



საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია

2022-2025 წლებისთვის

თბილისი, დეკემბერი 2021

შინაარსი

1. შესავალი.....	3
2. სტრატეგიის არეალი და მიზნები	5
3. მაკროეკონომიკური მიმოხილვა	19
4. მთავრობის ვალის პორტფელის აღწერა	24
დანართი.....	31

1. შესავალი

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტი მოიცავს მთავრობის ვალის მართვის ძირითად მიმართულებებს და მიზნებს 2022-2025 წლებისთვის. სტრატეგია ასახავს საქართველოს მთავრობის გეგმას, რომელმაც უნდა უზრუნველყოს ვალის მართვის ეფექტიანი პოლიტიკის გატარება და ვალის მართვის მიზნების მიღწევა. დოკუმენტში ასევე მოცემულია მთავრობის მხრიდან 2019-2021 წლების სტრატეგიის მიზნების მისაღწევად გატარებული ღონისძიებები (დანართი 1).

„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 კრედიტორებისაგან¹, ასევე, საერთაშორისო და ადგილობრივი ბაზრებიდან ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით.

მთავრობის მიერ ფინანსური რესურსების მოზიდვა ხდება კაპიტალური დანიშნულების პროექტებისათვის და მთავრობის მიერ დაგეგმილი რეფორმების მხარდაჭერის მიზნით.

გასათვალისწინებელია, რომ მსოფლიო ბანკის კლასიფიკაციის შესაბამისად საქართველო ამჟამად შედის საშუალოზე მაღალი შემოსავლის მქონე (Upper Middle Income) ქვეყანათა ჯგუფში². მოსალოდნელია, რომ საქართველოს შეღავათიან დაფინანსებაზე³ წვდომა ექნება საშუალოვადიანი პერიოდის განმავლობაში, მაგრამ გრძელვადიან პერსპექტივაში, ქვეყნის ეკონომიკის ზრდასთან ერთად, შეღავათიან სესხებზე ხელმისაწვდომობა თანდათან შემცირდება. კრედიტორებისგან ფინანსურ რესურსებზე წვდომის შემცირებასთან ერთად მათი ჩანაცვლება მოხდება ადგილობრივი ბაზრის ინსტრუმენტებით. ამასთან, მნიშვნელოვანია საერთაშორისო კაპიტალის ბაზარზე ცნობადობის ზრდა ფინანსური რესურსების ხელმისაწვდომობის დივერსიფიკაციისთვის.

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია არის საჯარო დოკუმენტი, რომელიც უზრუნველყოფს მთავრობის ვალის მართვის პოლიტიკის გამჭვირვალობას და

¹ საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტები და პარტნიორი ქვეყნები.

² <https://data.worldbank.org/country/georgia>

³ შეღავათიან სესხებს აქვთ დაბალი საპროცენტო განაკვეთი საბაზრო პროცენტთან შედარებით.

აღნიშნულ საკითხზე კრედიტორების, ინვესტორების, სარეიტინგო სააგენტოების და საზოგადოების ინფორმირებულობის ზრდას.

2. 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 სესხის სახით აღებულ ვალზე, გარდა საბიუჯეტო ორგანიზაციებიდან აღებული ვალისა.
2. საჯარო და კერძო თანამშრომლობის ვალდებულებებს, რომელიც წარმოადგენს „საჯარო და კერძო თანამშრომლობის შესახებ“ საქართველოს კანონით გათვალისწინებული საჯარო და კერძო თანამშრომლობის ძირითადი პრინციპებისა და საჯარო და კერძო თანამშრომლობის კრიტერიუმების შესაბამისი პროექტების ფარგლებში აღებული ვალდებულებების მიმდინარე ღირებულებას⁴.

2019 წლის ბოლოს დაწყებულმა გლობალურმა პანდემიამ მნიშვნელოვანი უარყოფითი გავლენა მოახდინა მსოფლიოს ყველა ქვეყანაზე, მათ შორის საქართველოზეც. შედეგად, 2020 წელს ეკონომიკა შემცირდა 6.8 პროცენტით, ნაერთი ბიუჯეტის დეფიციტის მშპ-სთან ფარდობა გაიზარდა 9.3 პროცენტამდე, ლარი გაუფასურდა მთავრობის ვალის პორტფელში არსებულ ძირითად სესხის ვალუტებთან მიმართებით. შედეგად, მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობამ, რომელიც 2019 წლის ბოლოს მდგომარეობით შეადგენდა 40.4 პროცენტს, გადააჭარბა საქართველოს კანონმდებლობით⁵ განსაზღვრულ კრიტიკულ ნიშნულს, 60.0%-ს.

ზემოხსენებულიდან გამომდინარე, მთავრობის ვალის მართვა დადგა ახალი გამოწვევების წინაშე. შედეგად, გამოიკვეთა მთავრობის ვალის მართვის შემდეგი სტრატეგიული მიმართულებები:

1. მთავრობის წმინდა ვალის მშპ-თან ფარდობის შემცირება;
2. მთავრობის ვალის პორტფელში ლარში დენომინირებული ვალის წილის ზრდა;
3. საგარეო სესხების განვითარებაზე ორიენტირებულობის ზრდა;

⁴ აღნიშნული კომპონენტი გაითვალისწინება მხოლოდ ვალის მშპ-თან ფარდობის გაანგარიშებაში.

⁵ საქართველოს ორგანული კანონი ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ.

4. მთავრობის ვალის პორტფელის ხარჯის და რისკის ოპტიმიზაცია;
5. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.

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

მიმართულება 1. მთავრობის წმინდა ვალის⁶ მშპ-თან ფარდობის შემცირება

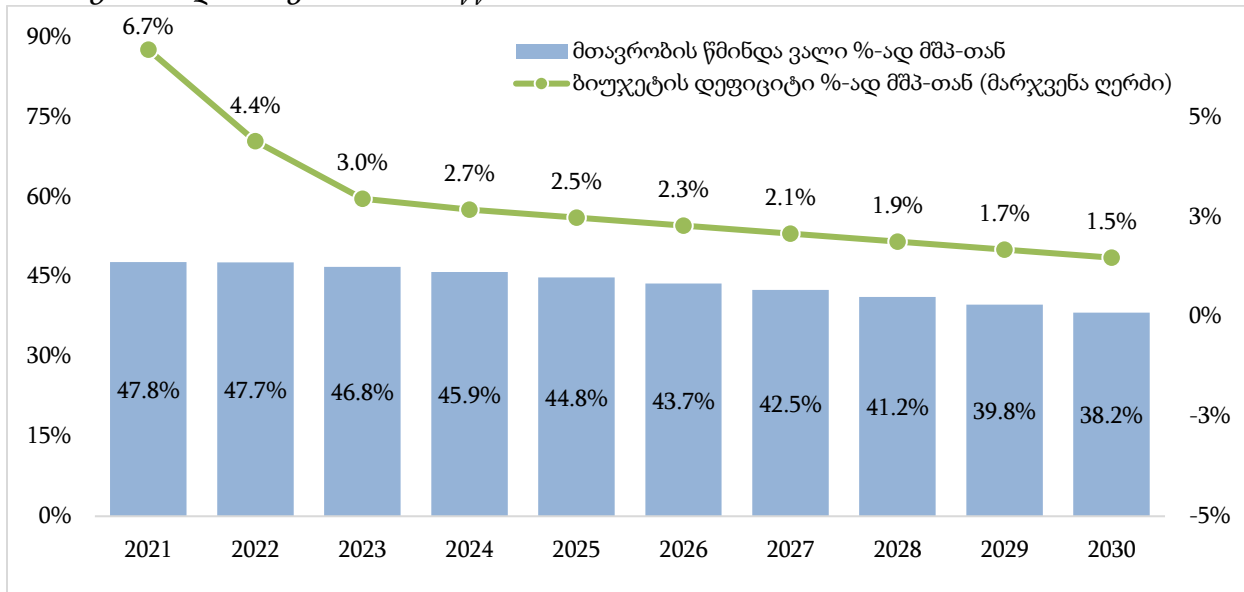
საქართველო ისტორიულად დაბალი ვალის მაჩვენებლის მქონე ქვეყანაა. თუმცა, პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური შოკის, ჯანდაცვის, სოციალური და ბიზნესის მხარდაჭერის მიმართულებებით გაზრდილი დანახარჯების შედეგად, მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობა 2020 წლის ბოლოსათვის 60.0 პროცენტს გასცდა. შესაბამისად, მთავრობის ვალის მართვის მთავარი მიზანი გახდა ვალის აღნიშნული მაჩვენებლის კრიზისამდელ დონეზე დაბრუნება. საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ, საქართველოსთვის მთავრობის ვალის უსაფრთხო დონედ მიჩნეულია მთავრობის წმინდა ვალის მშპ-თან ფარდობის 40.0 პროცენტი, რამაც 2020 წლის ბოლოს მდგომარეობით შეადგინა 52.8%. შესაბამისად, მთავრობის ვალის უსაფრთხო დონეზე დაბრუნება წარმოადგენს ვალის მართვის სტრატეგიის აღნიშნული მიმართულების მიზანს. მთავრობის წმინდა ვალის აღნიშნული დონე ქვეყანას საშუალებას მისცემს ძლიერი კრიზისის პირობებში შეძლოს შოკზე პასუხის გაცემა ისე, რომ მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობამ არ გადააჭარბოს კანონმდებლობით განსაზღვრულ 60 პროცენტთან ნიშნულს. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია განისაზღვროს საჭირო დროის პერიოდი მიზნობრივი მაჩვენებლის მიღწევისათვის.

მთავრობის ვალის დონის შემცირების მთავარ ინსტრუმენტს წარმოადგენს ბიუჯეტის დეფიციტის მშპ-თან ფარდობის მაჩვენებელი. აგრეთვე, მთავრობის ვალის მოცულობაზე მოქმედი მნიშვნელოვანი ფაქტორია სავალუტო კურსი. თუმცა, მთავრობის პოლიტიკა არ არის მიმართული კურსის გამყარება ან გაუფასურებაზე. აქედან გამომდინარე, საპროგნოზო პერიოდისთვის გამოყენებულია დაშვება გაცვლითი კურსის უცვლელად შენარჩუნებაზე. შესაბამისად, მთავრობის წმინდა ვალის მშპ-თან ფარდობის მიზნობრივ 40.0%-მდე შესამცირებლად ფისკალური დეფიციტის შემცირება ერთადერთი საშუალებაა.

⁶ წმინდა ვალი განსაზღვრულია როგორც მთავრობის მთლიან ვალსა და დეპოზიტებზე ნაშთს შორის სხვაობა

პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური შოკი თავისი შინაარსით და მოცულობით წარმოადგენს საუკუნოვან მოვლენას. აქედან გამომდინარე, ასეთი ტიპის შოკის შემდეგ აღნიშნული სტრატეგიის ვადის ფარგლებში წმინდა ვალის შემცირება მშპ-ის 40.0 პროცენტამდე არ არის მიზანშეწონილი, რადგანაც ამისათვის საჭირო გახდება ბიუჯეტის დეფიციტის კარდინალური შემცირება არარაციონალურად დაბალ დონემდე. მიზნობრივი მაჩვენებლის მიღწევა შესაძლებელია 2030 წლისთვის, ბიუჯეტის დეფიციტის ამბიციური შემცირებით (დიაგრამა 2.1).

დიაგრამა 2.1. მთავრობის წმინდა ვალისა და ბიუჯეტის დეფიციტის მშპ-თან ფარდობის საპროგნოზო დინამიკა 2021-2030 წწ.



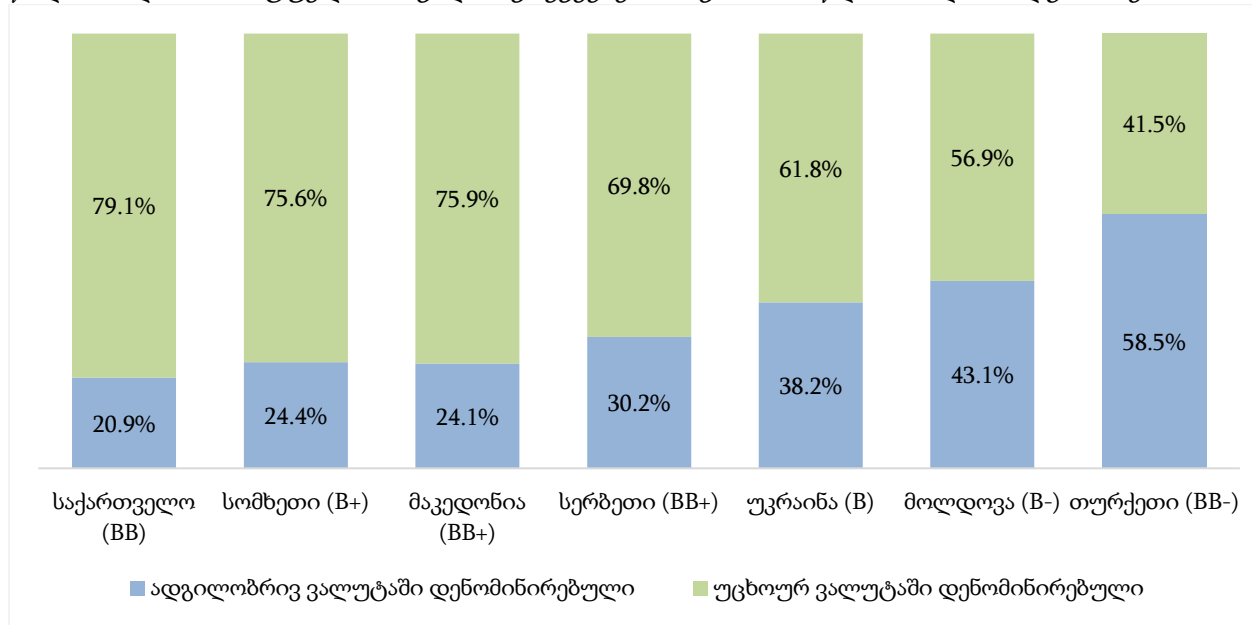
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

იმდენად, რამდენადაც აღნიშნული სტრატეგიის ჰორიზონტის ფარგლებში ვალის მიზნობრივი მაჩვენებლის მიღწევა არ არის რეალისტური, სტრატეგია უშუალოდ მიზნობრივ მაჩვენებლად განსაზღვრავს 2025 წლის ბოლოსათვის წმინდა ვალის მშპ-თან ფარდობის 45 პროცენტთან დონეს.

მიმართულება 2. მთავრობის ვალის პორტფელში ლარში დენომინირებული ვალის წილის ზრდა

უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილი საქართველოს მთავრობის ვალში ისტორიულად მაღალია. ეს ფაქტორი წარმოადგენს ვალის მართვის უმთავრეს პრობლემურ საკითხს. 2020 წლის ბოლოს უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულმა ვალმა მთლიანი ვალის პორტფელის 79.1 პროცენტი შეადგინა რაც აღემატება რეგიონის და სხვა შესადარი ქვეყნების შესაბამის მაჩვენებელს (დიაგრამა 2.2).

დიაგრამა 2.2. ადგილობრივ და უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული მთავრობის ვალის წილი მთლიან პორტფელში სხვადასხვა ქვეყნებისთვის 2020 წლის ბოლოს მდგომარეობით



წყარო: შესაბამისი ქვეყნების ფინანსთა სამინისტროები

მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობა ქვეყნის კრედიტუნარიანობის შეფასების ერთ-ერთი მთავარი მაჩვენებელია. თუმცა, უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილი მთლიან პორტფელში გაცილებით უფრო მნიშვნელოვან ფაქტორს წარმოადგენს. განვითარებული ქვეყნების უმეტესობას ვალის მშპ-თან ფარდობის მაღალი მაჩვენებელი აქვს, თუმცა ვალის პორტფელის მნიშვნელოვანი ნაწილის ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირების გამო, მათი კრედიტუნარიანობის საკითხი კითხვის ნიშნის ქვეშ არ დგება. აღსანიშნავია, რომ 2020 წლის ბოლოს მდგომარეობით საქართველოს მთავრობის საგარეო ვალის მშპ-თან ფარდობამ შეადგინა 47.6 პროცენტი.

სარეიტინგო სააგენტოების მეთოდოლოგიით, მთავრობის ვალის პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილის მაჩვენებელი უარყოფითად მოქმედებს ქვეყნის სუვერენულ რეიტინგზე. ამ პირობებში, საქართველოს მთავრობის ვალის პორტფელში საგარეო ვალის წილის მაღალი დონე (79.1%) მნიშვნელოვნად აფერხებს საქართველოსთვის საკრედიტო რეიტინგის გაუმჯობესების შესაძლებლობას.

უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ სესხებს გააჩნიათ უფრო მცირე საპროცენტო განაკვეთები. თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ ეს სიმცირე მხოლოდ ოპტიკური ხასიათისაა და სინამდვილეში სხვადასხვა ვალუტებში საპროცენტო განაკვეთების პირდაპირი შედარება არ არის მართებული. საპროცენტო განაკვეთებს შორის განსხვავება გლობალურ ვალუტებშიც არსებობს. მაგალითად, 2014-2019 წლებში

საპროცენტო განაკვეთები ევროში დენომინირებულ სესხებზე დაახლოებით 1.5 პროცენტული პუნქტით ნაკლები იყო აშშ დოლარში დენომინირებულ სესხებზე არსებულ საპროცენტო განაკვეთებთან შედარებით. თუმცა, ცალსახა დასკვნა რომ ევროში სესხი უფრო იაფია, ბუნებრივია არ იქნებოდა სამართლიანი, რადგან გასათვალისწინებელია ფინანსურ ბაზრებზე დოლარი/ევროს სპოტ და ფორვარდ კურსებს შორის სხვაობა.

მთავრობის ვალის პორტფელში საგარეო ვალის მაღალი წილი, ამავდროულად აფერხებს ვალის მართვის პოლიტიკის ეფექტიანობას. ვალის მშპ-თან ფარდობის გრძელვადიანი მიზნობრივი მაჩვენებლის მისაღწევად საჭიროა ვალი გახდეს მეტად მართვადი, რაც პირველ რიგში გულისხმობს პორტფელში საშინაო ვალის წილის ზრდას.

აღნიშნული მიმართულებით ვალის მართვის სტრატეგიის მიზნობრივ მაჩვენებლებად განსაზღვრულია ა) უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მშპ-თან ფარდობის 35 პროცენტამდე შემცირება, და ბ) მთლიანი ვალის პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილის 72 პროცენტზე დაბალ ნიშნულამდე შემცირება. აღნიშნული მაჩვენებლების მიღწევა დაგეგმილია 2025 წლისათვის.

დასახული მიზნობრივი მაჩვენებლების მისაღწევად საშინაო და საგარეო ვალის ნაწილში დაგეგმილია შემდეგი წმინდა ზრდები:

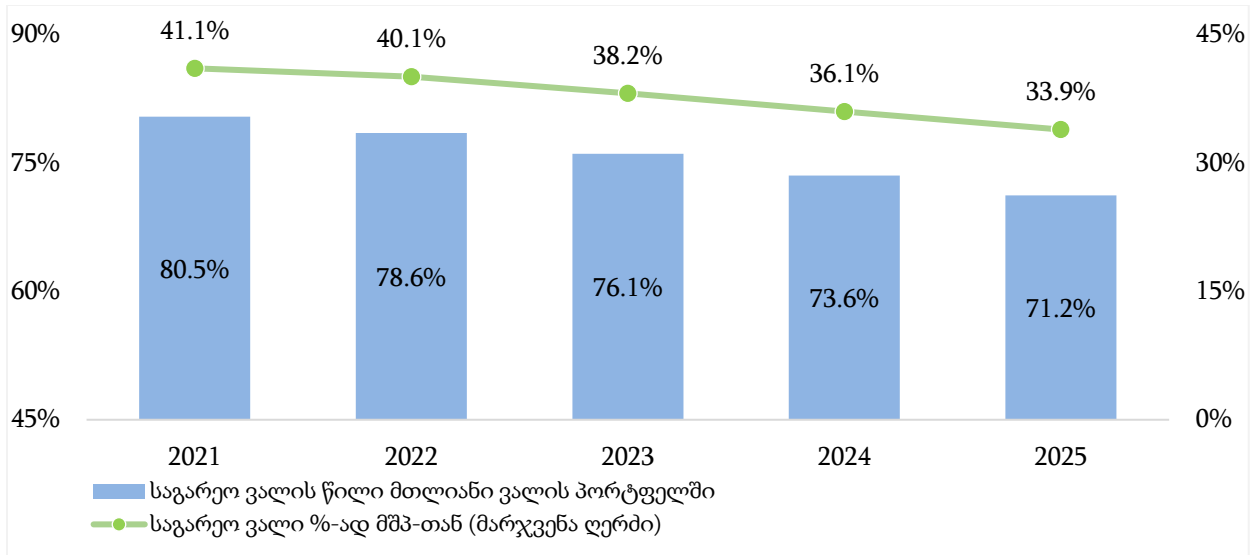
ცხრილი 2.1. საშინაო და საგარეო ვალის და დეპოზიტის ნაშთის წლიური ცვლილების პროგნოზი 2021-2025 წწ. (მლნ. ლარი)

	2021	2022	2023	2024	2025
საშინაო ვალის წმინდა ზრდა	-375	1245	1345	1445	1445
საგარეო ვალის წმინდა ზრდა	2,611	1,858	880	620	559
დეპოზიტზე ნაშთის ცვლილება	-1,677	251	146	16	-45

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

აღნიშნულის და სტრატეგიის მაკროეკონომიკური დაშვებების (ცხრილი 3.2) გათვალისწინებით, პორტფელში საგარეო ვალის წილის და საგარეო ვალის მშპ-სთან ფარდობის შემცირების საპროგნოზო დინამიკა წარმოდგენილია დიაგრამაზე.

დიაგრამა 2.3. საგარეოს ვალის წილი მთლიანი ვალის პორტფელში და მშპ-თან მიმართებით 2021-2025 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

ზემოხსენებული ორივე მიზნობრივი მაჩვენებელი საკმაოდ ამბიციურია. უფრო მეტიც, 2026 წლისთვის საქართველოს 500 მლნ აშშ დოლარის მოცულობის ევროობლიგაციებს ეწურება ვადა და მისი ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ვალით რეფინანსირება ქვეყანას მთლიანი ვალის პორტფელში საგარეო ვალის წილის 65 პროცენტამდე შემცირების საშუალებას მისცემს, რაც, აღნიშნული პერიოდისთვის, უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მშპ-თან ფარდობის პანდემიამდელ ნიშნულამდე დაბრუნებას გულისხმობს.

მიმართულება 3. საგარეო სესხების განვითარებაზე ორიენტირებულობის ზრდა

საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებისაგან და ორმხრივი განვითარების პარტნიორებისაგან საქართველო იღებს ორი სახის სესხებს: პირველი, საინვესტიციო პროექტებზე მიზნული 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 მიზანს წარმოადგენს ფოკუსირება მხოლოდ მაღალი ტრასფორმაციული ეფექტის მქონე სესხებზე. მიუხედავად ამ მიდგომისა, საშუალოვადიან პერიოდში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხები მთლიანი დაფინანსების საჭიროების დაფარვის მნიშვნელოვან წყაროდ დარჩება.

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

საინვესტიციო სესხებისათვის:

- **საინვესტიციო სესხების აღება მოხდება მხოლოდ 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 შეუწყოს პროექტის შესაბამისი სტანდარტებით განხორციელებას. შესაბამისად, მთავრობა არ აიღებს (არ გააკეთებს ახალ განაცხადს) საინვესტიციო სესხს იმ პროექტებისათვის, რომელთა განხორციელებაც იმავე წარმატებით და ეფექტიანობით არის შესაძლებელი ბიუჯეტის საკუთარი რესურსების გამოყენებით;
- **აუცილებელია, თითოეული საინვესტიციო სესხის ფარგლებში ყოველი პროექტისათვის არსებობდეს მისი ეფექტიანობის შესახებ დადებითი შეფასება⁷.** საინვესტიციო სესხის აღების ინიცირება შესაძლებელი იქნება მხოლოდ იმ პროექტებთან მიმართებაში, რომლებსაც სახელმწიფო ინვესტიციების მართვის მეთოდოლოგიის⁸ (PIM) მიხედვით გავლილი აქვთ წინასწარი შერჩევის ეტაპი და მიღებული აქვთ უწყებათაშორისი კომისიის⁹ დადებითი გადაწყვეტილება. შესაბამისად აუცილებელი წინაპირობაა, რომ საინვესტიციო სესხის ინიცირებისათვის სესხის ბენეფიციარ სამინისტროს ან მუნიციპალიტეტს ჰქონდეს დანერგილი სახელმწიფო ინვესტიციების მართვის სისტემა თავის უწყებაში. ამასთან ისეთ საინვესტიციო პროექტებთან მიმართებაში, რომლებიც არ ექვემდებარება სახელმწიფო ინვესტიციების მეთოდოლოგიით განსაზღვრული წესით განხილვას, შერჩევას გაივლიან საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ფისკალურ საბჭოსთან.

⁷ PIM მეთოდოლოგიით შეფასება დაიწყება 2022 წლიდან და 2025 წლისთვის ყოველი ახალი პროექტი დაფინანსდება დადებითი შეფასების წინაპირობით.

⁸ <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/3265745?publication=1> საქართველოს მთავრობის 2016 წლის 22 აპრილის #191 დადგენილება „საინვესტიციო პროექტების მართვის გზამკვლევის დამტკიცების თაობაზე“.

⁹ საქართველოს მთავრობის მიერ საინვესტიციო პროექტების შერჩევის მიზნით შექმნილი კომისია, რომელიც „საინვესტიციო პროექტების მართვის გზამკვლევის დამტკიცების თაობაზე“ საქართველოს მთავრობის 2016 წლის 22 აპრილის #191 დადგენილებით განსაზღვრული წესით იღებს გადაწყვეტილებებს, საინვესტიციო პროექტის სხვადასხვა ეტაპზე.

- სახელმწიფო საწარმოებზე გადასესხება განხორციელდება მხოლოდ იმ შემთხვევაში თუ საწარმო გამოხატავს რეფორმირებისადმი მზაობას. რეფორმის მინიმალური სტანდარტის დასაკმაყოფილებლად სახელმწიფო საწარმო უნდა: ა) ნერგავდეს კორპორაციული მმართველობის პრაქტიკას მთავრობის მიერ დამტკიცებული OECD სტანდარტის შესაბამისი კორპორაციული მართვის კოდექსის მიხედვით და ბ) ახორციელებდეს სახელმწიფო საწარმოს რეფორმას საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან შეთანხმებული და საქართველოს ფინანსთა მინისტრის მიერ დამტკიცებული სტანდარტის მიხედვით;
- სრულად კორპორატიზებული საწარმოებისათვის მთავრობა შეწყვეტს გადასესხების პრაქტიკას. ამით, მთავრობა წახალისებს 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, რაც თავის მხრივ გაზრდის ინვესტიციებს ქვეყნის ეკონომიკაში; ამავდროულად, მთავრობა მოახდენს კომპანიებზე უკვე გადასესხებული სესხების საბაზრო ინსტრუმენტებში კონვერტაციას. 2025 წლისთვის მოხდება 900 მლნ-მდე ლარის მოცულობის გადასესხებული სესხების საბაზრო ინსტრუმენტებად კონვერტაცია.

პროგრამული სესხებისათვის

- **2022 წლიდან სესხის აღება მოხდება მხოლოდ მნიშვნელოვანი ტრანსფორმაციული რეფორმებისათვის.** მსგავსი პროგრამების ფარგლებში მნიშვნელოვანი ტექნიკური დახმარების გამოყოფა ხდება რეფორმების საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკების შესაბამისად განხორციელების მხარდასაჭერად. მნიშვნელოვანია აქცენტი გაკეთდეს და განხორციელდეს მაღალი ტრანსფორმაციული ხასიათის მქონე რეფორმები. პროგრამული სესხები დაეყრდნობა მხოლოდ მნიშვნელოვან სახელმწიფო რეფორმებს, რომელთა შედეგი წინასწარ იქნება შეფასებადი და მთავრობის მიერ დამტკიცებული. რეფორმის ტრანსფორმაციულობის ხარისხს შეაფასებს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ფისკალური საბჭო. 2022-2025 წლებისთვის პროგრამულ სესხებზე დაწესდება წლიური ლიმიტი 250 მლნ აშშ დოლარის ოდენობით.

მიმართულება 4. მთავრობის ვალის პორტფელის ხარჯის და რისკის ოპტიმიზაცია

აღნიშნული მიმართულება მოიცავს მთლიანი ვალის პორტფელისთვის რეფინანსირების რისკის მართვის საკითხებს და საგარეო სესხების აღებისას გასათვალისწინებელ მნიშვნელოვან ფაქტორებს.

რეფინანსირების რისკი. რეფინანსირების რისკის სამართავად მნიშვნელოვანია პორტფელის საშუალო შეწონილი ვადიანობის მაქსიმიზაცია და ერთ წელში დასაფარი ვალის სიდიდის კონტროლი მთლიან პორტფელთან მიმართებაში, რათა მოხდეს მთავრობის ვალის დაფარვის გრაფიკზე პიკების შექმნის თავიდან არიდება. შესაბამისად, აღნიშნული რისკის სამართავად, მნიშვნელოვანია რომ

- **მთავრობის მთლიანი ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი ვადიანობა** არ ჩამოცდეს 5.5 წელს, ხოლო საშინაო ვალის პორტფელისთვის აღნიშნული მაჩვენებელი შენარჩუნდეს 3 წელზე ზევით;
- **ერთ წელიწადში დასაფარი ვალის ნაწილი** არ აღემატებოდეს მთლიანი ვალის პორტფელის 15.0%-ს.

აღნიშნული მიმართულება საგარეო სესხების ნაწილში გულისხმობს სესხის პირობების შერჩევას სესხზე გასაწევი ხარჯების და მასთან დაკავშირებული რისკების ოპტიმალური დონის მიღწევას. ამ მიზნის მისაღწევად ძირითადი ფაქტორები, რომელთაც სესხის პირობების შერჩევასა ყურადღება ექცევა მოიცავს შემდეგს:

- **გრანტის კომპონენტი.** გრანტის კომპონენტი წარმოადგენს განვითარების პარტნიორებისგან შეღავათიანი პირობებით მისაღებ სესხსა და საბაზრო პირობებით ალტერნატიულ სესხზე მომსახურების მიმდინარე ღირებულებებს შორის სხვაობას. რაც უფრო მაღალია გრანტის კომპონენტი მით უფრო შეღავათიანია სესხი. სესხის პირობების შერჩევასა პრიორიტეტი ენიჭება მაღალი გრანტის კომპონენტის მქონე ვარიანტს, რაც უმეტეს შემთხვევაში ვადიანობის და შეღავათიანი პერიოდის მაქსიმალური მაჩვენებლის შერჩევით მიიღწევა;
- **სესხის ვალუტა.** მთავრობის ვალის პორტფელის ძირითად ვალუტებთან ლარის გაცვლითი კურსის დინამიკის გრძელვადიანი ანალიზი გვიჩვენებს, რომ ლარი ევროსთან ნაკლები მერყეობით ხასიათდება. ამავდროულად, ევროზონასთან მიმდინარე ეკონომიკური და პოლიტიკური დაახლოების პროცესიდან გამომდინარე, საგარეო ვალის პორტფელში ევროს სესხების წილის ზრდა ამცირებს სავალუტო რისკს. შესაბამისად, სესხის ვალუტის შერჩევასა უპირატესობა ენიჭება ევროში დენომინირებულ სესხებს;

- **საპროცენტო განაკვეთის ტიპი.** ფიქსირებულ და ცვლად საპროცენტო განაკვეთებს შორის არჩევანი ხარჯისა და რეფინანსირების რისკის მინიმიზაციის დილემის გადაწყვეტას გულისხმობს. საპროცენტო განაკვეთის რისკის მართვის მიზნებიდან გამომდინარე, მნიშვნელოვანია, რომ საგარეო ვალის პორტფელში ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე ვალის წილი არ ჩამოცდეს 50%-ს. შესაბამისად, მიმდინარე პერიოდში, სესხის აღებისას ორიენტაცია კეთდება ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე სესხებზე, რის განმაპირობებელ ფაქტორსაც არსებული ისტორიულად დაბალი საპროცენტო განაკვეთები წარმოადგენს.

მიმართულება 5. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.

საერთაშორისო საუკეთესო გამოცდილების მიხედვით, ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების განვითარებული ბაზარი ამცირებს ბიუჯეტისთვის სესხების მომსახურებაზე გაწეულ ხარჯებს და რისკებს საშუალო და გრძელვადიანი პერიოდისთვის.

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.

სახაზინო ფასიანი ქაღალდების განვითარებული ბაზარი ქვეყანაში კაპიტალის ბაზრის ფუნდამენტს წარმოადგენს. ასევე, მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ინვესტორთა ბაზის ფორმირებასა და გაფართოებაში. მთავრობის ფასიანი ქაღალდი ქმნის სხვა კორპორაციული ფასიანი ქაღალდებისათვის ბენჩმარკს, რაც საბოლოო ჯამში კორპორაციულ ემიტენტებს საშუალებას აძლევს უფრო ეფექტურად მოიზიდონ ინვესტორები.

ამ მიმართულებით, მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიული მიზნებია: ა) ბაზრის ლიკვიდობის ზრდა, ბ) ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიკაციის ზრდა და გ) ფასიანი ქაღალდების მიწოდების, გამჭვირვალობისა და პროგნოზირებადობის ზრდა.

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;
- **მეორადი ბაზრის განვითარება.** განვითარებული მეორადი ბაზარი მნიშვნელოვანი ფაქტორია ინვესტორებისათვის. მეორადი ბაზრის განვითარების მიზნით 2020 წლის ნოემბრიდან ფინანსთა სამინისტრომ საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან და მსოფლიო ბანკთან კონსულტაციების შედეგად დანერგა პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა. მნიშვნელოვანია, რომ მოხდეს აღნიშნული საპილოტე პროგრამიდან სრულ სისტემაზე გადასვლა, ბაზრის მზაობის შესაბამისად, რომლის შეფასებაც მოხდება სხვადასხვა კრიტერიუმების ერთობლივი ანალიზით (პირველად ბაზარზე აქტიურობა, მეორად ბაზარზე ბრუნვა, მეორად ბაზარზე ფასდადების სიხშირე, სპრედის ზომა, არასაბანკო ინვესტორების და არარეზიდენტი ინვესტორების აქტიურობა ადგილობრივ ბაზარზე);
- **ძლიერი ბენჩმარკი.** ბენჩმარკის სიძლიერე მისი მოცულობით იზომება. ფინანსთა სამინისტრომ 2018 წელს დაიწყო ბენჩმარკ ფასიანი ქაღალდების გამოშვება, რომელთა მოცულობა შეადგენდა 240 მილიონ ლარს. ამჟამად, ყველაზე დიდი ბენჩმარკის მოცულობა შეადგენს 972 მილიონ ლარს, რაც საკმაოდ მნიშვნელოვანი მიღწევაა. ბენჩმარკის ზომა არის ერთ-ერთი მთავარი კრიტერიუმი საქართველოსთვის JP Morgan-ის GBI-EM ინდექსში¹⁰ მოსახვედრად, რაც მნიშვნელოვნად გაზრდის მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდობას. JP Morgan-ის GBI-EM ინდექსში ჩართვის მოთხოვნების სრულად დაკმაყოფილება დაგეგმილია 2025 წლისთვის.

ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიკაციის მიმართულებით:

- **არარეზიდენტი ინვესტორების წილის ზრდა.** არარეზიდენტი ინვესტორების წილის ზრდით მოხდება ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიკაცია, რაც შეამცირებს ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ვალის ხარჯს და გაზრდის ვალუტის შემოდინებას ქვეყანაში. ამ მიზნით მიმდინარეობს ინვესტორებთან ურთიერთობის სტრატეგიის¹¹ შემუშავება, რაც რეგულარული და ეფექტური კომუნიკაციით ხელს შეუწყობს არარეზიდენტი ინვესტორების მოზიდვას ქვეყანაში, ასევე, JP Morgan-ის GBI-EM ინდექსში ჩართვა მნიშვნელოვნად

¹⁰ ადგილობრივ ვალუტაში გამოშვებული სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების ინდექსი

¹¹ სტრატეგიის გამოქვეყნება იგეგმება 2022 წელს

გაზრდის არარეზიდენტი ინვესტორების აქტივობას ადგილობრივ ბაზარზე. 2025 წლისთვის სახაზინო ფასიანი ქაღალდების მფლობელებში არარეზიდენტი ინვესტორების წილის მიზნობრივ მაჩვენებლად განსაზღვრულია 25 პროცენტი;

- **EuroClear-ის შემოყვანა ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე.** EuroClear-ის ადგილობრივ ბაზარზე შემოყვანა წარმოადგენს უცხოელი ინვესტორების მხრიდან სანდოობის ზრდის ერთ-ერთ ხელშემწყობ ფაქტორს. აღნიშნული ნაბიჯი მნიშვნელოვნად გაამარტივებს საერთაშორისო ტრანზაქციებს და ინვესტორებს შეუძლირებს ტრანზაქციულ დანახარჯებს;
- **საცალო ინვესტორების ბაზრის შექმნა.** საცალო ინვესტორების ბაზრის შექმნა ხელს შეუწყობს მოსახლეობაში ფინანსური ბაზრების შესახებ ცნობადობის ზრდას და ფინანსური განათლების დონის ამაღლებას. აღნიშნულის განხორციელება მიზანშეწონილია საშუალოვადიან პერიოდში და საცალო ინვესტორების ბაზრის შექმნამდე შესაბამისი პლატფორმის შექმნას, დანერგვასა და გამართვას მოითხოვს.

ფასიანი ქაღალდების მიწოდების გამჭვირვალობისა და პროგნოზირებადობის ზრდის მიმართულებით:

- ადგილობრივ ბაზარზე სახაზინო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების წლიური გეგმის წინასწარ გამოქვეყნება, ხოლო ყოველი მომდევნო წლისთვის საპროგნოზო ჯამური მაჩვენებლის განსაზღვრა და ინვესტორებისთვის გაცნობა. აღნიშნული ინფორმაციის გამოქვეყნების პერიოდულობის და ფორმატის განსაზღვრა მოხდება ინვესტორებთან ურთიერთობის სტრატეგიით. აღნიშნული მიზნის მიღწევა გაზრდის ინვესტორების მხრიდან ემიტენტის მიმართ ნდობას და გაუადვილებს ინვესტორებს შესაბამისად მართონ თავიანთი ფინანსები.

ყოველივე ზემოხსენებულის გათვალისწინებით ქვემოთ ცხრილებში მოცემულია რისკ-ინდიკატორები და შესაბამისი სამიზნე ნიშნულები:

ცხრილი 2.2. სტრატეგიული მიზნები 2025 წლისთვის¹²

რისკის სახეები	ინდიკატორები	2020 წლის მონაცემები	2025 წლის მიზნობრივი ზღვრები
რეფინანსირების რისკი	1 წელიწადში დასაფარი ძირითადი თანხა (%-ად მთლიანთან), მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	14.8%	მაქს. 15.0%
	ATM მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	7.5	მინ. 5.5
	ATM მთავრობის საშინაო ვალისთვის	3.1	მინ. 3.0
საპროცენტო განაკვეთის რისკი	ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე მთავრობის საგარეო ვალის წილი მთავრობის მთლიან საგარეო ვალში	52.5%	მინ. 50.0%
სავალუტო რისკი	საშინაო ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში	20.9%	მინ. 28.0%
დეფოლტის რისკი	მთავრობის წმინდა ვალის მშპ-თან ფარდობა	52.8%	მაქს. 45.0%

¹² 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 2.3. საოპერაციო მიზნები 2025 წლისთვის¹³

ინდიკატორები	2020 წლის მონაცემები	2025 წლის მიზნობრივი ზღვრები
საგარეო პროგრამულ სესხებზე ლიმიტი*	-	250 მლნ აშშ დოლარი
გადასესხებული სესხების საბაზრო ინსტრუმენტებად კონვერტაცია	-	900 მლნ ლარი
ეკონომიკურ სარგებლიანობის სისტემაზე დაფუძნებული საინვესტიციო სესხები*	-	100%
ფისკალური საბჭოს მიერ დამტკიცებული პროგრამული სესხები	-	100%
უცხოური ინვესტორების მონაწილეობა ადგილობრივ ბაზარზე	11.3%	25%
GBI-EM ინდექსის მოთხოვნების შესრულების მაჩვენებელი	18.6%	100%

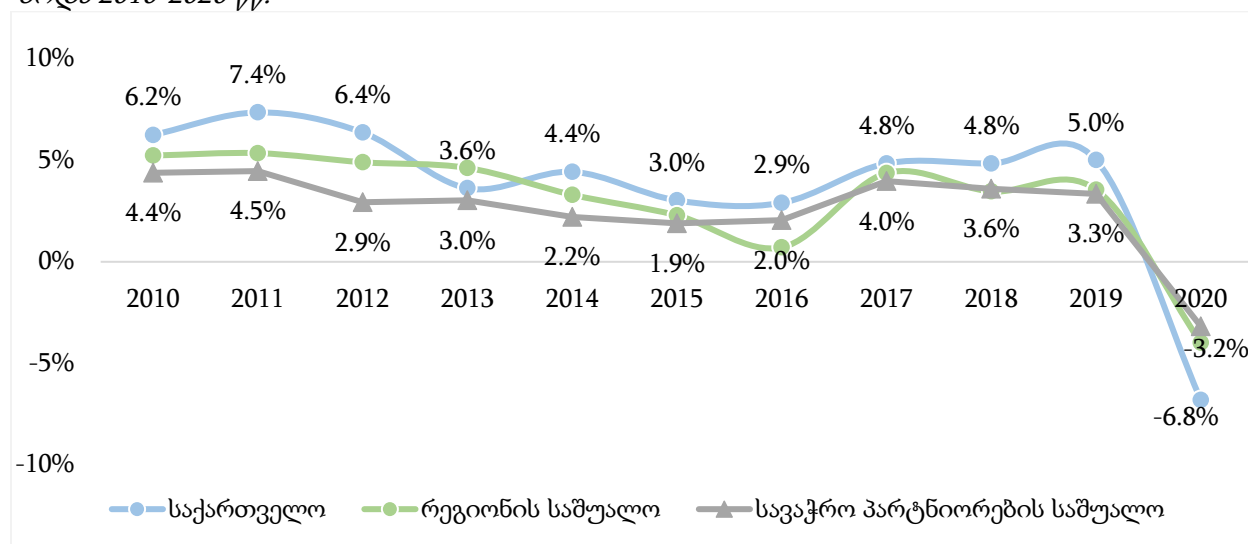
*-ინდიკატორი ეფუძნება წლის განმავლობაში განხორციელებულ ოპერაციებს

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.

3. მაკროეკონომიკური მიმოხილვა

2017-2019 წლებში, რეგიონის და სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებთან შეადრებით, საქართველოს ეკონომიკური ზრდა ხასიათდებოდა სტაბილურობით (ყველაზე ნაკლები სტანდარტული გადახრა). ამავდროულად, საქართველოს ეკონომიკური ზრდა აღემატებოდა როგორც რეგიონის, ასევე სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის საშუალო მაჩვენებელს. თუმცა, 2019 წლის ბოლოს მსოფლიოში გამოჩენილმა COVID-19-ის პანდემიამ მნიშვნელოვანი უარყოფითი ზეგავლენა იქონია როგორც მსოფლიო ასევე საქართველოს მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე. ადგილი ჰქონდა როგორც მოთხოვნის, ასევე მიწოდების მხრიდან მომდინარე შოკებს. შედეგად, 2020 წლისთვის ეკონომიკურმა ზრდამ შეადგინა -6.8 პროცენტი.

დიაგრამა 3.1. საქართველოს, რეგიონის და სავაჭრო პარტნიორების¹⁴ რეალური ეკონომიკური ზრდა 2010-2020 წწ.



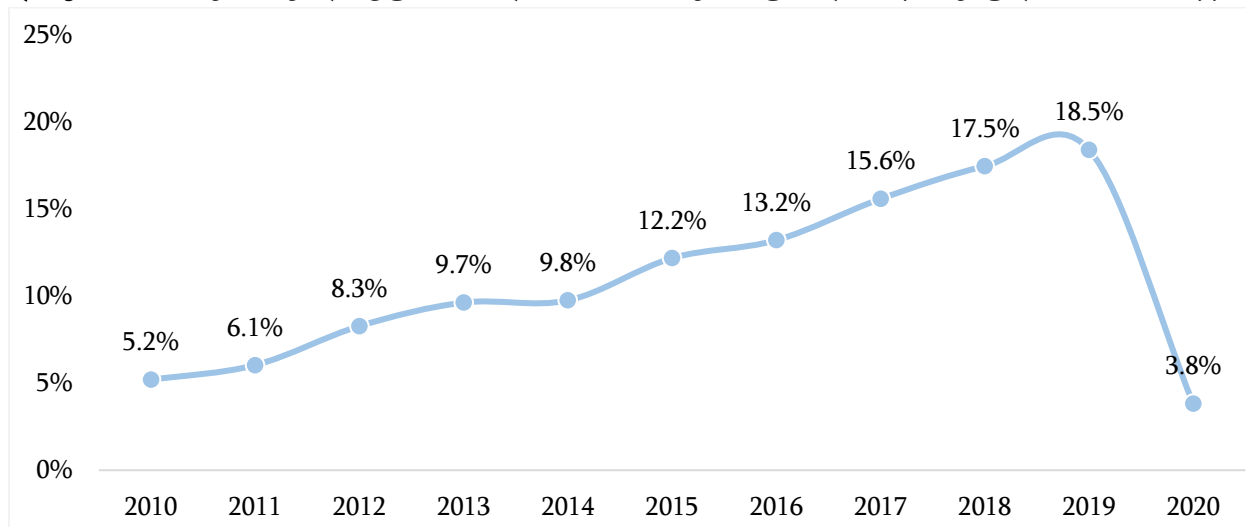
წყარო: სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

2020 წლის ეკონომიკური ზრდის უარყოფითი მაჩვენებელი უმთავრესად განაპირობა ტურიზმის და მასთან დაკავშირებული სექტორების მოწყვლადობამ გარე შოკების მიმართ. უკანასკნელი ათწლეულის განმავლობაში ქვეყნის ეკონომიკაში ტურიზმის სექტორი მნიშვნელოვანი ზრდით ხასიათდებოდა თუმცა 2020 წელს გლობალური პანდემიის გამო აღნიშნული სექტორი თითქმის 100 პროცენტით შემცირდა.

¹⁴ რეგიონის ქვეყნები: აზერბაიჯანი, თურქეთი, რუსეთი, საქართველო, სომხეთი.

სავაჭრო პარტნიორები: აზერბაიჯანი, აშშ, ბულგარეთი, ევროზონა, თურქეთი, პოლონეთი, რუსეთი, სომხეთი, უკრაინა, ჩინეთი.

დიაგრამა 3.2. შემოსავალი ტურიზმიდან მშპ-თან, სეზონურად მოსწორებული 2010-2020 წწ.



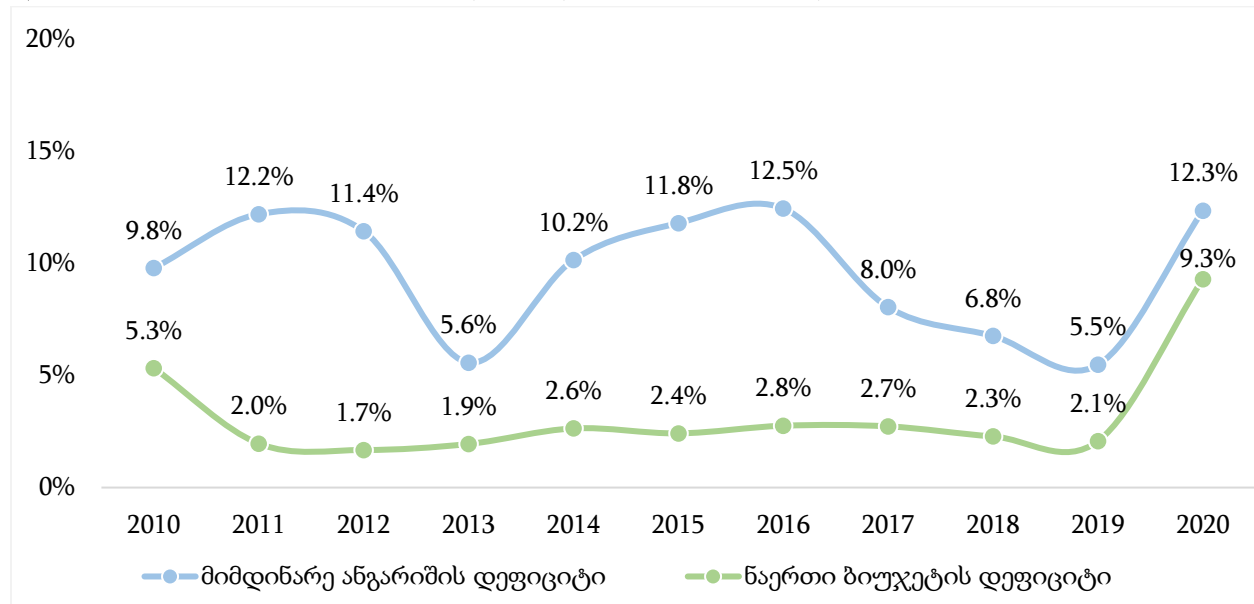
წყარო: სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2017-2019 წლები გამორჩეული პერიოდი იყო ფისკალური მდგრადობის აღდგენის კუთხით. ამ პერიოდში წარმატებით განხორციელებული ფისკალური კონსოლიდაციის შედეგად 2019 წელს დაფიქსირდა ისტორიულად ყველაზე დაბალი 2.1 პროცენტის დეფიციტი. ფისკალურ კონსოლიდაციასთან ერთად მოხდა მთავრობის დანახოგებისა და კაპიტალური ხარჯების მნიშვნელოვანი ზრდა. 2019 წლისთვის კაპიტალური ხარჯების მნიშვნელობამ 8.5 პროცენტი შეადგინა. ამავე პერიოდში მიმდინარე დანახარჯები 21.4 პროცენტს გაუტოლდა. 2020 წელს კოვიდ-19 პანდემიის საპასუხოდ საქართველოს მთავრობამ შეიმუშავა 4-პუნქტიანი ანტიკრიზისული გეგმა, რაც გულისხმობდა მოქალაქეების და ბიზნესის მხარდაჭერის ღონისძიებებს. მოქალაქეებისთვის შემუშავებულ იქნა: სუბსიდიები კომუნალურ გადასახადებზე, უმუშევრად დარჩენილთა და თვითდასაქმებულთა კომპენსაციები, სოციალური ჯგუფებისთვის მიზნობრივი დახმარებები, 17 წლამდე ბავშვების დახმარება და სტუდენტების სწავლის საფასურის სუბსიდირება. რაც შეეხება ბიზნესის მხარდაჭერას, მთავრობის გადაწყვეტილებით განხორციელდა: საშემოსავლო გადასახადის გადავადება, ტურიზმის სექტორში ქონების გადასახადისგან გათავისუფლება, სუბსიდიები საპროცენტო განაკვეთებზე, მშენებლობისა და სოფლის მეურნეობის სექტორების დახმარება, ლარის ლიკვიდობის მიწოდება ბანკებისთვის. აღსანიშნავია, რომ გარდა ზემოაღნიშნული ღონისძიებებისა, რამაც გაზარდა ხარჯვითი მხარე და შეამცირა გადასახადებიდან მისაღები შემოსავალი, შემცირებული ეკონომიკური აქტივობიდან გამომდინარე ბიუჯეტის

საშემოსავლო ნაწილი შემცირდა, რამაც საბოლოო ჯამში ბიუჯეტის დეფიციტი 9.3 პროცენტამდე გაზარდა.

პანდემიის შედეგად მნიშვნელოვნად გაუარესდა საგარეო ვაჭრობის ბალანსი. შემცირებული ექსპორტის და იმპორტის და გაუარესებული ეკონომიკური მდგომარეობის გამო, როგორც ქვეყნის შიგნით, ასევე ქვეყნის გარეთ, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი 2016 წლის შემდეგ პირველად ორნიშნა მაჩვენებელს დაუბრუნდა და 2020 წლისთვის 12.3 პროცენტი შეადგინა.

დიაგრამა 3.3. ნაერთი ბიუჯეტის და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტები 2010-2020 წწ.



წყარო: სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, საქართველოს ეროვნული ბანკი

საქართველოს ეკონომიკაზე პანდემიამ ერთი მხრივ ერთობლივი მოთხოვნის მხარეს ტურისტული მომსახურების ექსპორტის კლების კუთხით იმოქმედა, ხოლო მეორე მხრივ, მობილობის შემცირების გამო სამომხმარებლო პროდუქტების მიწოდების არხები შეაფერხა, რამაც პანდემიის გავრცელების საწყის ეტაპზე ინფლაციის ზრდა გამოიწვია. ანალოგიური ტენდენცია იყო მსოფლიოს თითქმის ყველა ქვეყანაში. 2020 წლის მეორე ნახევრიდან მოთხოვნის შემცირების ეფექტმა გადააჭარბა მიწოდების შემცირების ეფექტს და შედეგად, ინფლაციის მაჩვენებელმა შემცირება დაიწყო. მიუხედავად ამისა, ეროვნული ბანკის პროგნოზის მიხედვით, ინფლაცია, მოკლევადიან პერიოდში, მიზნობრივ მაჩვენებელზე მაღალი იქნება, 2022 წლის დასაწყისიდან შემცირებას დაიწყებს და მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის დახმარებით, 2022 წლის მეორე ნახევარში მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუახლოვდება¹⁵.

¹⁵ მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში, აგვისტო, 2021

2017-2019 წლებში საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანიებიც აღნიშნავდნენ ქვეყანაში განხორციელებულ რეფორმებსა და შემცირებულ მოწყვლადობებს, რასაც დადებითი გავლენა ჰქონდა ქვეყნის სუვერენულ რეიტინგებზე. აღნიშნულ პერიოდში, Fitch-ის მიერ რეიტინგი „BB-“ სტაბილურიდან „BB“ სტაბილურამდე გაუმჯობესდა. აღნიშნული ზრდა ძირითადად განპირობებული იყო „BB“ ჯგუფის ქვეყნებთან შედარებით მაღალი ხარისხის მაკროეკონომიკური მენეჯმენტით და შესაბამისად, მაღალი ეკონომიკური ზრდითა და მთავრობის დაბალი ვალით; ასევე, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის მნიშვნელოვანი გაუმჯობესებითა და ფისკალური მდგრადობით. ანალოგიურად, 2019 წელს Standard & Poor’s-მა ქვეყნის სუვერენული რეიტინგი „BB“ სტაბილურამდე გააუმჯობესა. S&P-ის მიხედვით, საკრედიტო რეიტინგის გაუმჯობესება უკავშირდებოდა ბოლო წლებში საქართველოს ეკონომიკის შედარებით მაღალ ზრდას, გაუარესებული საგარეო ფაქტორების მიუხედავად. 2018-2020 წლებში სარეიტინგო კომპანიების მიერ საქართველოსთვის მინიჭებული სუვერენული რეიტინგები წარმოდგენილია ცხრილში.

ცხრილი 3.1. სარეიტინგო სააგენტოების მიერ შეფასებული საქართველოს სუვერენული რეიტინგები წლების მიხედვით

სარეიტინგო კომპანია	2018	2019	2020
Fitch	BB- Positive	BB Stable	BB Negative
Standard & Poor’s	BB- Stable	BB Stable	BB Stable
Moody’s	Ba2 Stable	Ba2 Stable	Ba2 Stable

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის სამიზნე მაჩვენებლები საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში ეყრდნობა შემდეგ ფისკალურ და მაკროეკონომიკურ დაშვებებს:

ცხრილი 3.2. მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების საპროგნოზო მონაცემები 2021-2025 წლებისთვის

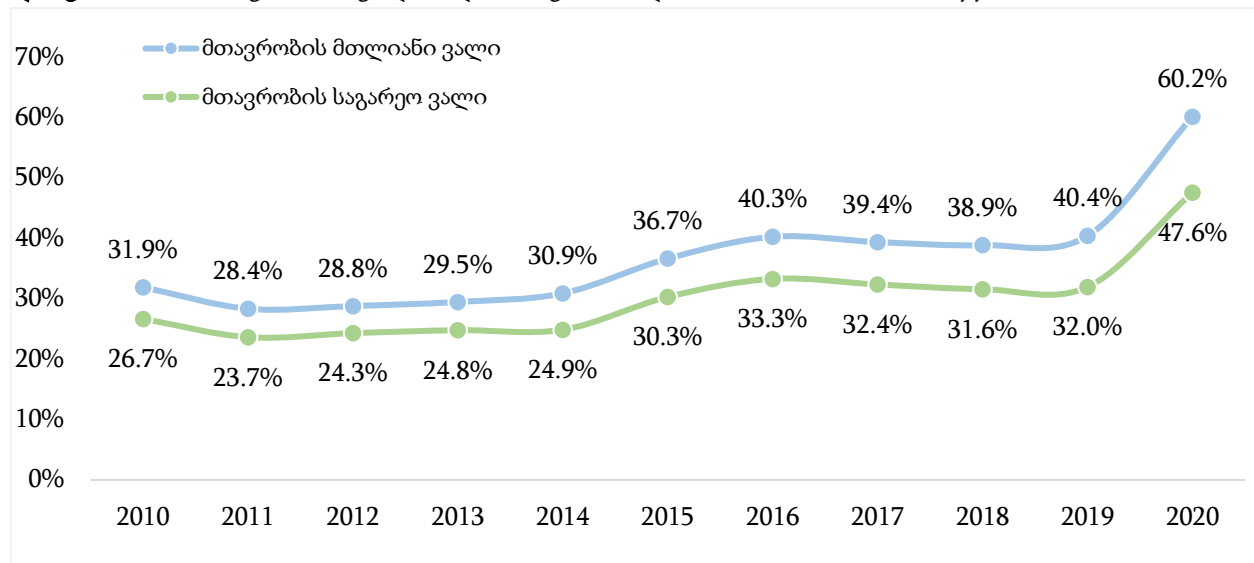
მაჩვენებლები (მლნ ლარი)	2021	2022	2023	2024	2025
ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლები	14,928	17,205	18,228	19,732	21,266
ნაერთი ბიუჯეტის ხარჯები	14,688	14,753	15,768	16,887	18,071
არაფინანსური აქტივების წმინდა ზრდა	4,208	5,229	4,419	4,774	5,124
ფინანსური აქტივების წმინდა ზრდა	-55	75	120	120	120
მოდულიცირებული დეფიციტი	-3,913	-2,852	-2,079	-2,049	-2,049
მთლიანი დაფინანსების საჭიროება	-8,272	-5,576	-4,609	-4,889	-5,585
საშინაო	-375	1,245	1,345	1,445	1,445
აღება	1,305	2,775	2,655	2,905	3,540
დაფარვა	-1,680	-1,530	-1,310	-1,460	-2,095
საგარეო	2,611	1,858	880	620	559
აღება	5,290	3,052	2,100	2,000	2,000
დაფარვა	-2,679	-1,194	-1,220	-1,380	-1,441
დეპოზიტებზე ნაშთის ცვლილება	-1,677	251	146	16	-45
დეპოზიტებზე ნაშთი ¹⁶	1,957	2,208	2,354	2,370	2,325
მთავრობის ვალი	29,905	33,123	35,348	37,413	39,417
მთავრობის წმინდა ვალი	27,949	30,916	32,995	35,044	37,093
ნომინალური მშპ	58,529	64,832	70,450	76,337	82,716
მშპ-ის რეალური ზრდა	10.0%	6.0%	5.5%	5.2%	5.2%
მშპ-ის დეფლატორის ცვლილება	8.0%	4.5%	3.0%	3.0%	3.0%
პროცენტულად მშპ-თან					
მოდულიცირებული დეფიციტი	-6.7%	-4.4%	-3.0%	-2.7%	-2.5%
დაფინანსების მთლიანი საჭიროება	-14.1%	-8.6%	-6.5%	-6.4%	-6.8%
დეპოზიტებზე ნაშთი	3.3%	3.4%	3.3%	3.1%	2.8%
მთავრობის ვალი	51.1%	51.1%	50.2%	49.0%	47.7%
მთავრობის წმინდა ვალი	47.8%	47.7%	46.8%	45.9%	44.8%

¹⁶ საპროგნოზო წლებისთვის ნაშთი კორექტირებულია ნაერთი ბიუჯეტის დეპოზიტებზე ნაშთის ცვლილების მაჩვენებლით. საწყის ნაშთად აღებულია 2020 წლის ბოლოსთვის სახელმწიფო ხაზინის მიერ გამოქვეყნებული ნაერთი ბიუჯეტის შემდეგი ანგარიშები: სახელმწიფო ბიუჯეტის ნაშთი, ზედმეტად გადახდილი გადასახადების დაბრუნების ქვეანგარიში და სახაზინო სამსახურის სავალუტო ანგარიშზე რიცხული ნაშთი.

4. მთავრობის ვალის პორტფელის აღწერა

საქართველოს მთავრობის ვალის მოცულობამ 2020 წლის დეკემბრის მდგომარეობით შეადგინა 29,653¹⁷ მილიონი ლარი. მათ შორის, უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მოცულობამ შეადგინა 23,467 მილიონი ლარი, ხოლო ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მოცულობამ - 6,186 მილიონი ლარი¹⁸. პანდემიით გამოწვეული კრიზისის დასაძლევად 2020 წლის განმავლობაში მოხდა მთავრობის ვალის დაგეგმილზე მეტად ზრდა, შედეგად ვალის მშპ-თან ფარდობამ 2020 წლის ბოლოს მდგომარეობით შეადგინა 60.2 პროცენტი, ხოლო უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მშპ-თან ფარდობამ - 47.6 პროცენტი.

დიაგრამა 4.1. მთავრობის ვალის დინამიკა (%-ად მშპ-თან)¹⁹ 2010-2020 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

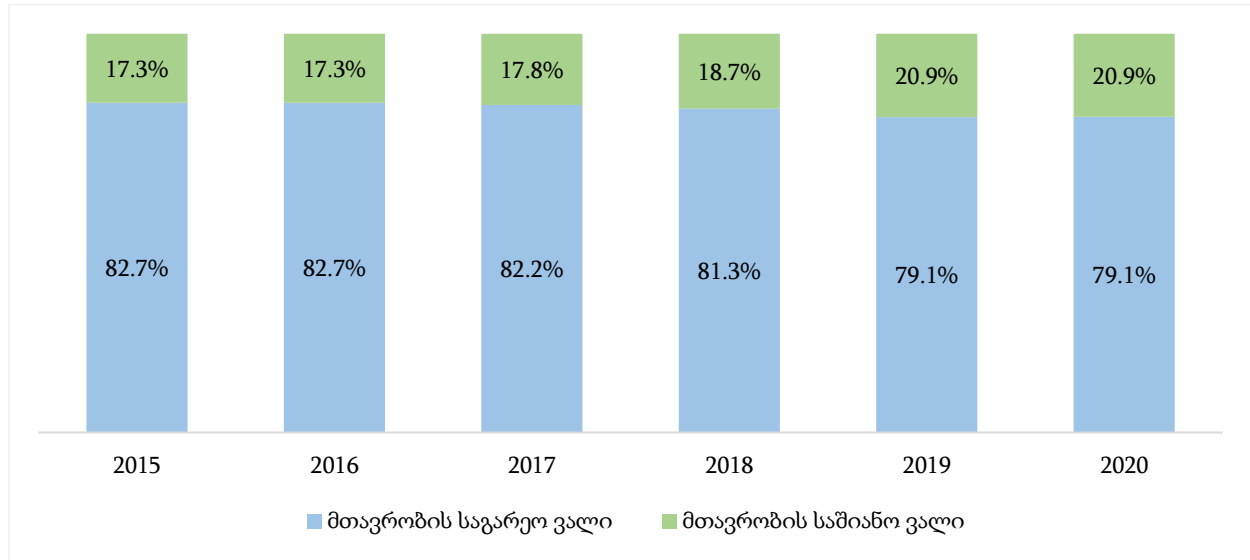
მთავრობის მთლიანი ვალის პორტფელის 79.1%-ს შეადგენს უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალი. მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნული მაჩვენებელი ისტორიულად კლების ტენდენციით ხასიათდება, ჯერ კიდევ საკმაოდ მაღალ ნიშნულზეა.

¹⁷ სტრატეგიის დოკუმენტი არ მოიცავს ე.წ. საშინაო „ისტორიული ვალი“. მოიცავს საბიუჯეტო ორგანიზაციების ვალს, გარდა საბიუჯეტო ორგანიზაციებიდან აღებული ვალისა.

¹⁸ მოიცავს საბიუჯეტო ორგანიზაციების ვალს, გარდა საბიუჯეტო ორგანიზაციებიდან აღებული ვალისა.

¹⁹ PPP ვალდებულებების ჩათვლით მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობა 2020 წლის ბოლოსთვის შეადგენდა 61.0%-ს (PPP ვალდებულებების მოცულობა 2020 წლის ბოლოსთვის შეადგენდა 395.4 მლნ ლარს).

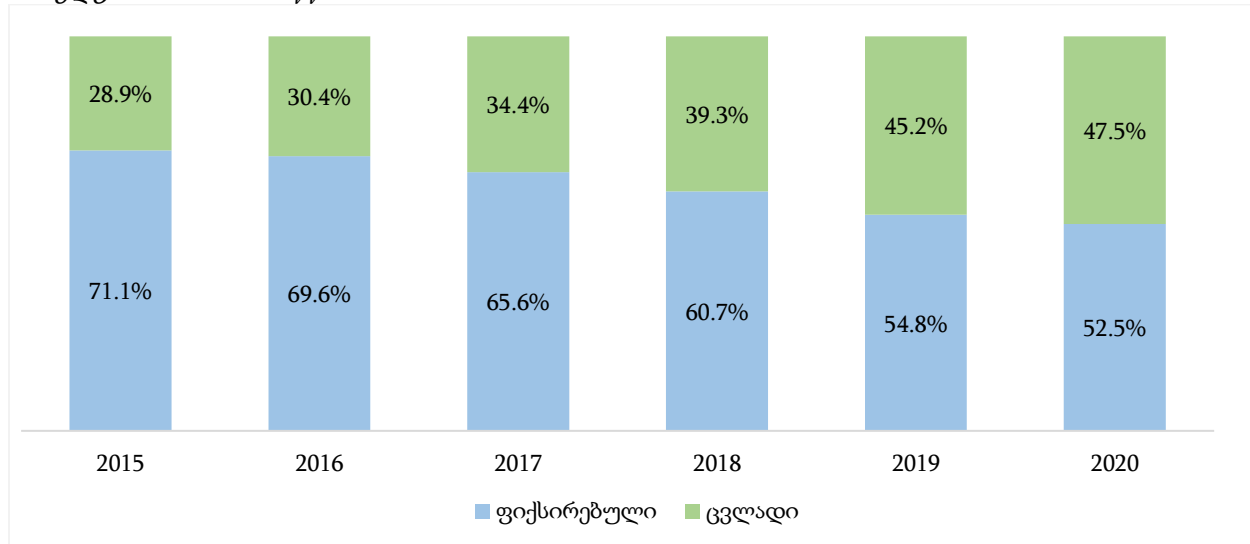
დიაგრამა 4.2. მთავრობის ვალის პორტფელის სტრუქტურა 2015-2020 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის ვალის პორტფელის მნიშვნელოვანი ნაწილი (62%) წარმოადგენს ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე ვალს. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელისთვის ეს მაჩვენებელი 2020 წლის დეკემბრის მდგომარეობით შეადგენს 52.5%-ს.

დიაგრამა 4.3. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის სტრუქტურა პროცენტის ტიპის მიხედვით 2015-2020 წწ.

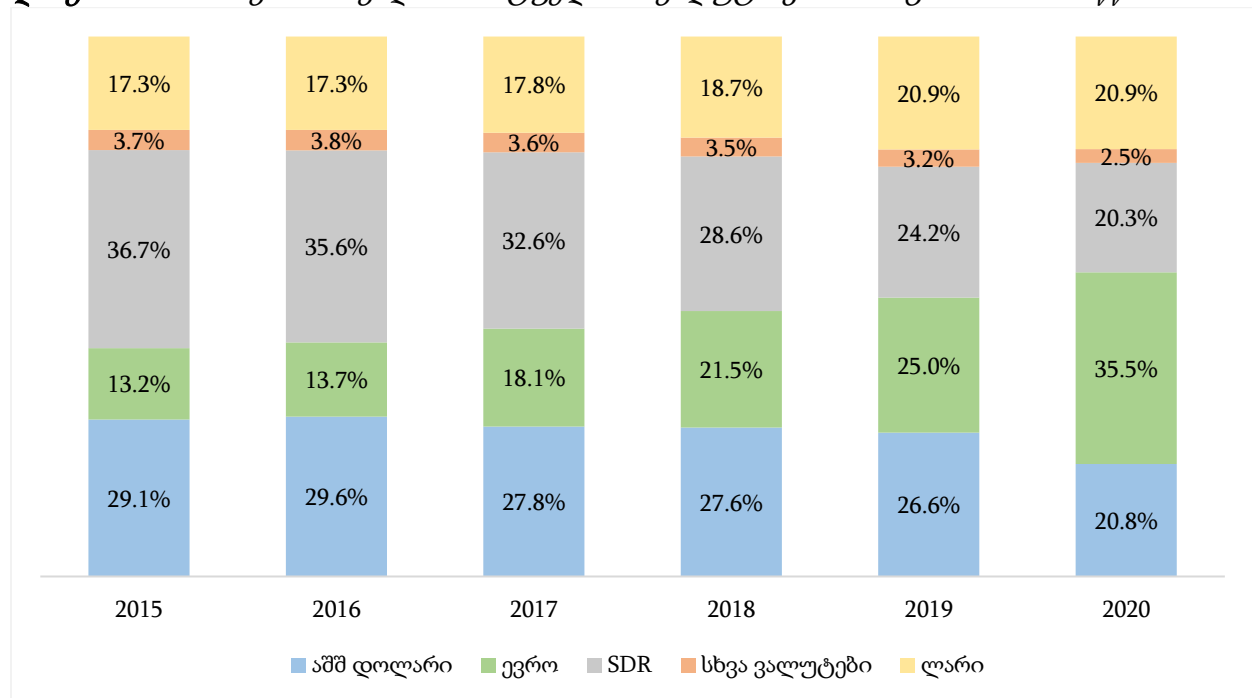


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2020 წლის დეკემბრის მდგომარეობით მთავრობის მთლიანი ვალის პორტფელის 20.8% დენომინირებულია აშშ დოლარში. აღსანიშნავია, რომ ბოლო პერიოდში აშშ დოლარის წილს მთავრობის მთლიან ვალში კლების ტენდენცია აქვს, რაც

განპირობებულია ევროში (35.5%) და ადგილობრივ ვალუტაში (20.9%) დენომინირებული ვალის წილების ზრდით. მთავრობის ვალის პორტფელის 20.3% დენომინირებულია SDR-ში. ბოლო პერიოდში, აშშ დოლარის მსგავსად, SDR-ში დენომინირებული ვალის წილიც კლებადი ტენდენციით ხასიათდება, რაც ძირითადად აღნიშნულ ვალუტაში დენომინირებულ სესხებზე ხელმისაწვდომობის შეზღუდვით არის განპირობებული. პორტფელის 2.5% დენომინირებულია სხვა ვალუტებში²⁰.

დიაგრამა 4.4. მთავრობის ვალის პორტფელის სავალუტო კომპოზიცია 2015-2020 წწ.

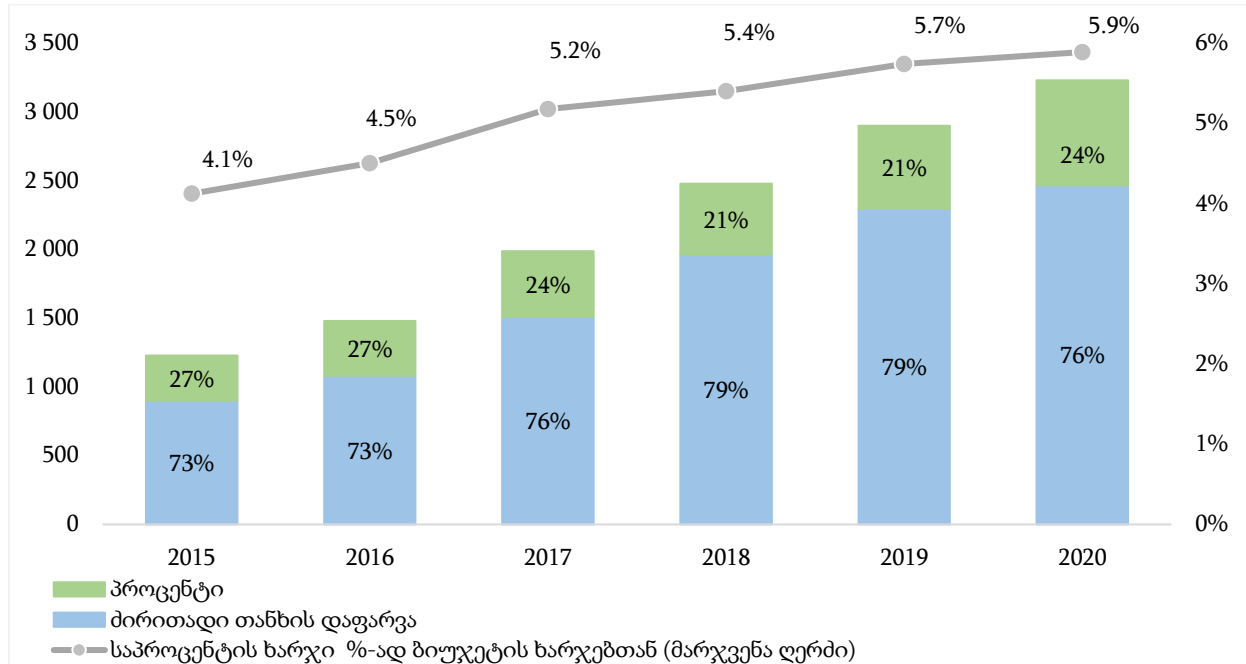


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის მიერ ახალი სესხების აღებისას ხდება ვალის პორტფელის მომსახურების არსებული გრაფიკის გათვალისწინება. პორტფელში არსებული სესხები ხასიათდებიან გრძელვადიანი დაფარვის გრაფიკით და მაღალი საშეღავათო პერიოდით, რაც უზრუნველყოფს პორტფელის მომსახურების თანაბარ გადანაწილებას, შესაბამისად, არ იწვევს ბიუჯეტის ხარჯვით ნაწილზე მნიშვნელოვან ზეწოლას და არ ხდება ხარჯების კონცენტრაცია დროის მოკლე მონაკვეთებზე. 2020 წლის მდგომარეობით მთავრობის ვალის პორტფელის საპროცენტო ხარჯმა შეადგინა საბიუჯეტო ხარჯების 5.9%.

²⁰ სხვა ვალუტები მოიცავს: იაპონური იენი (JPY), ჩინური იუანი (CNY), კუვეიტური დინარი (KWD).

დიაგრამა 4.5. მთავრობის მილიანი ვალის მომსახურება 2015-2020 წწ. (მლნ. ლარი)



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, სტატისტიკის ეროვნული სამსახური

მთავრობის საშინაო ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთები 2020 წელს წინა წელთან შედარებით გაიზარდა და შეადგინა 8.65%. ხოლო საგარეო ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთი შემცირდა 0.91%-მდე²¹, რაც ძირითადად გამოწვეულია საგარეო სესხების შეღავათიანი პირობებით. გასული წლის განმავლობაში მთავრობის მიერ კრედიტორებისგან მოზიდული სესხების საშუალო საპროცენტო განაკვეთმა შეადგინა 0.88%.

²¹ არ მოიცავს ევრობონდს.

ცხრილი 4.1. მთავრობის საშინაო და საგარეო ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთები

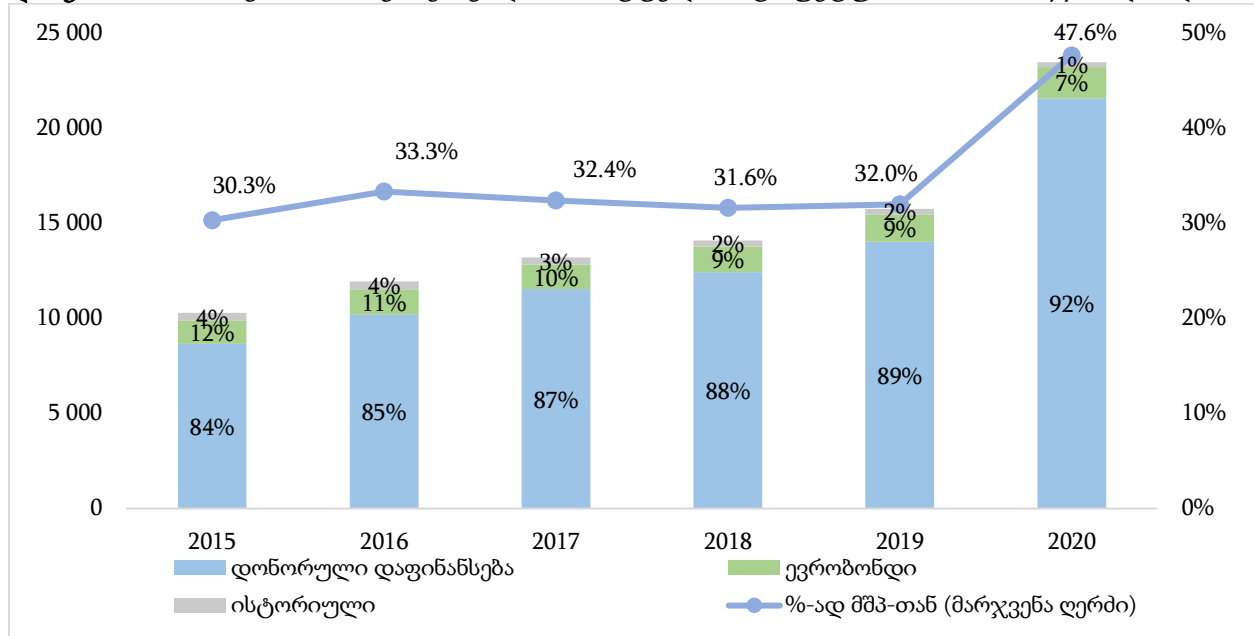
	პორტფელის საშუალო შეწონილი პროცენტი		ბოლო 1 წლის საშუალო შეწონილი პროცენტი	
	2019	2020	2019	2020
საშინაო ვალი	8.21%	8.59%	7.62%	8.73%
6 თვიანი სახაზინო ვალდებულებები	8.18%	8.16%	7.72%	8.66%
12 თვიანი სახაზინო ვალდებულებები	7.42%	8.57%	7.42%	8.57%
2 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	7.47%	8.17%	7.53%	8.70%
5 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	8.42%	8.34%	8.02%	8.76%
10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	9.97%	9.62%	9.06%	9.38%
სახელმწიფო ობლიგაციები	8.50%	8.60%	7.38%	9.03%
საგარეო ვალი (ევრობონდის გარეშე)	1.49%	0.91%	0.67%	0.75%
კრედიტორული დაფინანსება	1.44%	0.88%	0.67%	0.75%
ისტორიული ვალი	3.59%	3.57%	-	-
ევრობონდი	6.88%	6.88%	-	-

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2020 წლის ბოლოს მდგომარეობით, მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის 91.9%-ს შეადგენს მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან მოზიდული სესხები. აღნიშნული სესხების დიდ ნაწილს აქვს შეღავათიანი პირობები. საგარეო ვალის პორტფელის 7.0%-ს შეადგენს ევრობონდი, ხოლო დარჩენილ 1.1%-ს შეადგენს „ისტორიული საგარეო ვალი“²², რომლის მნიშვნელოვანი ნაწილი იფარება 2021 წელს, ხოლო მისი სრულად დაფარვა მოხდება 2025 წელს.

²² სსრკ-ს ყოფილი რესპუბლიკების მიმართ არსებული და სხვა რესტრუქტურირებული სესხები.

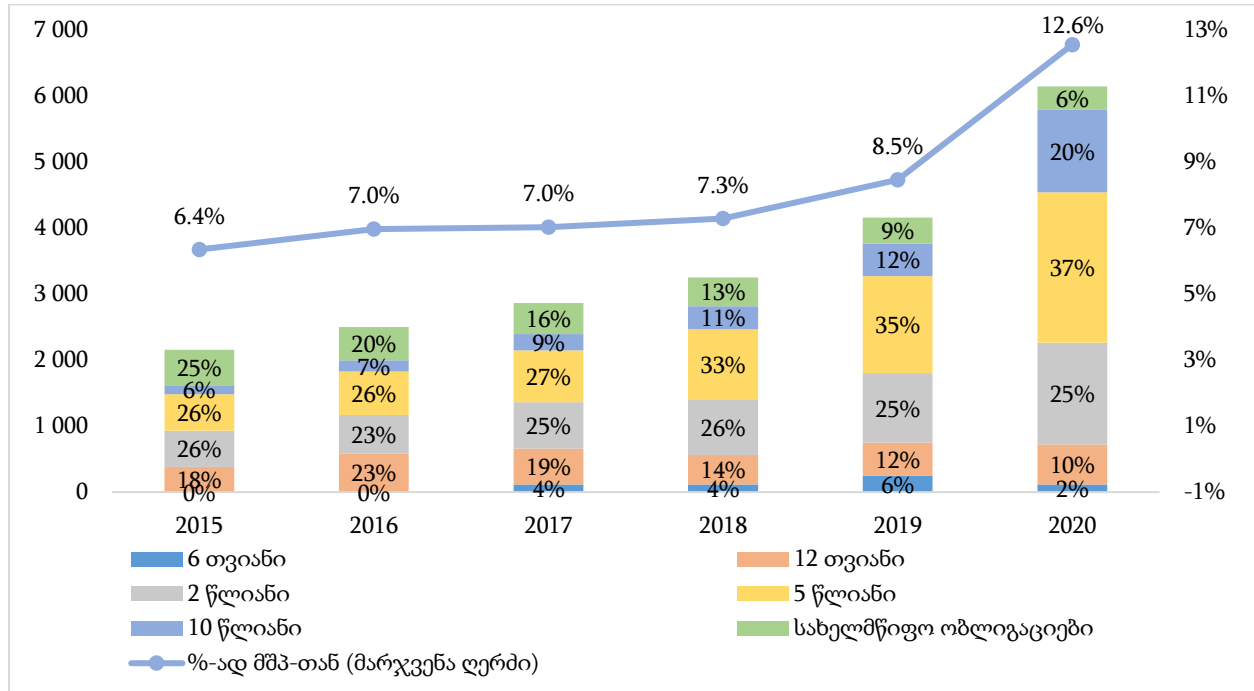
დიაგრამა 4.6. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის სტრუქტურა 2015-2020 წწ. (მლნ. ლარი)



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

ბოლო წლების განმავლობაში მთავრობის საშინაო ვალი მზარდი ტენდენციით ხასიათდება. 2020 წლის მონაცემებით საშინაო ვალმა მშპ-ს 12.6% შეადგინა. მის მნიშვნელოვან ნაწილს შეადგენს სახაზინო ობლიგაციები, რომელიც მოიცავს სახელმწიფოს სახელით გამოშვებულ 2, 5 და 10 წლიან ფასიან ქაღალდებს. 2020 წლის დეკემბრის მდგომარეობით სახაზინო ობლიგაციებმა შეადგინა საშინაო ვალის 81.9%. სახაზინო ვალდებულებებს, რომელიც მოიცავს 6 და 12 თვიან ფასიან ქაღალდებს, საშინაო ვალის პორტფელის 11.7% უჭირავს. მთავრობის საშინაო ვალის 5.7%-ს შეადგენს სახელმწიფო ობლიგაციები, რაც წარმოადგენს ეროვნულის ბანკის მიმართ არსებულ მთავრობის ვალს, ხოლო 0.7%-ს წარმოადგენს საბიუჯეტო ორგანიზაციების ვალი.

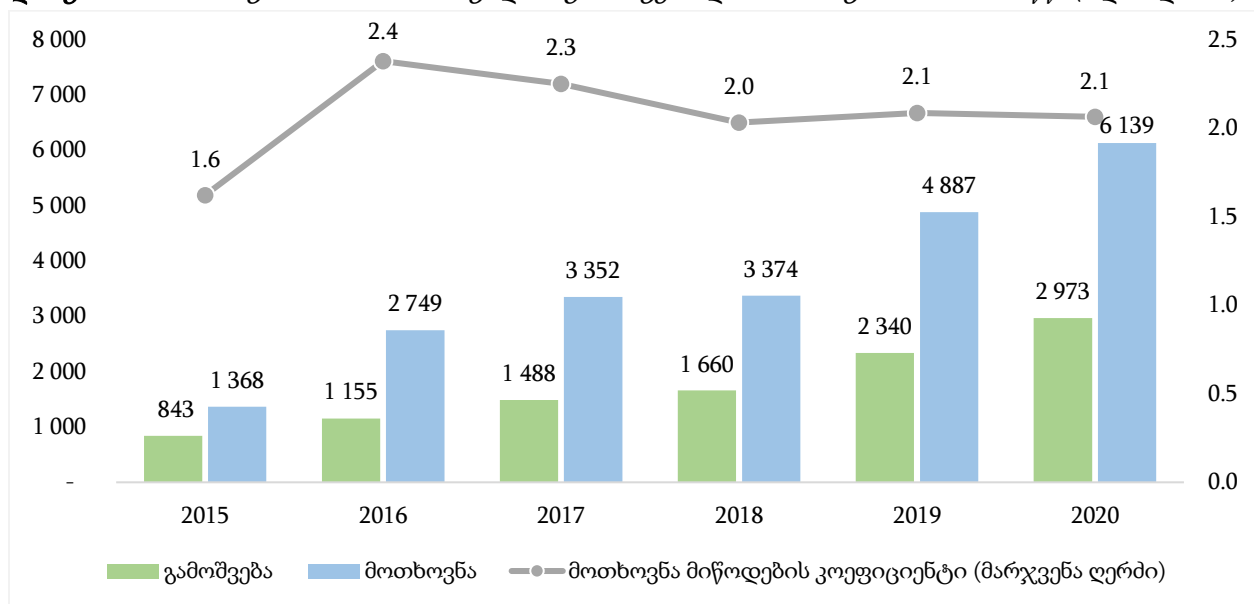
დიაგრამა 4.7. მთავრობის საშინაო ვალის პორტფელის სტრუქტურა 2015-2020 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, სტატისტიკის ეროვნული სამსახური

მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ზრდის მიუხედავად მასზე მოთხოვნა მნიშვნელოვნად აღემატება გამოშვების მოცულობას. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მოთხოვნა მიწოდების კოეფიციენტმა 2020 წელს შეადგინა 2.1.

დიაგრამა 4.8. მთავრობის საშინაო ვალის გამოშვება და მოთხოვნა 2015-2020 წწ. (მლნ. ლარი)



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

დანართი

2019-2021 წლის მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის მიზნების მისაღწევად განხორციელდა შემდეგი ძირითადი ქმედებები:

- მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობის ზრდის ხელშეწყობა, ბენჩმარკ ბონდების მოცულობის ეტაპობრივი ზრდის შედეგად; საქართველოს მთავრობამ ბენჩმარკ ბონდების გამოშვება დაიწყო 2018 წლიდან, ხოლო 2019 წელს მოხდა აღნიშნული ბონდების მოცულობების ზრდა. ბენჩმარკ ბონდი წარმოადგენს ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს მომავალში საქართველოს მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მიმართ ინვესტორების ინტერესის გაზრდის და ბაზრის განვითარებისთვის.
- გამოსყიდვის ოპერაციების (Buy-back) დანერგვა; რეფინანსირების რისკის ეფექტურად მართვის მიზნით 2019 წლიდან მოხდა ვალდებულების მართვის ახალი ინსტრუმენტის გამოსყიდვის ოპერაციების დანერგვა.
- პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამის დანერგვა; 2019 წელს შეიქმნა პირველადი დილერების სისტემის სამუშაო ჯგუფი, რომლის ფარგლებშიც შემუშავდა ურთიერთგაგების მემორანდუმი და შესაბამისი სამართლებრივი ჩარჩო. შედეგად, 2020 წლის ნოემბერში ამოქმედდა პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა.
- ევროში დენომინირებული სესხების წილის ზრდა საგარეო ვალის პორტფელში; ბოლო წლების განმავლობაში საგარეო სესხების აღებისას უპირატესობა ენიჭება ევროში დენომინირებულ ოფციებს, ვინაიდან აღნიშნული ხასიათდება უფრო ნაკლები დანახარჯებით.

ცხრილი 1. 2019-2021 წლის მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის რისკ-ინდიკატორების მიზნობრივი ზღვრები და 2020 წლის მაჩვენებლები

რისკის სახეები	ინდიკატორები	2019 წლის მონაცემები	2020 წლის მონაცემები	2021 წლის მიზნობრივი ზღვრები
რეფინანსირების რისკი	1 წელიწადში დასაფარი ძირითადი თანხა (%-ად მთლიანთან), მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	11.3%	14.8%	მაქს. 20.0%
	ATM მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	7.2	7.5	მინ. 5.5
საპროცენტო განაკვეთის რისკი	ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე მთავრობის ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში	54.8%	52.5%	მინ. 40.0%
	ATR მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	3.1	3.7	მინ. 2.0
	1 წლის განმავლობაში, მთავრობის მთლიან ვალზე პროცენტის ხელმეორედ დაფიქსირების პროცენტული მაჩვენებელი	46.1%	51.5%	მაქს. 70.0%
სავალუტო რისკი	საშინაო ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში	20.9%	20.9%	მინ. 20.0%

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო