



საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

**მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია
2019-2021 წლებისთვის**

თბილისი, თებერვალი 2019

სარჩევი

სარჩევი.....	ii
ტერმინთა განმარტებები.....	iii
დიაგრამები	iv
ცხრილები.....	v
შემაჯამებელი მიმოხილვა.....	1
1. შესავალი	3
2. სტრატეგიის არეალი და მიზნები	5
3. მაკროეკონომიკური მიმოხილვა	6
4. მთავრობის ვალის პორტფელის აღწერა	10
5. მთავრობის ვალის პორტფელის მდგომარეობის ანალიზი.....	12
5.1 სავალუტო რისკი.....	12
5.2 რეფინანსირების რისკი	15
5.3 საპროცენტო რისკი	17
6. დაფინანსების წყაროები	20
6.1. სესხები მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან	20
6.2. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საერთაშორისო ბაზარზე	23
6.3. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საშინაო ბაზარზე.....	23
6.4. დაფინანსების წყაროების ერთმანეთთან შედარება.....	25
7. სტრატეგიული მიზნები.....	28
8. დანართი.....	32

ტერმინთა განმარტებები

ADB - აზიის განვითარების ბანკი

AFD - საფრანგეთის განვითარების სააგენტო

ATM - საშუალო შეწონილი ვადიანობა

ATR - პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების საშუალო ვადიანობა

EBRD - ევროპის რეკონსტრუქციის და განვითარების ბანკი

EIB - ევროპის საინვესტიციო ბანკი

EU - ევროკავშირი

FDI - პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები

IBRD - რეკონსტრუქციის და განვითარების საერთაშორისო ბანკი

IDA - საერთაშორისო განვითარების ასოციაცია

IMF - საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

IFAD - სოფლის მეურნეობის განვითარების საერთაშორისო ფონდი

KfW - გერმანიის რეკონსტრუქციის საკრედიტო ბანკი

SDR - ნასესხობის სპეციალური უფლება

WB - მსოფლიო ბანკი

დიაგრამები

დიაგრამა 1: რეალური მშპ-ს ზრდა წლების მიხედვით (%)

დიაგრამა 2: მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი (%-ად მშპ-თან)

დიაგრამა 3: მთავრობის ვალის დინამიკა (%-ად მშპ-თან)

დიაგრამა 4: საგარეო და საშინაო ვალის პორტფელი ინსტრუმენტის ტიპების მიხედვით 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით

დიაგრამა 5: საქართველოს მთავრობის ევრობონდის შემოსავლიანობის მრუდი

დიაგრამა 6: მთავრობის საგარეო ვალი ვალუტების მიხედვით 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით

დიაგრამა 7: 1 ლარის ღირებულების მქონე პორტფელის (აშშ დოლარში და ევროში ნასესხები) ოპტიმალური კომპოზიცია რისკების მინიმიზაციის მიხედვით

დიაგრამა 8: სხვადასხვა ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის კავშირი ევროზონის ეკონომიკის ზრდასთან, კავშირში შესვლამდე და შესვლის შემდეგ

დიაგრამა 9: ევროსა და აშშ დოლარის ლართან ნომინალური გაცვლითი კურსის პროცენტული ცვლილების ნორმალიზებული სტანდარტული გადახრები

დიაგრამა 10: მთავრობის ვალის დაფარვა

დიაგრამა 11: მთავრობის საგარეო ვალი პროცენტის ტიპის მიხედვით, 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით

დიაგრამა 12: საშინაო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის მრუდები

ცხრილები

ცხრილი 1: მთლიანი დაფინანსების საჭიროების, მთავრობის ვალისა და მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების საპროგნოზო მონაცემები 2018-2021 წლებისთვის

ცხრილი 2: 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით მთავრობის საშინაო და საგარეო ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთები

ცხრილი 3: რეფინანსირების მაჩვენებლები 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით

ცხრილი 4: საპროცენტო განაკვეთის მაჩვენებლები 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით

ცხრილი 5: დაფინანსების ტიპები და წყაროები

ცხრილი 6: სასესხო ხელშეკრულებების ფარგლებში ჩამოსარიცხი საგარეო დაფინანსებები

ცხრილი 7: დაფინანსების წყაროების შედარებითი უპირატესობები

ცხრილი 8: სტრატეგიული მიზნები 2021 წლისთვის

შემაჯამებელი მიმოხილვა

მთავრობის ვალის მართვის მიზანია ერთი მხრივ, საჭირო ფინანსების მოძიება ადეკვატური რისკებისა და ხარჯების ფარგლებში და, მეორე მხრივ, მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება. მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტი ასახავს მთავრობის პოლიტიკას ვალის მართვის მიზნების მიმართულებით და წარმოგვიდგენს სამოქმედო გეგმას, რომელიც უნდა განხორციელდეს მთავრობის მიერ, მთავრობის ვალის პორტფელის სასურველი კომპოზიციის მისაღწევად.

წარმოდგენილი მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტი აჯამებს ვალის მართვის კუთხით მთავრობის მიზნებს და მიმართულებებს 2019-2021 წლებისთვის. დოკუმენტი მომზადებულია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (IMF) და მსოფლიო ბანკის (WB) მიერ შემუშავებული მეთოდოლოგიის¹ მიხედვით და მათთან კონსულტაციების შედეგად მიღებული რეკომენდაციების და საერთაშორისო პრაქტიკის გათვალისწინებით. არსებული საშინაო და საგარეო მაკროეკონომიკური ვითარებისა და პოტენციური რისკების გათვალისწინებით სტრატეგიაში ასახული სამოქმედო გეგმა გვთავაზობს იმ ნაბიჯებს რომელიც უნდა გადაიდგას მომდევნო წლებში.

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტი შედგება **რვა ნაწილისგან. პირველ და მეორე ნაწილში** მოკლედ არის აღწერილი სესხების აღების ძირითადი პრინციპები, მიზნები და ინსტიტუციური სქემა. ასევე, დასმულია სტრატეგიის ძირითადი ამოცანები და მიზნები.

მესამე ნაწილში წარმოდგენილია მაკროეკონომიკური მიმოხილვა, რომელიც მოკლედ ასახავს მაკრო ვითარებას საქართველოში და ზოგადად რეგიონში. მოცემულ ნაწილში აღწერილია მოსალოდნელი მაკრო მაჩვენებლები 2019-2021 წლებისთვის, რომლის მიხედვითაც შემუშავებულია სტრატეგიის მოცემული დოკუმენტი.

მეოთხე და მეხუთე ნაწილში შესაბამისად აღწერილია საქართველოს მთავრობის ვალის პორტფელის არსებული მდგომარეობა და რისკების ანალიზი რეფინანსირების, საპროცენტო განაკვეთის და სავალუტო რისკების ჭრილში.

¹ <http://www.worldbank.org/en/topic/debt/brief/mtds>

მეექვსე ნაწილში საუბარია იმ დაფინანსების წყაროებზე რომლის საშუალებითაც საქართველოს მთავრობას შეუძლია ფინანსური საჭიროებებისთვის რესურსების მოძიება. ასევე, მოყვანილია დაფინანსების წყაროების დადებითი და უარყოფითი მხარეები.

მეშვიდე ნაწილში შემოთავაზებულია სტრატეგიული მიმართულებები რომელთანაც შესაბამისობაში უნდა იყოს ვალის მართვის სამომავლო პოლიტიკა, რათა მოხდეს სტრატეგიის ფარგლებში დასახული მიზნების მიღწევა.

დოკუმენტის დასასრულს, **მერვე** ნაწილში, მოცემულია მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის განხორციელების სამოქმედო გეგმა.

1. შესავალი

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტი ასახავს საქართველოს მთავრობის გეგმებს, რომლებმაც უნდა უზრუნველყონ ვალის მართვის ეფექტური პოლიტიკის გატარება და ვალის მართვის მიზნების მიღწევა.

მთავრობის მხრიდან, სესხების აღება ეფუძნება თაობათა შორის რესურსების სამართლიანი გადანაწილების პრინციპს. აღნიშნული პრინციპი გულისხმობს, რომ მთავრობის მიერ სესხების აღებით განხორციელებული ინვესტიციებიდან მიღებული მომავალი თაობის სარგებელი შეესაბამება იმ ხარჯებს რომელიც მათ უნდა გაიღონ სესხის მომსახურების სახით.

საქართველოს მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია არის საჯარო დოკუმენტი, რაც 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, 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. მთავრობის მიერ ფინანსური რესურსების მოზიდვა ხდება ინფრასტრუქტურული კაპიტალური დანიშნულების პროექტებისათვის და მთავრობის მიერ დაგეგმილი რეფორმების მხარდაჭერის მიზნით, რაც მთავრობის რეფორმათა გეგმით განსაზღვრული მიმართულებების მხარდაჭერას ემსახურება.

მთავრობა მოზიდული ფინანსური რესურსებით აფინანსებს მხოლოდ კაპიტალური დანიშნულების ხარჯებს და ფარავს არსებულ ფინანსურ ვალდებულებებს. ბიუჯეტის საოპერაციო სალდო მუდმივად დადებითია³. 2019-2021 წლებისთვის

² საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტები და პარტნიორი ქვეყნები.

³ საოპერაციო სალდო წარმოადგენს ბიუჯეტის მიმდინარე შემოსავლებსა და მიმდინარე ხარჯებს შორის სხვაობას.

საშუალოდ საოპერაციო სალდო შეადგენს 2.7 მლრდ ლარს (მშპ-ის 5.6%)⁴, რაც იმას ნიშნავს, რომ მიმდინარე შემოსავლები სრულად აფინანსებს მიმდინარე ხარჯებს. აღნიშნული თანხიდან ნაწილი (საშუალოდ 1.3 მლრდ ლარი) მიემართება სესხის ძირითადი თანხის დასაფარად, დარჩენილი თანხა (საშუალოდ 1.4 მლრდ ლარი) კი სრულად ხმარდება კაპიტალური ხარჯების დაფინანსებას. თუმცა, ქვეყნის განვითარების საჭიროებიდან გამომდინარე და მთავრობის მიერ დასახული ეკონომიკური მიზნის მისაღწევად მეტი მოცულობის ინვესტიციის განხორციელებაა საჭირო. სწორედ ამ მიზნით ხდება დამატებით საგარეო და საშინაო სესხების აღება.

გასათვალისწინებელია, რომ საქართველო, ამჟამად არის საშუალოზე დაბალი შემოსავლის (Lower - Middle Income) მქონე ქვეყანა⁵. თუმცა, მოსალოდნელია საშუალოვადიან პერიოდში საქართველოს დაწინაურება საშუალოზე მაღალი შემოსავლის მქონე ქვეყანად. სავარაუდოდ, საქართველოს შეღავათიან დაფინანსებაზე⁶ წვდომა ექნება საშუალოვადიანი პერიოდის განმავლობაში, მაგრამ გრძელვადიან პერსპექტივაში, ქვეყნის ეკონომიკის ზრდასთან ერთად, შეღავათიანი სესხების მოცულობები თანდათან შემცირდება.

ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისგან ფინანსურ რესურსებზე წვდომის შემცირებასთან ერთად, უნდა მოხდეს მათი ჩანაცვლება საბაზრო ინსტრუმენტებით მოზიდული ფულადი სახსრებით. უმეტესად ეს მოხდება ადგილობრივი ბაზრის მეშვეობით. ამასთანავე, ფინანსური რესურსების ხელმისაწვდომობის დივერსიფიკაციის მიზნით, საშუალო ვადიანი პერიოდისთვის საქართველოს მთავრობა განიხილავს საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე ცნობადობის შენარჩუნებას.

⁴ ძირითადი მონაცემებისა და მიმართულებების დოკუმენტი <https://mof.ge/images/File/2019-BD-Tables-sen-14-1-new-BDD.pdf>

⁵ <https://data.worldbank.org/country/georgia>

⁶ შეღავათიან სესხებს აქვთ დაბალი საპროცენტო განაკვეთი საბაზრო პროცენტთან შედარებით.

2. სტრატეგიის არეალი და მიზნები

სტრატეგია ვრცელდება საქართველოს მთავრობის ვალზე, რომელიც მოიცავს „სახელმწიფო ვალის შესახებ“ საქართველოს კანონით განსაზღვრულ სახელმწიფო ვალს ეროვნული ბანკის საერთაშორისო სავალუტო ფონდისადმი ვალის გამოკლებით.

ვალის მართვის სტრატეგიის ძირითადი მიზნებია:

1. მთავრობის ფინანსური საჭიროებების⁷ დაფინანსების უზრუნველყოფა ხარჯების მინიმიზაციით საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში, ადეკვატური რისკების ფარგლებში. აღნიშნული მიზანი გულისხმობს მთავრობის ვალის მდგრადობის შენარჩუნებას მინიმალური ხარჯებით, რეფინანსირების რისკის, საპროცენტო განაკვეთის რისკისა და გაცვლითი კურსის რისკის გათვალისწინებით.
2. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება. აღნიშნული მიზანი გულისხმობს ბაზრის ლიკვიდობის, გამჭვირვალობისა და პროგნოზირებადობის ზრდას. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ქვეშ ერთ-ერთ მნიშვნელოვან საკითხად მოიაზრება მიმოქცევაში არსებული ფასიანი ქაღალდების მოცულობის ზრდა, რათა გაიზარდოს ინვესტორების ინტერესი მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მიმართ და შესაბამისად, გაფართოვდეს ინვესტორთა ბაზა. საერთაშორისო საუკეთესო გამოცდილების მიხედვით, განვითარებული ბაზარი ამცირებს ბიუჯეტისთვის სესხების მომსახურებაზე გაწეულ ხარჯებს და რისკებს საშუალო და გრძელვადიანი პერიოდისთვის.

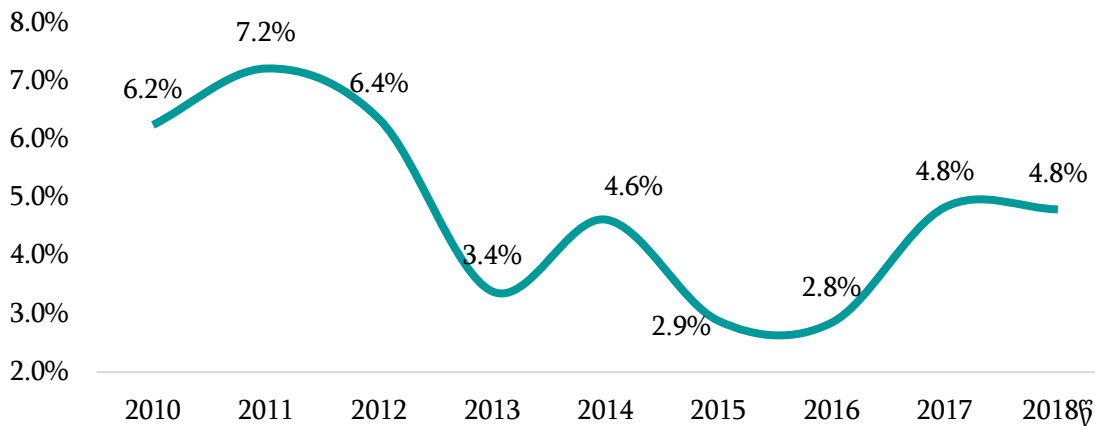
მთავრობის განვითარებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ხელს შეუწყობს ქვეყანაში კაპიტალის ბაზრის განვითარებას, რაც, თავის მხრივ, შექმნის ლარში დენომინირებულ დამატებით ფინანსურ რესურსს ბაზრის მონაწილეებისთვის.

⁷ ბიუჯეტის დეფიციტისა და მთავრობის ვალის ამორტიზაციის ჯამი.

3. მაკროეკონომიკური მიმოხილვა

2014-2016 წლებში არსებული ეკონომიკური ზრდის შენელების შემდეგ, 2017 წლის დასაწყისიდან საქართველოს ეკონომიკამ სწრაფი გამოცოცხლება დაიწყო და 2017 წელს 4.8-პროცენტის ეკონომიკური ზრდა დაფიქსირდა. ეკონომიკური აქტივობა შენარჩუნდა 2018 წელსაც და ამ პერიოდში წინასწარმა რეალურმა ზრდამ 4.8 პროცენტი შეადგინა. გასული პერიოდის მსგავსად, საშუალოვადიან პერიოდში კვლავ წმინდა ექსპორტი იქნება ეკონომიკური ზრდის მამოძრავებელი, ასევე მოსალოდნელია, რომ მსოფლიო ეკონომიკის გაჯანსაღება ვაჭრობით იყოს გამოწვეული. ზრდის კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი ფაქტორი იქნება ინვესტიციები. ამასთან, განხორციელებული რეფორმები და მილსადენის პროექტი ორიენტირებულია ქვეყანაში დანაზოგებისა და ინვესტიციების ზრდაზე.

დიაგრამა 1: რეალური მშპ-ს ზრდა წლების მიხედვით (%)



წყარო: საქსტატი

რაც შეეხება ფასების დონეს, საქართველოს ეროვნული ბანკი მისდევს ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმს. 2018 წლისთვის, აქციზის გადასახადის ეფექტის ამოწურვის შემდეგ ინფლაციის დონემ დასტაბილურება დაიწყო და მიზნობრივი 3 პროცენტის გარშემო მერყეობს.

რეგიონში ეკონომიკის გაჯანსაღება კარგად აისახა საქართველოს ექსპორტზე და 2018 წელს ექსპორტის ზრდამ 22.9 პროცენტი შეადგინა.

ბოლო წლების განმავლობაში ტურიზმი ეკონომიკის ერთ-ერთ ყველაზე მნიშვნელოვან სექტორად ჩამოყალიბდა. ჯამურად, 2018 წელს საქართველოში 8 326 ათასი ვიზიტორი შემოვიდა, რაც 10.2 პროცენტით მეტია 2017 წელთან შედარებით, ხოლო

ტურიზმიდან მიღებულმა შემოსავალმა 3 202 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა და 18.4 პროცენტით აღემატება წინა წლის მაჩვენებელს.

ბოლო ოთხი წლის განმავლობაში საქართველოში შეინიშნება პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მნიშვნელოვანი ზრდა და სტაბილურად მთლიანი შიდა პროდუქტის 10 პროცენტის გარშემოა. 2018 წელს, წინა წელთან შედარებით შეინიშნება ინვესტიციების კლება, რის ძირითად მიზეზსაც წარმოადგენს მაგისტრალური გაზსადენის მშენებლობის პროექტის დასრულების ფაზა, რამდენიმე საწარმოს გადასვლა საქართველოს რეზიდენტების საკუთრებაში და არარეზიდენტი პირდაპირი ინვესტორის მიმართ ვალდებულებების შემცირება.

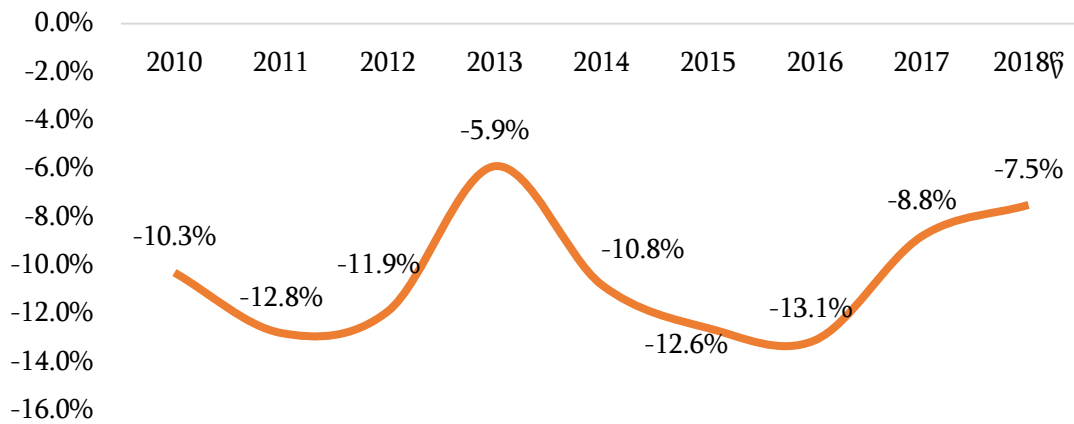
მიუხედავად ამისა, აღსანიშნავია FDI-ს დივერსიფიკაციის ზრდა ახალ სექტორებში ინვესტირებით. მაგალითად, 2015 წელს დაფიქსირდა ჯანმრთელობის დაცვის მიმართულებით განხორციელებული ინვესტიციების მკვეთრი ზრდა წინა წლებთან შედარებით. 2016 წელს კი 2015 წელთან შედარებით გაზრდილია ინვესტიცია კავშირგაბმულობის სექტორში, სადაც განხორციელებულმა პირდაპირმა უცხოურმა ინვესტიციებმა მთლიანი FDI-ის 3.8 პროცენტი შეადგინა. რაც შეეხება 2017 წელს, მნიშვნელოვნად არის გაზრდილი ინვესტიციები საფინანსო და სამშენებლო სექტორში. 2018 წლის პირველ სამ კვარტალში განხორციელებული ინვესტიციების 19.7 პროცენტი საფინანსო სექტორში განხორციელდა, 17.3 პროცენტი - ტრანსპორტის სექტორში, ხოლო 15.4 პროცენტი - ენერჯეტიკის სექტორში.

მნიშვნელოვნად იზრდება ფულადი გზავნილების მოცულობა 2016 წლის მეორე ნახევრიდან. 2017 წელს ჯამურად ფულადი გზავნილები 22.3 პროცენტით მეტი იყო 2016 წლის იმავე პერიოდთან შედარებით. ფულადი გზავნილების ზრდა მნიშვნელოვანია 2018 წელსაც.

მიმდინარე ანგარიშის მაღალი დეფიციტი საქართველოს ეკონომიკის მოწყვლადობის ერთ-ერთ მთავარ წყაროს წარმოადგენს. ამიტომ, საქართველოს მთავრობამ შეიმუშავა რეფორმები დანაზოგების წასახალისებლად, მწარმოებლურობისა და ექსპორტის ზრდისთვის და დანაზოგები-ინვესტიციების „გეპ“-ის თანდათანობით დასახურად, რაც დაბალანსებულ მიმდინარე ანგარიშს გულისხმობს. 2017 წლის ბოლოს

მდგომარეობით, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მშპ - თან მიმართებაში 8.8%-ი შეადგინა, ხოლო 2018 წლის მოსალოდნელი მნიშვნელობა 7.5%-ს შეადგენს (დიაგრამა 2).

დიაგრამა 2: მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი (%-ად მშპ-თან)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში, დაგეგმილია იმ სტრუქტურული რეფორმების გატარება, რომლებიც ხელს შეუწყობს დანაზოგების ზრდას, რაც თავის მხრივ მნიშვნელოვანია მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუმჯობესებისთვის.

რაც შეეხება საქართველოს საკრედიტო რეიტინგებს, 2017 წლის სექტემბერში სარეიტინგო კომპანია Moody's-მა "Ba3"-დან "Ba2"-მდე გააუმჯობესა ქვეყნის რეიტინგი და პერსპექტივა სტაბილურზე შეუნარჩუნა. კომპანია S&P-ის მიხედვით, საქართველოს სარეიტინგო პოზიცია "BB-" სტაბილურზეა, ხოლო 2019 წლის თებერვალში კომპანია Fitch-მა "BB-" პოზიტიურიდან "BB" სტაბილურამდე გააუმჯობესა რეიტინგი.

სარეიტინგო სააგენტოების განცხადებით, საქართველოს რეიტინგის გაუმჯობესება გამოწვეულია იმით, რომ საქართველოს ეკონომიკა მდგრადი აღმოჩნდა 2014 წელს რეგიონში დაწყებული ეკონომიკური შოკის მიმართ, რის შედეგადაც გამოჩნდა ქვეყნის ეკონომიკისა და ინსტიტუტების სიძლიერე. მიმდინარე ეკონომიკური რეფორმები კი, რაც საერთაშორისო სავალუტო ფონდის დახმარებით ხორციელდება, შეამცირებს საქართველოს ძირითად საკრედიტო სისუსტეებს და დროთა განმავლობაში უფრო მეტად გაზრდის საკრედიტო სიძლიერეს. თუმცა, რეიტინგის ზრდას ხელს უშლის საგარეო მოწყვლადობის რისკები.

მიმდინარე ეკონომიკური რეფორმები დადებითად აღიქმება სარეიტინგო სააგენტოების მიერ. Moody's დ S&P გამოყოფენ ფაქტორებს, რომელთაც დადებითი წვლილი შეაქვთ საქართველოს რეიტინგის შეფასებაში. მათ შორის, ძლიერი ინსტიტუტები, ევროკავშირთან ასოცირების შეთანხმება, დივერსიფიცირებული საექსპორტო ბაზრები, სავაჭრო შეთანხმებები, მიმდინარე ანგარიშის მნიშვნელოვანი გაუმჯობესება, ფისკალური მდგრადობის გამყარება, ლარიზაციის კუთხით არსებული მნიშვნელოვანი პროგრესი.

ამასთან, სარეიტინგო კომპანიების მიერ დადებით მიმართულებად მიიჩნევა სავალუტო ფონდთან გაფორმებული 3-წლიანი პროგრამა, განათლების გაუმჯობესება, საგზაო ინფრასტრუქტურის დაფინანსება, ეფექტიანი საჯარო ადმინისტრირება, საერთაშორისო ვაჭრობის გაფართოება გაუმჯობესებული ბიზნეს კლიმატი, რაც გააძლიერებს კერძო სექტორის, როგორც ეკონომიკის მამოძრავებელი სექტორის როლს.

მთავრობის საშუალო და გრძელვადიანი გეგმების განხორციელება დაფუძნებულია შემდეგ ფისკალურ და მაკროეკონომიკურ დაშვებებზე:

ცხრილი 1: მთლიანი დაფინანსების საჭიროების, მთავრობის ვალისა და მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების საპროგნოზო მონაცემები 2018-2021 წლებისთვის

მაჩვენებლები (მილიონი ლარი)	2018წ	2019პ	2020პ	2021პ
ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლები	11,705	12,578	13,402	14,250
ნაერთი ბიუჯეტის ხარჯები	9,561	10,326	10,710	10,979
მთლიანი სალდო	-336	-970	-1,018	-1,029
ფინანსური აქტივების წმინდა ზრდა	584	213	200	310
მთლიანი დაფინანსების საჭიროება ⁸	2,885	3,317	3,323	4,759
ნომინალური მშპ (მილიონი ლარი)	41,237	44,601	48,236	52,415
მთავრობის ვალი (%-ად მშპ-თან)	42.1	41.4	41.5	40.6
მშპ-ს რეალური ზრდა (%)	4.8	4.5	5.0	5.5
მშპ-ს დეფლატორი (% ცვლილება)	4.0	3.5	3.0	3.0

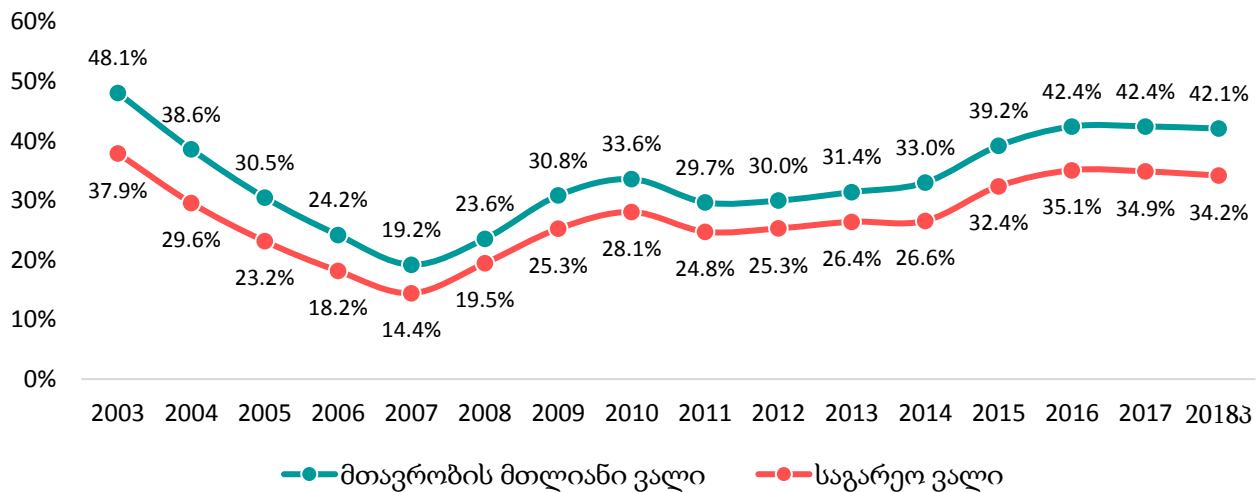
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

⁸ სსფ-თან პროგრამის ფარგლებში შეთანხმებული ბიუჯეტის დეფიციტის (მთლიანი სალდოს და ფინანსური აქტივების წმინდა ზრდის სხვაობა) და მთავრობის ვალის ამორტიზაციის ჯამი.

4. მთავრობის ვალის პორტფელის აღწერა

2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით, წინასწარი მომაცემებით, საქართველოს მთავრობის ვალის პროცენტული ფარდობა მშპ-თან მიმართებაში შეადგინა 42.1%, მათ შორის 34.2% იყო საგარეო ვალი⁹.

დიაგრამა 3: მთავრობის ვალის დინამიკა (%-ად მშპ-თან)¹⁰



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის ვალის პორტფელში მნიშვნელოვანი წილი (81.3%) უჭირავს საგარეო ვალს. საგარეო ვალის დიდი ნაწილი - 88.1% არის კრედიტორებისგან მოზიდული სესხები, უმეტესად შეღავათიანი პირობებით. მეორე დიდ ნაწილს 9.5%-ს შეადგენს ევრობონდი, ხოლო საგარეო ვალის დარჩენილ ნაწილს, 2.4%-ს, შეადგენს „ისტორიული საგარეო ვალი“¹¹. რაც შეეხება საშინაო ვალს, მის 69.3%-ს შეადგენს სახაზინო ობლიგაციები, 17.3%-ს სახაზინო ვალდებულებები და დარჩენილ 13.3%-ს სახელმწიფო ობლიგაციები¹².

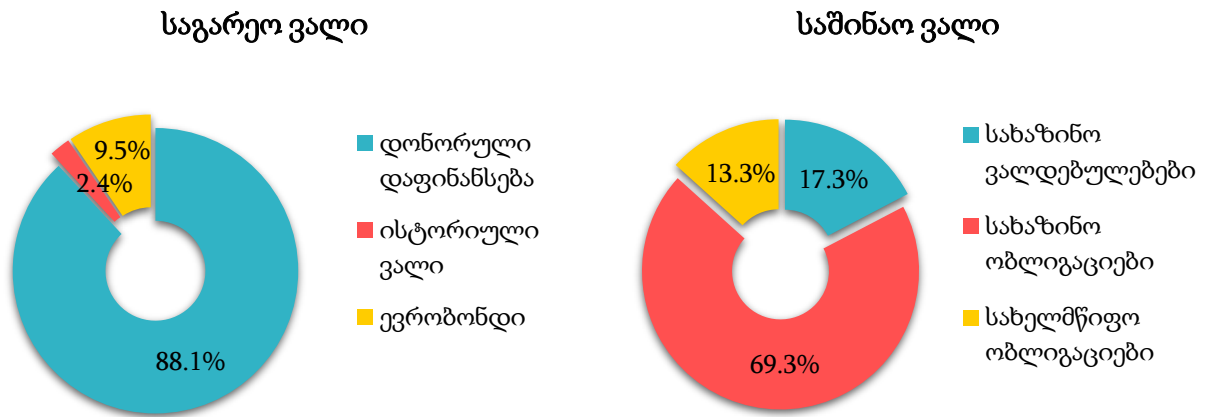
⁹ მთავრობის ვალი დენომინირებული უცხოური ვალუტით.

¹⁰ მოცემულ დიაგრამაში და მთლიანად სტრატეგიის დოკუმენტში არ განიხილება ე.წ. საშინაო „ისტორიული ვალი“.

¹¹ სსრკ-ს ყოფილი რესპუბლიკების მიმართ არსებული და სხვა რესტრუქტურირებული სესხები.

¹² სახელმწიფო ობლიგაციები არის მთავრობის ყოფილი ვალი სებ-ის მიმართ, გადაფორმებული ფასიან ქაღალდებში.

დიაგრამა 4: საგარეო და საშინაო ვალის პორტფელი ინსტრუმენტის ტიპების მიხედვით 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით მთავრობის საგარეო და საშინაო ვალზე საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთების განაწილება სხვადასხვა ტიპის სესხებზე შემდეგნაირად გამოიყურება: კრედიტორებისგან მოზიდულ სესხები - 1.4%; საგარეო ისტორიული ვალი - 3.5%; ევრობონდი - 6.9% და საშინაო ვალი - 8.3%.

ცხრილი 2 : 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით მთავრობის საშინაო და საგარეო ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთები

	პორტფელის საშუალო შეწონილი პროცენტი	ბოლო 1 წლის საშუალო შეწონილი პროცენტი
საშინაო ვალი	8.3%	7.5%
6 თვიანი სახაზინო ვალდებულებები	7.1% ¹³	7.2%
12 თვიანი სახაზინო ვალდებულებები	7.3%	7.3%
2 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	7.6%	7.4%
5 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	8.8%	7.7%
10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	10.3%	9.1%
სახელმწიფო ობლიგაციები	8.4%	7.8%
საგარეო ვალი	1.5%	0.8%
კრედიტორული დაფინანსება	1.4%	0.8%
ისტორიული ვალი	3.5%	-
ევრობონდი	6.9%	-

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

¹³ ბოლო 6 თვის საშუალო შეწონილი პროცენტი.

ევროზონდის სარგებლიანობა 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით შეადგენს 4.46%-ს. 2011 წლის მდგომარეობით აღნიშნული მაჩვენებელი იყო 6.875%. წლების განმავლობაში ევროზონდის შემოსავლიანობა პერიოდულად მცირდებოდა (დიაგრამა 5).

დიაგრამა 5: საქართველოს მთავრობის ევროზონდის შემოსავლიანობის მრუდი



წყარო: ბლუმბერგი

5. მთავრობის ვალის პორტფელის მდგომარეობის ანალიზი

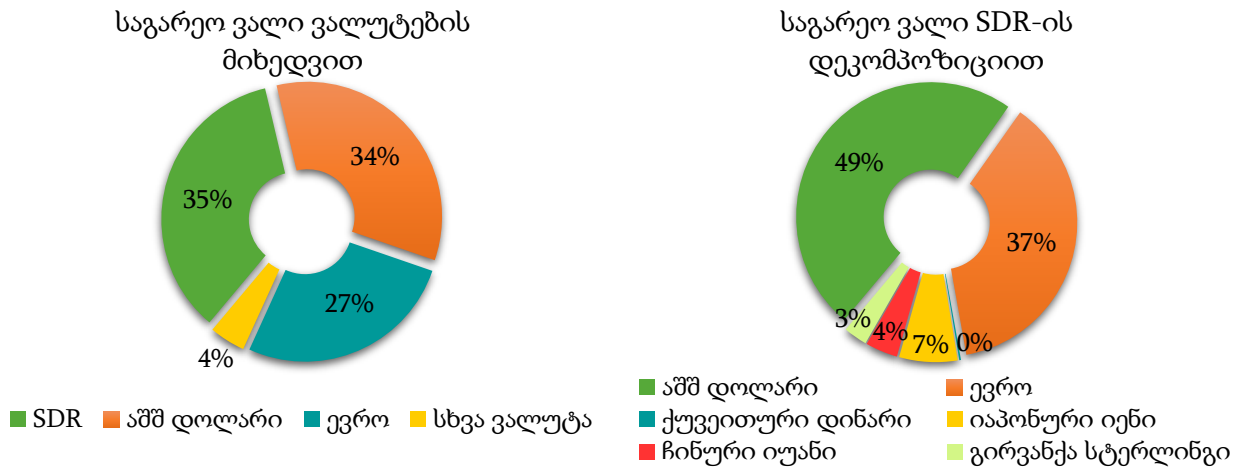
მთავრობის ვალის პორტფელის ეფექტური მართვის პოლიტიკის შემუშავებისთვის, მნიშვნელოვანია იმ რისკების შეფასება რომლებიც უკავშირდება პორტფელის მოცულობას და მისი მომსახურებისათვის გასაწევი ხარჯების მოსალოდნელ მერყეობას. აღნიშნული მიმართულებით, ძირითადად ხდება სავალუტო, რეფინანსირების და საპროცენტო განაკვეთის რისკის შეფასება და მართვა.

5.1 სავალუტო რისკი

2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით, მთავრობის საგარეო ვალის 35% დენომინირებულია SDR-ში, 34% აშშ დოლარში, 27% ევროში, ხოლო დარჩენილი 4% სხვა ვალუტებში. მთავრობის საგარეო ვალის საკმაოდ მაღალი დივერსიფიკაციის მიუხედავად, იგი მაინც მოწყვლადია გაცვლითი კურსის შოკების მიმართ. მთავრობის ვალის 81.3% დენომინირებულია უცხოურ ვალუტაში, რაც იმას ნიშნავს, რომ ლარის უცხოური ვალუტების მიმართ გაუფასურებას ექნება უარყოფითი გავლენა მთავრობის ვალის მნიშვნელოვან ნაწილზე. აქედან გამომდინარე, რისკების შემცირების მიზნით

საჭიროა მთავრობის ვალის პორტფელის დაბალანსება, ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული სესხების წილის ზრდის მეშვეობით.

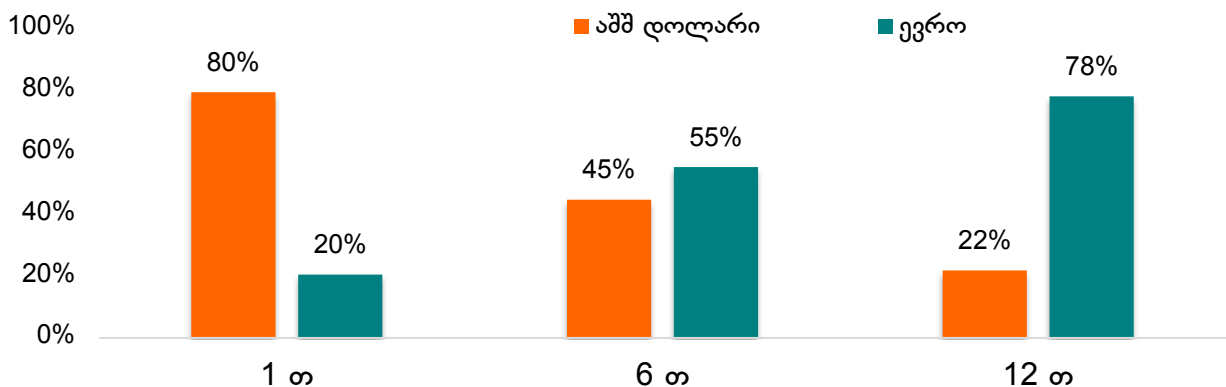
დიაგრამა 6: მთავრობის საგარეო ვალი ვალუტების მიხედვით 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2017 წელს ხელმოწერილი საგარეო სესხებიდან 77% დენომინირებული იყო ევროში, 20% დოლარში, ხოლო დანარჩენი 3% KWD-ში. ამასთანავე, 2018 წელს ხელმოწერილი საგარეო სესხებიდან 100% დენომინირებულია ევროში. საგარეო ვალის პორტფელში ევროს წილის ზრდა ემსახურება საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში ვალის პორტფელში სავალუტო რისკების შემცირებას (დიაგრამა 7).

დიაგრამა 7: 1 ლარის ღირებულების მქონე პორტფელის (აშშ დოლარში და ევროში ნასესხები) ოპტიმალური კომპოზიცია რისკების მინიმიზაციის მიხედვით

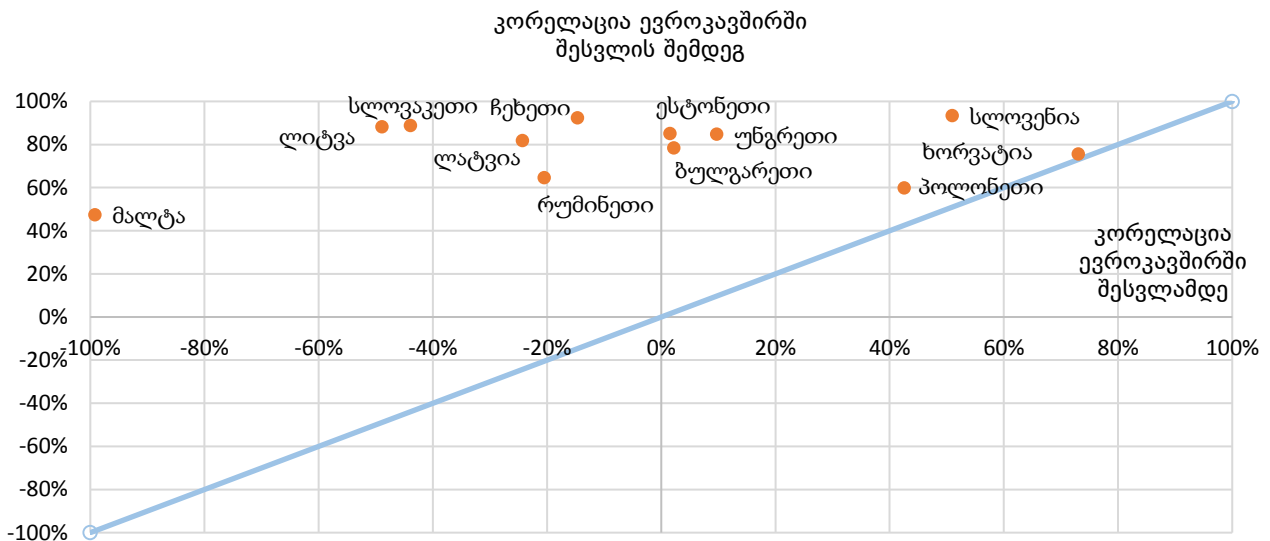


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

ევროში სესხების წილის ზრდას საფუძვლად უდევს შემდეგი მნიშვნელოვანი ფაქტორები:

1. საქართველოს ეკონომიკური ურთიერთობა სულ უფრო იზრდება ევროზონის ქვეყნებთან, რაც იმას ნიშნავს რომ მთავრობისთვის სესხის ევროში ქონა ბუნებრივად უფრო დაზღვეული ხდება სავალუტო რისკისგან. აღსანიშნავია, რომ ქვეყნებისთვის რომლებიც ევროკავშირის წევრები გახდნენ, მნიშვნელოვნად გაიზარდა მათ ეკონომიკურ ციკლებსა და ევროკავშირის ეკონომიკურ ციკლებს შორის კორელაცია (დიაგრამა 8).

დიაგრამა 8: სხვადასხვა ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის კავშირი ევროზონის ეკონომიკის ზრდასთან, კავშირში შესვლამდე და შესვლის შემდეგ

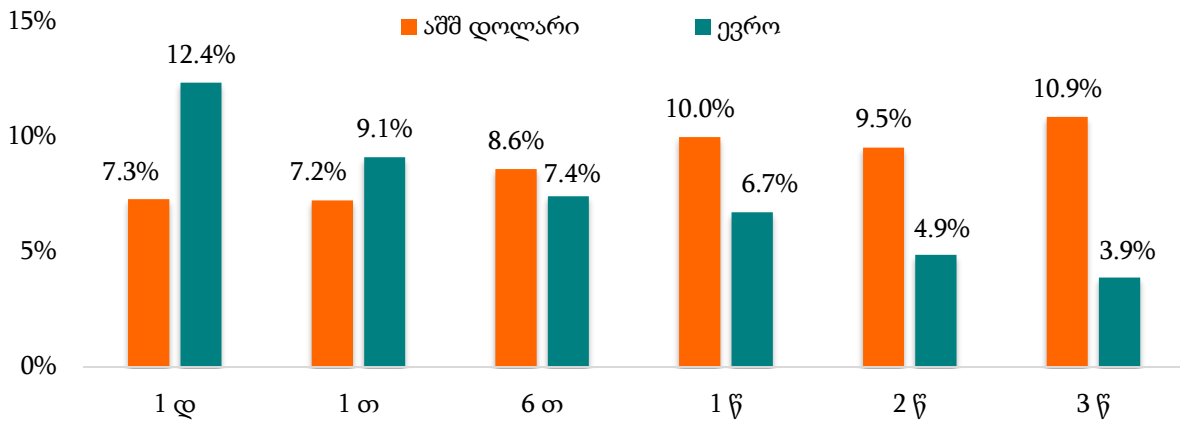


წყარო: IMF

2. საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორების ეკონომიკური ურთიერთობა ევროპასთან არის საკმაოდ მაღალი, რაც იმას ნიშნავს, რომ ევროპის ეკონომიკური ციკლი არაპირდაპირი გზითაც დაკავშირებულია საქართველოს ეკონომიკასთან, აღნიშნული გარემოება უფრო მეტად ამყარებს სესხების ევროში აღების არგუმენტს.

3. ევროს და აშშ დოლარის ლართან ნომინალური გაცვლითი კურსის მერყეობის ერთმანეთთან შედარებისას ნათელია, რომ საშუალო და გრძელვადიანი პერიოდისთვის ევრო აშშ დოლართან შედარებით უფრო სტაბილურია. აღნიშნული გარემოების გამო, მთავრობის მიერ საგარეო სესხის აღების დროს, ვალუტის შერჩევისას, იზრდება ევროს უპირატესობა (დიაგრამა 9).

დიაგრამა 9: ევროსა და აშშ დოლარის ლართან ნომინალური გაცვლითი კურსის პროცენტული ცვლილების ნორმალიზებული სტანდარტული გადახრები



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

5.2 რეფინანსირების რისკი

რეფინანსირების რისკის შეფასების ერთ-ერთი ინდიკატორია საშუალო შეწონილი ვადიანობა (ATM). 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით მთავრობის მთლიანი ვალის პორტფელზე ATM-მა შეადგინა 7.3 წელი, ხოლო ერთი წლის ვადაში დასაფარმა მთავრობის ვალმა მთავრობის მთლიან ვალთან მიმართებაში 11.5%. აღნიშნული მაჩვენებლები სხვადასხვა ტიპის ვალზე შემდეგნაირად ნაწილდება:

ა) კრედიტორული დაფინანსება: საშუალო ვადიანობა კრედიტორებისგან მოზიდულ დაფინანსებაზე შეადგენს 9.1 წელს, რაც საკმაოდ პოზიტიური მაჩვენებელია. 1 წლის ვადაში დასაფარი მთავრობის საგარეო ვალი მთავრობის მთლიან საგარეო ვალთან მიმართებაში შეადგენდა 6.3%-ს.

ბ) საგარეო ისტორიული ვალი: საშუალო შეწონილი ვადიანობა მოცემული სესხებისთვის შეადგენს 3.1 წელს. აღნიშნული მაჩვენებელი ნაკლებია საგარეო ვალის საშუალო შეწონილ ვადიანობაზე, შესაბამისად უარყოფითად მოქმედებს საგარეო პორტფელის საშუალო შეწონილ ვადიანობაზე. 1 წლის ვადაში დასაფარი საგარეო ისტორიული ვალი მთავრობის მთლიან საგარეო ისტორიულ ვალთან მიმართებაში შეადგენდა 17.1%-ს.

გ) ევრობონდი: საშუალო შეწონილი ვადიანობა ევრობონდისთვის შეადგენს 2.5 წელს.

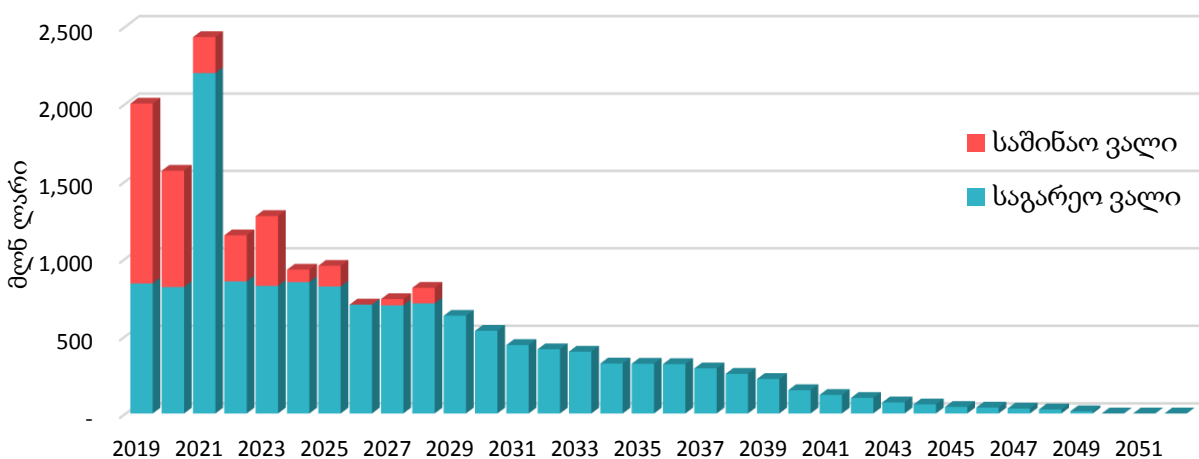
დ) საშინაო ვალი: საშუალო ვადიანობამ მთავრობის საშინაო ვალისთვის შეადგინა 2.6 წელი, 1 წლის ვადაში დასაფარი მთავრობის საშინაო ვალი მთავრობის მთლიან საშინაო ვალთან მიმართებაში შეადგენდა 35.8%-ს.

ამჟამად, მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ძირითადი მყიდველები არიან საკმაოდ ვიწრო წრის ინვესტორები (ძირითადად კომერციული ბანკები). საერთაშორისო ინვესტორების წილი დაბალია და შეადგენს 1.9 პროცენტს. აღნიშნული გარემოება ზრდის რეფინანსირების რისკს. ამ ტიპის რისკის შესამცირებლად საჭიროა მოხდეს ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიცირება.

მთავრობის საგარეო ვალის დაფარვის დიაგრამა მეტნაკლებად თანაბრადაა განაწილებული (2021 წლის გამოკლებით), რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, ნიშნავს, რომ მთავრობის საგარეო ვალის მომსახურება ნაკლებად მოწყვლადია რეფინანსირების რისკის მიმართ.

2021 წელს საქართველოს მთავრობას უწევს 500 მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის ევრობონდის დაფარვა. ეს გარემოება ზრდის რეფინანსირების რისკს 2021 წლისათვის. აღნიშნული გარემოების საპასუხოდ და რეფინანსირების რისკის შესამცირებლად, საქართველოს მთავრობა 2019 წლის განმავლობაში შეიმუშავებს გეგმას არსებული ევრობონდის დაფარვასთან დაკავშირებით.

დიაგრამა 10: მთავრობის ვალის დაფარვა



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

ცხრილი 3: რეფინანსირების მაჩვენებლები 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით

რეფინანსირების ინდიკატორი	კრედიტორული დაფინანსება	საგარეო ისტორიული ვალი	ევრობონდი	საშინაო ვალი	მთლიანი ვალი
საშუალო ვადიანობა (წლების მიხედვით, ATM)	9.1	3.1	2.5	2.6	7.3
1 წელიწადში დასაფარი ძირითადი თანხა (%-ად მთლიანთან)	6.3	17.1	-	35.8	11.5

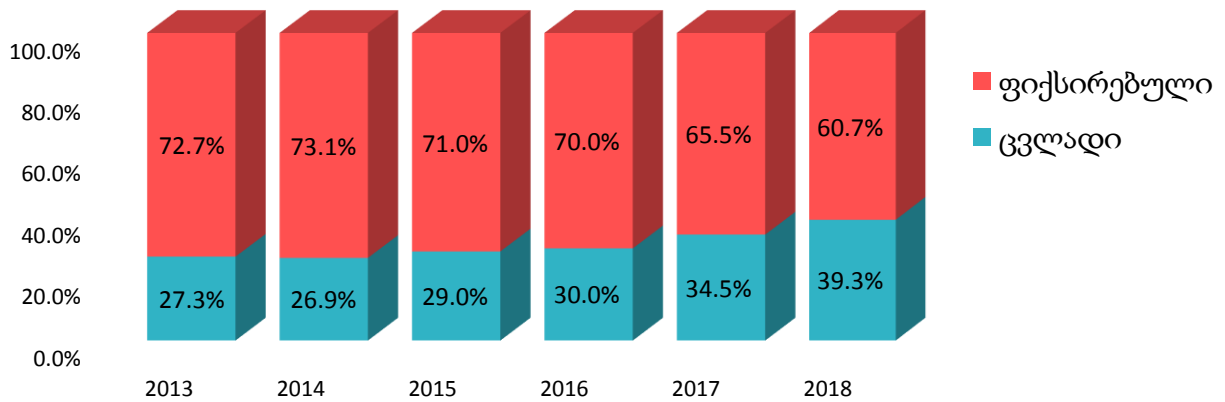
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

5.3 საპროცენტო რისკი

საპროცენტო რისკის შეფასება ხდება მთავრობის ვალის პორტფელში ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების და ერთი წლის განმავლობაში დასაფარი სესხების სიდიდის მიხედვით. მაშინ, როცა ცვლადი განაკვეთები პოტენციურად უფრო ნაკლებად ხარჯიანია და ამასთანავე კონტრაციკლურობით ხასიათდება, იგი ქმნის ხარჯების მერყეობის რისკს. ბუნებრივია, ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის შემთხვევაში ასეთი რისკი არ არსებობს. შესაბამისად, ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი არის უფრო მაღალი ცვლადი განაკვეთის მქონე სესხების საპროცენტო განაკვეთთან შედარებით (დამატებით ითვალისწინებს საპროცენტო განაკვეთის რისკის პრემიუმს).

ბოლო წლების განმავლობაში, მთავრობის ვალის პორტფელში არსებული სესხებისთვის ფიქსირებული და ცვლადი საპროცენტო განაკვეთების წილი შემდეგნაირად იცვლებოდა (დიაგრამა 11).

დიაგრამა 11: მთავრობის საგარეო ვალი პროცენტის ტიპის მიხედვით, 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის დინამიკა აჩვენებს, რომ პორტფელში იზრდება იმ სესხების წილი, რომელთაც ერიცხებათ ცვლადი საპროცენტო განაკვეთი. ევროში ცვლადი განაკვეთის სესხის აღება მიზანშეწონილია ბიუჯეტის ხარჯების კონტრცკლურობის უზრუნველსაყოფად. მოსალოდნელია, რომ საქართველოსა და ევროპის ეკონომიკური ციკლები სულ უფრო დაუახლოვდება ერთმანეთს. სავარაუდოდ, ეს გამოიწვევს საპროცენტო განაკვეთის დინამიკის დაახლოვებასაც.

ევროში საპროცენტო განაკვეთების ზრდა ასოცირდება უფრო მაღალ ეკონომიკურ აქტივობასთან ევროპასა და საქართველოში. ამ შემთხვევაში, ევროში საპროცენტო განაკვეთის ზრდის გამო გამოწვეული მთავრობის ვალის მომსახურების ხარჯის ზრდა დაემთხვევა საქართველოში ეკონომიკური აღმავლობის ეტაპს, რაც გამოიწვევს საბიუჯეტო შემოსავლების ზრდას და ავტომატურად დაასტაბილურებს გაზრდილ საპროცენტო ხარჯებს. საპროცენტო განაკვეთის ხარჯის კონტრცკლური ხასიათი მნიშვნელოვანი არგუმენტია ევროში ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის სესხების ზრდისათვის.

საგარეო კრედიტორებისგან მოზიდულ დაფინანსებაზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების საშუალო ვადიანობამ (ATR) შეადგინა 4.2 წელი, საგარეო ისტორიული ვალის შემთხვევაში ეს მაჩვენებელი არის 3.1 წელი, ევრობონდისთვის - 2.5 წელი, საშინაო ვალისთვის - 2.6 წელი, ხოლო მთლიანი ვალისთვის - 3.7 წელი.

1 წლის განმავლობაში, მთავრობის ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების პროცენტული მაჩვენებელი, მთლიანი ვალისთვის შეადგენს 42.3%-ს. საგარეო კრედიტორული დაფინანსებისთვის შეადგენს 49.2%-ს, რაც ძირითადად გამოწვეულია საგარეო სესხების პორტფელში ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების წილით. იგივე მონაცემი მთავრობის საშინაო ვალისთვის შეადგენს 35.8%-ს, მიუხედავად საშინაო ვალის მთლიან პორტფელზე ფიქსირებული პროცენტის დარიცხვისა, მისი მნიშვნელოვანი ნაწილი 1 წლის განმავლობაში იფარება და საჭიროებს პროცენტის თავიდან დაფიქსირებას, ხოლო საგარეო ისტორიული ვალისთვის ეს მაჩვენებელი შეადგენს 17.1%-ს. (ცხრილი 4).

ცხრილი 4: საპროცენტო განაკვეთის მაჩვენებლები 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით

საპროცენტო განაკვეთის ინდიკატორი	კრედიტორული დაფინანსება	საგარეო ისტორიული ვალი	ევრობონდი	საშინაო ვალი	მთლიანი ვალი
მთავრობის ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების საშუალო ვადიანობა (ATR) (წლების მიხედვით)	4.2	3.1	2.5	2.6	3.7
1 წლის განმავლობაში, მთავრობის ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების პროცენტული მაჩვენებელი	49.2	17.1	-	35.8	42.3

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

6. დაფინანსების წყაროები

სესხის აღების საჭიროება (Gross Financing Need) შედგება ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსებისა და სესხის ძირითადი ნაწილის დაფარვისათვის საჭირო თანხებისაგან. მთავრობას აღნიშნული საჭიროების დასაფინანსებლად გააჩნია სესხების მოზიდვის რამდენიმე წყარო (ცხრილი 5).

ცხრილი 5: დაფინანსების ტიპები და წყაროები

ტიპი	დაფინანსების წყარო
საგარეო	სესხები მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საერთაშორისო ბაზარზე
საშინაო	მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საშინაო ბაზარზე

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

6.1. სესხები მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან

განვითარების პარტნიორებისგან მიღებული სესხები წარმოადგენს საქართველოს მთავრობის ვალის ყველაზე დიდ ნაწილს. კრედიტორების მხარდაჭერამ მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა ქვეყნის განვითარებისა და ევროპული ღირებულებების მქონე დემოკრატიულ, კანონის უზენაესობაზე დაფუძნებული ქვეყნის ჩამოყალიბების პროცესში. მთავრობა პარტნიორებისგან ორი სახის სესხებს იღებს: პირველი ტიპის სესხები უშუალოდ მიზნულია კონკრეტული პროექტების დაფინანსებაზე და მეორე ტიპის სესხები განკუთვნილია მთავრობის რეფორმების მხარდასაჭერად. როგორც ზემოთ აღინიშნა, საბოლოოდ ორივე ტიპის სესხი ხმარდება მთავრობის კაპიტალური დანიშნულების ხარჯებს ან/და იფარება არსებული სესხები. უცხოური წყაროებიდან მიღებული სესხები მიიმართება ქვეყნის ინფრასტრუქტურის რეაბილიტაციის და ქვეყნის განვითარებისთვის სასიცოცხლოდ მნიშვნელოვანი პროექტების დასაფინანსებლად. კრედიტორების ფინანსური მხარდაჭერით არაერთი მნიშვნელოვანი პროექტი განხორციელდა ხდება შესაძლებელი, რაც გამოიხატება როგორც ძირითადი სატრანზიტო მაგისტრალის მოდერნიზებით, რომელიც უმნიშვნელოვანესია საგზაო ქსელის განვითარებისა და თანამედროვე სტანდარტებთან შესაბამისობაში მოყვანის კუთხით, ასევე, ენერგეტიკული დამოუკიდებლობის, ენერგო სისტემების უსაფრთხოებისა და სტაბილურობის მიღწევის მიზნით ენერგეტიკის სექტორში სხვადასხვა პროექტების

განხორციელების ფინანსური მხარდაჭერით; სოფლის მეურნეობის სექტორის მხარდასაჭერად სხვადასხვა პროექტების განხორციელებით; ხელმისაწვდომი ხდება სასმელი წყალი და წყალარინების სისტემები, როგორც დიდ, ისე მცირე და საშუალო ზომის ქალაქებსა და სოფლებში, რომლებსაც მნიშვნელოვანი პოტენციალი გააჩნიათ აგრობიზნესის, ტურიზმისა და რეგიონული ვაჭრობის განვითარების კუთხით; და აგრეთვე სხვადასხვა გადაუდებელი ღონისძიებებისა თუ პროექტების განხორციელების ფინანსური მხარდაჭერით. ამასთან, არანაკლებ მნიშვნელოვანია კრედიტორების მხარდაჭერა რეფორმების განხორციელების კუთხით, რომელიც გამოხატული არის როგორც რეფორმების განხორციელებისას ექსპერტიზით, ასევე განხორციელების ცოდნის გაზიარებით.

2018 წლის განმავლობაში, სახელმწიფო ბიუჯეტში აისახა ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისგან მოზიდული 1,379.8 მილიონი ლარის რესურსი. საიდანაც, 924.8 მილიონი ლარი გამოიყო პროგრამული სესხების სახით, მიზნული კონკრეტულ საინვესტიციო პროექტებზე, ხოლო დანარჩენი 455.0 მილიონი ლარი მთავრობის რეფორმების მხარდამჭერი სესხების სახით. 2019 წელს, კრედიტორებისგან 1,686.1 მილიონი ლარის ოდენობის დაფინანსების მიღებაა მოსალოდნელი. მათ შორის, 1,301.1 მილიონი ლარი პროგრამული სესხები, ხოლო 385.0 მილიონი მთავრობის რეფორმების მხარდამჭერი სესხები.

ცხრილი 6: სასესხო ხელშეკრულებების ფარგლებში ჩამოსარიცხი საგარეო დაფინანსებები

მლნ ლარი	2018 წლის ფაქტი	2019 წლის პროგნოზი
საპროექტო სესხები		
IDA	17.3	13.1
IBRD	149.1	177.7
IFAD	9.7	6.7
EBRD	15.4	132.7
ADB	281.5	420.6
EIB	356.5	327.3
AIIB	11.3	28.0
CEB	0.0	1.5
NEFCO	0.0	3.0
იაპონია	1.6	50.5
კუვეიტი	7.3	9.2
გერმანია	32.0	75.8
საფრანგეთი/SG	23.0	55.0
სულ:	924.8	1,301.1
მთავრობის რეფორმების მხარდამჭერი სესხები		
AFD	262.5	180.0
KfW	147.5	145.0
EU	45.0	60.0
სულ:	455.0	385.0
სულ ჯამი:	1,379.8	1,686.1

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

ამჟამად, მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან საქართველო სარგებლობს ხელსაყრელი სასესხო პირობებით, რომელიც გამოირჩევა დაბალი საპროცენტო განაკვეთით, სესხის ხანგრძლივი ვადიანობით და ასევე საკმაოდ ხანგრძლივი საშელავათო პერიოდით.

განვითარების პარტნიორების ფინანსური რესურსით განსახორციელებელ პროექტებს თან ახლავს ექსპერტიზა, პროექტის განხორციელების გამოცდილება, ცოდნის გაზიარება და სამუშაოების განხორციელების მაღალი სტანდარტი. გარდა ამისა, შემოთავაზებულ სესხებს, გარკვეულ შემთხვევებში თან ახლავს საინვესტიციო გრანტები.

6.2. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საერთაშორისო ბაზარზე

ევრობონდების გამოშვება, მთავრობისთვის არის კიდევ ერთი საშუალება ფინანსური რესურსის მოსაზიდად. ეს საშუალება აქტუალურია როდესაც ფასიანი ქაღალდების ადგილობრივი ბაზარი არ არის საკმარისად განვითარებული. ასევე, როდესაც ინფლაციის მოლოდინები გადაჭარბებულადაა შეფასებული და ადგილობრივ ბაზარზე სესხება მაღალ ხარჯებთანაა დაკავშირებული. სწორედ ასეთ დროს, საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარი საშუალებას აძლევს ქვეყანას მოიზიდოს თანხები ფინანსური საჭიროების დასაფინანსებლად. ამ შესაძლებლობის სრულფასოვნად გამოყენებისთვის, მნიშვნელოვანია გაუმჯობესდეს უცხოური კაპიტალის ბაზარზე საქართველოს ცნობადობა. ამჟამად, საქართველოს აქვს გამოშვებული 500 მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის ევრობონდი, რომელიც უნდა დაიფაროს 2021 წელს. აღსანიშნავია, რომ სამომავლოდ ევრობონდის გამოშვების გადაწყვეტილებაზე დიდ გავლენას მოახდენს გამოშვების დროს საშინაო და საგარეო ბაზრებზე არსებული მდგომარეობა.

6.3. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საშინაო ბაზარზე

მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება არის მესამე წყარო ფინანსური რესურსის მოსაზიდად. იმისთვის, რომ საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში, საქართველოს მთავრობამ შედარებით დაბალი დანახარჯებით, გონივრული რისკების ფარგლებში მოიზიდოს ფინანსური რესურსები, საჭიროა განვითარდეს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზარი. როგორც ზემოთ აღინიშნა, მოსალოდნელია, რომ სამომავლოდ საქართველოს შეუწყდება წვდომა შეღავათიან კრედიტებზე, რომელსაც ამჟამად იღებს ორმხრივი და მრავალმხრივი კრედიტორებისაგან.

არსებული მდგომარეობით, საქართველოს რეზიდენტებიდან, ძირითადად კომერციული ბანკები ფლობენ მთავრობის ფასიანი ქაღალდებს. თუმცა, იმისათვის, რომ განვითარდეს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზარი უნდა მოხდეს საპენსიო ფონდების, ორმხრივი ფონდების და სხვა კერძო ადგილობრივი და უცხოელი ინვესტორების დაინტერესება და მოზიდვა. უცხოელი ინვესტორებისთვის, ერთ-ერთი შემაფერხებელი ფაქტორია მცირე ზომის ბაზარი და განუვითარებელი მეორადი ბაზარი. ბაზარზე არსებული ლიკვიდობის პრობლემის გამო, უცხოელი ინვესტორისთვის მარტივი არ არის მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მნიშვნელოვანი მოცულობის გაყიდვა.

ამასთანავე, ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების არსებული მოცულობები ვერ უზრუნველყოფს მსხვილი საინვესტიციო ფონდების დაინტერესებას. შესაბამისად, რაც უფრო გაიზრდება თითოეული ემისიის მოცულობა და მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ჯამური ემისია, მით უფრო გაიზრდება უცხოელი ინვესტორების მხრიდან მოთხოვნა, შემცირდება საპროცენტო განაკვეთები და ვალის მომსახურებასთან დაკავშირებული რისკები.

ზემოხსენებული შემაფერხებელი ფაქტორების საპასუხოდ, საქართველოს მთავრობამ 2018 წლიდან დაიწყო ე.წ. ბენჩმარკ ბონდების ემისიები¹⁴. აღნიშნული ინსტრუმენტი გულისხმობს გამსხვილებული ემისიების განხორციელებას რეგულარულ რეჟიმში, რაც, ბუნებრივია გაზრდის ინვესტორების დაინტერესებას საქართველოს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მიმართ და ხელს შეუწყობს ბაზრის განვითარებას.

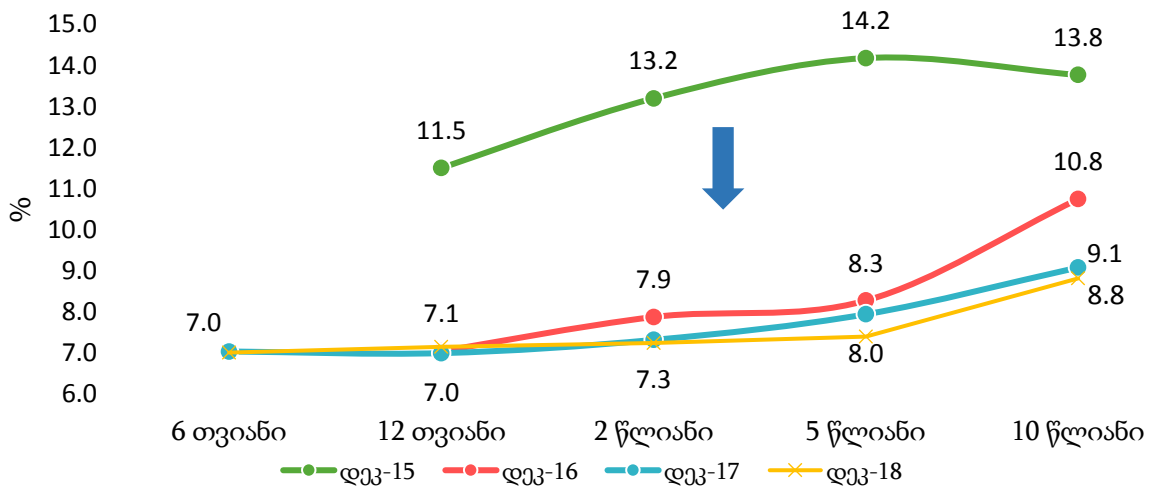
სტრატეგიაში მოცემული მიზნების მისაღწევად, დაგეგმილია მომავალ წლებში მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ეტაპობრივი ზრდა. ასევე, ბენჩმარკ ბონდების გამოშვების პოლიტიკის ხელშეწყობისათვის, რეფინანსირების რისკის უკეთ სამართავად, დაგეგმილია ვალდებულებების მართვის ოპერაციების ახალი ინსტრუმენტების - გამოსყიდვის ოპერაციების (Buy-back) დანერგვა.

მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისთვის დაგეგმილია პირველადი დილერების სისტემის დანერგვა, რაც, თავის მხრივ, გაზრდის აქტივობას, როგორც პირველად, ისე მეორად ბაზარზე, ასევე, გაზრდის უცხოელი ინვესტორების ინტერესს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მიმართ.

რეგიონში 2014-2015 წლებში განვითარებულმა მოვლენებმა უარყოფითი გავლენა მოახდინა საქართველოში მთავრობის ფასიანი ქაღალდების საშინაო ბაზარზე. ლარი, რეგიონის სხვა ვალუტების მსგავსად, მნიშვნელოვნად გაუფასურდა აშშ დოლართან მიმართებაში. ამასთანავე, უარყოფითმა მოლოდინებმა, სხვა ფაქტორებთან ერთად, გამოიწვია მთავრობის ფასიანი ქაღალდებზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდა. თუმცა, აღნიშნული შოკის შედეგები დროდადრო განეიტრალებოდა, შესაბამისად შემცირდა საპროცენტო განაკვეთები. აღსანიშნავია, რომ მიმდინარე პერიოდშიც საპროცენტო განაკვეთები ინარჩუნებენ დაღმავალ ტენდენციას (დიაგრამა 12).

¹⁴ ინფორმაცია ე.წ. ბენჩმარკ ბონდების კალენდარის შესახებ განთავსებულია ფინანსთა სამინისტროს ოფიციალურ ვებგვერდზე - <https://mof.ge/5147>

დიაგრამა 12: საშინაო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის მრუდები¹⁵



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

6.4. დაფინანსების წყაროების ერთმანეთთან შედარება

დაფინანსების მოსაზიდად საქართველოს მთავრობა იღებს გადაწყვეტილებას თუ როგორი ტიპის ინსტრუმენტი გამოიყენოს. ოპტიმალური გადაწყვეტილების მისაღებად, საჭიროა სხვადასხვა წყაროების ფინანსური პირობების ერთმანეთთან შედარება.

თუ ერთმანეთს შევადარებთ საგარეო სესხებს და საშინაო ბაზარზე გამოშვებულ მთავრობის ფასიანი ქაღალდებიდან მიღებულ ფინანსურ რესურსებს, ერთი შეხედვით შესაძლოა ჩანდეს, რომ საგარეო სესხებზე საპროცენტო განაკვეთები ნაკლებია, ვიდრე მთავრობის საშინაო ფასიანი ქაღალდებზე, მაგრამ სრული სურათის მისაღებად, უნდა მოხდეს სხვადასხვა ფაქტორების გათვალისწინება, როგორცაა გაცვლითი კურსის რისკი და სტერილიზაციის ხარჯი.

ეროვნულ ვალუტაში სესხის აღებას, საგარეო წყაროებიდან მოზიდული დაფინანსებისგან განსხვავებით, არ აქვს გაცვლითი კურსის რისკი. ბოლო წლებში განვითარებულმა მოვლენებმა, კერძოდ, აშშ დოლარის გლობალურმა გამყარებამ, კიდევ ერთხელ აჩვენა, რომ აუცილებელია შემცირდეს სავალუტო რისკი მთავრობის ვალის პორტფელში, საგარეო ვალის წილის შემცირებით და სანაცვლოდ, ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული სესხების წილის ზრდით.

¹⁵ საპროცენტო განაკვეთები წარმოადგენს პირველად ბაზარზე დაფიქსირებული შემოსავლიანობების საშუალო შეწონილ მაჩვენებელს.

გარდა ამისა, მთავრობის ფასიანი ქაღალდების განვითარებული ბაზარი ხელს შეუწყობს კაპიტალის ბაზრის განვითარებას. მთავრობის ფასიანი ქაღალდები შეასრულებენ ბენჩმარკის როლს კერძო სექტორის ფასიანი ქაღალდებისთვის. რაც გაამარტივებს კერძო სექტორისთვის სახსრების მოზიდვას შედარებით ნაკლები დანახარჯებით, ადეკვატური რისკის ფარგლებში.

ადგილობრივ ბაზარზე სესხების აღება არაინფლაციურია, რაც იმას ნიშნავს, რომ საშინაო ბაზარზე სესხებით რა მოცულობითაც ხდება მიმოქცევიდან ფულის ამოღება უკანაც იმავე მოცულობით ბრუნდება მთავრობის მიერ ხარჯების გალების დროს.

აღსანიშნავია, რომ მთავრობის მხრიდან ადგილობრივ ბაზარზე დაგეგმილი მოცულობით სესხების აღება არ გამოიწვევს კერძო სექტორის დაკრედიტების შემცირებას („გამოდევნის ეფექტი“) და ეკონომიკური ზრდის შეფერხებას. პირიქით, მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ადგილობრივი ბაზრის განვითარება გაზრდის საშინაო ვალის ინსტრუმენტების ლიკვიდობას, რაც ხელს შეუწყობს ფინანსური შუამავლობის ეფექტიანობის ზრდას, შედეგად გაიზრდება ლარში დენომინირებული სესხების ვადიანობა, შემცირდება საპროცენტო განაკვეთები და შესაბამისად გაიზრდება ეკონომიკის დაკრედიტება.

რაც შეეხება საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე სესხებას, მიმდინარე პერიოდში იგი უფრო ძვირია ვიდრე კრედიტორებისგან აღებული სესხები, მაგრამ საშუალო და გრძელვადიანი პერსპექტივისთვის მნიშვნელოვანია ქვეყნის ცნობადობის გაზრდა საერთაშორისო კაპიტალის ბაზრებზე.

ცხრილი 7 აჩვენებს დაფინანსების წყაროების ხარისხობრივ შედარებას. თითოეულ წყაროს აქვს დადებითი და უარყოფითი მხარეები, თუმცა ერთიანი სურათი ნათლად მიუთითებს საშინაო ბაზარზე დაფინანსების მოზიდვის უპირატესობას სხვა წყაროებთან შედარებით.

ცხრილი 7: დაფინანსების წყაროების შედარებითი უპირატესობები

	მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორების გან მიღებული სესხები	მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საერთაშორისო ბაზარზე	მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვება საშინაო ბაზარზე
რეფინანსირების რისკი	დაბალი	მაღალი	დაბალი
საპროცენტო განაკვეთის რისკი	საშუალო	დაბალი	დაბალი
გაცვლითი კურსის რისკის არ ქონა			✓
გამოდევნის ეფექტის არ ქონა	✓	✓	✓
შელავათიანი პირობები	✓		
ქვეყნის ოფიციალური რეზერვების ზრდაზე გავლენა	✓	✓	
რეგულაციებიდან გამომდინარე შეზღუდვების არარსებობა		✓	✓
კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა			✓
ინსტიტუციური ინვესტორთათვის ლარში რისკს მოკლებული დაბანდების შესაძლებლობა			✓
საერთაშორისო ბაზარზე ცნობადობის ამაღლება		✓	

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

7. სტრატეგიული მიზნები

მთავრობის ვალის პორტფელის მომავალი ხარჯების და რისკების შეფასების მიზნით გაანალიზებულ იქნა სესხების აღების შემდეგი ოთხი ალტერნატიული სცენარი 2019-2021 წლებისთვის:

- ✓ მთლიანი ფინანსური საჭიროების მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან მიღებული სესხებით დაფინანსება (სც.1)
- ✓ მთლიანი ფინანსური საჭიროების ევრობონდების გამოშვებით დაფინანსება (სც.2)
- ✓ მთლიანი ფინანსური საჭიროების საშინაო წყაროებიდან დაფინანსება (სც.3)
- ✓ მთლიანი ფინანსური საჭიროების როგორც მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან, ისე საშინაო წყაროებიდან დაფინანსება (სც.4)

მოხდა ზემოთ მოცემული ალტერნატიული დაფინანსების სცენარების სიმულაცია სხვადასხვა სახის გაცვლითი კურსის და საპროცენტო განაკვეთის შოკების დაშვებით. სიმულაციის შედეგებმა აჩვენა, რომ ხარჯებისა და რისკების მიხედვით, სცენარების შედეგები მნიშვნელოვნად არ განსხვავდება ერთმანეთისგან, მაგრამ სიმულაციის შედეგების მიხედვით სცენარი 3 (მთლიანი ფინანსური საჭიროების საშინაო წყაროებიდან დაფინანსება) წარმოადგენს საუკეთესო ვარიანტს.

მიმდინარე ეტაპზე, ადგილობრივი ბაზრის განვითარების დონე არ იძლევა დაფინანსების საჭიროების სრულად ადგილობრივი ბაზრიდან დაფინანსების შესაძლებლობას. ამასთანავე, საშუალოვადიან პერიოდში კრედიტორული დაფინანსებით დაგეგმილია ისეთი პროექტების განხორციელება, სადაც აღნიშნული პროექტების მაქსიმალური ეფექტური და წარმატებული განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია განვითარების პარტნიორი ორგანიზაციების მონაწილეობა. შესაბამისად, 2019-2021 წლების განმავლობაში მთლიანი ფინანსური საჭიროების დაფინანსება მოხდება როგორც საშინაო, ისე საგარეო წყაროებიდან.

იმისათვის, რომ მიღწეულ იქნას სტრატეგიაში დასახული მიზნები, ქვემოთ მოცემულია შემდეგი სტრატეგიული მიმართულებები 2021 წლისთვის:

რეფინანსირების რისკი:

1. საშინაო ბაზარზე მთავრობა გეგმავს მიმოქცევაში არსებული ფასიანი ქაღალდების კომპოზიციაში საშუალო და გრძელვადიანი ქაღალდების წილის ზრდას.
2. საგარეო წყაროებიდან მიღებული სესხები ძირითადად გრძელვადიანია და ასევე აქვთ მნიშვნელოვანი საშეღვათო პერიოდი. მომავალში, სესხების აღების დროს გადაწყვეტილების მიღებისას, შენარჩუნდება არსებული ტენდენცია და უპირატესობა მიენიჭება გრძელვადიან სესხებს.
3. საქართველოს მთავრობა 2019 წლის განმავლობაში შეიმუშავებს გეგმას არსებული ევრობონდის დაფარვასთან დაკავშირებით.
4. რეფინანსირების რისკის უკეთ სამართავად, იგეგმება მთავრობის მთლიანი ვალისთვის, 1 წელიწადში დასაფარი სესხის ძირითადი თანხის პროცენტულმა წილმა არ გადააჭარბოს 20%-ს.
5. რეფინანსირების რისკის კონტროლის შემდეგი მაჩვენებელია საშუალო ვადიანობა (წლების მიხედვით, ATM). ამასთან დაკავშირებით დაგეგმილია, რომ საშუალო ვადიანობა მთავრობის მთლიანი ვალისთვის არ ჩამოსცდეს 5.5 წელს.

საპროცენტო განაკვეთის რისკი:

1. 2018 წლის ბოლოს მდგომარეობით ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე მთავრობის ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში იყო 60.7%. იმისთვის, რომ არ გაიზარდოს მთავრობის ვალის პორტფელის მოწყვლადობა საპროცენტო განაკვეთის რისკებთან მიმართებაში და ასევე შემცირდეს საპროცენტო ხარჯი, დაგეგმილია მთავრობის მთლიან ვალში ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხების წილი არ ჩამოსცდეს 40%-ს.
2. საპროცენტო განაკვეთის რისკების შეფასების შემდეგი მაჩვენებელია მთავრობის ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების საშუალო ვადიანობა (ATR, წლების მიხედვით). იმისთვის, რომ მოხდეს საპროცენტო განაკვეთის რისკის მართვა, დაგეგმილია პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების საშუალო ვადიანობა მთავრობის მთლიანი ვალისთვის არ ჩამოსცდეს 2.0 წლის ნიშნულს.

3. საპროცენტო განაკვეთის რისკის კიდევ ერთი მაჩვენებელია 1 წლის განმავლობაში, მთავრობის ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების პროცენტული მაჩვენებელი. ამასთან დაკავშირებით, დაგეგმილია აღნიშნული მაჩვენებელი მთავრობის მთლიანი ვალისთვის არ გადასცდეს 70%-ის ნიშნულს.

სავალუტო რისკი:

1. ამჟამად, საქართველოს მთავრობის ვალის 81.3% შედგება საგარეო ვალისგან და დანარჩენი 18.7% კი საშინაო ვალისგან. იმისათვის, რომ შემცირდეს მთავრობის ვალის პორტფელის სავალუტო რისკთან დაკავშირებული მოწყვლადობა, 2021 წლისთვის დაგეგმილია მთავრობის ვალში საშინაო ვალის წილმა შეადგინოს სულ მცირე 20%, ხოლო გრძელვადიან პერიოდში, ეტაპობრივად გაიზარდოს 35%-მდე.

ცხრილი 8: სტრატეგიული მიზნები 2021 წლისთვის¹⁶

რისკის სახეები	ინდიკატორები	2018 წლის მონაცემები	2021 წლის მიზნობრივი ზღვრები
რეფინანსირების რისკი	1 წელიწადში დასაფარი ძირითადი თანხა (%-ად მთლიანთან), მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	11.5%	მაქს. 20.0%
	ATM მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	7.3	მინ. 5.5
საპროცენტო განაკვეთის რისკი	ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე მთავრობის ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში	60.7%	მინ. 40.0%
	ATR მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	3.7	მინ. 2.0
სავალუტო რისკი	1 წლის განმავლობაში, მთავრობის მთლიან ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების პროცენტული მაჩვენებელი	42.3%	მაქს. 70.0%
	საშინაო ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში	18.7%	მინ. 20.0%

¹⁶ მოცემული სტრატეგიული მიმართულებები ეფუძნება დაშვებას, რომ სტრატეგიის პერიოდის განმავლობაში არ მოხდება საშინაო თუ საგარეო შოკები, რომელიც მნიშვნელოვნად შეცვლის მაკროეკონომიკურ გარემოს.

სესხის აღებისას, საბოლოო გადაწყვეტილება ეფუძნება ზემოთ განხილული სიმულაციის შედეგების, დამატებით განხილვის და ანალიზის ერთობლიობას.

სტრატეგიის განხორციელების მონიტორინგი და შეფასება მოხდება ყოველწლიურად, რომელსაც უზრუნველყოფს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს სახელმწიფო ვალის მართვის დეპარტამენტი.

8. დანართი

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის განხორციელების სამოქმედო გეგმა
მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიით დასახული მიზნების მისაღწევად განსაზღვრულია შემდეგი ამოცანები და შესაბამისი აქტივობები:

1. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობის ზრდა:

- 1.1. ბენჩმარკ ბონდების მოცულობის და მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოცულობის ეტაპობრივი ზრდა
- 1.2. ახალი ინსტრუმენტების დანერგვის მიზნით, საერთაშორისო პრაქტიკის შესწავლა (სამეცნიერო ლიტერატურის შესწავლით და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის და მსოფლიო ბანკის ტექნიკური დახმარებების გამოყენებით)

2. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების მიზნით პირველადი დილერების (PD) სისტემის დანერგვა

- 2.1. პირველადი დილერების სისტემის სამუშაო ჯგუფის შექმნა და მონაწილეების როლების განსაზღვრა, საპილოტე პერიოდის განმავლობაში, პირველადი დილერებისთვის უფლებების და ვალდებულებების განსაზღვრა
- 2.2. სისტემის დანერგვისათვის საჭირო საკანონმდებლო ცვლილებების ინიცირება და განხორციელება
- 2.3. საპილოტე სისტემის არეალის განსაზღვრა, შემუშავება და დანერგვა
- 2.4. პირველადი დილერების საპილოტე სისტემიდან სრულფასოვან სისტემაზე გადასვლა

3. მთავრობის ვალის პორტფელის ეფექტური მართვის მიზნით ვალდებულებების მართვის ოპერაციების (LMO) დანერგვა

- 3.1. გამოსყიდვის ოპერაციებთან (buy-back) დაკავშირებით საერთაშორისო პრაქტიკის შესწავლა (სამეცნიერო ლიტერატურის შესწავლით და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის და მსოფლიო ბანკის ტექნიკური დახმარებების გამოყენებით)
- 3.2. საერთაშორისო ორგანიზაციების რეკომენდაციების გათვალისწინებით შესაბამისი საკანონმდებლო ცვლილებების ინიცირება და განხორციელება
- 3.3. ვალის აღრიცხვის არსებული სისტემებზე, გამოსყიდვის ოპერაციების განხორციელებისთვის, შესაბამისი მოდულის დამატება
- 3.4. გამოსყიდვების ოპერაციების დანერგვა

- 3.5. გაცვლის (Switch) ოპერაციების დანერგვის შესაძლებლობის შესწავლა
(სამეცნიერო ლიტერატურის შესწავლით და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის და მსოფლიო ბანკის ტექნიკური დახმარებების გამოყენებით)
4. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიცირების მიზნით ინვესტორებთან კომუნიკაციის გაუმჯობესება
 - 4.1. ბაზრის მონაწილეებთან და პოტენციურ ინვესტორებთან უწყვეტი დიალოგის რეჟიმის დანერგვა და გაღრმავება
 - 4.2. ინვესტორებთან კომუნიკაციის სტრატეგიის შემუშავება
 - 4.3. ე.წ. "როუდ შოუ"-ების მოწყობა სტრატეგიის შესაბამისად
 - 4.4. ინვესტორებისთვის რეგულარული სტატისტიკურ-ანალიტიკური ინფორმაციის წარმოება
 - 4.5. ინვესტორებთან ვებინარების რეგულარული მოწყობა
5. მთავრობის ვალის პორტფელის რისკების ეფექტური მართვის მიზნით ევროზონდის რეფინანსირების გეგმის შემუშავება
 - 5.1. ადგილობრივ და უცხოურ ინვესტორებთან შეხვედრების გამართვა
 - 5.2. კონსულტაციები ეროვნულ ბანკთან, რეფინანსირების შესაძლო ოფციების ქვეყნის ოფიციალურ საერთაშორისო რეზერვებზე გავლენის შეფასების მიზნით
 - 5.3. კონსულტაციები საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან (IMF) და მსოფლიო ბანკთან (WB)
 - 5.4. რეფინანსირების სხვადასხვა ოფციების დანახარჯებისა და რისკების ანალიზი საბოლოო გადაწყვეტილების მიღების მიზნით
6. ფიზიკური პირებისთვის მთავრობის ფასიანი ქაღალდებზე წვდომის გამარტივება
 - 6.1. დონორების და პარტნიორი ქვეყნების დახმარებით, საუკეთესო პრაქტიკების შესწავლა
 - 6.2. ელექტრონული სისტემის კონცეფციის შემუშავება და დანერგვის შესახებ გადაწყვეტილების მიღება.