



მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2025 - 2029

საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო
თბილისი, 2025

შინაარსი

შესავალი	3
სტრატეგიის არეალი და მიზნები	4
მიმართულება 1. მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობის მაჩვენებლის მდგრადობის შენარჩუნება.	5
მიმართულება 2. მთავრობის ვალის პორტფელში ლარში დენომინირებული ვალის წილის ჯანსაღ დონეზე შენარჩუნება.	8
მიმართულება 3. საგარეო სესხების განვითარებაზე ორიენტირებულობის ზრდა.	11
მიმართულება 4. მთავრობის ვალის პორტფელის ხარჯის და რისკის ოპტიმიზაცია. ..	14
მიმართულება 5. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.	17
სტრატეგიული მიზნები და მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების საპროგნოზო მონაცემები 2025-2029	20
მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2024-2027-ის ფარგლებში განხორციელებული ლონისძიებები.	22
დანართი 1: სცენარების ანალიზი	24
დანართი 2: ვალის უსაფრთხო დონე.	26
დანართი 3: მაკროეკონომიკური მიმოხილვა	28
დანართი 4: მთავრობის ვალის პორტფელის აღწერა.	29

შესავალი

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტი მოიცავს მთავრობის ვალის მართვის ძირითად მიმართულებებსა და მიზნებს 2025-2029¹ წლებისთვის. სტრატეგია ასახავს საქართველოს მთავრობის გეგმას, რომელმაც უნდა უზრუნველყოს ვალის მართვის ეფექტიანი პოლიტიკის გატარება და მიზნების მიღწევა. დოკუმენტში ასევე მოცემულია მთავრობის მხრიდან 2024-2027 წლების სტრატეგიის მიზნების მისაღწევად გატარებული ღონისძიებები. მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია არის საჯარო დოკუმენტი, რომელიც უზრუნველყოფს მთავრობის ვალის მართვის პოლიტიკის გამჭვირვალობას და აღნიშნულ საკითხზე კრედიტორების, ინვესტორების, სარეიტინგო სააგენტოების და საზოგადოების ინფორმირებულობის ზრდას.

„სახელმწიფო ვალის შესახებ“ საქართველოს კანონის თანახმად, საქართველოს სახელით სესხის აღება და კრედიტებისათვის სახელმწიფო გარანტიების გაცემა ხდება საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ, საქართველოს მთავრობის თანხმობით და საქართველოს ეროვნულ ბანკთან კონსულტაციით. საქართველოს მთავრობა ფინანსურ რესურსებს იზიდავს ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისაგან², ასევე, საერთაშორისო და ადგილობრივი ბაზრებიდან ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით.

გასათვალისწინებელია, რომ მსოფლიო ბანკის კლასიფიკაციის შესაბამისად საქართველო ამჟამად შედის საშუალოზე მაღალი შემოსავლის მქონე (Upper Middle Income) ქვეყანათა ჯგუფში³. მოსალოდნელია, რომ საქართველოს შეღავათიან დაფინანსებაზე⁴ წვდომა ექნება საშუალოვადიანი პერიოდის განმავლობაში, მაგრამ გრძელვადიან პერსპექტივაში, ქვეყნის ეკონომიკის ზრდასთან ერთად, შეღავათიან სესხებზე ხელმისაწვდომობა თანდათან შემცირდება. ამასთანავე, აღსანიშნავია რომ გლობალური გამოწვევების ფონზე საპროცენტო განაკვეთები საგარეო დაფინანსებაზე მნიშვნელოვნად გაიზარდა და მოსალოდნელია საშუალოვადიან პერიოდში გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთების შენარჩუნება. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია ადგილობრივი ბაზრის განვითარება, რომ საჭიროების შემთხვევაში განხორციელდეს საგარეო დაფინანსების ეტაპობრივად ჩანაცვლება ადგილობრივი ბაზრის ინსტრუმენტებით და ამავდროულად ფინანსური რესურსების ხელმისაწვდომობის დივერსიფიკაციისთვის, გაიზარდოს საქართველოს ცნობადობა საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე.

¹ მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2025-2029 დოკუმენტი აერთიანებს 2025-2028 და 2026-2029 წლების მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტებს.

² საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტები და პარტნიორი ქვეყნები.

³ <https://data.worldbank.org/country/georgia>

⁴ შეღავათიან სესხებს აქვთ დაბალი საპროცენტო განაკვეთი საბაზრო პროცენტთან შედარებით.

სტრატეგიის არეალი და მიზნები

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტი ვრცელდება ვალის მაჩვენებელზე, რომელიც მოიცავს:

1. საქართველოს მთავრობის ვალს, რომელიც განმარტებულია ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ საქართველოს ორგანული კანონით. კერძოდ, ა) „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებულ სახელმწიფო ვალზე, გარდა საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ აღებული ვალდებულებებისა და ბ) საბიუჯეტო ორგანიზაციების (მ.შ. სამთავრობო სექტორს მიკუთვნებული სახელმწიფო საწარმოები) სესხის სახით აღებულ ვალზე, გარდა საბიუჯეტო ორგანიზაციებიდან აღებული ვალისა.
2. საჯარო და კერძო თანამშრომლობის (PPP) ვალდებულებებს, რომელიც წარმოადგენს „საჯარო და კერძო თანამშრომლობის შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებული საჯარო და კერძო თანამშრომლობის ძირითადი პრინციპებისა და კრიტერიუმების შესაბამისი პროექტების ფარგლებში აღებული ვალდებულებების მიმდინარე ღირებულებას⁵.

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის სტრატეგიულ მიმართულებებს წარმოადგენს შემდეგი მიმართულებები:

- მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობის მაჩვენებლის მდგრადობის შენარჩუნება;
- მთავრობის ვალის პორტფელში ლარში დენომინირებული ვალის წილის ჯანსაღ მაჩვენებელზე შენარჩუნება;
- საგარეო სესხების განვითარებაზე ორიენტირებულობის ზრდა;
- მთავრობის ვალის პორტფელის ხარჯის და რისკის ოპტიმიზაცია;
- სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.

სტრატეგია ორიენტირებულია ზემოთ აღნიშნულ ხუთ მიმართულებაზე, თითოეული მიმართულებით განსაზღვრავს მიზნობრივ მაჩვენებლებს და ადგენს მათი მიღწევის გეგმას.

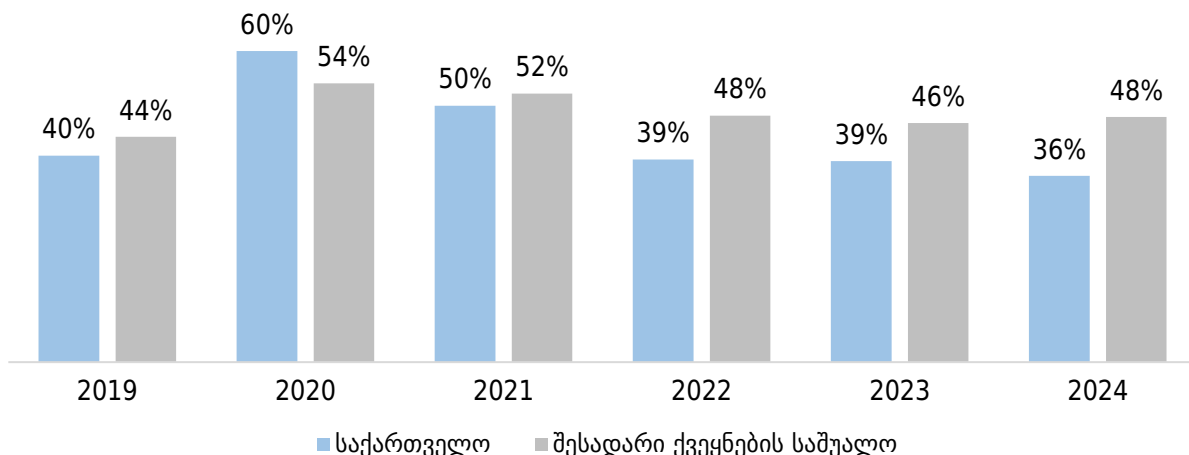
⁵ აღნიშნული კომპონენტი გაითვალისწინება მხოლოდ ვალის მშპ-თან ფარდობის გაანგარიშებაში.

მიმართულება 1. მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობის მაჩვენებლის მდგრადობის შენარჩუნება.

აღნიშნული მიმართულების ფარგლებში ვალის მშპ-თან ფარდობის მაჩვენებლის უსაფრთხო დონედ განსაზღვრულია 40-45% (დანართი 2).

პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური შოკის შედეგად, 2020 წლის ბოლოსთვის მსოფლიოს ქვეყნების უმრავლესობას, მათ შორის საქართველოს მნიშვნელოვნად გაეზარდა ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებელი. შემდგომმა ეკონომიკურმა აღმავლობამ კი აღნიშნული მაჩვენებლის დაღმავალ ტენდენციაზე გადასვლა განაპირობა. რამდენადაც 2020 წელს შესადარი ქვეყანათა ჯგუფისთვის (აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნები⁶) დიდი იყო ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებლის ზრდის ეფექტი (10 პპ), შემდგომ წლებში აღნიშნული მაჩვენებლის კლების სისწრაფის თვალსაზრისით, არაერთგვაროვანი დინამიკა აღინიშნებოდა (6 პპ).

დიაგრამა 1. ვალის მშპ-თან ფარდობის დინამიკა საქართველოში და შესადარ ქვეყნებში 2019-2024 წწ.



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (WEO)

2020 წელს საქართველოს მთავრობის ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებლის მკვეთრი ზრდა (20 პპ) გარკვეულწილად გამოწვეული იყო ეკონომიკური ზრდის და გაცვლითი კურსის ნეგატიური განვითარების შედეგად. შემდგომი კლების (24 პპ) განმაპირობებელ ფაქტორებში გარდა ეკონომიკური აღმასვლისა და გაცვლითი კურსის

⁶ შესადარი ქვეყნები: ალბანეთი, სომხეთი, აზერბაიჯანი, ბოსნია და ჰერცეგოვინა, ბულგარეთი, ხორვატია, ჩეხეთის რესპუბლიკა, ესტონეთი, უნგრეთი, ლატვია, ლიეტუვა, მოლდოვა, მონტენეგრო, ჩრდილოეთ მაკედონია, პოლონეთი, რუმინეთი, სერბეთი, სლოვაკეთის რესპუბლიკა, სლოვენია.

გამყარებისა, დამატებით აღსანიშნავია მთავრობის მიერ გატარებული ხარჯების კონსოლიდაციის პოლიტიკა. აღსანიშნავია რომ, თუ პანდემიამდე, საქართველოს მთავრობის ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებელი მცირედით ნაკლები იყო რეგიონის ქვეყნების იმავე მაჩვენებლების საშუალოზე და პანდემიის პირობებში მნიშვნელოვნად გადააჭარბა მას, პანდემიის შემდგომ, 2024 წლის ბოლოსთვის, მნიშვნელოვნად ჩამოსცდა რეგიონის ქვეყნების შესაბამის საშუალო მაჩვენებელს.

აღნიშნული სტრატეგიული მიმართულების ფარგლებში ჩატარდა 2025-2029 წლებისთვის ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსების სტრატეგიების ალტერნატიული სცენარების შედარებითი ანალიზი (დანართი 1). შედეგად შერჩეული სცენარის მიხედვით, ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსება ფისკალური ბუფერით⁷ და ადგილობრივი და საგარეო წყაროებიდან მოზიდული წმინდა ფინანსური რესურსით განხორციელდება შემდეგნაირად:

ცხრილი 1. მთლიანი ფინანსური საჭიროებების დაფინანსება წყაროების მიხედვით 2025 – 2029 წწ. (მლნ ლარი)

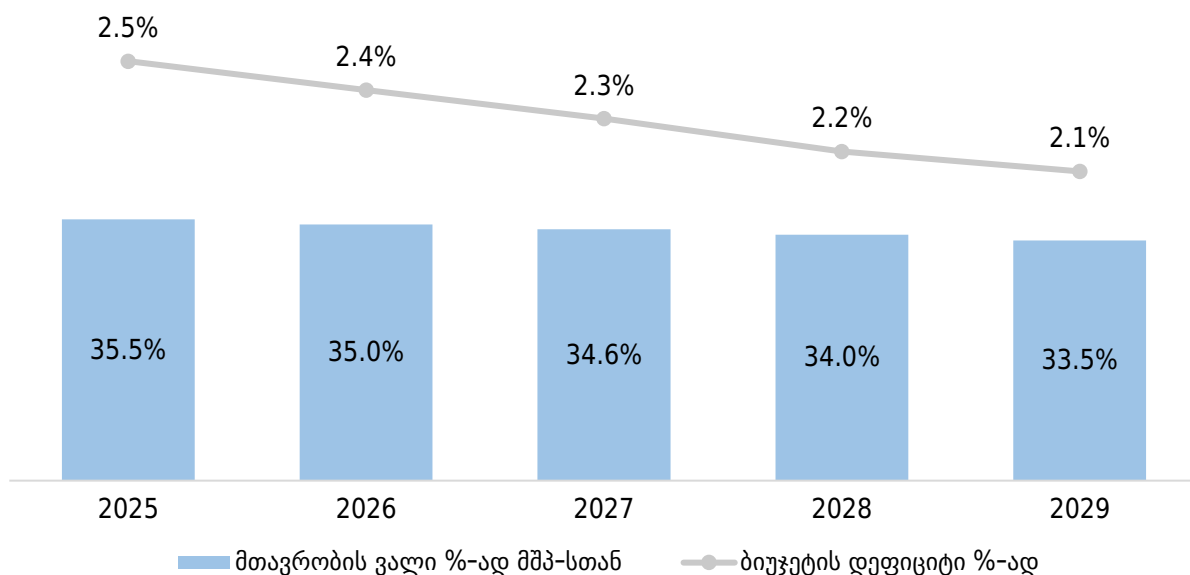
	2025	2026	2027	2028	2028
საშინაო ვალის წმინდა ზრდა	1 530	1 570	1 665	1 760	1 855
საგარეო ვალის წმინდა ზრდა	456	790	900	940	980
დეპოზიტებზე ნაშთის და სხვა ფინანსური აქტივების შემცირება	508	185	85	90	100

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

შედეგად, 2025-2029 წლებისთვის მთავრობის ვალის და ბიუჯეტის დეფიციტის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებლების დინამიკას შემდეგი ფორმა აქვს:

⁷ ფისკალური ბუფერი - ნაერთი ბიუჯეტის ნაშთი

დიაგრამა 2. მთავრობის ვალის⁸ და ბიუჯეტის დეფიციტის მშპ-თან ფარდობის საპროგნოზო დინამიკა 2025-2029 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

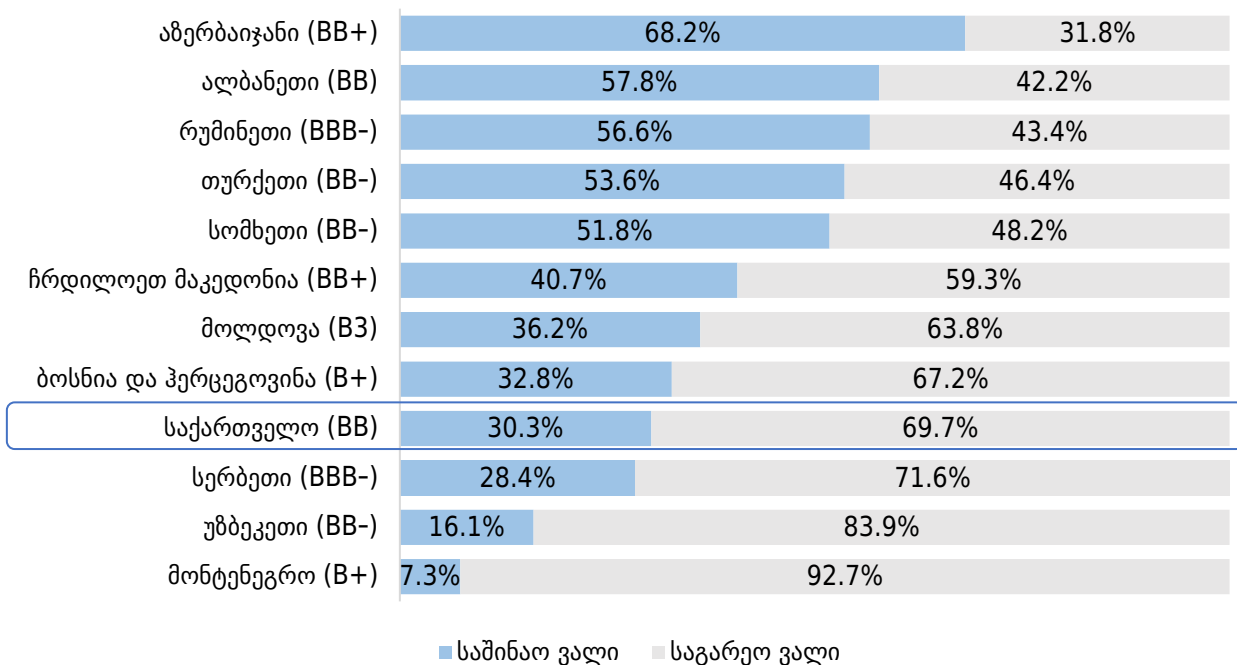
⁸ მთავრობის ვალის მოსალოდნელი ნაშთი დაანგარიშებულია PPP ვალდებულებების გათვალისწინებით

მიმართულება 2. მთავრობის ვალის პორტფელში ლარში დენომინირებული ვალის წილის ჯანსაღ დონეზე შენარჩუნება.

აღნიშნული მიმართულების მიზნობრივ ნიშნულად, საშუალოვადიან პერიოდში, განსაზღვრულია მთავრობის ვალის პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილის 65%-მდე შემცირება.

უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილი საქართველოს მთავრობის ვალის მართვის მნიშვნელოვან გამონკვევას წარმოადგენს. უნდა აღინიშნოს, რომ გასული 3 წლის განმავლობაში პორტფელის დოლარიზაციის მაჩვენებელი 10 პპ-ით, ისტორიულ მინიმუმამდე, 69.7%-მდე შემცირდა. თუმცა, რეგიონის ქვეყნებთან შედარებით, უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილის მაჩვენებელი მთავრობის ვალის მთლიან პორტფელში მაინც მაღალია და მისი შემცირება მთავრობის ვალის მართვის ერთ-ერთ გამონკვევად რჩება (დიაგრამა 3).

დიაგრამა 3. ადგილობრივ და უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული მთავრობის ვალის წილი მთლიან პორტფელში სხვადასხვა ქვეყნებისთვის 2024 წლის ბოლოს მდგომარეობით



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებელი ქვეყნის კრედიტუნარიანობის ერთ-ერთი მთავარი ინდიკატორია. განვითარებული ქვეყნების უმეტესობას ვალის მშპ-თან შეფარდების მაღალი მაჩვენებელი აქვს, თუმცა ვალის პორტფელის მნიშვნელოვანი

ნაწილის ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირების ან/და უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალიდან მომდინარე რისკების ჰეჯირების ინსტრუმენტებით განეიტრალების გამო, მათი კრედიტუნარიანობის საკითხი კითხვის ნიშნის ქვეშ არ დგება.

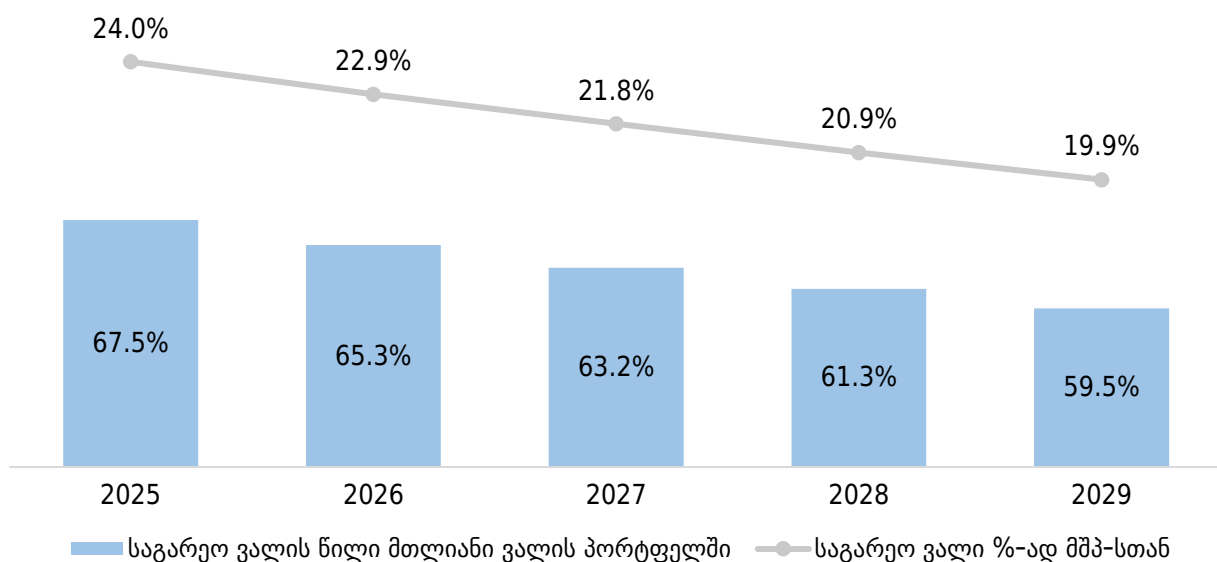
მთავრობის ვალის პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილის მაღალი მაჩვენებელი უარყოფითად მოქმედებს ქვეყნის სუვერენულ რეიტინგზე, და ამავედროულად, აფერხებს ვალის მართვის პოლიტიკის ეფექტიანობას.

უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხები, კომერციულ განაკვეთებთან შედარებით, უფრო დაბალი საპროცენტო განაკვეთებით⁹ ხასიათდება. თუმცა, ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებასთან ერთად, ასეთი შეღავათიანი დაფინანსების ხელმისაწვდომობა თანდათან შემცირდება. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია შეღავათიან დაფინანსებაზე არსებული წვდომის მაქსიმალურად გამოყენება და ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისგან ფინანსური რესურსების მოზიდვა საინვესტიციო-ინფრასტრუქტურული პროექტების დაფინანსების, ასევე სხვადასხვა სტრუქტურული რეფორმების ხელშეწყობის მიზნით. პარალელურად, მნიშვნელოვანია გაძლიერდეს მუშაობა, კომერციულ დაფინანსებაზე თანმიმდევრული და ეტაპობრივი გადასვლის მიზნით, პოტენციური შესაძლებლობების შესწავლაზე. ამისთვის კი საჭიროა ქვეყნის წინასწარი მომზადება და საერთაშორისო ბაზრებზე მისი ცნობადობის ზრდა. აღნიშნულის უზრუნველსაყოფად, ფინანსთა სამინისტრო შეისწავლის საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებზე არსებულ შესაძლებლობებს რაც თავის მხრივ გაზრდის როგორც გეოგრაფიულ ისე სავალუტო დივერსიფიკაციას.

სტრატეგიის მაკროეკონომიკური დაშვებების (ცხრილი 3) გათვალისწინებით, პორტფელში საგარეო ვალის წილის და საგარეო ვალის მშპ-თან შეფარდების საპროგნოზო დინამიკა წარმოდგენილია დიაგრამაზე.

⁹ თუმცა გასათვალისწინებელია აღნიშნული სესხების გაცვლითი კურსების მერყეობიდან მომდინარე რისკები.

დიაგრამა 4. საგარეო ვალის წილი მთლიანი ვალის პორტფელში და მშპ-თან მიმართებით 2025-2029 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

ზემოხსენებული ორივე მიზნობრივი მაჩვენებელი მეტწილად გაცვლითი კურსის მერყეობაზეა დამოკიდებული. გარდა აღნიშნული „ბუნებრივი“ ლარიზაციისა, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო მთავრობის ვალის პორტფელში საგარეო ვალის წილის შემცირების დინამიკის ხელშეწყობისთვის, განიხილავს სავალუტო რისკების ჰეჯირებას და ამ გზით ლარიზაციის აქსელერაციას.

მიმართულება 3. საგარეო სესხების განვითარებაზე ორიენტირებულობის ზრდა.

აღნიშნული მიმართულება მოიცავს ახალი პროექტების ეფექტიანობის და მნიშვნელობის შეფასებას და გადასესხების პრაქტიკას.

საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებისაგან და ორმხრივი განვითარების პარტნიორებისაგან საქართველო იღებს ორი სახის სესხებს: პირველი, საინვესტიციო სესხები და მეორე, პროგრამული ანუ რეფორმის დასაფინანსებლად აღებული საბიუჯეტო სესხები.

პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხების მაღალი წილის გამო და ვალის ლარიზაციის მიზნიდან გამომდინარე, აღნიშნული მიმართულებით ვალის მართვის სტრატეგიის მიზანია გაგრძელდეს ფოკუსირება მხოლოდ მაღალი ტრანსფორმაციული ეფექტის მქონე სესხებზე. მიუხედავად ამ მიდგომისა, საშუალოვადიან პერიოდში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხები მთლიანი დაფინანსების საჭიროების დაფარვის მნიშვნელოვან წყაროდ დარჩება. თუმცა, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო განიხილავს განვითარების საერთაშორისო პარტნიორებისგან ლარში დენომინირებული სესხების აღებას. იმის გათვალისწინებით რომ, ლარი საერთაშორისო ბაზარზე ლიკვიდობით არ ხასიათდება, აღნიშნული ინსტრუმენტი შედარებით მაღალი საპროცენტო განაკვეთით იქნება ხელმისაწვდომი, თუმცა მნიშვნელოვან კონტრიბუციას იქონიებს სავალუტო რისკების შემცირებაში.

აღნიშნული სტრატეგიული მიზნის მისაღწევად სესხის აღება მოხდება შემდეგი ძირითადი პრინციპების დაცვით:

საინვესტიციო სესხებისათვის:

- **საინვესტიციო სესხების აღება მოხდება მეტწილად დიდი და კომპლექსური პროექტებისთვის.** ეს არის პროექტები, რომლის ფარგლებშიც სამუშაოების მაღალი სტანდარტით შესასრულებლად საჭიროა პროექტის განხორციელებაში განვითარების პარტნიორების მხარდაჭერა, და რომელთაც თან ახლავს ექსპერტიზა და ცოდნის გაზიარება. საინვესტიციო სესხის აღების მთავარი სარგებელი არის არა მხოლოდ ფინანსური რესურსის მოზიდვა, არამედ ის მხარდაჭერა, რომელმაც ხელი უნდა შეუწეოს პროექტის შესაბამისი სტანდარტებით განხორციელებას. შესაბამისად, მთავრობა მაქსიმალურად შეზღუდავს საგარეო რესურსიდან სესხის აღებას ისეთი ახალი საინვესტიციო პროექტებისთვის, რომელთა განხორციელებაც იმავე წარმატებით და ეფექტიანობით არის შესაძლებელი ბიუჯეტის საკუთარი რესურსების გამოყენებით;

- **აუცილებელია, თითოეული საინვესტიციო სესხის ფარგლებში ყოველი პროექტისათვის არსებობდეს მისი ეფექტიანობის შესახებ დადებითი შეფასება.** ახალი საინვესტიციო პროექტისთვის სესხის აღების ინიცირება მეტწილად შესაძლებელია იმ პროექტებისთვის, რომლებსაც საინვესტიციო/კაპიტალური პროექტების მართვის მეთოდოლოგიის¹⁰ მიხედვით გავლილი აქვთ წინასწარი შეფასების ეტაპი და მიღებული აქვთ ეკონომიკური საბჭოს¹¹ დადებითი გადაწყვეტილება. შესაბამისად აუცილებელი წინაპირობაა, რომ საინვესტიციო სესხის ინიცირებისათვის სესხის ბენეფიციარ სამინისტროს ან მუნიციპალიტეტს ჰქონდეს დანერგილი სახელმწიფო ინვესტიციების მართვის სისტემა თავის უწყებაში. ამასთან ისეთი საინვესტიციო პროექტების შერჩევა, რომლებიც არ ექვემდებარება საინვესტიციო/კაპიტალური პროექტების მეთოდოლოგიით განსაზღვრული წესით განხილვას, ხორციელდება ფინანსთა სამინისტროს ხელმძღვანელობასთან შეთანხმებით კანონმდებლობით დადგენილი წესით;
- **სახელმწიფო საწარმოებზე გადასესხებისას გათვალისწინებული იქნება საწარმოს მიერ გამოხატული მზაობა სახელმწიფო საწარმოების მიმდინარე რეფორმისადმი.** სახელმწიფო საწარმოების (SOE) რეფორმის პარალელურად განისაზღვრება SOE-ებზე გადასესხების პოლიტიკა.
- **გრძელვადიან პერსპექტივაში კრედიტუნარიანი საწარმოებისათვის მთავრობა ეტაპობრივად შეწყვეტს გადასესხების პრაქტიკას.** ამით, მთავრობა წაახალისებს კომპანიებს გავიდნენ კერძო კაპიტალის ბაზარზე და დამოუკიდებლად მოპოვებული რესურსებით შეძლონ კომპანიაში ინვესტიციების განხორციელება. მნიშვნელოვანია, რომ კომპანიისათვის საჭირო ინვესტიციების განხორციელება არ იყოს საბიუჯეტო პროცესის ნაწილი და იყოს დამოუკიდებელი საბიუჯეტო შეზღუდვებისგან. აღნიშნული თავის მხრივ გაზრდის ინვესტიციებს ქვეყნის ეკონომიკაში. ამავდროულად, იმ სახელმწიფო კომპანიებისთვის, რომლებიც გავლენ ადგილობრივ ბაზარზე, მთავრობა მოახდენს გადასესხებული სესხების

¹⁰ <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/5724007?publication=0> საქართველოს მთავრობის 2023 წლის 16 თებერვლის №65 დადგენილება „საინვესტიციო/კაპიტალური პროექტების მართვის მეთოდოლოგიის დამტკიცების თაობაზე“.

¹¹ საქართველოს მთავრობის დადგენილებით შექმნილი საბჭო, რომელიც „საინვესტიციო/კაპიტალური პროექტების მართვის მეთოდოლოგიის დამტკიცების თაობაზე“ 2023 წლის 16 თებერვლის №65 დადგენილებით განსაზღვრული წესით იღებს გადაწყვეტილებებს, საინვესტიციო პროექტის სხვადასხვა ეტაპზე

საბაზრო ინსტრუმენტებად კონვერტირებას, რაც გაზრდის კომპანიების მიერ გამოშვებული ინსტრუმენტების ლიკვიდობას და გამოათავისუფლებს ფისკალურ სივრცეს.

პროგრამული სესხებისათვის:

- **2022 წლიდან სესხის აღება ხდება მეტწილად მნიშვნელოვანი ტრანსფორმაციული რეფორმებისათვის.** მსგავსი პროგრამების ფარგლებში მნიშვნელოვანი ტექნიკური დახმარების გამოყოფა ხდება რეფორმების საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკების შესაბამისად განხორციელების მხარდასაჭერად. მნიშვნელოვანია აქცენტი გაკეთდეს და განხორციელდეს მაღალი ტრანსფორმაციული ხასიათის მქონე რეფორმები.

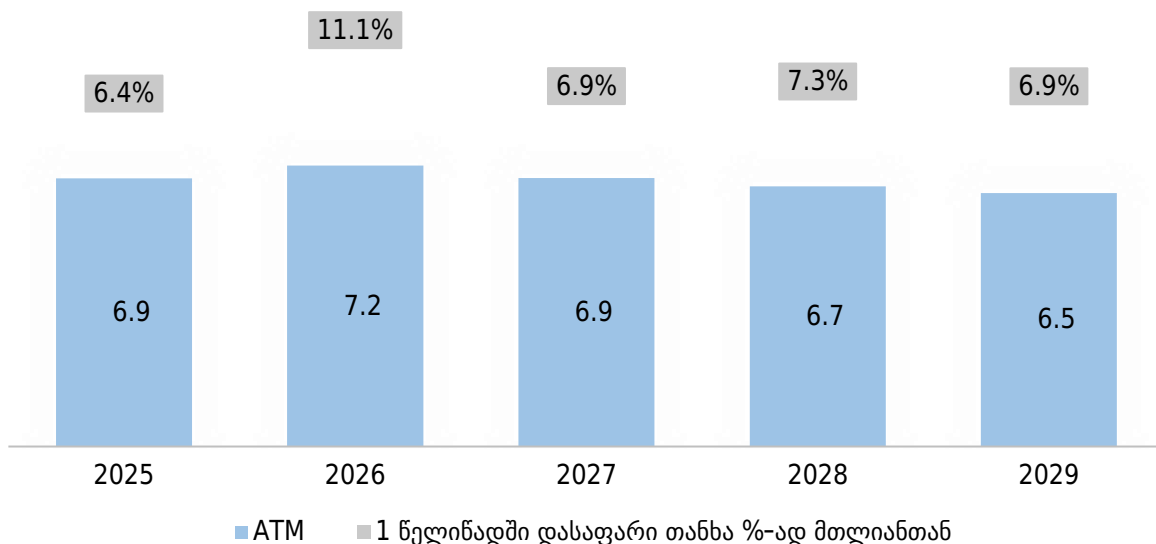
მიმართულება 4. მთავრობის ვალის პორტფელის ხარჯის და რისკის ოპტიმიზაცია.

აღნიშნული მიმართულება მოიცავს მთლიანი ვალის პორტფელის რეფინანსირების რისკის მართვის, საგარეო სესხების ფინანსური პირობების შერჩევის და მთავრობის ვალის მართვაში ანალიტიკური მოდელების დანერგვის საკითხებს.

რეფინანსირების რისკი. რეფინანსირების რისკის სამართავად მნიშვნელოვანია პორტფელის საშუალო შეწონილი ვადიანობისა და ერთ წელიწადში დასაფარი ვალის სიდიდის კონტროლი მთლიან პორტფელთან მიმართებაში. შესაბამისად, საშუალოვადიან პერიოდში აღნიშნული რისკის სამართავად, მნიშვნელოვანია რომ:

- მთავრობის მთლიანი ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი ვადიანობა არ ჩამოცდეს 6.5 წელს, ხოლო საშინაო ვალის პორტფელისთვის - 3 წელს;
- ერთ წელიწადში დასაფარი ვალის წილი არ აღემატებოდეს მთლიანი ვალის პორტფელის 15.0%-ს.

დიაგრამა 5. ATM და ერთ წელიწადში დასაფარი ვალის წილის საპროგნოზო მაჩვენებლები 2025-2029 წწ.¹²



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

¹² 2026 წელს გათვალისწინებულია ევრობონდის რეფინანსირება.

საგარეო სესხების ფინანსური პირობების შერჩევა. საგარეო სესხების ფინანსური პირობების შერჩევისას, ყურადღება ექცევა შემდეგ პარამეტრებს:

- **სესხის ვადიანობა.** ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი სარგებელი, რომელსაც საგარეო სესხი გვთავაზობს არის ვადიანობა. საერთაშორისო დონორებისგან შემოთავაზებული სესხები საშუალოდ 15-20 წლიანი ვადიანობით ხასიათდება, რომლის პირველი 5-7 წელი საშეღავათო პერიოდს წარმოადგენს, რაც იმას ნიშნავს, რომ პირველი 5-7 წლის განმავლობაში მხოლოდ სესხის საპროცენტო ხარჯების გადახდა ხორციელდება, რასაც შემდგომ ემატება სესხის ძირითადი თანხის ამორტიზაცია. აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ სესხის საშუალო შეწონილი ვადიანობის ზრდასთან ერთად იზრდება სესხის საპროცენტო განაკვეთი, რადგან ხდება ვადიანობის პრემიუმის რეალიზება. ამიტომ სესხის ვადიანობის შერჩევისას მნიშვნელოვანია არჩევანი გაკეთდეს ისეთ ვარიანტზე, რომელიც არ შექმნის რეფინანსირების რისკს ვადიანობის პრემიუმის რეალიზების ადეკვატურ ფარგლებში.
- **სესხის ვალუტა.** გასული წლების განმავლობაში, საგარეო ვალის პორტფელში მნიშვნელოვანად იზრდებოდა ევროში დენომინირებული სესხების წილი. აღნიშნული მიმართულებით მიზანშეწონილია პორტფელში ძირითადი ვალუტების (ევრო, აშშ დოლარი) მნიშვნელოვანი წილის შენარჩუნება და პორტფელის დივერსიფიცირების მიზნებიდან გამომდინარე სხვა ვალუტებით მოზიდული ფინანსური რესურსების შესაძლებლობების განხილვა. ამასთანავე, პორტფელის ვარიაციის მინიმიზაციის მოდელის მიხედვით, გრძელვადიან პერიოდში ევროს გაცვლითი კურსი ლართან მიმართებით ხასიათდება უფრო მეტი სტაბილურობით ვიდრე აშშ დოლარი.
- **საპროცენტო განაკვეთის ტიპი.** ფიქსირებულ და ცვლად საპროცენტო განაკვეთებს შორის არჩევანი ხარჯისა და რეფინანსირების რისკის მინიმიზაციის დილემის გადაწყვეტას გულისხმობს. საპროცენტო განაკვეთის რისკის მართვის მიზნებიდან გამომდინარე, მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის მიზნობრივ ზღვრულ ნიშნულებში, მთლიან საგარეო ვალის პორტფელში ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების წილის მინიმუმად განსაზღვრულია 50%. მიუხედავად ამისა, 2024 წლის ბოლოს აღნიშნული მაჩვენებელი ზღვრულ ნიშნულს ჩამოცდა, რაც გარკვეულწილად პროპორციულად უფრო მეტი ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების დაფარვით და ახალი სესხების აღებისას შედარებით

მეტი ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის მეორე სესხების ათვისებით იყო განპირობებული. თუმცა, აღსანიშნავია რომ ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორების უმრავლესობა იძლევა არსებული სესხების პროცენტის ტიპის ცვლილების საშუალებას. საერთაშორისო ბაზრებზე არსებული მიმდინარე საპროცენტო განაკვეთების პირობებში, როდესაც ნაწილობრივ ისევ ნარჩუნდება მკაცრი მონეტარული პოლიტიკა, მომავალში შესაძლო შერბილებულ მონეტარულ პოლიტიკაზე ეტაპობრივი გადასვლის პარალელურად მოსალოდნელია სესხის საპროცენტო განაკვეთის ფიქსირება არსებულზე დაბალ საპროცენტო განაკვეთზე. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია სწორად იქნეს შერჩეული სესხის საპროცენტო განაკვეთის ფიქსირების დრო.

მთავრობის ვალის ანალიტიკური ნაწილის გაძლიერება. აღნიშნული მიმართულება გულისხმობს მთავრობის ვალის მიმართულებით ანალიტიკური მოდელების განვითარებას და საერთაშორისო სტანდარტებით ხელმძღვანელობას. კერძოდ:

- საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ შემუშავებული სუვერენული რისკებისა და ვალის მდგრადობის (SRDSF) მეთოდოლოგიის ნაწილობრივ ინტეგრირებას სახელმწიფო ვალის მართვის დეპარტამენტის მიერ შემუშავებულ მთავრობის ვალის პორტფელის მდგრადობის ანალიზის მოდელში;
- მსოფლიო ბანკის მიერ შემუშავებული მეთოდოლოგიით ხელმძღვანელობას მთლიანი ფინანსური საჭიროებების დაფინანსების სტრატეგიების ალტერნატიული სცენარების შედარებისას (დანართი 1);
- მთავრობის ვალის უსაფრთხო ვალის დონის მაჩვენებლის განსაზღვრისთვის მოდელის შემუშავებას (დანართი 2);
- სხვა ანალიტიკური მოდელების დანერგვას.

მიმართულება 5. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.

აღნიშნული მიმართულება მოიცავს ადგილობრივი ბაზრის ლიკვიდობის ზრდას და ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიკაციას.

სახაზინო ფასიანი ქაღალდების განვითარებული ბაზარი ქვეყანაში კაპიტალის ბაზრის ფუნდამენტს წარმოადგენს, ასევე, მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ინვესტორთა ბაზის ფორმირებასა და გაფართოებაში. მთავრობის ფასიანი ქაღალდი წარმოადგენს ბენჩმარკს სხვა კორპორაციული ფასიანი ქაღალდებისათვის, რაც საბოლოო ჯამში კორპორაციული ემიტენტებისთვის ფასიანი ქაღალდების ფასწარმოქმნის არსებით მდგენელს წარმოადგენს. ამ მხრივ, ბენჩმარკის არსებობა, ინვესტორებისთვის საიმედოობის წინაპირობას ქმნის, ხოლო კორპორაციებისთვის ფინანსური რესურსების უფრო ეფექტიანად მოზიდვას უწყობს ხელს.

განვითარებული ბაზარი მთავრობას საშუალებას აძლევს სწრაფი რეაგირება მოახდინოს ფინანსურ საჭიროებებზე და ეფექტიანად მართოს ფულადი სახსრები. ვალის პორტფელის ლარიზაციის ზრდის მიზნის მისაღწევად ფასიანი ქაღალდების განვითარებული ბაზარი კრიტიკულად მნიშვნელოვანი ფაქტორია. აღნიშნული სტრატეგიული მიზნების მისაღწევად მნიშვნელოვანია შემდეგი ნაბიჯების გადადგმა:

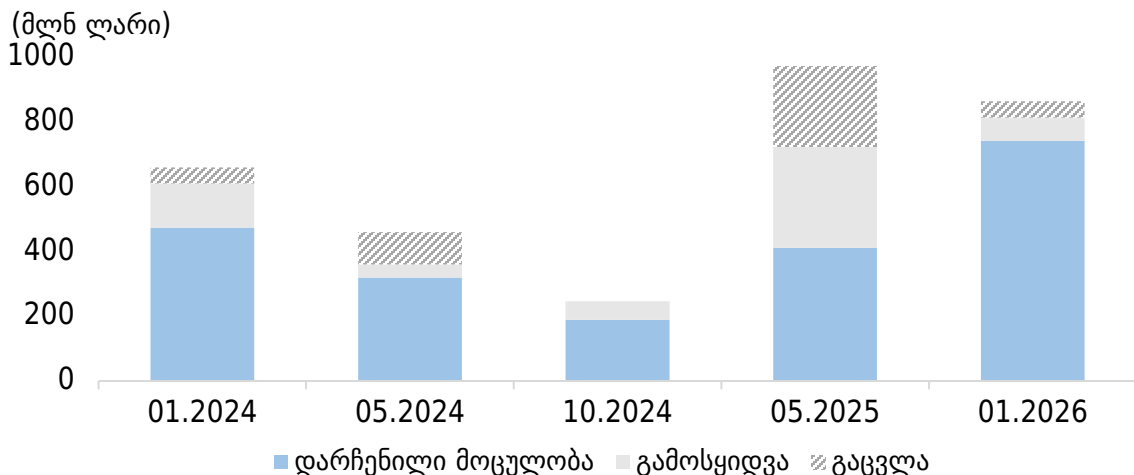
ლიკვიდობის ზრდის მიმართულებით:

- **ფასიანი ქაღალდების მოცულობის ზრდა.** მიმოქცევაში არსებული ფასიანი ქაღალდების გაზრდილი მოცულობა ზრდის ინვესტორების მხრიდან დაინტერესებას. დიდი მოცულობის ბაზარი ამცირებს ინვესტორებისთვის ბაზარზე შესვლისა და ბაზრიდან გასვლის რისკებს, ამასთანავე, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზომა ერთ-ერთ მნიშვნელოვანი კრიტერიუმია ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდის საერთაშორისო ინდექსებში ჩასართავად.
- **ძლიერი ბენჩმარკების შექმნა.** აღნიშნული მიმართულება გულისხმობს დიდი მოცულობის ბენჩმარკების ეტაპობრივ შექმნას. ფინანსთა სამინისტრომ ბენჩმარკ ფასიანი ქაღალდების გამოშვება 2018 წელს დაიწყო და მათი თავდაპირველი მიზნობრივი მოცულობად 240 მილიონი ლარით განისაზღვრა. 2024 წლის ბოლოს, სამი ყველაზე დიდი ბენჩმარკის მოცულობებია: 2 577 მილიონი ლარი, 1 619 მილიონი ლარი და 1 096 მილიონი ლარი, რაც სახაზინო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის 54.7%-ს შეადგენს. პორტფელის სიჯანსაღისთვის, არსებითი მნიშვნელობა ენიჭება პორტფელის კონცენტრაციას მცირე რაოდენობის ძლიერ ბენჩმარკზე. აღსანიშნავია, რომ ბაზრის ზომა და ბენჩმარკის სიდიდე არის

ერთ-ერთი მთავარი კრიტერიუმი საქართველოსთვის ადგილობრივ ვალუტაში გამოშვებული სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო ინდექსებში (JP Morgan GBI-EM, FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index) მოსახვედრად. შესაბამისად, პორტფელის გაჯანსაღებით შესაძლებელი გახდება აღნიშნული კრიტერიუმების დაკმაყოფილება საშუალოვადიანი პერიოდისთვის.

- **ვალდებულებების მართვის ოპერაციების აქტიური გამოყენება.** მსხვილი ბენჩმარკების შექმნა, თავის მხრივ, ქმნის პიკებს მომსახურების გრაფიკში, რაც ზრდის რეფინანსირების რისკს. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია რომ აქტიურად იქნეს გამოყენებული ვალდებულებების მართვის ოპერაციები (გამოსყიდვისა და გაცვლის ოპერაციები). აღნიშნული მიმართულებით, 2023 წლის მეორე ნახევრიდან ფინანსთა სამინისტრო რეგულარულად ახორციელებს ვალდებულებების მართვის ოპერაციებს - გამოსყიდვებს და გაცვლებს.

დიაგრამა 6. ვალდებულებების მართვის ოპერაციების გავლენა სახაზინო ობლიგაციების დაფარვის გრაფიკზე (07.2023 - 04.2025)



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

- **მეორადი ბაზრის განვითარება.** განვითარებული მეორადი ბაზარი მნიშვნელოვანი ფაქტორია ინვესტორებისათვის. აღნიშნულის ხელშეწყობის მიზნით, 2020 წლის ნოემბრიდან ფინანსთა სამინისტრომ, საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან და მსოფლიო ბანკთან კონსულტაციების შედეგად დანერგა პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა. მიმდინარე მდგომარეობით, აღნიშნულ საპილოტე პროგრამაში ჩართულია 1 აქტიური და 4 არააქტიური ბენჩმარკი. ბაზრის მზაობის შესაბამისად, რომლის შეფასებაც ხდება სხვადასხვა კრიტერიუმების ერთობლივი ანალიზით (მათ შორის, პირველად ბაზარზე აქტიურობა, მეორად ბაზარზე ბრუნვა, მეორად ბაზარზე ფასდადების სიხშირე, სპრედის ზომა, სახაზინო ფასიანი

ქალაქების შესახებ ცნობადობის ამაღლების ღონისძიებები), საშუალოვადიან პერიოდში პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა ეტაპობრივად გარდაიქმნება პირველადი დილერების სრულ სისტემად.

ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიკაციის მიმართულებით:

- **არარეზიდენტი ინვესტორების წილის ზრდა.** არარეზიდენტი ინვესტორების წილის ზრდის ფოკუსი ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიკაციაზე გადის, რის შედეგადაც, შემცირდება ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ვალის ხარჯი და გაიზრდება ვალუტის შემოდინება ქვეყანაში. ინვესტორებთან ურთიერთობის ჩარჩოდ 2024 წლიდან საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო იყენებს ინვესტორებთან ურთიერთობის სტრატეგიას, რაც ინვესტორებთან ურთიერთობის ძირითად პრინციპებს აყალიბებს. აღნიშნული სტრატეგია, ინვესტორებთან პერიოდული შეხვედრების (Roadshows) და რეგულარული კომუნიკაციით ხელს უწყობს არარეზიდენტი ინვესტორების დაინტერესებას ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრით. ამავდროულად, საერთაშორისო ინდექსში ჩართვა გაზრდის არარეზიდენტი ინვესტორების აქტივობას ადგილობრივ ბაზარზე. რაც შეეხება კონკრეტულ პერიოდში არარეზიდენტების მიერ ფასიანი ქაღალდების ფლობის წილს, ეს დამოკიდებულია საბაზრო პირობებზე. დღეისათვის ადგილობრივ ბაზარზე ლარის საპროცენტო განაკვეთებსა და საერთაშორისო ბაზრებზე ძირითადი ვალუტების განაკვეთებს შორის სხვაობა მცირეა, რაც ამ ეტაპზე ლარში ინვესტირებას ნაკლებად მიმზიდველს ხდის. აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ ფასიანი ქაღალდების ფლობის კუთხით მნიშვნელოვანია ჯანსაღი განაწილების შენარჩუნება რეზიდენტ და არარეზიდენტ ინვესტორებს შორის. საშუალოვადიანი პერიოდისთვის, შესაძლებელია დაწესდეს სამიზნე მაჩვენებელი, ვინაიდან არარეზიდენტი ინვესტორების არაადეკვატურად მაღალი მაჩვენებელი შესაძლოა გახდეს რისკი შიდა ბაზრის სტაბილურობისთვის.
- **საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა.** საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა ხელს შეუწყობს მოსახლეობაში ფინანსური ბაზრების შესახებ ცნობადობის ზრდას და ფინანსური განათლების ღონის ამაღლებას. აღნიშნული მიზნის მისაღწევად საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო შეიმუშავებს სახელმწიფო საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების სტრატეგიას, რომელშიც განერილი იქნება ის ძირითადი ქმედებები, რომელიც განხორციელდება საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესაქმნელად და გასავითარებლად.

სტრატეგიული მიზნები და მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების საპროგნოზო მონაცემები 2025-2029

ცხრილი 2. სტრატეგიული მიზნები 2029 წლისთვის¹³

რისკის სახეები	ინდიკატორები	2024 წლის მონაცემები	2029 წლის მიზნობრივი ზღვრები
რეფინანსირების რისკი	1 წელიწადში დასაფარი ძირითადი თანხა (%-ად მთლიანთან), მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	7.8%	მაქს. 15.0%
	ATM მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	7.1	მინ. 6.5
	ATM მთავრობის საშინაო ვალისთვის	3.5	მინ. 3.0
საპროცენტო განაკვეთის რისკი	ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე მთავრობის საგარეო ვალის წილი მთავრობის მთლიან საგარეო ვალში	47.4%	მინ. 50.0%
	ATR მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	3.5	მინ. 2
	საპროცენტო ხარჯის შეფარდება მშპ-თან	1.6%	მაქს. 2%
სავალუტო რისკი	საშინაო ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში	30.3%	მინ. 35.0%
დეფოლტის რისკი	მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობა	36.1%	მაქს. 40.0%
საგარეო პროგრამულ სესხებზე ლიმიტი*		117 მლნ აშშ დოლარი	250 მლნ აშშ დოლარი
გადასესხებული სესხების საბაზრო ინსტრუმენტებად კონვერტაცია		-	500 მლნ ლარი
ეკონომიკური სარგებლიანობის სისტემაზე დაფუძნებული საინვესტიციო სესხები*		100%	100%
საერთაშორისო ინდექსების რაოდენობრივი კრიტერიუმების შესრულების მაჩვენებელი		68.9%	100%

* - ინდიკატორი ეფუძნება წლის განმავლობაში განხორციელებულ ოპერაციებს

¹³ მოცემული სტრატეგიული მიმართულებები ეფუძნება დაშვებას, რომ სტრატეგიის პერიოდის განმავლობაში არ მოხდება საშინაო თუ საგარეო შოკები, რომელიც მნიშვნელოვნად შეცვლის მაკროეკონომიკურ გარემოს და არ ვრცელდება საქართველოს ორგანული კანონის „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“ მე-2 მუხლის მე-7 პუნქტით გათვალისწინებულ შემთხვევებში.

ცხრილი 3. მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების საპროგნოზო მონაცემები 2025-2029 წლებისთვის

მაჩვენებლები (მლნ ლარი)	2025	2026	2027	2028	2029
ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლები	27,665	29,850	32,100	34,750	37,651
ნაერთი ბიუჯეტის ხარჯები	23,030	25,345	27,250	29,440	31,838
არაფინანსური აქტივების წმინდა ზრდა	7,129	7,050	7,500	8,100	8,748
ფინანსური აქტივების წმინდა ზრდა	-19	30	30	-20	-20
მოდულიზირებული დეფიციტი	-2,475	-2,575	-2,680	-2,770	-2,915
მთლიანი დაფინანსების საჭიროება	-5,072	-6,112	-5,724	-6,757	-5,453
სახაზინო ფასიანი ქაღალდების წმინდა ზრდა	1,600	1,600	1,700	1,800	1,900
საგარეო ვალის წმინდა ზრდა	456	790	900	940	980
აღება	1,826	3,450	2,200	2,300	2,400
დაფარვა	-1,370	-2,660	-1,300	-1,360	-1,420
მთავრობის ვალი	35,648	38,021	40,636	43,402	46,302
ნომინალური მშპ	100,330	108,507	117,574	127,520	138,307
მშპ-ის რეალური ზრდა	6.00%	5.00%	5.20%	5.30%	5.30%
მშპ-ის დეფლატორის ცვლილება	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
პროცენტულად მშპ-თან					
მოდულიზირებული დეფიციტი	-2.5%	-2.4%	-2.3%	-2.2%	-2.1%
დაფინანსების მთლიანი საჭიროება	-5.1%	-5.6%	-4.9%	-5.3%	-3.9%
მთავრობის ვალი	35.5%	35.0%	34.6%	34.0%	33.5%

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2024-2027-ის ფარგლებში განხორციელებული ღონისძიებები

2024-2027 წლის მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის მიზნების მისაღწევად განხორციელდა შემდეგი ძირითადი ქმედებები:

- **საგარეო სესხების განვითარებაზე ორიენტირებულობის ზრდა:** 2024 წლის განმავლობაში გაფორმდა 10 სასესხო ხელშეკრულება. აღნიშნულთაგან, სამი სესხი წარმოადგენდა ბიუჯეტის მხარდამჭერ, ხოლო დანარჩენი 7 საინვესტიციო სესხს. საინვესტიციო სესხებიდან, ოთხი პროექტი შეფასდა სახელმწიფო ინვესტიციების მართვის მეთოდოლოგიით (PIM). დანარჩენი სამიდან, ერთი სესხი წარმოადგენდა არსებული პროექტის გაგრძელებას, ხოლო ორი სესხი - მოსალოდნელი პროექტების ტექნიკურ და ფინანსურ შესწავლას (feasibility study), რაც არ საჭიროებს PIM შეფასებას.
- **მთავრობის ვალის პორტფელში ლარში დენომინირებული ვალის წილის ზრდა:** 2024 წელს აზიის განვითარების ბანკთან (ADB) ხელი მოეწერა ლარში დენომინირებულ სესხს.
- **პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამის გაფართოება:** პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა, რომელშიც ჩართული იყო 5 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები, 2022 წლის ნოემბერში გაფართოვდა და დაემატა 2 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები. ასევე, 2023 წლის 1 იანვრიდან პროგრამას დაემატა 2018 წლის იანვარში გამოშვებული 10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები.
- **ინვესტორებთან ურთიერთობა:** გასული წლის განმავლობაში საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ მონაწილეობა მიიღო Euromoney-ს მიერ ორგანიზებულ ცენტრალური და აღმოსავლეთ ევროპის (CEE Conference) კონფერენციაში, რომლის ფარგლებშიც გაიმართა შეხვედრები საერთაშორისო ბაზრის მსხვილ ინვესტორებთან და საინვესტიციო ბანკებთან. გარდა აღნიშნულისა მიმდინარეობდა რეგულარული კომუნიკაცია და პერიოდული შეხვედრები ადგილობრივ და საერთაშორისო ინვესტორებთან.

- **საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა:** საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნისთვის მიმდინარეობს საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკის შესწავლა. 2024 წელს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და ეროვნული ბანკის წარმომადგენლები სასწავლო ვიზიტით იმყოფებოდნენ ფილიპინებსა და ტაილანდში სახელმწიფო საცალო ფასიანი ქაღალდების თემაზე გამოცდილების გაზიარების მიზნით.
- **მთავრობის ვალის ანალიტიკური ნაწილის გაძლიერება:** გასული წლის განმავლობაში, მთავრობის ვალის მართვის ანალიტიკური მიმართულებით მნიშვნელოვანი ნაბიჯები გადაიდგა. კერძოდ:
 - ▶ შემუშავდა მთავრობის ვალის მდგრადობის ანალიზის ახალი დოკუმენტი, რომლის მეთოდოლოგიაში ნაწილობრივ ინტეგრირებულია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ შემუშავებული სუვერენული რისკებისა და ვალის მდგრადობის ჩარჩოს (SRDSF) ახალი მეთოდოლოგია;
 - ▶ შემუშავდა უსაფრთხო ვალის დონის მაჩვენებლის განსაზღვრის მოდელი (დანართი 2).
 - ▶ შემუშავდა უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხის გაღარების სიმულაციური მოდელი.

დანართი 1: სცენარების ანალიზი

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის ფარგლებში, ხარჯის და რისკის შეფასების მიზნით გაანალიზებულ იქნა მთლიანი ფინანსური საჭიროებების დაფინანსების ოთხი ალტერნატიული სტრატეგია:

- სტრატეგია 1 (S1): ადგილობრივ ბაზარზე წმინდა ზრდების შენარჩუნება და მთლიანი ფინანსური საჭიროებებისთვის საჭირო ნარჩენი თანხის საგარეო წყაროებიდან დაფინანსება;
- სტრატეგია 2 (S2): მთლიანი ფინანსური საჭიროებების 50%-ის ადგილობრივი და 50%-ის საგარეო წყაროებიდან დაფინანსება;
- სტრატეგია 3 (S3): მთლიანი ფინანსური საჭიროებების 100%-ის ადგილობრივი წყაროებიდან დაფინანსება;
- სტრატეგია 4 (S4): მთლიანი ფინანსური საჭიროებების 100%-ის საგარეო წყაროებიდან დაფინანსება.

აღნიშნული სტრატეგიების ანალიზი განხორციელდა მსოფლიო ბანკისა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ შემუშავებული „საშუალოვადიანი ვალის მართვის სტრატეგიის“ ჩარჩოს მეშვეობით და გამოყენებულ იქნა ცხრილ 3-ში წარმოდგენილი მაკროეკონომიკური პარამეტრების პროგნოზები.

სიმულაციების განხორციელებისას გამოყენებულ იქნა საპროცენტო განაკვეთისა და გაცვლით კურსების შოკები და აღნიშნულის პირობებში დაანგარიშდა 2029 წლის ბოლოსთვის ხარჯისა და რისკის ინდიკატორები სამი მაჩვენებლისთვის. კერძოდ, ვალის მშპ-თან შეფარდების, საპროცენტო დანახარჯების მშპ-თან შეფარდების და საპროცენტო დანახარჯების ბიუჯეტის შემოსავლებთან შეფარდების მაჩვენებლებისთვის. აღნიშნული მიზნებისთვის, ხარჯი და რისკი განმარტებულია შემდეგნაირად:

ხარჯი: საპროგნოზო პერიოდის ბოლოსთვის მოსალოდნელი მაჩვენებელი საბაზო სცენარის მიხედვით.

რისკი: საპროგნოზო პერიოდის განმავლობაში, საპროცენტო განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის შოკების პირობებში მაჩვენებლის მაქსიმალური გადახრა საბაზო სცენარიდან.

სიმულაციის შედეგად მიღებულ იქნა ხარჯ-რისკიანობის განაწილება სხვადასხვა ფისკალური მაჩვენებლებისთვის, შედეგების ანალიზმა აჩვენა, რომ ადგილობრივი რესურსებით მთლიანი საჭიროებების დაფინანსება (S3) ხასიათდება მაღალი ხარჯით და დაბალი რისკით, მაშინ როცა მთლიანი დაფინანსების საჭიროებების საგარეო წყაროებიდან მოძიებული ფინანსური რესურსით დაფინანსება (S4) დაკავშირებულია დაბალ ხარჯთან და მაღალ რისკებთან. შედეგი მიუთითებს, რომ ოპტიმალური სტრატეგიის არჩევისას საჭიროა კომპრომისი, რაც გულისხმობს გარკვეული რისკის აღებას ხარჯების შემცირების მიზნით და პირიქით, გარკვეული ხარჯების აღებას რისკების შემცირების მიზნით. (S1) და (S2) სტრატეგიისთვის დაანგარიშდა ვარიაციის კოეფიციენტი, რომელის შედეგადაც უმცირესი მაჩვენებელის მქონე სტრატეგიად იდენტიფიცირდა (S1).

ჩატარებული რაოდენობრივი ანალიზის პარალელურად, უნდა აღინიშნოს რომ მიმდინარე ეტაპზე, ადგილობრივი ბაზრის განვითარების დონე არ იძლევა ფინანსური საჭიროებების სრულად ადგილობრივი ბაზრიდან დაფინანსების შესაძლებლობას (S3). ამასთანავე, საშუალოვადიან პერიოდში საგარეო წყაროებიდან მიღებული ფინანსური რესურსით დაგეგმილია ისეთი პროექტების განხორციელება, სადაც აღნიშნული პროექტების მაქსიმალური ეფექტური და წარმატებული განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია განვითარების პარტნიორი ორგანიზაციების მონაწილეობა.

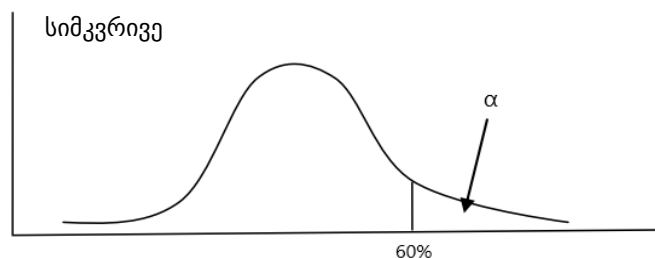
გემოაღნიშნული რაოდენობრივი და სიტუაციური ანალიზის გათვალისწინებით, შერჩეულ იქნა (S1) სტრატეგია, რაც გულისხმობს ადგილობრივ ბაზარზე წმინდა ზრდების შენარჩუნებას, მათ შორის კერძო ინვესტიციების გამოდევნის ეფექტის თავიდან აცილების მიზნით და ფინანსური საჭიროებებისთვის საჭირო დამატებითი თანხის შელავათიანი პირობების საგარეო წყაროდან დაფინანსებას.

დანართი 2: ვალის უსაფრთხო დონე

ვალის უსაფრთხო დონის განსაზღვრისთვის, სახელმწიფო ვალის მართვის დეპარტამენტის მიერ შემუშავებულ იქნა სიმულაციური მოდელი¹⁴. აღნიშნული მოდელი იყენებს ფინანსთა სამინისტროს კვარტალური პროგნოზირების მოდელის (QPM) როგორც საბაზისო ისე გარკვეული რაოდენობის (10 000 Monte Carlo სიმულაცია) სიმულაციურ შეფასებას. თავის მხრივ ვალის მართვის მოდელი პროგნოზირებულ 10 000 სიმულაციაზე დაყრდნობით მიღებულ შედეგებზე ავითარებს თავის 10 000 ახალ სიმულაციას, რომელიც საშუალებას გვაძლევს დავაკვირდეთ ვალთან დაკავშირებული სხვადასხვა პარამეტრების განაწილებას და შევაფასოთ ისინი ჩვენი მიზნებიდან გამომდინარე.

ანალიზისას ვალის უსაფრთხო დონედ¹⁵ განსაზღვრულია ვალის მშპ-თან შეფარდების ის მაჩვენებელი, რომელიც უზრუნველყოფს ვალის მდგრადობას სხვადასხვა სიმულაციის პირობებში. კერძოდ, 10 წლის შემდეგ ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებელი იქნება 60%-ის ფარგლებში $(1-\alpha)\%$ -იანი ალბათობით, სადაც α პარამეტრი რისკის ტოლერანტობას მიუთითებს.

დიაგრამა 2.1. 10 წლის შემდეგ, ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებლის თეორიული განაწილება

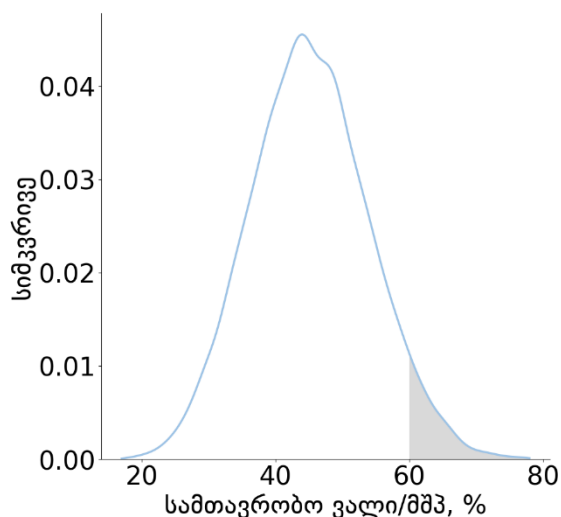


აღნიშნული მოდელით ანალიზი ჩატარდა α პარამეტრის 0.05 მნიშვნელობისთვის. ცხადია, რაც უფრო გაიზრდება რისკის ტოლერანტობის დონე, მით მეტი იქნება ვალის უსაფრთხო დონის მაჩვენებელი.

¹⁴ მიმდინარეობს აღნიშნული მოდელის განვითარების პროცესი

¹⁵ <https://www.imf.org/en/Publications/Fiscal-Affairs-Department-How-To-Notes/Issues/2018/03/15/How-to-Calibrate-Fiscal-Rules-A-Primer-45551>

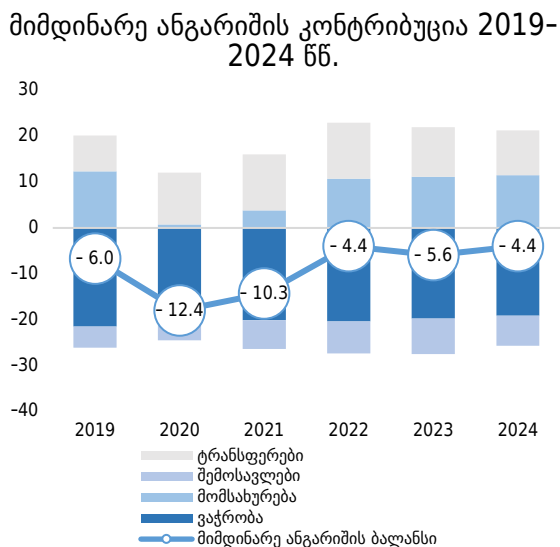
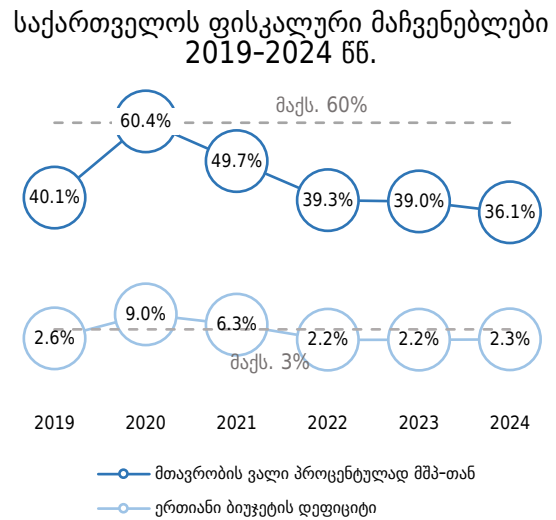
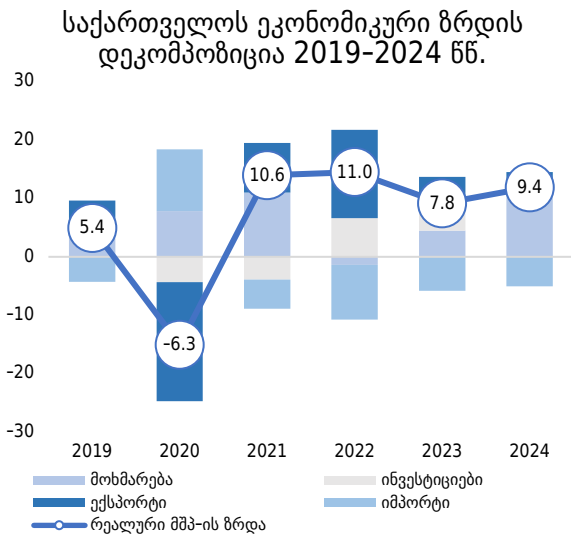
დიაგრამა 2.2. 10 წლის შემდეგ, ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებლის 10 000 სიმულაციის განაწილება



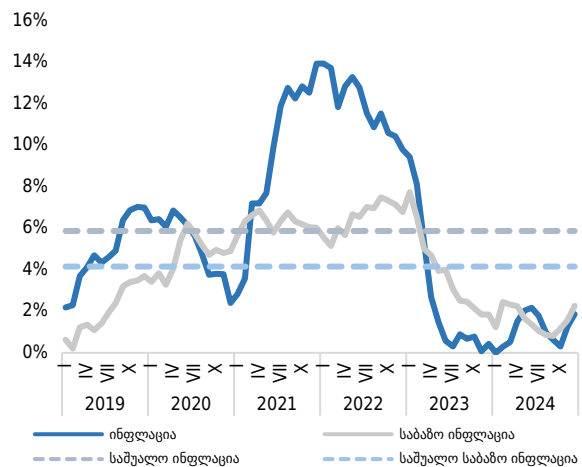
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

სიმულაციის შედეგად, ვალის უსაფრთხო დონემ შეადგინა მშპ-ის 47%. პირველი სტრატეგიული მიმართულების ფარგლებში, ვალის უსაფრთხო დონედ შერჩეული 40-45%-იანი მაჩვენებელი წარმოადგენს შედარებით კონსერვატიული მიდგომის შედეგს, სადაც რისკის ტოლერანტობის მაჩვენებელი მოთავსებულია 0.02-0.04 შუალედში. აქედან გამომდინარე, თუ მთავრობის ვალის პორტფელი მშპ-ის 40-45 პროცენტის ფარგლებში იქნება, ალბათობა იმისა, რომ 10 წლის შემდეგ აღნიშნული მაჩვენებელი 60%-ს არ გასცდება, იქნება 96-98%.

დანართი 3: მაკროეკონომიკური მიმოხილვა



ინფლაციის დინამიკა 2019-2024 წწ.



საქართველოს საკრედიტო რეიტინგი

სარეიტინგო სააგენტო	რეიტინგი	პერსპექტივა	თარიღი
Moody's	Ba2	ნეგატიური	მარტი 2025
S&P Global	BB	სტაბილური	თებერვალი 2025
Fitch Ratings	BB	ნეგატიური	მაისი 2025

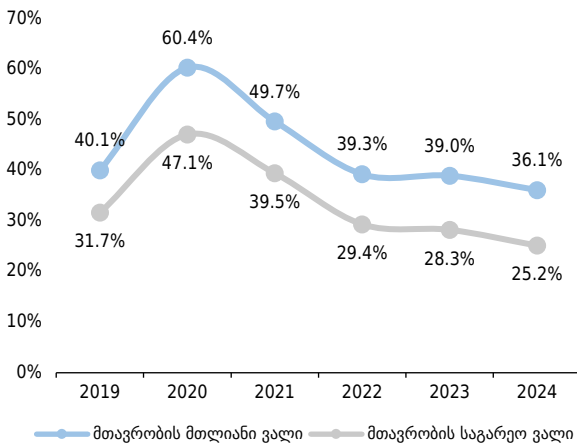
დანართი 4: მთავრობის ვალის პორტფელის აღწერა

2022-2023 წლებში ეკონომიკის აღდგენის შედეგად ვალის მშპ-თან ფარდობა უსაფრთხო დონის (40%) ფარგლებში ნარჩუნდება. მთავრობის ვალის მოცულობამ 2024 წლის ბოლოსთვის 33,169 მილიონი ლარი შეადგინა, რაც მთლიანი შიდა პროდუქტის 36.1%-ს შეადგენს. მთავრობის ვალის პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მოცულობა 23,121 მილიონ ლარს, ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მოცულობა კი 10,048 მილიონ ლარს შეადგენს. საჯარო-კერძო თანამშრომლობის ფარგლებში არსებული ვალდებულებების მოცულობამ, რაც ვალთან არსებული ფისკალური წესის ერთ-ერთი კომპონენტია, 2024 წლის ბოლოსთვის 43.1 მლნ ლარი შეადგინა.

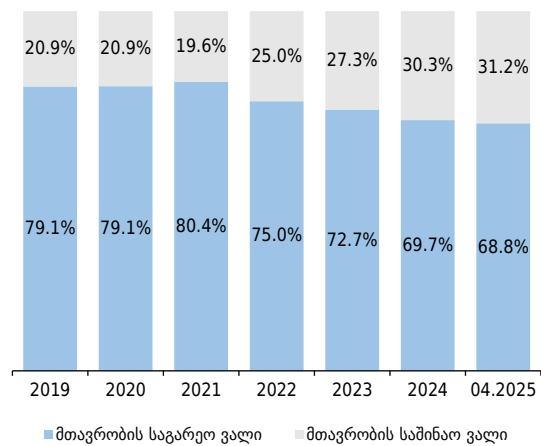
2024 წლის განმავლობაში, ისევე, როგორც 2023 წელს, საერთაშორისო ბაზრებზე, ჯერ კიდევ მკაცრი მონეტარული პოლიტიკა ნარჩუნდებოდა, რაც პოლიტიკის ეტაპობრივი შერბილების მოლოდინების ფონზე, სესხის ფიქსირებულ საპროცენტო განაკვეთში ალებას ნაკლებ მიმზიდველს ხდიდა. შესაბამისად, 2024 წელს, 2023 წელს არსებული დაბალანსებული პოზიციიდან, ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების წილმა გადააჭარბა ფიქსირებული განაკვეთის მქონე სესხების წილს. საერთაშორისო ბაზრებზე საპროცენტო განაკვეთების მკვეთრი მატება და ასევე, მისი გავლენით ადგილობრივი საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, ბიუჯეტის საპროცენტო ხარჯის ზრდაში გამოიხატა.

აღსანიშნავია, რომ სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების კვალდაკვალ მნიშვნელოვნად იზრდება როგორც საშინაო ვალის წილი მთავრობის ვალის პორტფელში, ასევე სახაზინო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის მოცულობა ნომინალურ მაჩვენებლებში. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების აუქციონებზე მოთხოვნა/მიწოდების კოეფიციენტი 2-ის ფარგლებში მერყეობს, რაც პირველადი ბაზრის სიჯანსაღის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ინდიკატორია.

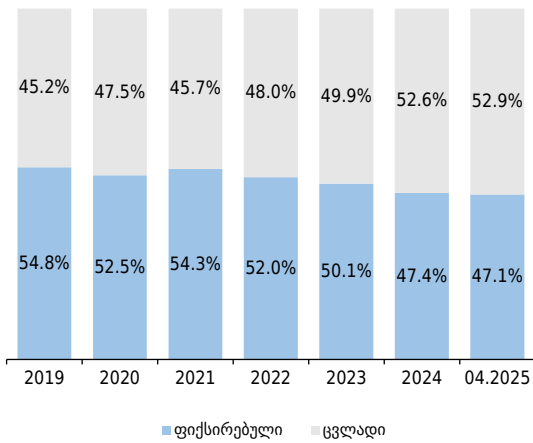
მთავრობის ვალის დინამიკა (%-ად მშპ-თან)
2019-2024 წწ.



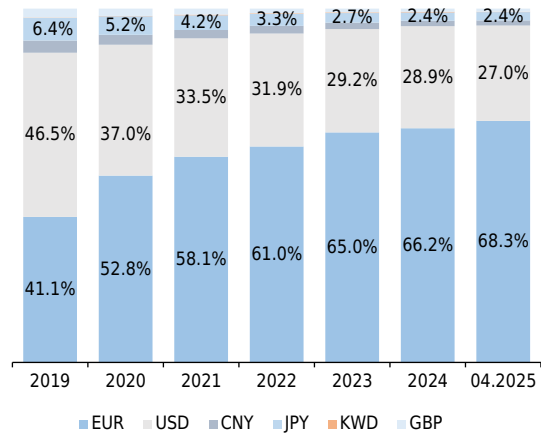
მთავრობის ვალის პორტფელის სტრუქტურა
2019-2025 წწ.



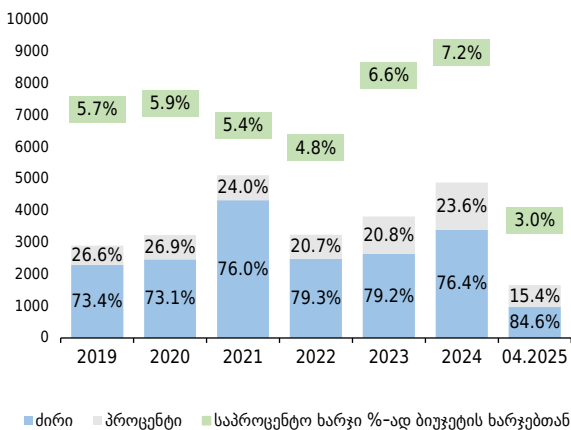
მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის
სტრუქტურა პროცენტის ტიპის
მიხედვით 2019-2025 წწ.



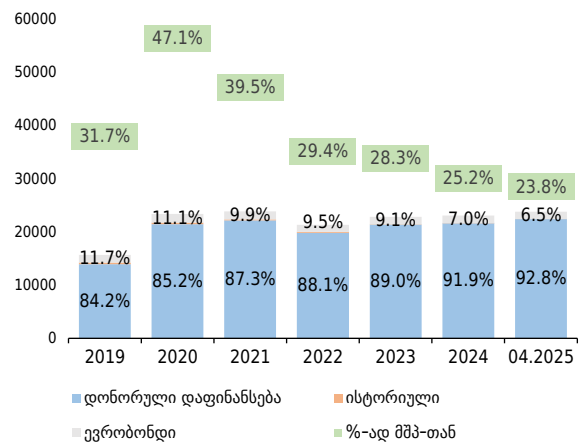
მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის
სავალუტო კომპოზიცია 2019-2025 წწ.



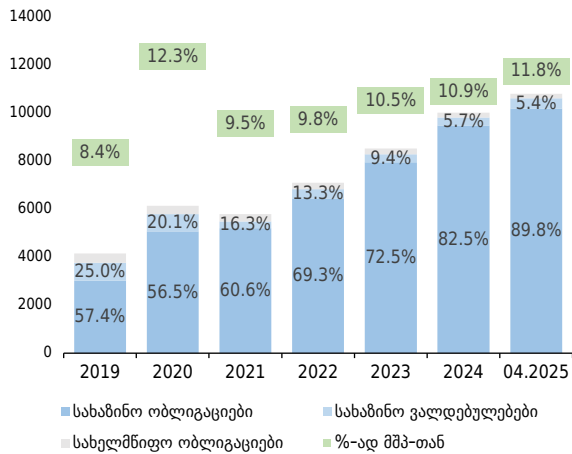
მთავრობის მთლიანი ვალის მომსახურება 2019-
2025 წწ. (მლნ. ლარი)



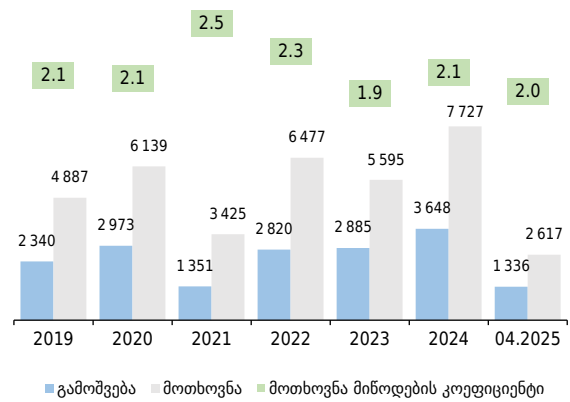
მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის
სტრუქტურა 2019-2025 წწ. (მლნ. ლარი)



მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელის
სტრუქტურა 2019-2025 წწ. (მლნ. ლარი)



მთავრობის საშინაო ვალის გამოშვება და
მოთხოვნა 2019-2025 წწ. (მლნ. ლარი)



მთავრობის საშინაო და საგარეო ვალის
პორტფელის საშუალო შეწონილი საპროცენტო
განაკვეთები

