასკნელი ასტიმულირებს ბანკების მიერ დინარით დეპოზიტების მოზიდვას.

სერბეთის ეროვნული ბანკი აქტიურად ავითარებს სავალუტო ჰეჯირების ინსტრუმენტებს. ყოველ აუქციონზე ეროვნული ბანკი ერთი და იმავე რაოდენობის სავალუტო სვოპებს ყიდის და ყიდულობს.

მემორანდუმის ფარგლებში კომუნიკაციის გაუმჯობესების მხრივ სერბეთის ეროვნული ბანკი კვარტალურად აქვეყნებს ანგარიშს ფინანსური სისტემის დინარიზაციის შესახებ. ანგარიში მიმოიხილავს ფულადი ბაზრების ძირითად ტენდენციებს და დინარიზაციის ხელშესაწყობად განხორციელებულ და დაგეგმილ ღონისძიებებს. ფართო საზოგადოებისათვის ინფორმაციის ხელმისაწვდომობის ზრდა ამაღლებს ცნობიერებას ჰეჯირების ინსტრუმენტების აუცილებლობის შესახებ.

ბოლო წლების განმავლობაში სერბეთში დეპოზიტების დოლარიზაციამ შემცირება დაიწყო, თუმცა მისი დონე კვლავ მაღალია და 2016 წლის მეორე კვარტლის მდგომარეობით 73 პროცენტს უტოლდება. სესხების დოლარიზაციას მერყევი ტრენდი აქვს და 2016 წლის მეორე კვარტლის მდგომარეობით 71 პროცენტს შეადგენს. კომპლექსური ღონისძიებების მიუხედავად დოლარიზაციის მაღალი დონე შესაძლებელია, წლების განმავლობაში არსებულ არასტაბილურ მაკროეკონომიკურ მდგომარეობას უკავშირდებოდეს. 2011-2016 წლების საშუალო წლიური ინფლაცია 5.2 პროცენტს შეადგენდა, თუმცა ინფლაციის დონე წლების განმავლობაში მერყეობით ხასიათდებოდა. 2011-2013 წლების საშუალო წლიური ინფლაცია 8.8 პროცენტს შეადგენდა და აღემატებოდა ინფლაციის თარგეთის ზედა ზღვარს. ხოლო მას შემდეგ, რაც 4-პროცენტიანი თარგეთის ქვედა ზღვარზე ნაკლებია, 2013-2016 წლების საშუალოდ წლიური ინფლაცია 1.5 პროცენტს შეადგენდა. შუა 2014 წლამდე სერბეთის ეროვნული ბანკი სავალუტო ინტერვენციებით მართავდა გაცვლით კურსს. ამას-

თანავე, მაღალი სპრედი პოლიტიკის განაკვეთსა და საშუალო სარეზერვო რეპო განაკვეთს შორის მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობის შესახებ გაურკვეველობას აჩენდა. სერბეთის გამოცდილება ცხადყოფს, რომ დოლარიზაციის შესამცირებლად პირველ რიგში აუცილებელი პირობაა მაკროეკონომიკური სტაბილურობის უზრუნველყოფა და მხოლოდ ამის შემდგომ არის ეფექტიანი დამატებითი ღონისძიებების განხორციელება.

2.4. ლათინური ამერიკის ქვეყნები

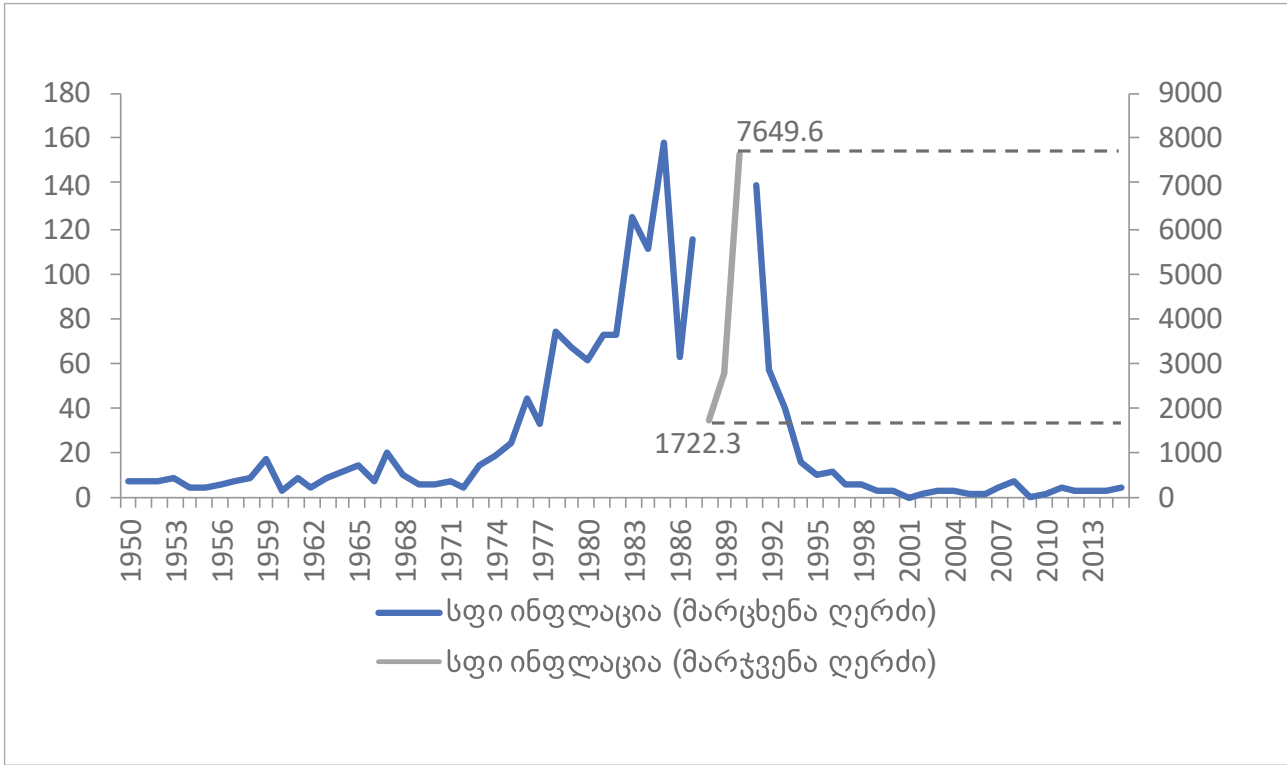
საინტერესოა ლათინური ამერიკის ქვეყნების გამოცდილების მიმოხილვა. ამ რეგიონის ქვეყნებში კერძო და სახელმწიფო სექტორის აქტივებისა და ვალდებულებების დოლარიზაცია ფართოდ გავრცელებული ფენომენია. Galindo and Leiderman (2005) აღნიშნავენ, რომ ლათინური ამერიკის ქვეყნებში ფინანსური ლიბერალიზაციის შედეგად მჭიდრო კავშირი დამყარდა აშშ დოლართან. ამას თან ერთვის ინფლაციის მაღალი დონე, ადგილობრივი მაკროეკონომიკური პოლიტიკის დაბალი სანდოობა და ბიუჯეტის დეფიციტის მონეტარული დაფინანსება. ლათინური ამერიკის ქვეყნების გამოცდილება მოწმობს, რომ წარმატებული დე-დოლარიზაციისათვის ღონისძიებები არა მარტო კერძო სექტორის, არამედ სახელმწიფო სექტორისკენაც უნდა იყოს მიმართული. Galindo and Leiderman (2005) კვლევის მიხედვით ბრაზილიამ, ჩილემ, კოლუმბიამ და ვენესუელამ წარმატებით მოთოკეს კერძო სექტორის დოლარიზაცია, თუმცა სახელმწიფო სექტორის აქტივების და ვალდებულებების დოლარიზაცია კვლავ მაღალი დარჩა. საყურადღებოა ბოლივიისა და პერუს გამოცდილება, რომლებიც ადმინისტრაციული მექანიზმებით დოლარიზაციის შემცირების წარუმატებელი მცდელობის მაგალითებს წარმოდგენენ. თუმცა ორივე ქვეყანამ შემდეგ ეტაპზე მაკროეკონომიკური სტაბილურობის დამყარებით, სანდო მონეტარული პოლიტიკის გატარებით და პრუდენციული ღონისძიებებით, თანდათანობით წარმატებით განახორციელა დე-დოლარიზაცია.

2.4.1. პერუ

პერუში დოლარიზაცია მაღალი ინფლაციური გე-წოლის შედეგად 70-იანი წლების შუა პერიოდში განვითარდა და პიკს 1988-1990 წლებში მიაღწია. მიუხედავად იმისა, რომ 1985 წელს გარკვეული ნაბიჯები გადაიდგა დე-დოლარიზაციის წასახალისებლად, ადმინისტრაციული მეთოდების გამო-



დიაგრამა №5
სფი ინფლაცია პერუში

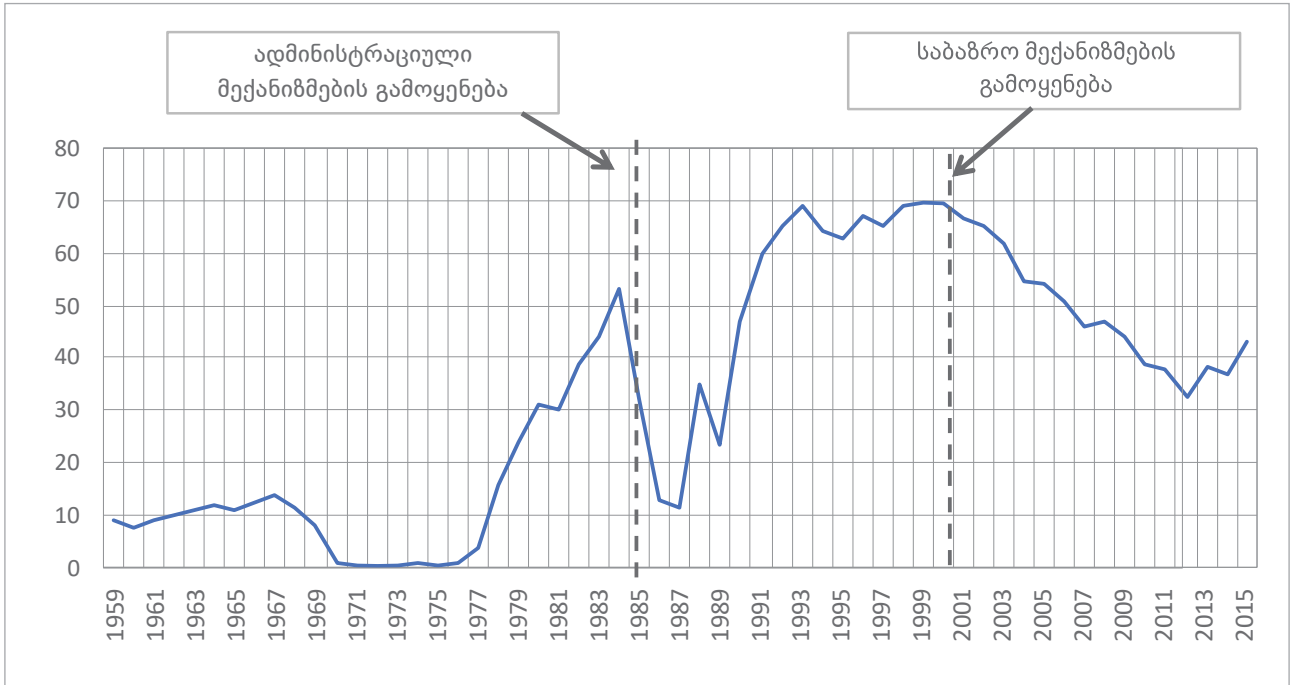


წყარო: პერუს ცენტრალური სარეზერვო ბანკი

ყენება კრახით დასრულდა. კერძოდ, 1985 წელს მაღალი ინფლაციის პირობებში, მთავრობამ უცხოური ვალუტით დენომინირებული დეპოზიტების ადგილობრივ ვალუტაში კონვერტირება მოითხოვა. შედეგად 1985-1987 წლებში დეპოზიტების დოლარიზაციის მაჩვენებელი შემცირდა, თუმცა უარყოფითი გვერდითი მოვლენები განვითარდა. პოლიტიკის გამტარებლების მიმართ დაბალმა ნდობამ და ადმინისტრაციული მეთოდით დეპოზიტების ეროვნულ ვალუტაში კონვერტირებამ კაპიტალის გადინება (capital flight) და ბანკებიდან ფულადი რესურსების გადინება (financial disintermedia-

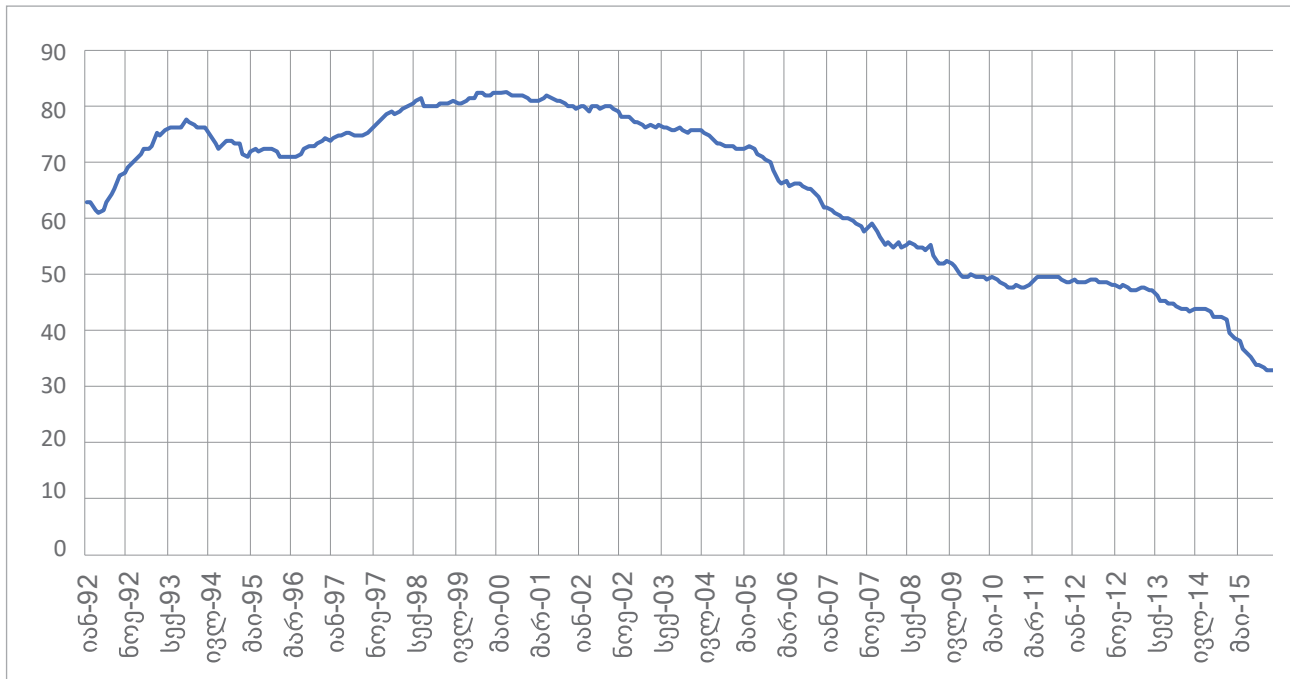
tion) გამოიწვია. აქედან გამომდინარე 1988 წელს უცხოურ ვალუტაზე დაწესებული შეზღუდვები მოიხსნა. პარალელურად მიმდინარეობდა მაღალი ინფლაციური პროცესები (დიაგრამა 5), რომელმაც პიკს 1990 წელს (7650%-წლიური სფი ინფლაცია) მიაღწია და დოლარიზაციის კვლავ ზრდა გამოიწვია (დიაგრამა 6). ფინანსურ დოლარიზაციასთან ერთად ტრანზაქციული დოლარიზაციაც გაიზარდა, რის შესამცირებლადაც პოლიტიკის გამტარებლებმა 1988-1989 წლებში უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ჩეკებზე 2%-იანი გადასახადი დააწესეს.

დიაგრამა №6
დეპოზიტების დოლარიზაცია პერუში



წყარო: პერუს ცენტრალური სარეზერვო ბანკი

დიაგრამა №7
კერძო სექტორზე გაცემული სესხების დოლარიზაცია პერუში



წყარო: პერუს ცენტრალური სარეზერვო ბანკი



წარმატებული გამოცდილების შემდეგ 2001 წლიდან პერუმ მაკროეკონომიკური სტაბილურობის დამყარება და ინფლაციის შემცირება დაისახა მიზნად. 2002 წლიდან ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის ამოქმედებამ წარმატებით შეამცირა ინფლაციის დონე. დაბალმა და სტაბილურმა ინფლაციამ, თავის მხრივ, ადგილობრივი ვალუტისადმი ნდობის ამაღლებას და დოლარიზაციის შემცირებას შეუწყობ ხელი. ასევე გავლენა იქონია ფისკალური პოლიტიკის ცვლილებამაც. 2006-2008 წლებში ფისკალურმა პროფიციტმა დაახლოებით მშპ-ს 2-3%-ს მიაღწია, ხოლო სახელმწიფო ვალი მშპ-ს 30%-მდე შემცირდა (2003 წელს 45%), რაც რეგიონში ყველაზე დაბალი მაჩვენებელი იყო. ამასთანავე, დე-დოლარიზაციის განხორციელებაში მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა პრუდენციულმა ღონისძიებებმა და ადგილობრივი ვალუტით კაპიტალის ბაზრების განვითარებამ.

პრუდენციული ღონისძიებების მხრივ 1996-2007 წლებში დიფერენცირებული სარეზერვო მოთხოვნები უცხოური ვალუტით და ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე დროთა განმავლობაში იცვლებოდა. საშუალოდ უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე სარეზერვო მოთხოვნები 34 პროცენტული პუნქტით მეტი იყო ვიდრე ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე. მაღალმა სარეზერვო მოთხოვნამ შეასუსტა ბანკების მიერ უცხოური ვალუტით სესხების გაცემის სტიმული. ამასთანავე, მაღალი საპროცენტო სარგებელი ერიცხებოდა ადგილობრივი ვალუტის რეზერვებს, რამაც ადგილობრივი ვალუტით სახსრების მოზიდვა უფრო მიმზიდველი გახადა.

დე-დოლარიზაციის განხორციელებას ხელი შეუწყობ დიფერენცირებული ლიკვიდობის მოთხოვნების დაწესებამაც. 1998 წლიდან ლიკვიდობის მოთხოვნა მოკლევადიან უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ვალდებულებებზე მინიმუმ 20%-ს შეადგენს, ხოლო ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული მოკლევადიან ვალდებულებებზე - 8%-ს.

დე-დოლარიზაციას ხელი შეუწყობ ეროვნული ვალუტის ობლიგაციების გამოშვებამ, რის შედეგად 2003 წლიდან გაიზარდა საშინაო სახელმწიფო ვალის წილობრივი მაჩვენებელი.

ადგილობრივ ვალუტაზე მოთხოვნის გასაზრდელად 2004 წელს მარეგულირებელი ცვლილება განხორციელდა. კერძოდ, მომხმარებელთა დაცვის კანონში

შევიდა ცვლილება, რომელიც საცალო მოვაჭრეებს (retailer) და ბითუმად მოვაჭრეებს (wholesaler) ავალდებულებს ფასების ადგილობრივი ვალუტით დაწესებას.

გემოაღნიშნული ღონისძიებების საშუალებით 2001 წლიდან პერუმში როგორც კრედიტების (დიაგრამა 7), ისე დეპოზიტების დოლარიზაციის დონე წარმატებით შემცირდა, თუმცა Horton et al (2015) მიუთითებს რომ დოლარიზაცია დღემდე მოწყვლადია. აქედან გამომდინარე, დროთა განმავლობაში დე-დოლარიზაციის ახალი სტრატეგიები და ღონისძიებები იგეგმება. Castillo et al (2016) აღნიშნავს, რომ 2011-2012 წლებში შემცირებული საერთაშორისო საპროცენტო განაკვეთებისა და გამყარებული პერუს ვალუტის ფონზე ზრდა დაიწყო დოლარით გაცემულმა სესხებმა და, შესაბამისად, შეფერხდა კრედიტების დე-დოლარიზაციის პროცესი. ამას გარდა, Smearman et al (2015) მიუთითებს, რომ 2013 წლიდან ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურებამ გაზარდა დეპოზიტების დოლარიზაცია. ეკონომიკური სუბიექტების სავალუტო შეუსაბამობის გამო ვალუტის კურსის მერყეობა საყურადღებო ფინანსურ რისკებს წარმოქმნის. ამის გამო, ცენტრალური ბანკი აქტიურად ახორციელებდა სავალუტო ინტერვენციებს, რაც ამცირებდა მცურავი გაცვლითი კურსის, როგორც შოკის შემარბილებელ ფუნქციას.

არსებული ვითარებიდან გამომდინარე, 2013 წელს პერუს ცენტრალურმა სარეზერვო ბანკმა აქტიური ღონისძიებების განხორციელება დაიწყო, რომელიც სარეზერვო მოთხოვნების გამკაცრებას და დოლარით გაცემულ სესხებზე გარკვეული ლიმიტების დაწესებას მოიცავდა. 2013 წლის მარტში დამატებითი სარეზერვო მოთხოვნები დაწესდა. იმ შემთხვევაში, თუ ბანკები უცხოური ვალუტის სესხებზე ცენტრალური ბანკის მიერ დაწესებულ ლიმიტს გადააჭარბებს. კერძოდ, როცა ფინანსური ინსტიტუტის მიერ იპოთეკურ და ავტო სესხების ნაშთის ზრდა 2013 წლის თებერვალთან შედარებით აღემატება 10 და 20 პროცენტთან ლიმიტს, ეს ექვემდებარება დამატებით სარეზერვო მოთხოვნებს, რომელიც, შესაბამისად, 0.75 და 1.5 პროცენტულ პუნქტს შეადგენს. 2013 წლის ოქტომბრიდან მსგავსი მოთხოვნა ამოქმედდა კერძო სექტორზე გაცემულ უცხოური ვალუტის სესხებზე (გარდა იმ კრედიტებისა, რომელიც დაკავშირებულია საერთაშორისო ვაჭრობის მიზნებთან). ამ შემთხვევაში დამატებითი სარეზერვო

მოთხოვნა 1.5 პროცენტულ პუნქტს შეადგენს თუ მთლიანი სესხების ნაშთი 5%-ით მეტია 2013 წლის სექტემბერის მდგომარეობით არსებულ ნაშთან შედარებით. შემდგომ ეტაპზე პერუს ცენტრალურმა სარეზერვო ბანკმა 2016 წლის დეკემბრისათვის დოლარით განხორციელებული მთლიანი სესხების ნაკადების 20%-მდე შემცირება, ხოლო იპოთეკურ და ავტო სესხებზე 30%-მდე შემცირება მოითხოვა. 2015 წელს კიდევ უფრო გამკაცრდა ზღვრული სარეზერვო მოთხოვნები უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე და ისტორიულად უმაღლეს ნიშნულს მიაღწია. 2015 წლის ივნისში დოლარით მოზიდულ სახსრებზე სარეზერვო მოთხოვნები 50 პროცენტიდან 70 პროცენტამდე გაიზარდა, ხოლო ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე 30 პროცენტიდან 6.5 პროცენტამდე შემცირდა. დამატებით, მოკლევადიანი სპეკულაციური კაპიტალური შემოდინების აღსაკვეთად ცენტრალურ ბანკს არარეზიდენტებისათვის ადგილობრივი ვალუტის დეპოზიტებზე სარეზერვო მოთხოვნები აქვს დაწესებული. გარდა ამისა, გადასახადი არის დაწესებული არაადგილობრივებისათვის სადეპოზიტო სერტიფიკატების ტრანსფერზე. კაპიტალური მოთხოვნები უცხოური ვალუტის სესხებზე თანდათანობით მკაცრდება. კაპიტალური მოთხოვნები განსხვავებულია ვალუტის, ვადიანობის და სესხის ტიპის მიხედვით. 2016 წელს საკრედიტო რისკის წონა უცხოურ ვალუტის კრედიტზე 102.8-დან (2012 წელი) 108 პროცენტამდე გაიზარდა.

საბოლოოდ 2000 წლიდან 2015 წლამდე უცხოური ვალუტის დეპოზიტების დოლარიზაცია 80%-დან 46%-მდე შემცირდა. საერთო ჯამში, დეპოზიტების დოლარიზაცია 2000 წელთან შედარებით შემცირებულია, თუმცა მას გარკვეული მერყეობა ახასიათებს. კერძოდ, 2013 წლის დასაწყისიდან დეპოზიტების დოლარიზაციის ტრენდი ზრდისკენ შეიცვალა. ამის საპასუხოდ პერუს ცენტრალურმა ბანკმა დამატებითი ღონისძიებების განხორციელება დაიწყო, რომელიც განსაკუთრებით მკაცრ მოთხოვნებს ითვალისწინებდა უცხოური ვალუტის სესხებზე. შედეგად, 2015 წლის ბოლოდან ფიზიკური და იურიდიული დეპოზიტების დოლარიზაციამ კვლავ შემცირება დაიწყო. რაც შეეხება კრედიტების დოლარიზაციას, მისმა დონემ 2000 წელთან შედარებით 80%-დან 32%-მდე მოიკლო.

პერუს გამოცდილებიდან გამომდინარე შეგვიძლია

დავასკვნათ, რომ დოლარიზაციის შესამცირებლად აუცილებელია საზოგადოების მხრიდან ეროვნული ვალუტის მიმართ ნდობის დამყარება, რისი წინაპირობაც სანდო მაკროეკონომიკური პოლიტიკაა. 2002 წლიდან ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის საშუალებით დაბალი და სტაბილური ინფლაციის შენარჩუნებამ მონეტარული პოლიტიკისა და ეროვნული ვალუტის მიმართ ნდობა გაიზარდა. თუმცა, ბოლო წლებში პერუში არსებული ვითარება მოწმობს, რომ მხოლოდ მაკროეკონომიკური სტაბილურობა არასაკმარისი შეიძლება აღმოჩნდეს დოლარიზაციის სრულად აღმოსაფხვრელად. აქედან გამომდინარე, დე-დოლარიზაცია მაკროეკონომიკურ მდგრადობასთან ერთად მოითხოვს ინტეგრირებულ მიდგომას, რომელიც დაფუძნებული იქნება მიკრო დონეზე გარკვეული რეგულაციების განხორციელებაზე და ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზრისა და ჰეჯირების ინსტრუმენტების განვითარებაზე.

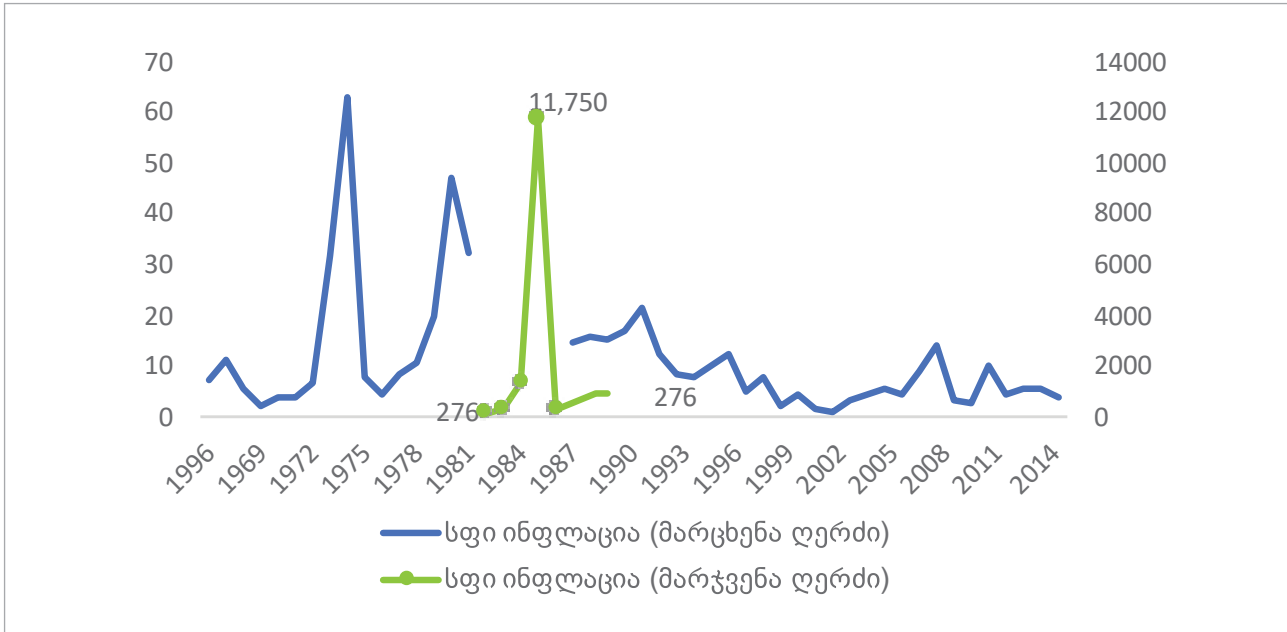
2.4.2. ბოლივი

1970-80-იან წლებში ბოლივიის ფისკალური პოლიტიკა მიზნად ისახავდა სახელმწიფო საწარმოებით და სახელმწიფო ინვესტიციებით ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობას, რომელთა დაფინანსებაც უცხოური საბანკო კრედიტებით ხორციელდებოდა. 80-იანი წლების დასაწყისში მნიშვნელოვნად გაუარესდა სავაჭრო პირობები (დოლარის გლობალური გამყარება). ამის პარალელურად საერთაშორისო საპროცენტო განაკვეთებმა პიკს მიაღწია. ამ ფაქტორებმა წარმოქმნა ვალის სტაბილურობის პრობლემა, რის შედეგადაც 1981 წელს მთავრობამ საგარეო ვალის გადახდა გადაავადა. მაღალი ფისკალური დეფიციტისა და მცირე საგარეო დაფინანსების ფონზე ბიუჯეტის დაფინანსების მთავარ წყაროს ცენტრალური ბანკი წარმოადგენდა, რის შედეგადაც ჰიპერინფლაცია განვითარდა (დიაგრამა 8). ინფლაციური პროცესების ფონზე ფინანსურმა დოლარიზაციამ პიკს 70-იანი წლების ბოლოს მიაღწია.

1982 წელს დე-დოლარიზაციისათვის ხელისუფლებამ დოლარით დენომინირებული ფინანსური ინსტრუმენტების საბაზრო გაცვლითი კურსით ადგილობრივ ვალუტაში კონვერტირება მოითხოვა. ასევე დაწესდა კაპიტალის კონტროლი, საფასო კონტროლი და საპროცენტო განაკვეთების ჭერი (interest rate caps). მაღალი ინფლაციისა



დიაგრამა №6
სფი ინფლაცია ბოლივიაში



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

და დოლარით დენომინირებული დეპოზიტების აკრძალვის ფონზე გაიზარდა კაპიტალის გადინება და ფინანსური შუამავლობა მნიშვნელოვნად შემცირდა. აღნიშნული პოლიტიკის შედეგად გამოწვეული უარყოფითი მოვლენებიდან გამომდინარე, 1985 წელს ხელისუფლებამ გააუქმა აკრძალვები უცხოური ვალუტის დეპოზიტებთან დაკავშირებით, რასაც დოლარიზაციის ზრდა მოჰყვა. არსებული მდგომარეობიდან გამომდინარე, ამავე წელს ეკონომიკის სტაბილიზაციის პროგრამა შემუშავდა, რომლის მიზანი ფისკალური დეფიციტის თარგეთირება და მონეტარული პოლიტიკის დამოუკიდებლობის ზრდა იყო. Mecagni et al (2015) მიუთითებს, რომ 2001 წლისათვის ბოლივიის საბანკო სექტორი თითქმის სრულად დოლარიზებული იყო. დეპოზიტების 6 პროცენტი და სესხების მხოლოდ 3 პროცენტი იყო დენომინირებული ადგილობრივი ვალუტით. 1985 წელს გატარებული ადმინისტრაციული მექანიზმებთან შედარებით ბაზარზე დაფუძნებულმა ლონისძიებებმა წარმატებული შედეგები გამოიღო. ინფლაცია ერთნიშნულიან მაჩვენებლამდე შემცირდა, აღმოიფხვრა ფისკალური და საგარეო დისბალანსი. შედეგად, მაკროეკონომიკურმა სტაბილურობამ გაზარდა ნდობა ადგილობრივი ვალუტისადმი. პრუდენციული პოლიტიკის მხრივ 2001 წლიდან დიფერენცირებული სარეზერვო

მოთხოვნები ხელს უწყობდა ბანკების მიერ ადგილობრივი ვალუტით სახსრების მოზიდვას. ასევე, 2005 წლიდან ლიკვიდობის მოთხოვნების დაწესება დე-დოლარიზაციის პროცესის ერთ-ერთი შემადგენელი ნაწილი იყო. კერძოდ, იმ შემთხვევაში თუ უცხოური ვალუტის დეპოზიტები 2005 წლის 31 მარტის მდგომარეობით არსებული მთლიანი დეპოზიტების (უცხოური და ადგილობრივი) 80 პროცენტს (2007 წელს 60%-მდე შემცირდა) გადააჭარბებდა, ზღვრული ლიკვიდობის მოთხოვნა 7.5%-ს შეადგენდა. დოლარიზაციაზე შემცირების მიმართულებით იმოქმედა 2003 წლიდან ინფლაციაზე ინდექსირებული ობლიგაციების გამოშვებამაც. განვითარდა კაპიტალის ბაზრები და ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული სახელმწიფო ობლიგაციების ვადიანობა თანდათანობით 15 წლამდე გაიზარდა.

საბოლოოდ ბოლივიაში დეპოზიტების დოლარიზაცია 93 პროცენტიდან 53 პროცენტამდე შემცირდა. ბოლივიის დე-დოლარიზაციის წარმატებული გამოცდილება უჩვენებს, რომ გრძელვადიან პერიოდში ბაზარზე დაფუძნებული ოპერაციები უფრო ეფექტიანი არის დოლარიზაციის შესამცირებლად, ვიდრე ადმინისტრაციული ლონისძიებების გამოყენება. ინფლაციის ერთნიშნა დონემდე შემცირებამ,

ფისკალური და საგარეო დისბალანსის აღმოფხვრამ თანდათანობით გააჩინა ნდობა ადგილობრივი ვალუტის მიმართ. დამატებით მაკროპრუდენციულმა პოლიტიკამ კი გაზარდა ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული ფინანსური აქტივების ფლობა.

2.5. სხვა ქვეყნები

გარდა ზემოაღნიშნული ქვეყნებისა, მრავალი ქვეყანა სხვადასხვა ღონისძიებით ცდილობს დოლარიზაციის შემცირებას. მაგალითად, რუმინეთში 2006 წლიდან სარეზერვო მოთხოვნები ადგილობრივი ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე 18%-ს, ხოლო უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე 40%-ს შეადგენს. ამასთან, 2000 წლიდან რეზერვებს დიფერენცირებული საპროცენტო სარგებელი ერიცხება. ასევე, 2008 წელს გამკაცრდა საზედამხებელო მოთხოვნები უცხოური ვალუტის სესხებზე არაჰევირებული მსესხებლებისათვის.

საინტერესოა ხორვატიის მაგალითი, სადაც, მიუხედავად ეკონომიკური სტაბილურობისა და სხვადასხვა საზედამხებელო და პრუდენციული ღონისძიებებისა, დოლარიზაციის მზარდი ტენდენცია მოთოკეს, თუმცა მისი დონე მაინც მაღალია. 1999 წელს რეზერვებზე დიფერენცირებული საპროცენტო სარგებლის დარიცხვა, ხოლო 2000

წელს დიფერენცირებული სარეზერვო მოთხოვნები დაწესდა. 2006 წელს რისკის წონა უცხოური ვალუტით დენომინირებულ სესხებზე არაჰევირებული მსესხებლებისთვის 25 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა. ბანკების ზედამხებელებმა 2006 წელს ბანკებისათვის შეადგინეს სახელმძღვანელო, რომელიც სავალუტო რისკების იდენტიფიცირების, გაზომვის, კონტროლისა და მონიტორინგის ყოვლისმომცველი სისტემის დანერგვას და პროცედურებს აღწერდა. 2008 წელს ღია სავალუტო პოზიციის ახალი ფორმით იდენტიფიცირება დაინერგა. კერძოდ, დაემატა ოფციონები და ასიმეტრიულად ინდექსირებული კონტრაქტები. ღია სავალუტო პოზიციის გამკაცრების შედეგად აღმოჩნდა, რომ ბევრი ბანკი აჭარბებდა 20%-იან ლიმიტს. შემდგომ ეტაპზე ღია სავალუტო პოზიციის შეზღუდვა 30%-მდე გაიზარდა. 2009 წლიდან გამკაცრდა სარეზერვო მოთხოვნები. ბანკებს მოეთხოვებოდა, რომ უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე სარეზერვო ნორმების 75%-ს ადგილობრივი ვალუტით ფლობდნენ (გამკაცრებამდე აღნიშნული ნორმა 50%-ს შეადგენდა).

ზემოაღნიშნული ღონისძიებების გარდა სხვა ტიპის დე-დოლარიზაციის ღონისძიებები წარმოდგენილია ქვემოთ მოცემულ ცხრილში.

ცხრილი №1:

დე-დოლარიზაციის ღონისძიებები სხვადასხვა ქვეყნებში

დოლარიზაციის ტიპი	მექანიზმი	ქვეყნები
ფინანსური დოლარიზაცია	უცხოური ვალუტის სესხებისა და დეპოზიტების ფარდობაზე ჭერის დაწესება	ლიბანი (1994-200) - უცხოური ვალუტის სესხების მაქსიმალური მოცულობა უცხოური ვალუტის დეპოზიტების 60%-ს შეადგენდა. უგანდა (2008) - უცხოური ვალუტის სესხებს არ უნდა მიეღწია უცხოური ვალუტის დეპოზიტების 80%-ისთვის.
	უცხოური ვალუტის სესხებისა და ვალდებულებების ფარდობაზე ჭერის დაწესება	ჭაიტი (2008) - უცხოური ვალუტის სესხებს არ უნდა გადაეჭარბებინა უცხოური ვალუტის ვალდებულებების 50%-ს
სესხების დოლარიზაცია	უცხოური ვალუტის სესხების შეზღუდვა - უცხოური ვალუტის სესხებზე სპეციალური თანხმობის საჭიროება	უკრაინა (2002) - ცენტრალური ბანკის წერილობითი თანხმობა და ბანკის ლიცენზია არის საჭირო უცხოური ვალუტის სესხებისათვის მაროკო (2005) - უცხოური ვალუტის ანგარიშებზე ოვერდრაფტები არ არის ნებადართული



	უცხოური ვალუტის სესხები დასაშვებია მხოლოდ სპეციფიკური საქმიანობებისათვის	<p>თურქეთი (1999) - უცხოური ვალუტის სესხები გაცემა დაშვებულია მხოლოდ ექსპორტიორებისათვის, ინვესტიორებისათვის, თურქი მეწარმეებისათვის, რომლებიც საზღვარგარეთ მუშაობენ, რეზიდენტებისათვის რომელთა ბიზნეს საქმიანობა დაკავშირებულია საერთაშორისო ტენდერებთან და ისეთი ბიზნესისათვის, რომელიც თავდაცვის ინდუსტრიას უკავშირდება.</p> <p>პაკისტანი (1994) - უცხოური ვალუტის სესხები დასაშვებია მხოლოდ ექსპორტიორებისათვის</p> <p>კორეა (2008) - უცხოური ვალუტის სესხები, რომლებიც საზღვრებს გარეთ ტრანზაქციებს აფინანსებს, შეზღუდულია</p> <p>ნეპალი (2000) - უცხოური ვალუტის სესხები გაცივმა მხოლოდ ექსპორტიორებზე, ტურიზმთან დაკავშირებულ ბიზნესებზე და სპეციფიკურ ინდუსტრიებზე.</p>
	უცხოური ვალუტის სესხების შეზღუდვა არაჰევირებული მსესხებლისათვის	<p>პერუ (1985-1987)</p> <p>თურქეთი (1999 – 2003) - უცხოური ვალუტის სესხები გაცივმოდა მხოლოდ ჰევირებულ მსესხებელზე</p> <p>დომინიკის რესპუბლიკა (2008) - უცხოური ვალუტის სესხების 85% უნდა ყოფილიყო ჰევირებული მსესხებლებისათვის</p>

წყარო: Kokenyne, Ley and Veyrune (2010), „Dedollarization“

3. ლარიზაცია

საერთაშორისო გამოცდილება გვიჩვენებს, რომ წარმატებული დე-დოლარიზაციის განსახორციელებლად ერთმნიშვნელოვანი მიდგომა არ არსებობს, თუმცა სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემო დე-დოლარიზაციის განხორციელების მთავარ წინაპირობას წარმოადგენს. ასევე დაბალი და სტაბილური ინფლაცია ზრდის ეროვნული ვალუტის სანდობას. ამასთან დაკავშირებით მნიშვნელოვან როლს თამაშობს ცენტრალური ბანკების დამოუკიდებლობა და მის მიმართ საზოგადოებრივი სანდობის მაღალი დონე. თავის მხრივ, ცენტრალური ბანკების მიერ სწორი და თანმიმდევრული კომუნიკაციის სტრატეგიის შემუშავება და გატარება ამაღლებს მის სანდობას.

საერთაშორისო პრაქტიკაზე დაყრდნობით შესაძლოა გამოვყოთ რამდენიმე მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტი, რომელიც დე-დოლარიზაციის წარმატებით განხორციელებას უწყობს ხელს. პირველ რიგში, მნიშვნელოვანია ბაზარზე არსებული უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივების ალტერნატიული ფინანსური ინსტრუმენტების განვითარება. ადგილობრივი ვალუტის აქტივების წასახალისებლად დიფერენცირებული სარეზერვო

მოთხოვნების დაწესება ადგილობრივი და უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე დე-დოლარიზაციის ფართოდ გავრცელებულ მიდგომას წარმოადგენს. მიზანშეწონილია სარეზერვო მოთხოვნების დაცვის შემთხვევაში დიფერენცირებული საპროცენტო სარგებლის დარიცხვა. დოლარიზაციას გარკვეულწილად პრუდენციული მექანიზმებიც ამცირებს, როგორცაა ადგილობრივი ვალუტის სასარგებლოდ დიფერენცირებული ლიკვიდობის მოთხოვნების დაწესება, ღია სავალუტო პოზიციის შეზღუდვა, არაჰევირებულ სესხებზე მეტი კაპიტალის მოთხოვნა. დოლარიზაციის შესამცირებლად მნიშვნელოვანია ადგილობრივი ვალუტის გამოყენების ზრდა. ადგილობრივი ვალუტა უნდა იყოს გადახდის ერთადერთი საშუალება.

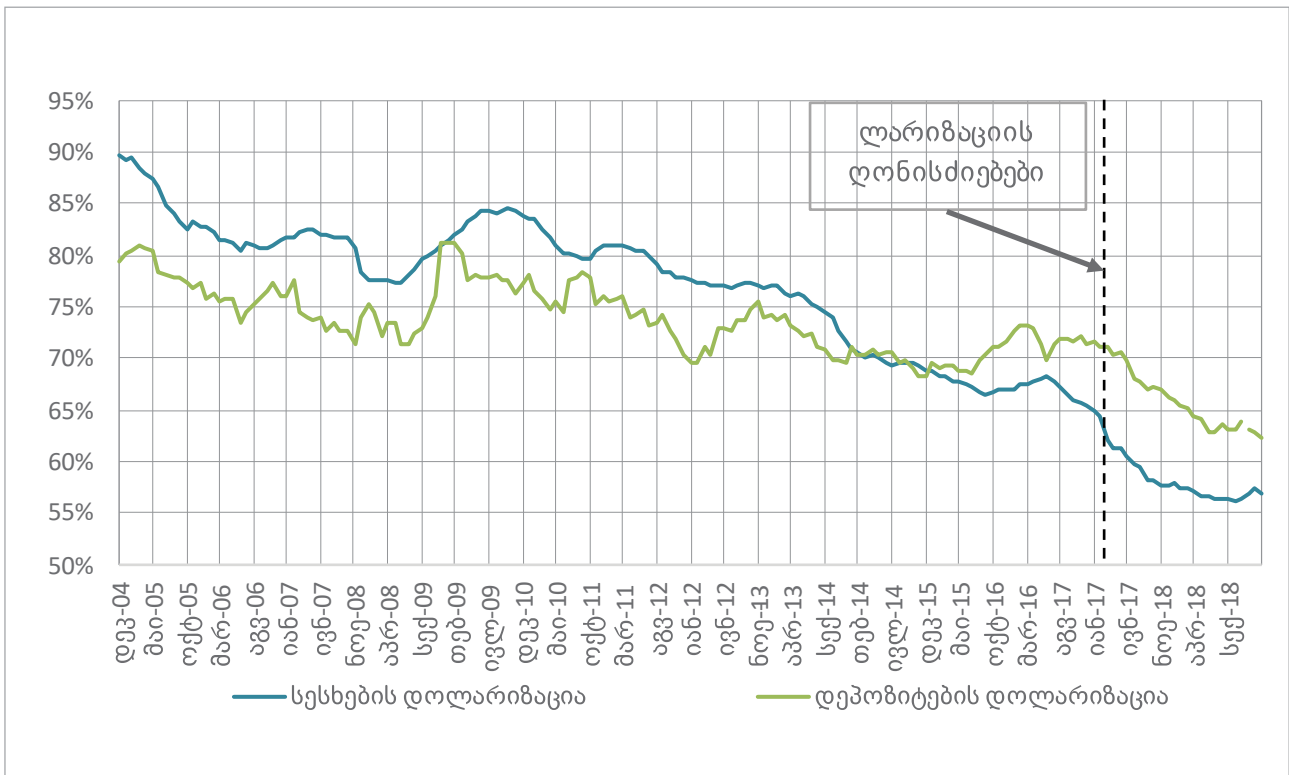
საქართველოს ეკონომიკის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან გამოწვევას დოლარიზაციის მაღალი დონე წარმოადგენს. 2019 წლის თებერვლის მდგომარეობით დეპოზიტების დოლარიზაცია 62.3 პროცენტს შეადგენს, ხოლო სესხების დოლარიზაცია - 56.8 პროცენტს (დიაგრამა 9).

საქართველოში დოლარიზაციის განვითარების რამდენიმე მიზეზი არსებობს, რომელიც ქვეყანაში მაკროეკონომიკური და პოლიტიკური არასტაბი-

ლურობის ისტორიულ გამოცდილებას უკავშირდება. 90-იან წლებში საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლის პერიოდში განვითარებული ჰიპერინფლაციისა და არასტაბილური პოლიტიკურ-ეკონომიკური მდგომარეობის შედეგად დაიკარგა ნდობა ეროვნული ვალუტისადმი. შედეგად, ეროვნული ვალუტის, როგორც დაზოგვის და გადახდის საშუალებად

გამოყენების ფუნქციები უცხოურმა ვალუტამ შეითავსა. ამავე პერიოდში განუვითარებელი ფინანსური ბაზრები ხელს უშლიდა ეკონომიკურ სუბიექტებს ესარგებლათ ეროვნული ვალუტის ფინანსური ინსტრუმენტებით. დეპოზიტების დოლარიზაციას უცხოეთიდან გამოგზავნილი ფულად ტრანსფერებზე მაღალი დამოკიდებულებაც განაპირობებს.

დიაგრამა №9
სესხებისა და დეპოზიტების დოლარიზაცია საქართველოში⁵



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ეროვნული ვალუტისადმი ნდობის გასაზრდელად საჭიროა ხანგრძლივი მაკროეკონომიკური მდგრადობა და სტაბილური ინფლაციის შენარჩუნება. თავის მხრივ, დაბალი და სტაბილური ინფლაციის უზრუნველყოფა საქართველოს ეროვნული ბანკის მთავარი მიზანია.

როგორც უკვე აღინიშნა, დოლარიზაცია წარმოქმნის ფინანსური სტაბილურობის რისკებს და ამცირებს მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას. აქედან გამომდინარე, ეროვნული ბანკის ერთ-ერთ მთავარ ამოცანას ლარიზაციის ზრდა წარმოადგენს.

2016 წელს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა და მთავრობამ ერთობლივად შეიმუშავეს ლარიზაციის მხარდამჭერი ღონისძიებები. ეროვნულმა ბანკმა მანამდეც გარკვეული ცვლილებები განახორციელა, რაც ლარიზაციის ზრდას უწყობდა ხელს. თუმცა გასათვალისწინებელია, რომ ლარიზაცია ხანგრძლივი პროცესია და სწორი და თანმიმდევრული ღონისძიებების გატარებასთან ერთად მისი დონე თანდათანობით გაიზრდება.

საერთაშორისო პრაქტიკაზე დაყრდნობით, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი მცურავ გაცვლით

5. გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით.



კურსთან ერთად დე-დოლარიზაციის მნიშვნელოვან წინაპირობას ქმნის. საქართველოში ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი 2009 წლიდან მოქმედებს. ინფლაციის თარგეთირებამ ფასები უფრო სტაბილური გახადა. 2009 წლიდან წლიური ინფლაცია საშუალოდ 3.4 პროცენტს უტოლდება. ამასთან, აუცილებელია მცურავი გაცვლითი კურსის შენარჩუნება, რომელიც საგარეო შოკების მშთანთქავ ფუნქციას ასრულებს და უზრუნველყოფს ეროვნული ვალუტით გამოხატული შემოსავლის სტაბილურობას უცხოური ვალუტით გამოხატულ შემოსავალთან შედარებით. დაბალი და სტაბილური ინფლაცია დროდადრო გაზრდის ეროვნული ვალუტისადმი ნდობას. ხოლო როგორც Hardy and Pazarbasioglu (2006) აღნიშნავს მცურავი გაცვლითი კურსი უცხოური ვალუტის სესხებსა და დეპოზიტებს ნაკლებად მიმზიდველს ხდის. მომავალი გაცვლითი კურსი არაპროგნოზირებადია და შესაძლებელია, როგორც ზრდის, ასევე შემცირების მიმართულებით შეიცვალოს. შესაბამისად, უცხოური ვალუტით დენომინირებული აქტივებისა და ვალდებულებების ფლობა სარისკოა.

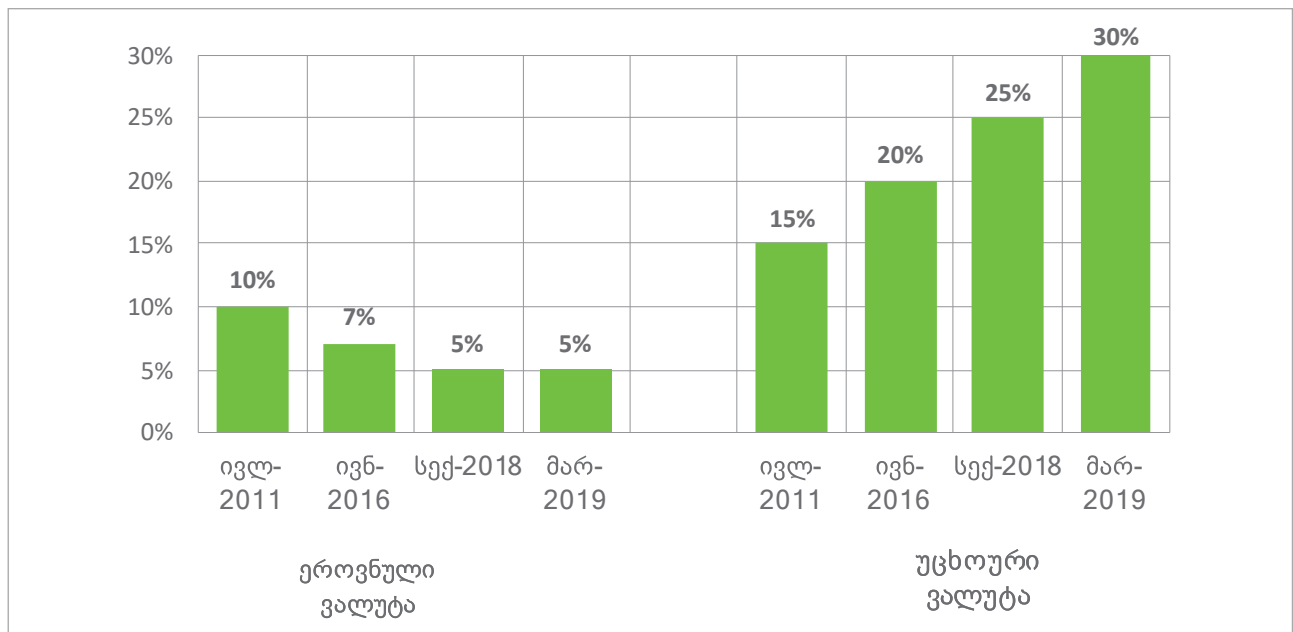
დოლარიზაციას საფინანსო სექტორის ლიკვიდობის მართვის გაუმჯობესებაც ამცირებს, რადგანაც ბანკები უფრო აქტიურად იყენებენ ადგილობრივი ვალუტის რესურსებს. ლარის ლიკვიდობის ეფექტიანი მართვით მცირდება მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის მერყეობა ბანკთაშორის ბაზარზე, რაც,

საბოლოოდ, გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს გადაეცემა. 2008 წელს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა ერთკვირიანი რეფინანსირების სესხები, ხოლო შემდგომ 2010 წელს მუდმივმოქმედი რეფინანსირების სესხები და ერთდღიანი სესხები/დეპოზიტები აამოქმედა. შედეგად, ბანკთაშორის ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა შემცირდა.

ეროვნული ვალუტის მიმზიდველობის გასაზრდელად მიზანშეწონილია სესხებზე საპროცენტო განაკვეთების სპრედის შემცირება. ამ მხრივ, ფართოდ გამოყენებული ინსტრუმენტია უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე ადგილობრივ ვალუტასთან შედარებით მაღალი სარეზერვო მოთხოვნების დაწესება. ამ შემთხვევაში ბანკებს უძვირდებათ უცხოური ვალუტით რესურსის მოზიდვის ხარჯები და ზრდიან საპროცენტო განაკვეთებს უცხოური ვალუტით გაცემულ სესხებზე. საქართველოში დიფერენცირებული სარეზერვო მოთხოვნები მოქმედებს და 2016 წელს განსხვავება კიდევ უფრო გაღრმავდა. უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნა 15%-დან 20%-მდე გაიზარდა, ხოლო ეროვნული ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე 10%-დან 7%-მდე შემცირდა, ხოლო დღეისთვის ეს მაჩვენებლები 30%-ის და 5%-ის დონეზეა, შესაბამისად (დიაგრამა 10).

დიაგრამა №10

მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნები საქართველოში (ერთ წლამდე ნარჩენი ვადიანობის სახსრებზე)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

2016 წელს საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა მთავრობასთან ერთად შეიმუშავა ლარიზაციის 10-პუნქტიანი გეგმა, რომელიც ლარის გრძელვადიანი რესურსის ხელმისაწვდომობის ზრდას, სავალუტო რისკების ადეკვატურ გადანაწილებასა და ლარით ფასდადების ხელშემწყობ ღონისძიებებს მოიცავს. საყურადღებოა, რომ სწორად მოხდეს სავალუტო რისკის შეფასება და ადეკვატური გადანაწილება ეკონომიკურ სუბიექტებს შორის. საქართველოში უცხოური ვალუტის სესხებით ძირითადად ისეთი მსესხებლები სარგებლობენ, რომლებიც შემოსავალს ეროვნული ვალუტით იღებენ. შესაბამისად, მსესხებლების მიერ არ ხდება სავალუტო რისკების გათვალისწინება გადაწყვეტილების მიღების დროს. აქედან გამომდინარე, 10-პუნქტიანი გეგმის ფარგლებში განხორციელდა საკანონმდებლო ცვლილება, რომლის მიხედვითაც 200,000 ლარამდე სესხების გაცემა მხოლოდ ეროვნული ვალუტით არის შესაძლებელი. აღნიშნული რეგულაციის მიზანია, იმ მსესხებლებიდან მომდინარე სისტემური რისკების შემცირება, რომელთაც არ აქვთ შესაძლებლობა შეაფასონ ან/და მართონ სავალუტო რისკი.

ლარიზაციის წასახალისებლად საჭიროა ბაზარზე გრძელვადიანი ლარის რესურსის არსებობა. ამისათვის კი მნიშვნელოვანია კაპიტალის ბაზრების განვითარება და ბაზარზე ეროვნული ვალუტით დენომინირებული გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების არსებობა. 2016 წელს ეროვნულმა ბანკმა და მთავრობამ შეიმუშავა კაპიტალის ბაზრების განვითარების ერთობლივი სტრატეგია. ამ კუთხით ეროვნული ბანკი გეგმავს გააფართოოს გირაოს ბაზა. კომერციული ბანკებისათვის ფინანსური გირაოს მოცულობის ზრდა ამცირებს ლიკვიდობის მართვის ხარჯებს. შესაბამისად, ბანკები უფრო აქტიურად სთავაზობენ მომხმარებლებს ლარის სესხებს დაბალი საპროცენტო განაკვეთებით. 2016 წელს ეროვნულმა ბანკმა გააფართოვა გირაოს ბაზა და მასში ლარით გამოშვებული კორპორატიული სასესხო ფასიანი ქაღალდები ჩართო. კორპორატიული ობლიგაციების გირაოდ გამოყენების შესაძლებლობა, რაც ასეთი ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობას ზრდის და კაპიტალის ბაზრის განვითარებას უწყობს ხელს. ლარის გრძელვადიანი რესურსის ზრდას საპენსიო რეფორმის განხორციელებაც შეუწყობს ხელს, რადგანაც გაიზრდება მოთხოვნა გრძელვადიანი ინსტრუმენტზე. შესაბამისად, კაპიტალის ბაზარზე

გრძელვადიანი ლარის რესურსი გაჩნდება. ამასთანავე, საპენსიო რეფორმა დანაზოგებს გაზრდის. შედეგად, შემცირდება სხვაობა ინვესტიციებსა და დანაზოგებს შორის, რაც მიმდინარე ანგარიშის ბალანსს გააუმჯობესებს.

ცალკე აღნიშვნის ღირსია, მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტების დანერგვა, რომელიც რისკისაგან დაუცველი მსესხებლისათვის (უცხოური ვალუტის სესხის შემთხვევაში) დამატებითი ბუფერების არსებობას უზრუნველყოფს. კერძოდ, ამოქმედდა სესხის მომსახურების მაქსიმალური კოეფიციენტები⁶, რომელიც რისკისგან დაუცველი (არაპეჯირებული) მსესხებლისათვის უფრო მკაცრია. ასევე კოეფიციენტები განსხვავებულია სხვადასხვა შემოსავლის მქონე მსესხებლებისათვის. ამას გარდა, ძალაში შევიდა სესხის უზრუნველყოფის მაქსიმალური კოეფიციენტები⁷, რომელიც უცხოური ვალუტის სესხებისათვის უფრო მკაცრია. კერძოდ, ლარში გაცემული სესხებისათვის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი უფრო მაღალია.

საქართველოში ლარიზაციის შემაფერხებელ კიდევ ერთ მიზეზს უძრავი ქონების ფასების აშშ დოლარით კოტირება წარმოადგენს. ასეთი ფასდადებიდან გამომდინარე ჩნდება სესხებისა და დეპოზიტების დოლარიზაციის სტიმულირება მოსახლეობის იმ ნაწილისათვის რომელთაც თანხა სწორედ უძრავი ქონების შესაძენად სჭირდებათ. მიუხედავად იმისა, რომ უძრავი ქონების ფასწარმოქმნა ეროვნული ვალუტით ხდება (მასზე მოთხოვნას წარმოქმნის ძირითადად ეროვნული ვალუტის შემოსავლის მქონე პირი და, ასევე, მშენებლობის ხარჯების დიდი ნაწილი ეროვნული ვალუტით არის დენომინირებული) წლების განმავლობაში ჩამოყალიბებული ჩვევების გამო, ბაზარზე ფასი უცხოური ვალუტით ცხადდება, რაც კურსის მერყეობის პირობებში ბაზრის მუშაობას აფერხებს. პერუს გამოცდილებიდან გამომდინარე, ისეთი რეგულაციების შემოღება, რომელიც უძრავი ქონების ფასებს ადგილობრივი ვალუტით შეცვლის, ხელს უწყობს დოლარიზაციის შემცირებას. საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ ორგანულ კანონში განხორციელდა ცვლილება, რომლის მიხედვითაც 2017 წლის პირველი ივლისიდან იურიდიული პირებისათვის ნებისმიერი საქონლის ან მომსახურების ფასის გამოცხადება სავალდებულოა ლარით.

6. მსესხებლის/თანამსესხებლის სესხზე ჯამური ყოველთვიური გადასახდევლებისა და ყოველთვიური წმინდა შემოსავლების თანაფარდობა.
7. უძრავი ქონებით უზრუნველყოფილი სესხ(ებ)ის და იმ უძრავი ქონების სახით არსებული უზრუნველყოფის საშუალების საბაზრო ღირებულების თანაფარდობა, რომელიც გამოიყენება აღნიშნული სესხ(ებ)ის უზრუნველსაყოფად.



ცხრილი №2:
ლარიზაციის 10-პუნქტიანი გეგმა

ლარის გრძელვადიანი სესხების ხელმისაწვდომობის ზრდა	
1	კომერციულ ბანკებს უნდა ჰქონდეთ საკმარისი ლიკვიდური აქტივები მოკლევადიანი დეპოზიტების გრძელვადიან სესხებად გადასაქცევად. ეროვნული ბანკი გეგმავს გაზარდოს გადაცემის მექანიზმის მოქნილობა და გააფართოოს გირაოს ბაზა.
2	საერთაშორისო სავალუტო ფონდის რეკომენდაციის შესაბამისად, ეროვნული ბანკი გეგმავს, შემოიღოს ბაზელ III-ის შესაბამისი ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტი, სადაც უპირატესობა ექნება ეროვნულ ვალუტას.
3	კაპიტალის ბაზრების განვითარებისათვის აუცილებელია კომპანიებს შეეძლოთ გრძელვადიანი ობლიგაციების გამოშვება და კაპიტალის მიღება. საქართველოს მთავრობამ და ეროვნულმა ბანკმა შეიმუშავეს ერთობლივი სტრატეგია და ერთობლივად მიმდინარეობს მისი განხორციელება.
4	კაპიტალის ბაზრის განვითარების წინაპირობაა განვითარებული ადგილობრივი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. საქართველოს მთავრობა, ეროვნულ ბანკთან ერთად, გააგრძელებს ამ მიმართულებით ნაბიჯების გადადგმას. კერძოდ, დაიწყება ა) მაღალი ლიკვიდურობის მქონე ფასიანი ქაღალდების გამოშვება (ე.წ. "ბენჩმარკ" ქაღალდები), რომლის მთავარი მახასიათებელია მაღალი ლიკვიდობა და წინასწარ პროგნოზირებადობა და რომლის შედეგადაც ბაზრის მონაწილეებს ეცოდინებათ შემდეგი ხუთი წლის განმავლობაში სავარაუდო ემისიის კალენდარი. ბ) ამუშავდება პირველადი დილერების ინსტიტუტი, რაც ნიშნავს, რომ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების პირველად აუქციონზე მონაწილე ბანკებს ექნებათ ვალდებულება ხელი შეუწყონ მეორადი ბაზრის ლიკვიდურობას ბაზრის ყველა მონაწილისათვის.
5	საპენსიო რეფორმის განხორციელება, ერთი მხრივ, გაზარდოს სოციალურ უსაფრთხოებას, და ამავე დროს, ხელს შეუწყობს ეკონომიკურ ზრდას, რადგან გაიზრდება მოთხოვნა გრძელვადიან ინსტრუმენტებზე, რაც განაპირობებს ლარის გრძელვადიანი რესურსის ზრდას.
სავალუტო რისკების ადეკვატური გადანაწილება	
6	იმისათვის რომ მსესხებელი დაცული იყოს სავალუტო რისკებისაგან, განხორციელდა საკანონმდებლო ცვლილება, რომლის შედეგად მცირე ზომის სესხები (100 ათას ლარამდე 2017 წლის 17 იანვრიდან, ხოლო 200 ათას ლარამდე 2019 წლიდან) გაიცემა მხოლოდ ეროვნული ვალუტით.
7	მთავრობამ, ეროვნულ ბანკთან ერთად, განახორციელა ერთჯერადი სესხების გალარების პროგრამა, რომლის მიხედვითაც ხელი შეეწყო 2015 წლის 1 იანვრამდე გაცემული სესხების გალარებას. ეს წარმოადგენდა ერთჯერად სოციალურ ღონისძიებას იმ მსესხებლებისათვის, ვინც ყველაზე მეტად დაზარალდა გაცვლითი კურსის გაუფასურებით.
8	საერთაშორისო სავალუტო ფონდის რეკომენდაციის შესაბამისად, ეროვნული ბანკი მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტების მეშვეობით უზრუნველყოფს სავალუტო რისკისგან დაუცველ (არაპევირებულ) მსესხებლებზე უცხოურ ვალუტაში სესხების შემთხვევაში ადეკვატური ბუფერების არსებობას.
ლარით ფასდადება	
9	საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ ორგანულ კანონში განხორციელდა ცვლილება, რომლის მიხედვითაც, 2017 წლის პირველი ივლისიდან იურიდიული პირებისათვის ნებისმიერი საქონლის ან მომსახურების ფასის გამოქვეყნება სავალდებულო არის მხოლოდ ლარით.
10	მთავრობისა და ეროვნული ბანკის ხელშეწყობით, კომერციულ ბანკებში დაინერგება უძრავი ქონების ყიდვა-გაყიდვის დაცული მომსახურება (ე.წ. "escrow" მომსახურება), რომელიც მიზნად ისახავს უძრავი ქონების ყიდვა-გაყიდვისას საფასურის გადახდისა და ქონების დასაკუთრებასთან დაკავშირებული რისკების აცილებასა და ხარჯების შემცირებას როგორც გამყიდველისთვის ასევე მყიდველისთვის. აღნიშნული მომსახურება განხორციელდება საჯარო რეესტრთან თანამშრომლობით და მომხმარებლისთვის იქნება ნებაყოფლობითი. ეს სერვისი დამატებითი სტიმული იქნება უძრავი ქონების ლარით ანგარიშსწორებისათვის.

საქართველოსათვის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ამოცანას სამთავრობო ანგარიშის დოლარიზაციის შემცირებაც წარმოადგენს, რადგანაც საგარეო ვალდებულებები სახელმწიფო ვალის დაფინანსების ძირითადი წყაროა. ამ მხრივ მნიშვნელოვანია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება. მაღალლიკვიდური ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ასევე ხელს შეუწყობს კერძო ფასიანი ქაღალდების განვითარებასაც. 2009 წლიდან საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ ფასიანი ქაღალდების გამოშვება დაიწყო. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ემისია რეგულარულად ხორციელდება და ვადიანობა ნახევრიდან 10-წლამდე არის განსაზღვრული. ლარის ბაზრის განვითარებისათვის საჭიროა ფასიანი ქაღალდების ემისიის გაზრდა, რაც ასევე ბიუჯეტის დეფიციტის საშინაო ვალდებულებებით დაფინანსებას გაზრდის.

ლარიზაციის განხორციელებაში განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს ეროვნული ბანკის მიმართ სანდოობის მაღალი დონე. ამ მიზნით ეროვნული ბანკი ბოლო წლების განმავლობაში აუმჯობესებს საზოგადოებასთან კომუნიკაციის სხვადასხვა არხებს. ეროვნულმა ბანკმა გაზარდა მედია საშუალებების ჩართულობა მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციაში. ეროვნული ბანკის საქმიანობისა და ამოცანების შესახებ საზოგადოებრივი ცნობადობის გასაზრდელად ტარდება შეხვედრები ანალიტიკოსებთან, სტუდენტებთან და ფინანსური სექტორის წარმომადგენლებთან. ასევე, მოსახლეობის ფინანსური განათლების ამაღლებით ერთ-ერთი ეროვნული ბანკი აქტიურად არის ჩართული

სხვადასხვა საგანმანათლებლო ვიდეოებისა და რეპორტების გამოცემაში.

საბოლოოდ, საქართველოში არსებული მაკროეკონომიკური ვითარებიდან გამომდინარე შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ დე-დოლარიზაციის მნიშვნელოვანი წინაპირობა არსებობს. ბოლო წლების განმავლობაში ინფლაციის სტაბილურობა თანდათანობით გაზრდის ნდობას ეროვნული ვალუტის მიმართ. ასევე, ხელისშემწყობი ფაქტორია მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის არსებობა, რაც ორმხრივი სავალუტო რისკების გამო უცხოური ვალუტის დეპოზიტებსა და სესხებს ნაკლებად მიმზიდველს ხდის. როგორც საერთაშორისო გამოცდილების ანალიზი ცხადყოფს, პირველ ეტაპზე დოლარიზაციის შესამცირებლად აუცილებელია სწორედ მაკროეკონომიკური სტაბილურობის არსებობა. აქედან გამომდინარე, ამ ეტაპზე შესაძლებელი იყო დამატებითი ინსტრუმენტების ამოქმედება. შესაბამისად, ეროვნულმა ბანკმა საქართველოს მთვარობასთან ერთად დაიწყო ლარიზაციის ხელშემწყობი ახალი ღონისძიებების განხორციელება. ლარიზაციის პროცესი უკვე აისახა საბანკო მაჩვენებლებზე. 2017 წლის დასაწყისიდან სესხების დოლარიზაციის მაჩვენებელი 8.5 პროცენტული პუნქტით, ხოლო დეპოზიტების დოლარიზაციის მაჩვენებელი 9.1 პროცენტული პუნქტით შემცირდა. ამასთანავე, უნდა აღინიშნოს, რომ დე-დოლარიზაცია ხანგრძლივი პროცესია და თანმიმდევრული ღონისძიებების განხორციელების შედეგად მისი დონე თანდათანობით შემცირდება.



ბიბლიოგრაფია

1. Balino, T., Bennet, A. and Borensztein, E. (1999). Monetary Policy in Dollarized Economies. International Monetary Fund Occasional Paper
2. Castillo, B, Vega, V, Serrano E. and Burga, C. (2016). De-dollarization of Credit in Peru: the Role of Unconventional Monetary Policy Tools. Central Reserve Bank of Peru
3. Catão, L. and Terrones, M. (2016). Financial De-Dollarization: A Global Perspective and the Peruvian Experience. International Monetary Fund Working Paper WP/16/97
4. Chailloux, A. Ohnsorge, F. and Vavra, A. (2010). Euroisation in Serbia. European Bank of Reconstruction and Development Working Paper No. 120
5. Galindo, A. and Leiderman, L. (2005). Living with Dollarization and the Route to Dedollarization. Inter-American Development Bank Working Paper #526
6. Ebrill, L., Chopra, A., Christofides, C., Mylonas, P., Otker, I., and Schwartz, G. (1994). Poland The Path to a Market Economy. International Monetary Fund Occasional Paper
7. Hardy, D. and Pazarbasioglu, C. (2006). De-dollarization the Hard Way. Financial Dollarization—The Policy Agenda, Procyclicality of Financial Systems in Asia, pp. 273-308
8. Horton. M.; Samiei, H.; Epstein. N and Kevin R. (2015). Exchange Rate Developments and Policies in the Caucasus and Central Asia. International Monetary Fund
9. Ize, A., and E. L. Yeyati (1998). Dollarization of Financial Intermediation: Causes and Policy Implications. IMF Working Paper, WP/98/28
10. Ize, A., and E. L. Yeyati (2003). Financial Dollarization. Journal of International Economics, Vol. 59, pp. 323–347
11. Ize, A., and E. L. Yeyati (2005). Financial Dollarization: Is It for Real? IMF Working Paper WP/05/187
12. Kokenyne, A.; Ley, J.,; and Veyrune, R. (2010). Dedollarization. International Monetary Fund Working Paper
13. Martin, S. (2015). Monetary Policy Analysis in Serbia. Journal of Central Banking Theory and Practice, vol. 3, pp. 147-180
14. Mecagni, M.; Corrales, S.; Dridi, J.; Garcia-Verdu, R.; Imam, P.; Matz, J.; Macario, C.; Maino, R.; Mu, Y.; Moheput, A.; Narita, F.; Pani, M.; Rosales, M.; Weber, S.; and Yehoue E. (2015). Dollarization in Sub-Saharan Africa. International Monetary Fund
15. Mercedes Garcia-Escribano, (2010). Peru: Drivers to De-dollarization; International Monetary Fund Working Paper
16. Memorandum on the strategy of Dinarisation of the Serbian Financial System. National Bank of Serbia, Government of the Republic of Serbia.
17. Naceur, S, Hosny, A., and Hadjian, G. (2015). How to De-Dollarize Financial Systems in the Caucasus and Central Asia?. International Monetary Fund Working Paper
18. Offenbacher, E. and Stein, R. (2003). Dollarisation and Indexation in Israel’s Inflation and Disinflation: ‘There’s more than one way to skin a cat’. Comparative Economic Studies, 2003, 45, (278–305)
19. Otker-Robe, I, Vavra, D. and team of economists (2007). Moving to Greater Exchange Rate Flexibility Operational Aspects Based on Lessons From Detailed Country Experiences. International Monetary Fund
20. Reinhart, C., R. Rogoff, and M. Savastano, (2003). Addicted to Dollars. NBER Working Paper No. 10015 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).
21. Savastano, M., (1996). Dollarization in Latin America: Recent Evidence and Some Policy Issues. IMF Working Paper 96/4 (Washington: International Monetary Fund).
22. Smearman, J., Aracena, R. (2015). Peru: The De-Dollarization Push. Institute of International Finance Windischbauer. U. (2016). Strengthening the Role of Local Currencies in EU candidate and Potential Candidate Countries. European Central Bank Occasional Paper Series, No 170
23. Yeyati, E. L (2006). Financial Dollarization: Evaluating the Consequences. Economic Policy, Vol. 21, No. 45, pp. 61-118
24. Otker-Robe, and Vavra, . (2007). Exchange Rate Flexibility Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country Experiences. International Monetary Fund Occasional Paper
24. Sahay, R. and Vegh, C. (1995). Dollarization in transition economies: Evidence and policy implications. IMF Working Paper, WP/95/96