



საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია

2023-2026

თბილისი, 2023

შინაარსი

1. შესავალი.....	3
2. სტრატეგიის არეალი და მიზნები	5
3. მაკროეკონომიკური მიმოხილვა	18
4. მთავრობის ვალის პორტფელის აღწერა	23
დანართი.....	30

1. შესავალი

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტი მოიცავს მთავრობის ვალის მართვის ძირითად მიმართულებებს და მიზნებს 2023-2026 წლებისთვის. სტრატეგია ასახავს საქართველოს მთავრობის გეგმას, რომელმაც უნდა უზრუნველყოს ვალის მართვის ეფექტიანი პოლიტიკის გატარება და ვალის მართვის მიზნების მიღწევა. დოკუმენტში ასევე მოცემულია მთავრობის მხრიდან 2022-2025 წლების სტრატეგიის მიზნების მისაღწევად გატარებული ღონისძიებები (დანართი).

„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. ამასთანავე, აღსანიშნავია რომ გლობალური გამოწვევების ფონზე საპროცენტო განაკვეთები საგარეო დაფინანსებაზე მნიშვნელოვნად გაიზარდა და მოსალოდნელია საშუალოვადიან პერიოდში გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთების შენარჩუნება. შესაბამისად, საგარეო დაფინანსების ჩანაცვლება ეტაპობრივად უნდა მოხდეს ადგილობრივი ბაზრის ინსტრუმენტებით. ამასთანავე, 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.

2020 წელს, პანდემიის გავლენით ქვეყნის მაკროეკონომიკური პარამეტრების გაუარესებასთან ერთად, მთავრობის ვალის მთლიან შიდა პროდუქტთან (მშპ) შეფარდების მაჩვენებელმა გადააჭარბა საქართველოს კანონმდებლობით⁵ განსაზღვრულ კრიტიკულ ნიშნულს, 60.0%-ს და 60.2% შეადგინა. შედეგად, მთავრობის ვალის მართვა დადგა ახალი გამოწვევების წინაშე და მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიაში გამოიკვეთა ახალი სტრატეგიული მიმართულებები.

2021 წელს ტურიზმის აღდგენისა და ეკონომიკის გაჯანსაღების შედეგად გაუმჯობესდა ქვეყნის მაკროეკონომიკური მაჩვენებლები. ეკონომიკა 2020 წლის 6.8%-იანი შემცირების შემდეგ 2021 წელს 10.5%-ით გაიზარდა, ნაერთი ბიუჯეტის დეფიციტის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებელი კი 9.3%-დან 6.1%-მდე შემცირდა. გაუმჯობესდა მთავრობის ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებელიც. 2021 წლის ბოლოსთვის 2020 წლის ბოლოსთან შედარებით მთავრობის ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებელი 60.2%-დან 49.7%-მდე, ხოლო მთავრობის წმინდა ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებელი 52.9%-დან 45.7%-მდე შემცირდა. რაც შეეხება 2022 წელს, დეკემბრის ბოლოს მდგომარეობით, წინასწარი შეფასებით, ვალის მშპ-სთან თანაფარდობა შემცირდა 39.5%-მდე (2021 წლის ბოლოს არსებული კურსების შენარჩუნების შემთხვევაში 45.4%), ხოლო წმინდა ვალის მაჩვენებელი 36.1%-მდე.

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

⁵ საქართველოს ორგანული კანონი ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ.

ამავე პერიოდში ლარში დენომინირებული ვალის წილი მთლიან ვალში გაიზარდა 25.0%-მდე.

შედეგად, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ვალის მართვის წინა სტრატეგიაში იდენტიფიცირებული პირველი მიზანი - ვალის უსაფრთხო დონემდე შემცირება - უკვე მიღწეულია, მიუხედავად იმისა, რომ ამ მიზნის მიღწევა საშუალოვადინ პერიოდშიც კი რთული ჩანდა. თუმცა, კვლავ მნიშვნელოვან გამოწვევად რჩება დოლარიზაციის მაღალი, 75.0%-იანი მაჩვენებელი, რაც მთავრობის ვალს მნიშვნელოვნად მოწყვლადს ხდის სავალუტო კურსის მერყეობის მიმართ. ამ მოწყვლადობის კიდევ ერთი დემონსტრირებაა ბოლო პერიოდში ვალის შემცირებაში სავალუტო კურსის ეფექტის მნიშვნელოვანი წილი. შესაბამისად, საშუალოვადინ პერიოდის მთავარი ამოცანა ვალის უსაფრთხო დონეზე შენარჩუნებაა, რის უმთავრეს ინსტრუმენტსაც ვალის პორტფელის გაჯანსაღება და სავალუტო რისკების შემცირება წარმოადგენს.

ზემოხსენებულიდან გამომდინარე, მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის სტრატეგიულ მიმართულებებს წარმოადგენს შემდეგი მიმართულებები:

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

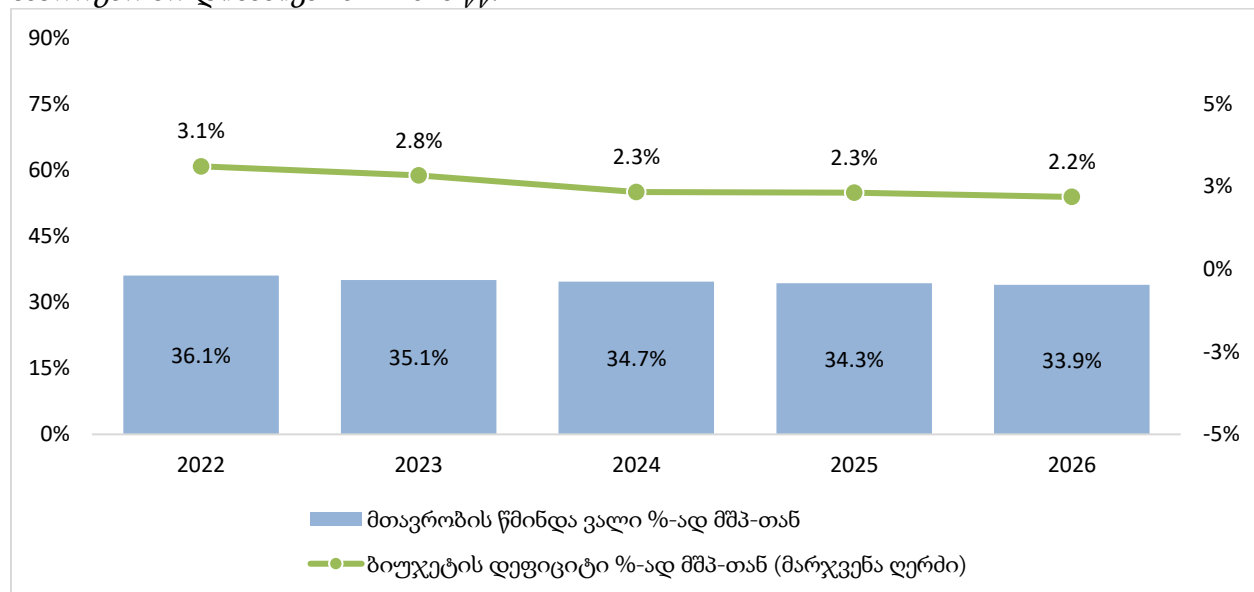
პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური შოკის შემდეგ, 2022-2025 წლების მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის ერთ-ერთ მთავარ მიზანს ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებლის კრიზისამდელ დონეზე დაბრუნება წარმოადგენდა. 2021 წლის განმავლობაში ეკონომიკურმა აღმასვლამ დადებითი გავლენა იქონია ადგილობრივი ვალუტის გამყარებაზე, რამაც მნიშვნელოვნად შეამცირა მთავრობის საგარეო ვალის მოცულობა ადგილობრივ ვალუტაში. შედეგად, 2021 წლის ბოლოს მთავრობის წმინდა

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

ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებელმა 45.7% შეადგინა, რაც მთავრობის ვალის მართვის 2022-2025 წლების სტრატეგიის შუალედურ მაჩვენებლად იყო განსაზღვრული. 2022 წლის წინასწარი შეფასებით მთავრობის წმინდა ვალის მშპ-თან ფარდობის მაჩვენებელი შეადგენს 36.1%-ს.

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, 2023-2026 წლების მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის პირველი მიმართულების მიზნობრივ მაჩვენებლად განსაზღვრულია მთავრობის წმინდა ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებლის 40%-ის ფარგლებში შენარჩუნება.

დიაგრამა 2.1. მთავრობის წმინდა ვალისა და ბიუჯეტის დეფიციტის მშპ-თან ფარდობის საპროგნოზო დინამიკა 2022-2026 წწ.

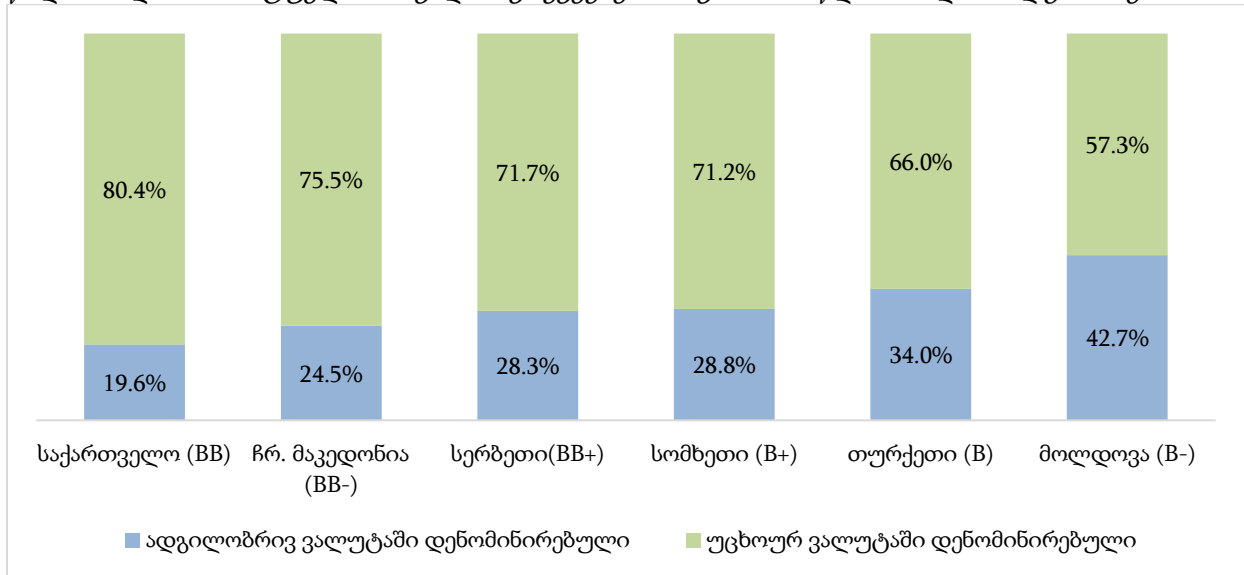


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მიმართულება 2. მთავრობის ვალის პორტფელში ლარში დენომინირებული ვალის წილის ზრდა

უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილი საქართველოს მთავრობის ვალში ისტორიულად მაღალია. ეს ფაქტორი კვლავ რჩება ვალის მართვის უმთავრეს პრობლემურ საკითხად. 2021 წლის ბოლოს უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულმა ვალმა მთლიანი ვალის პორტფელის 80.4% 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 2021 წლის ბოლოს მდგომარეობით



წყარო: შესაბამისი ქვეყნების ფინანსთა სამინისტროები

მთავრობის ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებელი ქვეყნის კრედიტუნარიანობის ერთ-ერთი მთავარი ინდიკატორია. განვითარებული ქვეყნების უმეტესობას ვალის მშპ-თან შეფარდების მაღალი მაჩვენებელი აქვს, თუმცა ვალის პორტფელის მნიშვნელოვანი ნაწილის ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირების გამო, მათი კრედიტუნარიანობის საკითხი კითხვის ნიშნის ქვეშ არ დგება.

სარეიტინგო სააგენტოების მეთოდოლოგიით, მთავრობის ვალის პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილის მაჩვენებელი უარყოფითად მოქმედებს ქვეყნის სუვერენულ რეიტინგზე. საქართველოს მთავრობის ვალის პორტფელში საგარეო ვალის წილის მაღალი დონე (80.4% 2021 წლის ბოლოს მდგომარეობით) მნიშვნელოვნად აფერხებს საქართველოსთვის საკრედიტო რეიტინგის გაუმჯობესების შესაძლებლობას და ვალის მართვის პოლიტიკის ეფექტიანობას.

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 მართებული, რადგან

გასათვალისწინებელია ფინანსურ ბაზრებზე დოლარი/ევროს სპოტ და ფორვარდ კურსებს შორის სხვაობა.

აღნიშნული მიმართულებით ვალის მართვის სტრატეგიის მიზნობრივ მაჩვენებლებად განსაზღვრულია ა) უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მშპ-თან შეფარდების 30%-მდე შენარჩუნება, და ბ) მთლიანი ვალის პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილის 70%-ზე დაბალ ნიშნულამდე შემცირება.

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

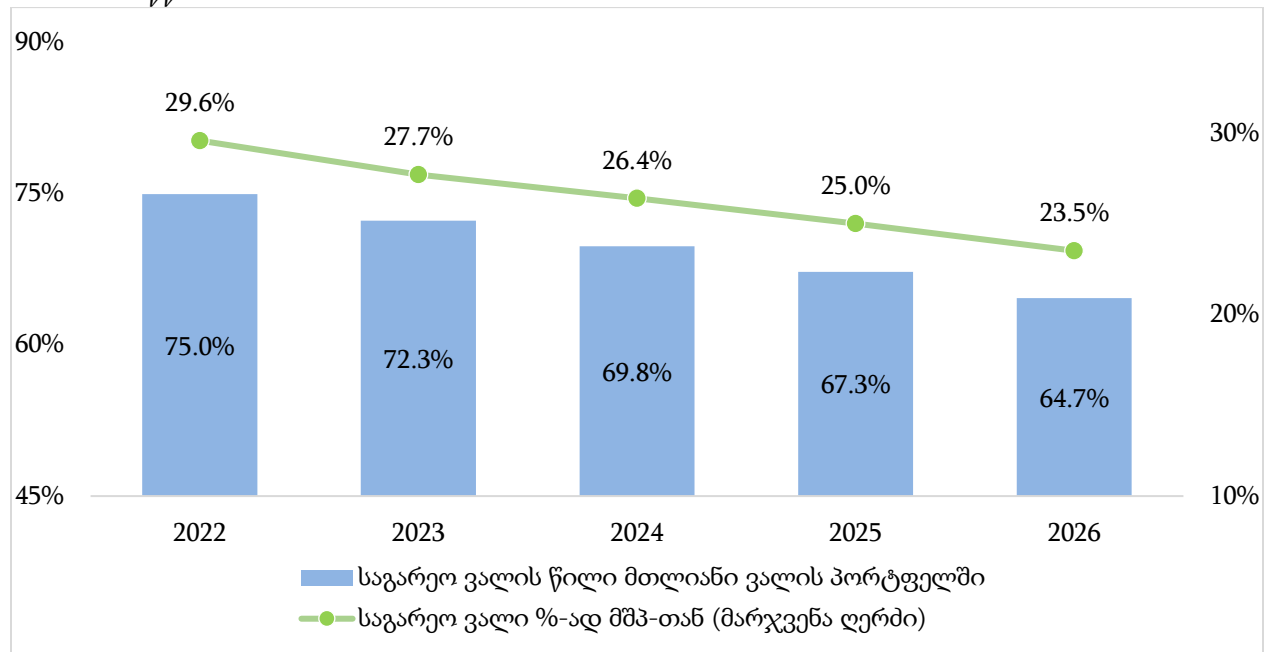
ცხრილი 2.1. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების, საგარეო ვალის და დეპოზიტის ნაშთის წლიური ცვლილების პროგნოზი 2022-2026 წწ. (მლნ. ლარი)

	2022	2023	2024	2025	2026
სახაზინო ფასიანი ქაღალდების წმინდა ზრდა	1,300	1,400	1,500	1,600	1,700
საგარეო ვალის წმინდა ზრდა	1,337	1,074	720	600	400
დეპოზიტზე ნაშთის ცვლილება	113	122	122	-48	-193

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

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

დიაგრამა 2.3. საგარეოს ვალის წილი მთლიანი ვალის პორტფელში და მშპ-თან მიმართებით 2022-2026 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

ზემოხსენებული ორივე მიზნობრივი მაჩვენებელი ამბიციურია და მეტ წილად გაცვლით კურსის მერყეობაზეა დამოკიდებული. თუმცა, აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ 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 პროცენტზე მეტად შემცირების საშუალებას მისცემს.

მიმართულება 3. საგარეო სესხების განვითარებაზე ორიენტირებულობის ზრდა

საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებისაგან და ორმხრივი განვითარების პარტნიორებისაგან საქართველო იღებს ორი სახის სესხებს: პირველი, საინვესტიციო პროექტებზე მიბმული 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 კომპლექსური⁷ 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;

⁷ პროექტის კომპლექსურობის შესაფასებლად ფინანსთა სამინისტრო ეტაპობრივად შეიმუშავებს გაზომვად ინდიკატორებს.

- აუცილებელია, თითოეული საინვესტიციო სესხის ფარგლებში ყოველი პროექტისათვის არსებობდეს მისი ეფექტიანობის შესახებ დადებითი შეფასება. საინვესტიციო სესხის აღების ინიცირება შესაძლებელია მხოლოდ იმ პროექტებისთვის, რომლებსაც საინვესტიციო/კაპიტალური პროექტების მართვის მეთოდოლოგიის⁸ მიხედვით გავლილი აქვთ წინასწარი შეფასების ეტაპი და მიღებული აქვთ ეკონომიკური საბჭოს⁹ დადებითი გადაწყვეტილება. შესაბამისად აუცილებელი წინაპირობაა, რომ საინვესტიციო სესხის ინიცირებისათვის სესხის ბენეფიციარ სამინისტროს ან მუნიციპალიტეტს ჰქონდეს დანერგილი სახელმწიფო ინვესტიციების მართვის სისტემა თავის უწყებაში. ამასთან ისეთი საინვესტიციო პროექტები, რომლებიც არ ექვემდებარება საინვესტიციო/კაპიტალური პროექტების მეთოდოლოგიით განსაზღვრული წესით განხილვას, შერჩევას გაივლიან საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ფისკალურ საბჭოსთან.
- სახელმწიფო საწარმოებზე გადასესხება განხორციელდება მხოლოდ იმ შემთხვევაში თუ საწარმო გამოხატავს სახელმწიფო საწარმოების მიმდინარე რეფორმისადმი მზაობას. მინიმალური სტანდარტის დასაკმაყოფილებლად სახელმწიფო საწარმო უნდა გამოხატავდეს მზაობას: ა) მთავრობის მიერ დამტკიცებული OECD სტანდარტის შესაბამისი კორპორაციული მართვის კოდექსის მიხედვით კორპორაციული მმართველობის პრაქტიკის დასანერგად; და ბ) საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან შეთანხმებული და საქართველოს ფინანსთა მინისტრის მიერ დამტკიცებული სტანდარტის მიხედვით სახელმწიფო საწარმოს რეფორმის განსახორციელებლად;
- სრულად კორპორატიზებული საწარმოებისათვის მთავრობა შეწყვეტს გადასესხების პრაქტიკას. ამით, მთავრობა წაახალისებს კომპანიებს გავიდნენ კერძო კაპიტალის ბაზარზე და დამოუკიდებლად მოპოვებული რესურსებით შეძლონ კომპანიაში ინვესტიციების განხორციელება. მნიშვნელოვანია, რომ კომპანიისათვის საჭირო ინვესტიციების განხორციელება არ იყოს საბიუჯეტო პროცესის ნაწილი და იყოს დამოუკიდებელი საბიუჯეტო შეზღუდვებისგან. აღნიშნული თავის მხრივ გაზრდის ინვესტიციებს ქვეყნის ეკონომიკაში. ამავდროულად, იმ სახელმწიფო კომპანიებისთვის, რომლებიც გავლენ ადგილობრივ ბაზარზე, მთავრობა მოახდენს გადასესხებული სესხების საბაზრო ინსტრუმენტებად კონვერტირებას, რაც გაზრდის კომპანიების მიერ

⁸ <https://matsne.gov.ge/ka/document/view/5724007?publication=0> საქართველოს მთავრობის 2023 წლის 16 თებერვლის #65 დადგენილება „საინვესტიციო/კაპიტალური პროექტების მართვის მეთოდოლოგიის დამტკიცების თაობაზე“.

⁹ საქართველოს მთავრობის დადგენილებით შექმნილი საბჭო, რომელიც „საინვესტიციო/კაპიტალური პროექტების მართვის მეთოდოლოგიის დამტკიცების თაობაზე“ 2023 წლის 16 თებერვლის #65 დადგენილებით განსაზღვრული წესით იღებს გადაწყვეტილებებს, საინვესტიციო პროექტის სხვადასხვა ეტაპზე.

გამოშვებული ინსტრუმენტების ლიკვიდობას და გამოათავისუფლებს ფისკალურ სივრცეს;

პროგრამული სესხებისათვის:

- **2022 წლიდან სესხის აღება ხდება 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 სესხებით დაფინანსდება მხოლოდ მნიშვნელოვანი სახელმწიფო რეფორმები, რომელთა შედეგი წინასწარ იქნება შეფასებადი და მთავრობის მიერ დამტკიცებული. რეფორმის ტრანსფორმაციულობის ხარისხს შეაფასებს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ფისკალური საბჭო. აღსანიშნავია, რომ პროგრამულ სესხებზე დაწესებულია 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 ვადიანობისა და ერთ წელიწადში დასაფარი ვალის სიდიდის კონტროლი მთლიან პორტფელთან მიმართებაში. შესაბამისად, საშუალოვადიან პერიოდში აღნიშნული რისკის სამართავად, მნიშვნელოვანია რომ:

- **მთავრობის მთლიანი ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი ვადიანობა** არ ჩამოცდეს 5.5 წელს, ხოლო საშინაო ვალის პორტფელისთვის - 3 წელს;
- **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. 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 შერჩევას 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 შერჩევას 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.

მიმართულება 5. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.

საუკეთესო საერთაშორისო 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 და ბ) ინვესტორთა ბაზის დივერსიფიკაცია.

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 დაწერა პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა. აღნიშნული საპილოტე პროგრამის სრულ სისტემასთან დასაახლოებლად პირველადი დილერების სამუშაო ჯგუფის გადაწყვეტილებით 2022 წლის 1 ნოემბრიდან დაიწყო პროგრამის გაფართოება და 5 წლიან ბენჩმარკ ობლიგაციებთან ერთად პროგრამას დაემატა 2 წლიანი ბენჩმარკ ობლიგაციები. შემდგომი განვითარების მიზნით, 2023 წლიდან პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა კიდევ გაფართოვდება და დამატებით მოიცავს 2018 წელს გამოშვებულ 10 წლიან სახაზინო ობლიგაციებს. ბაზრის მზაობის შესაბამისად, რომლის შეფასებაც ხდება სხვადასხვა კრიტერიუმების ერთობლივი ანალიზით (პირველად ბაზარზე აქტიურობა, მეორად ბაზარზე ბრუნვა, მეორად ბაზარზე ფასდადების სიხშირე, სპრედის ზომა, არასაბანკო ინვესტორების და არარეზიდენტი ინვესტორების აქტიურობა ადგილობრივ ბაზარზე) პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა გარდაიქმნება პირველადი დილერების სრულ სისტემად;
- **ძლიერი ბენჩმარკი.** ბენჩმარკის მოცულობა ბენჩმარკის სიძლიერის მთავარი ინდიკატორია. ფინანსთა სამინისტრომ 2018 წელს დაიწყო ბენჩმარკ ფასიანი ქაღალდების გამოშვება, რომელთა მოცულობა შეადგენდა 240 მილიონ ლარს. ამჟამად, ყველაზე დიდი ბენჩმარკის მოცულობა შეადგენს 1,078 მილიონ ლარს, რაც მნიშვნელოვანი მიღწევაა. პორტფელის სიჯანსაღისთვის, არსებითი მნიშვნელობა ენიჭება პორტფელის კონცენტრაციას რამდენიმე ვადიანობის მქონე ძლიერ ბენჩმარკზე. აქედან გამომდინარე, მნიშვნელოვანია მოხდეს დიდი ზომის ბენჩმარკების ეტაპობრივი შექმნა. აღსანიშნავია, რომ ბაზრის ზომა და ბენჩმარკის სიდიდე არის ერთ-ერთი მთავარი კრიტერიუმი საქართველოსთვის ადგილობრივ ვალუტაში გამოშვებული სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების

საერთაშორისო ინდექსებში (JP Morgan GBI-EM, FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index) მოსახვედრად. შესაბამისად, პორტფელის გაჯანსაღებით შესაძლებელი გახდება აღნიშნული კრიტერიუმების დაკმაყოფილება საშუალოვადიანი პერიოდისთვის.

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 2022 წელს საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ დაასრულა ინვესტორებთან ურთიერთობის სტრატეგიაზე მუშაობა, რაც ინვესტორებთან პერიოდული შეხვედრებით (Roadshows), რეგულარული და ეფექტური კომუნიკაციით ხელს შეუწყობს არარეზიდენტი ინვესტორების მოზიდვას ქვეყანაში. ამავდროულად, საერთაშორისო ინდექსში ჩართვა გაზრდის არარეზიდენტი ინვესტორების აქტივობას ადგილობრივ ბაზარზე. 2025 წლისთვის სახაზინო ფასიანი ქაღალდების მფლობელებში არარეზიდენტი ინვესტორების წილის მიზნობრივ მაჩვენებლად განსაზღვრულია 25%;
- **საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა.** საცალო ფასიანი ქაღალდების 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.

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

ცხრილი 2.2. სტრატეგიული მიზნები 2026 წლისთვის¹⁰

რისკის სახეები	ინდიკატორები	2021 წლის მონაცემები	2022 წლის წინასწარი შეფასება	2026 წლის მიზნობრივი ზღვრები
რეფინანსირების რისკი	1 წელიწადში დასაფარი ძირითადი თანხა (%-ად მთლიანთან), მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	9.2%	7.4%	მაქს. 15.0%
	ATM მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	7.9	7.5	მინ. 5.5
	ATM მთავრობის საშინაო ვალისთვის	3.0	2.8	მინ. 3.0
საპროცენტო განაკვეთის რისკი	ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე მთავრობის საგარეო ვალის წილი მთავრობის მთლიან საგარეო ვალში	54.3%	52.0%	მინ. 50.0%
სავალუტო რისკი	საშინაო ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში	19.6%	24.8%	მინ. 30.0%
გადახდისუნარიანობის რისკი	მთავრობის წმინდა ვალის მშპ-თან ფარდობა	45.7%	36.1%	მაქს. 40.0%

¹⁰ 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 2026 წლისთვის¹¹

ინდიკატორები	2021 წლის მონაცემები	2022 წლის წინასწარი შეფასება	2026 წლის მიზნობრივი ზღვრები
საგარეო პროგრამულ სესხებზე ლიმიტი*	-	277 მლნ აშშ დოლარი	250 მლნ აშშ დოლარი
გადასესხებული სესხების საბაზრო ინსტრუმენტებად კონვერტაცია	-	-	900 მლნ ლარი
ეკონომიკური სარგებლიანობის სისტემაზე დაფუძნებული საინვესტიციო სესხები*	-	100%	100%
ფისკალური საბჭოს მიერ დამტკიცებული პროგრამული სესხები	-	100%	100%
უცხოური ინვესტორების მონაწილეობა ადგილობრივ ბაზარზე	9.6%	4.2%	25%
საერთაშორისო ინდექსების მოთხოვნების შესრულების მაჩვენებელი	42.8%	52.4%	100%

*-ინდიკატორი ეფუძნება წლის განმავლობაში განხორციელებულ ოპერაციებს

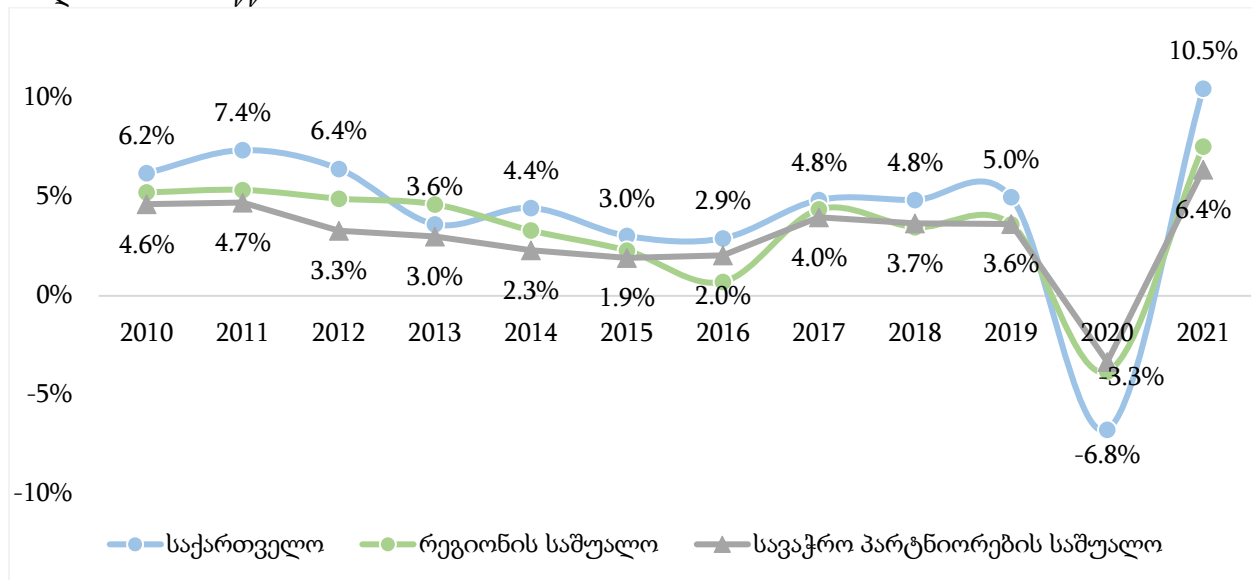
¹¹ მოცემული სტრატეგიული მიმართულებები ეფუძნება დაშვებას, რომ სტრატეგიის პერიოდის განმავლობაში არ მოხდება საშინაო თუ საგარეო შოკები, რომელიც მნიშვნელოვნად შეცვლის მაკროეკონომიკურ გარემოს და არ ვრცელდება საქართველოს ორგანული კანონის „ეკონომიკური თავისუფლების შესახებ“ მე-2 მუხლის მე-7 პუნქტით გათვალისწინებულ შემთხვევებში.

3. მაკროეკონომიკური მიმოხილვა

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 ეკონომიკური ზრდა -6.8% დაფიქსირდა. 2021 წლის დასაწყისიდან ეკონომიკამ სწრაფი აღდგენა დაიწყო. წლიურმა ეკონომიკურმა ზრდამ 2021 წელს 10.5 პროცენტი შეადგინა, რითაც, რეალურმა მშპ-მ 3.0%-ით გადააჭარბა 2019 წლის მაჩვენებელს. აღდგენის ძირითადი კონტრიბუტორი იყო ტურიზმი, რომელმაც ნომინალურ გამოსახულებაში, 2019 წლის მაჩვენებლის 38% შეადგინა. ეკონომიკის ეტაპობრივი გახსნის პარალელურად, საგარეო სექტორთან ერთად მნიშვნელოვნად გაიზარდა მოხმარებაც, რამაც მნიშვნელოვანი როლი ითამაშა ორნიშნა ეკონომიკური ზრდის მიღწევაში.

ეკონომიკური აღდგენის მაღალი ტემპი შენარჩუნდა 2022 წლის განმავლობაშიც. მიუხედავად უკრაინაში რუსეთის შეჭრის შედეგად გამოწვეული გლობალური და რეგიონული რისკებისა, იანვარ-ოქტომბერში ეკონომიკურმა ზრდამ 10% შეადგინა. მიმდინარე წლის ეკონომიკური ზრდის საპროგნოზო მაჩვენებელიც 10%-ს შეადგენს.

დიაგრამა 3.1. საქართველოს, რეგიონის და სავაჭრო პარტნიორების¹² რეალური ეკონომიკური ზრდა 2010-2021 წწ.



წყარო: სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

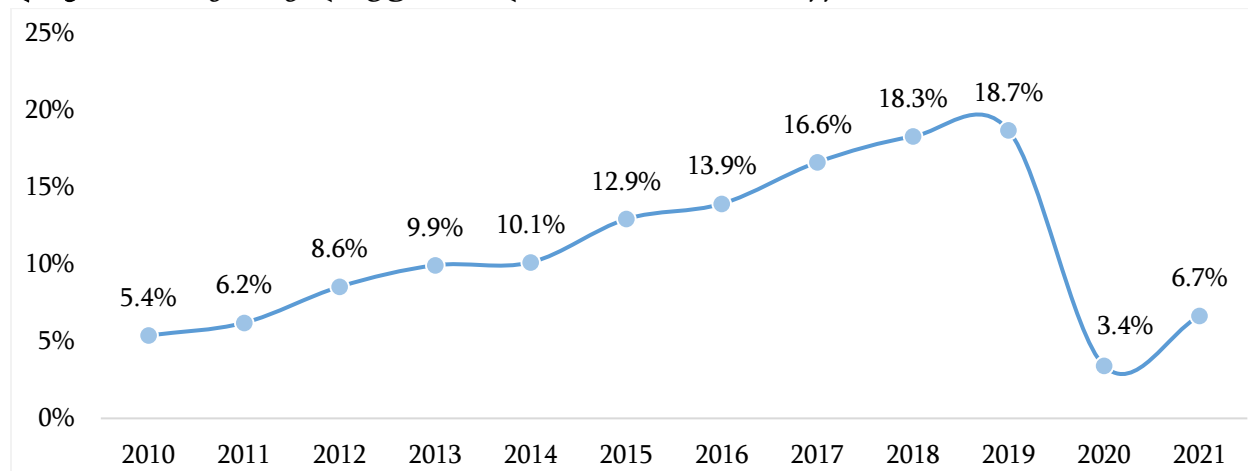
2022 წელს ეკონომიკური აღმავლობის ერთ-ერთი მთავარი კონტრიბუტორი იყო ტურიზმის სექტორი. იანვარ-ოქტომბრის მონაცემებით, ტურიზმიდან მიღებულმა

¹² რეგიონის ქვეყნები: აზერბაიჯანი, თურქეთი, რუსეთი, საქართველო, სომხეთი.

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

შემოსავალმა 2019 წლის ანალოგიურ მაჩვენებელს გადააჭარბა. ეკონომიკურ ზრდაში ასევე გამოიკვეთა მოხმარების და ინვესტიციების დადებითი გავლენები. განსაკუთრებით აღსანიშნავია ინვესტიციების მნიშვნელოვანი აღმასვლა.

დიაგრამა 3.2. შემოსავალი ტურიზმიდან მშპ-თან 2010-2021 წწ.

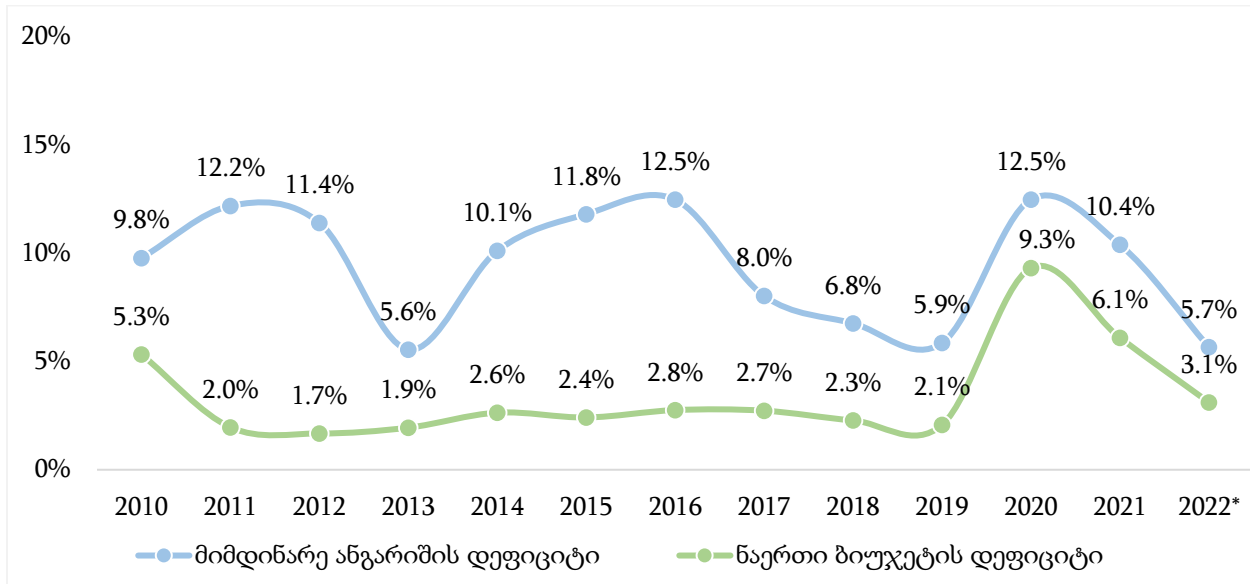


წყარო: სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

პანდემიის პერიოდში გაზრდილმა ბიუჯეტის დეფიციტმა (მშპ-ს 9.3%) 2021 წლიდან კლება დაიწყო და დეკემბრის მონაცემებით 6.1% შეადგინა. აღნიშნული გარკვეულწილად გამოწვეული იყო როგორც მოსალოდნელზე მეტად გააქტიურებული ეკონომიკური აქტივობით, ასევე, პანდემიის საპასუხო მხარდამჭერი ღონისძიებებისთვის საჭირო ხარჯების შემცირებით. ფისკალური კონსოლიდაციის აღნიშნული ტემპი შენარჩუნდა 2022 წლის განმავლობაშიც. გაზრდილი ეკონომიკური ზრდის პარალელურად გაუმჯობესებულმა ფისკალურმა პარამეტრებმა და არსებული გამოწვევების საპასუხოდ მიმართულმა ხარჯების ეფექტიანმა განაწილებამ შესაძლებელი გახადა დეფიციტის მკვეთრი შემცირება. 2022 წლის ბოლოსთვის მოსალოდნელია დეფიციტს 3.1%-მდე შემცირება.

2021 წელს, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი 2020 წლის 12.5%-იან მაჩვენებელთან შედარებით გაუმჯობესდა და 10.4% შეადგინა. აღნიშნული გამოწვეულია ტურიზმის აღდგენით, ფულადი გზავნილების მნიშვნელოვანი ზრდით და სავაჭრო ბალანსის მკვეთრი გაუმჯობესებით. ამავე ინდიკატორების არსებითი გაუმჯობესების ფონზე მოსალოდნელია, რომ 2022 წლისთვის მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მნიშვნელოვნად შემცირდება და პანდემიამდელ მაჩვენებელს დაუბრუნდება.

დიაგრამა 3.3. ნაერთი ბიუჯეტის და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტები 2010-2022 წწ.



წყარო: სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, საქართველოს ეროვნული ბანკი

პანდემიის პერიოდში გლობალური მიწოდების არხების ჩავარდნამ მნიშვნელოვანი ზეგავლენა იქონია გლობალური ინფლაციის ზრდაზე. ერთის მხრივ საერთაშორისო ბაზარზე არსებულმა ინფლაციამ და მეორეს მხრივ შიდა მოთხოვნის შოკმა უარყოფითი გავლენა იქონია ადგილობრივ ინფლაციაზე. 2021 წლის დასაწყისიდან ინფლაციამ კვლავ ზრდა განაგრძო და ორნიშნა მაჩვენებელზე შენარჩუნდა, აღნიშნული ტენდენცია გაგრძელდა 2022 წელსაც. მაშინ, როდესაც 2021 წელს ინფლაციური წნეხის ზრდა გამოწვეული იყო გლობალური მოვლენებით: მიწოდების ჯაჭვების რღვევით და საერთაშორისო ბაზარზე ნედლეულის, ნავთობისა და გაზის ფასების ზრდით, 2022 წლისთვის ეს ფაქტორები კიდევ უფრო გაამძაფრა რუსეთ-უკრაინის ომის გამო გაუარესებულმა გარემომ. ეროვნული ბანკის პროგნოზის მიხედვით, ინფლაცია, მოკლევადიან პერიოდში, კვლავ მიზნობრივ მაჩვენებელზე მაღლა შენარჩუნდება, ხოლო საშუალოვადიან პერიოდში, მიზნობრივ, 3%-იან ნიშნულს დაუბრუნდება.

რაც შეეხება საქართველოს სუვერენულ რეიტინგებს, სარეიტინგო კომპანია Fitch-ის მიხედვით, საქართველოს რეიტინგი 2017-2019 წლებში „BB-“ სტაბილურიდან „BB“ სტაბილურამდე გაუმჯობესდა, რაც ძირითადად გამოწვეული იყო „BB“ ჯგუფის ქვეყნებთან შედარებით მაღალი ხარისხის მაკროეკონომიკური მენეჯმენტით, მაღალი ეკონომიკური ზრდითა და მთავრობის დაბალი ვალით; ამასთან, აღნიშნულ პერიოდში მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი და ფისკალური მდგრადობა. საერთაშორისო სარეიტინგო კომპანიები ხშირად აღნიშნავდნენ თავიანთ ანგარიშში ქვეყანაში განხორციელებულ რეფორმებსა და შემცირებულ მოწყვლადობებს, რასაც დადებითი გავლენა ჰქონდა ქვეყნის სუვერენულ რეიტინგებზეც. Fitch-ის მსგავსად, 2019 წელს Standard & Poor's (S&P)-მაც

გაუმჯობესა საქართველოს სუვერენული რეიტინგი „BB“ სტაბილურამდე. S&P-ის მიხედვით, საკრედიტო რეიტინგის გაუმჯობესება, საგარეო ფაქტორების გაუარესების მიუხედავად, უკავშირდებოდა ბოლო წლებში საქართველოს ეკონომიკის შედარებით მაღალ ზრდას. 2020 წელს Fitch-მა საქართველოს საკრედიტო რეიტინგის პერსპექტივა გააუარესა, თუმცა, 2021 წელს, მოსალოდნელზე მაღალი ეკონომიკური ზრდისა და გაუმჯობესებული მაკროეკონომიკური პარამეტრების გამო შეფასება კვლავ „BB“ სტაბილურ დონეზე დააფიქსირა. ამასთან, 2021 წელს, Standard & Poor’s-მა ქვეყნის სუვერენული რეიტინგი „BB“ ნეგატიურამდე შეამცირა, რაც ძირითადად რუსეთ-უკრაინის ომის შედეგად რუსეთის მიმართ დაწესებული სანქციებიდან და საქართველოს რუსეთის ეკონომიკის მიმართ მოწყვლადობიდან გამომდინარეობდა. 2022 წელს S&P-მა აღნიშნული შეფასება კვლავ „BB“ სტაბილურ დონემდე გააუმჯობესა. რაც შეეხება სარეიტინგო კომპანია Moody’s-ს, პანდემიის პერიოდში საქართველოს შეფასება უცვლელ, „Ba2“ სტაბილურ დონეზე ჰქონდა შენარჩუნებული, თუმცა რუსეთის მიერ უკრაინაში შეჭრისა და რუსეთის მიმართ დაწესებული სანქციების შემდეგ, რუსეთის ეკონომიკაზე მაღალი დამოკიდებულების და მისგან მომდინარე რისკების გამო, Moody’s-მა საქართველოს „Ba2“ სტაბილური პერსპექტივა „Ba2“ ნეგატიურით შეცვალა.

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

სარეიტინგო კომპანია	2018	2019	2020	2021	2022
Fitch	BB- Positive	BB Stable	BB Negative	BB Stable	BB Stable
Standard & Poor’s	BB- Stable	BB Stable	BB Stable	BB Negative	BB Stable
Moody’s	Ba2 Stable	Ba2 Stable	Ba2 Stable	Ba2 Stable	Ba2 Negative

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 2022-2026 წლებისთვის

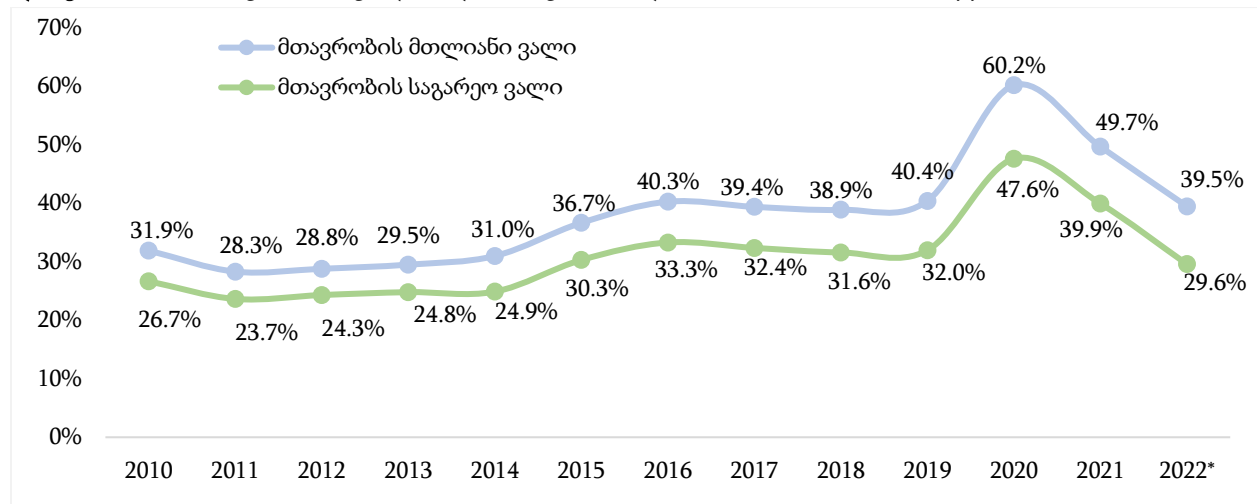
მაჩვენებლები (მლნ ლარი)	2022	2023	2024	2025	2026
ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლები	19,217	20,805	22,076	23,794	25,704
ნაერთი ბიუჯეტის ხარჯები	15,743	17,416	18,364	19,832	21,357
არაფინანსური აქტივების წმინდა ზრდა	5,485	5,770	5,610	6,010	6,440
ფინანსური აქტივების წმინდა ზრდა	240	-120	120	120	120
მოდიფიცირებული დეფიციტი	-2,251	-2,261	-2,018	-2,168	-2,213
მთლიანი დაფინანსების საჭიროება	-4,786	-4,811	-5,248	-5,168	-6,882
საშინაო	1,200	1,300	1,420	1,520	1,620
აღება	2,730	2,680	3,270	3,020	3,290
დაფარვა	-1,530	-1,380	-1,850	-1,500	-1,670
საგარეო	1,337	1,074	720	600	400
აღება	2,342	2,244	2,100	2,100	3,400
დაფარვა	-1,005	-1,170	-1,380	-1,500	-3,000
დეპოზიტებზე ნაშთის ცვლილება	286	113	122	-48	-193
დეპოზიტებზე ნაშთი ¹³	2,479	2,592	2,714	2,666	2,473
მთავრობის ვალი	28,538	30,539	32,679	34,799	36,819
მთავრობის წმინდა ვალი	26,059	27,947	29,965	31,133	34,346
ნომინალური მშპ	72,276	79,685	86,343	93,558	101,183
მშპ-ის რეალური ზრდა	10.0%	5.0%	5.2%	5.2%	5.0%
მშპ-ის დეფლატორის ცვლილება	9.5%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
პროცენტულად მშპ-თან					
მოდიფიცირებული დეფიციტი	-3.1%	-2.8%	-2.3%	-2.3%	-2.2%
დაფინანსების მთლიანი საჭიროება	-6.6%	-6.0%	-5.6%	-6.2%	-7.2%
დეპოზიტებზე ნაშთი	3.4%	3.3%	3.1%	2.8%	2.4%
მთავრობის ვალი	39.5%	38.3%	37.8%	37.2%	36.4%
მთავრობის წმინდა ვალი	36.1%	35.1%	34.7%	34.3%	33.9%

¹³ საპროგნოზო წლებისთვის ნაშთი კორექტირებულია ნაერთი ბიუჯეტის დეპოზიტებზე ნაშთის ცვლილების მაჩვენებლით. საწყის ნაშთად აღებულია 2022 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 2021 წლის ბოლოს მდგომარეობით შეადგინა 29,812¹⁴ მილიონი ლარი. აღნიშნული მაჩვენებელი 2022 წლისთვის, 28,538 მილიონ ლარს შეადგენს. მათ შორის, უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მოცულობა, 21,392 მილიონი ლარი, ხოლო ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მოცულობა 7,146 მილიონი ლარია¹⁵. 2021-2022 წლებში ეკონომიკის აღდგენის შედეგად ვალის მშპ-თან ფარდობამ 2022 წლის წინასწარი შეფასებით 39.5%, ხოლო უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მშპ-თან ფარდობამ 29.6% შეადგინა.

დიაგრამა 4.1. მთავრობის ვალის დინამიკა (%-ად მშპ-თან)¹⁶ 2010-2022 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

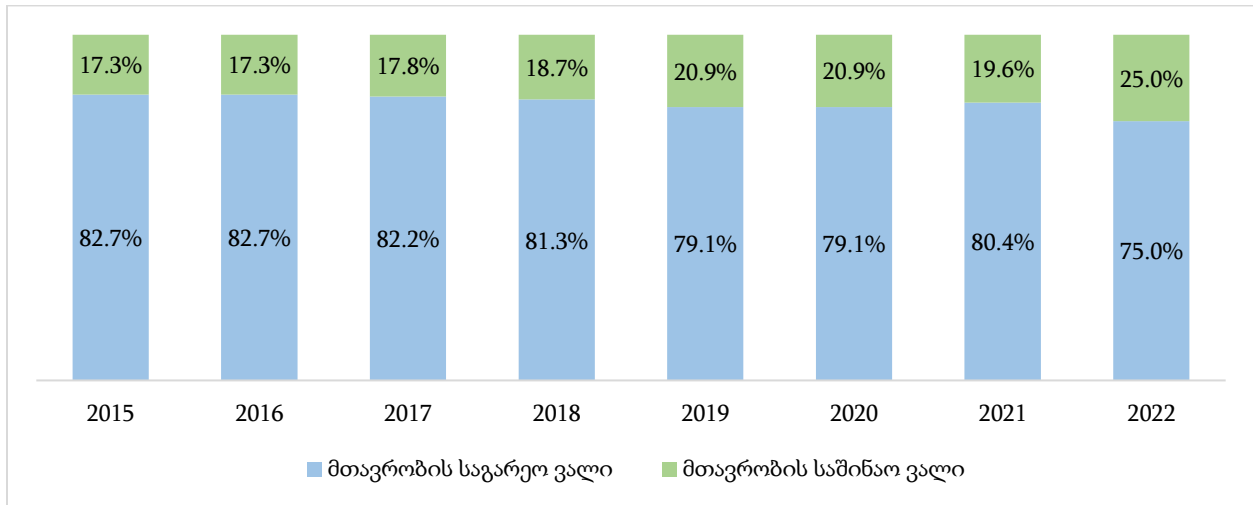
2021 წლის ბოლოს მდგომარეობით მთავრობის მთლიანი ვალის პორტფელის 80.4%-ს შეადგენდა უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალი. 2022 წლის ბოლოსთვის აღნიშნული მაჩვენებელი 75.0%-მდე მცირდება. მიუხედავად კლებადი ტენდენციისა, ზემოხსენებული მაჩვენებელი ჯერ კიდევ მაღალ ნიშნულზეა.

¹⁴ სტრატეგიის დოკუმენტი არ მოიცავს ე.წ. საშინაო „ისტორიულ ვალს“. მოიცავს საბიუჯეტო ორგანიზაციების ვალს, გარდა საბიუჯეტო ორგანიზაციებიდან აღებული ვალისა.

¹⁵ მოიცავს საბიუჯეტო ორგანიზაციების ვალს, გარდა საბიუჯეტო ორგანიზაციებიდან აღებული ვალისა.

¹⁶ PPP ვალდებულებების ჩათვლით მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობა 2021 წლის ბოლოსთვის შეადგენდა 50.3%-ს (PPP ვალდებულებების მოცულობა 2021 წლის ბოლოსთვის შეადგენდა 384.6 მლნ ლარს).

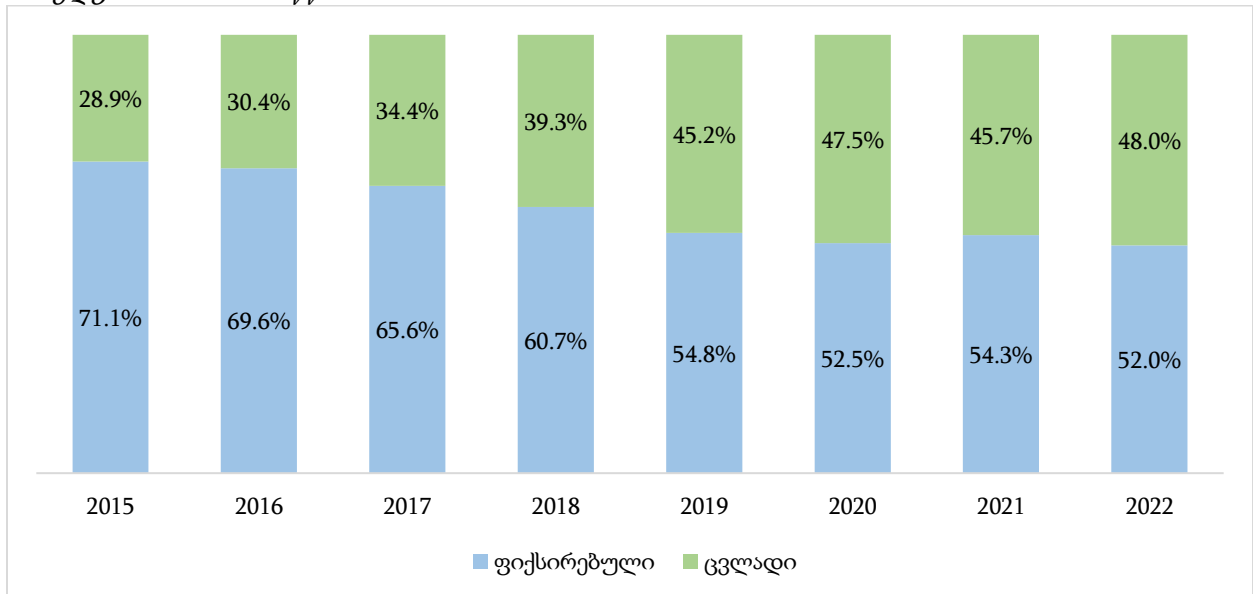
დიაგრამა 4.2. მთავრობის ვალის პორტფელის სტრუქტურა 2015-2022 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2022 წლის ბოლოსთვის, მთავრობის ვალის პორტფელის 64.0%-ს ერიცხება ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელისთვის აღნიშნული მაჩვენებელი შეადგენს 52.0%-ს.

დიაგრამა 4.3. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის სტრუქტურა პროცენტის ტიპის მიხედვით 2015-2022 წწ.

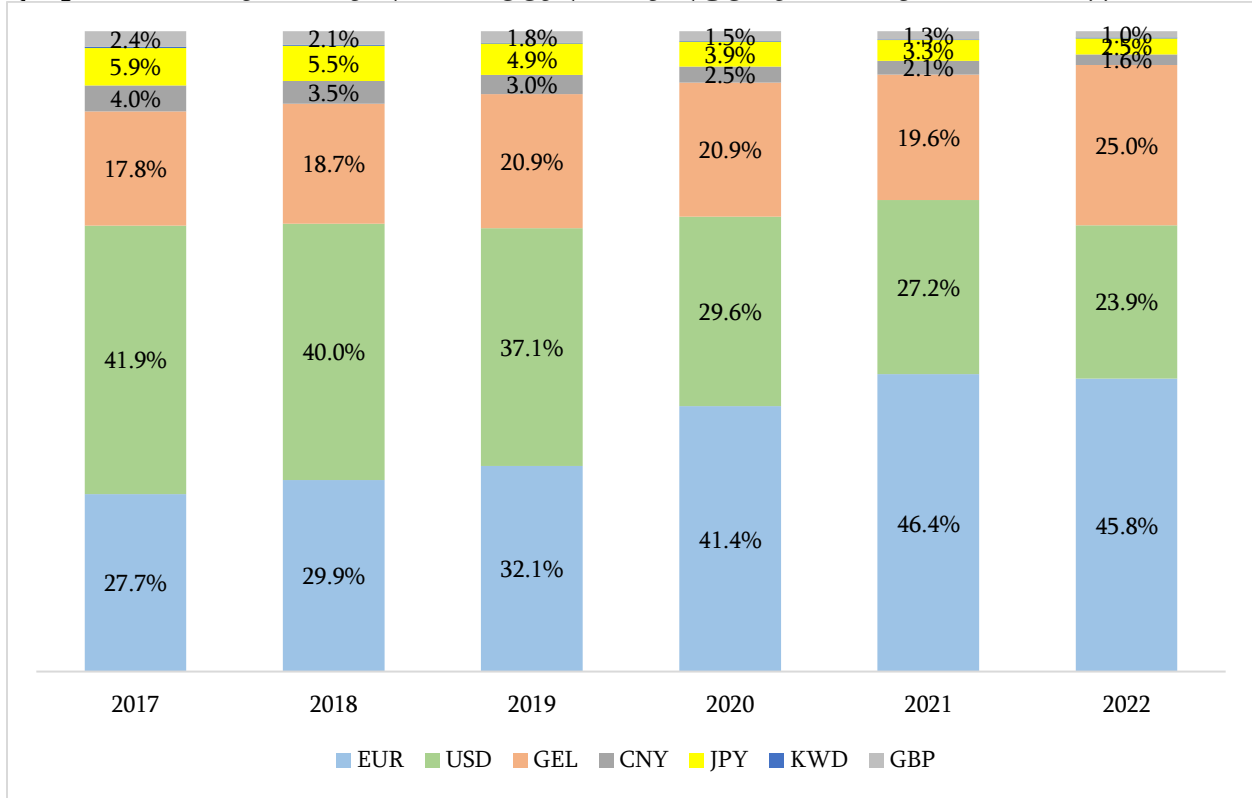


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2022 წლის ბოლოსთვის, წინასწარი შეფასებით, მთავრობის ვალის პორტფელის 23.9% დენომინირებულია აშშ დოლარში. აღსანიშნავია, რომ ბოლო პერიოდში აშშ დოლარის წილს მთავრობის მთლიან ვალში კლების ტენდენცია აქვს, რაც განპირობებულია ევროში (45.8%) და ადგილობრივ ვალუტაში (25.0%) დენომინირებული ვალის წილების ზრდით. პორტფელის დარჩენილი 5.3% დენომინირებულია სხვა

ვალუტებში - იაპონური იენი (JPY), კუვეიტური დინარი (KWD), ჩინური იუანი (CNY) და გირვანქა სტერლინგი (GBP).

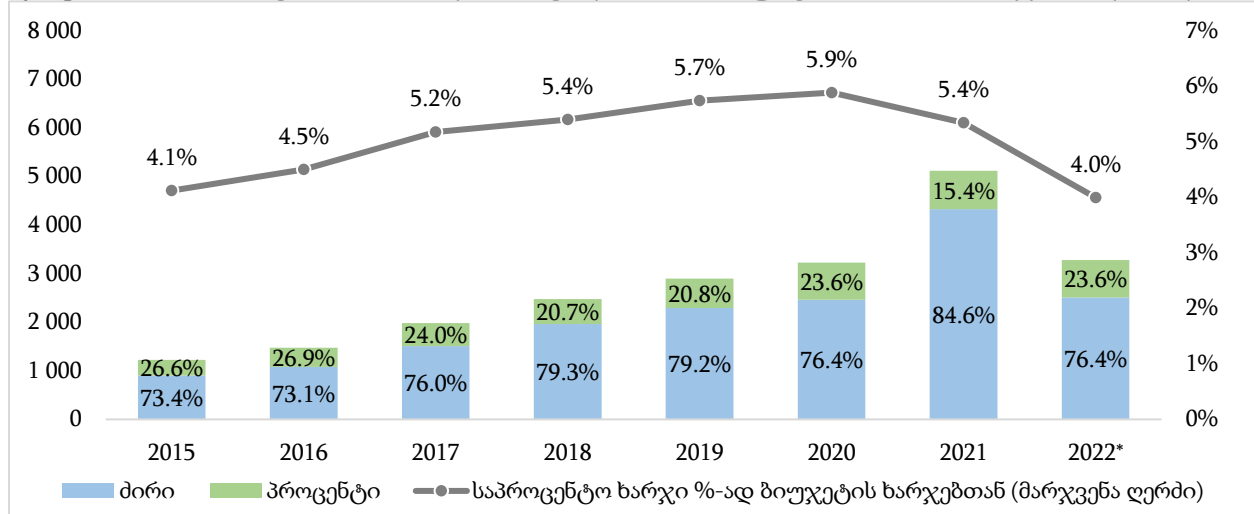
დიაგრამა 4.4. მთავრობის ვალის პორტფელის სავალუტო კომპოზიცია 2017-2022 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის მიერ ახალი სესხების აღებისას ხდება ვალის პორტფელის მომსახურების არსებული გრაფიკის გათვალისწინება. საგარეო ვალის პორტფელში არსებული სესხები ხასიათდებიან გრძელვადიანი დაფარვის გრაფიკით და მაღალი საშუალო პერიოდით, რაც უზრუნველყოფს პორტფელის მომსახურების თანაბარ გადანაწილებას. შესაბამისად, არ ხდება ბიუჯეტის ხარჯვით ნაწილზე მნიშვნელოვანი ზეწოლა და ხარჯების კონცენტრაცია დროის მოკლე მონაკვეთებზე. 2022 წლის ბოლოსთვის, წინასწარი შეფასებით, მთავრობის ვალის პორტფელის საპროცენტო ხარჯმა შეადგინა საბიუჯეტო ხარჯების 4%.

დიაგრამა 4.5. მთავრობის მთლიანი ვალის მომსახურება 2015-2022 წწ. (მლნ. ლარი)



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, სტატისტიკის ეროვნული სამსახური

2022 წლის წინასწარი შეფასებით, მთავრობის ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთი 2022 წელს 2021 წელთან შედარებით გაიზარდა და 3.97% შეადგინა. აღნიშნული მაჩვენებელი საშინაო ვალის პორტფელისთვის 9.20%-ს, ხოლო საგარეო ვალის პორტფელისთვის 2.23%-ს შეადგენს. მთავრობის ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთების ზრდა ძირითადად გამოწვეულია ადგილობრივ და საერთაშორისო ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების მკვეთრი ზრდით. 2022 წლის განმავლობაში მთავრობის მიერ ადგილობრივ ვალუტაში მოძიებულ სახსრებზე დაფიქსირებულმა საპროცენტო განაკვეთმა 9.76%, ხოლო საგარეო კრედიტორებისგან მოზიდული სესხების საშუალო შეწონილმა საპროცენტო განაკვეთმა 2.72% შეადგინა.

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

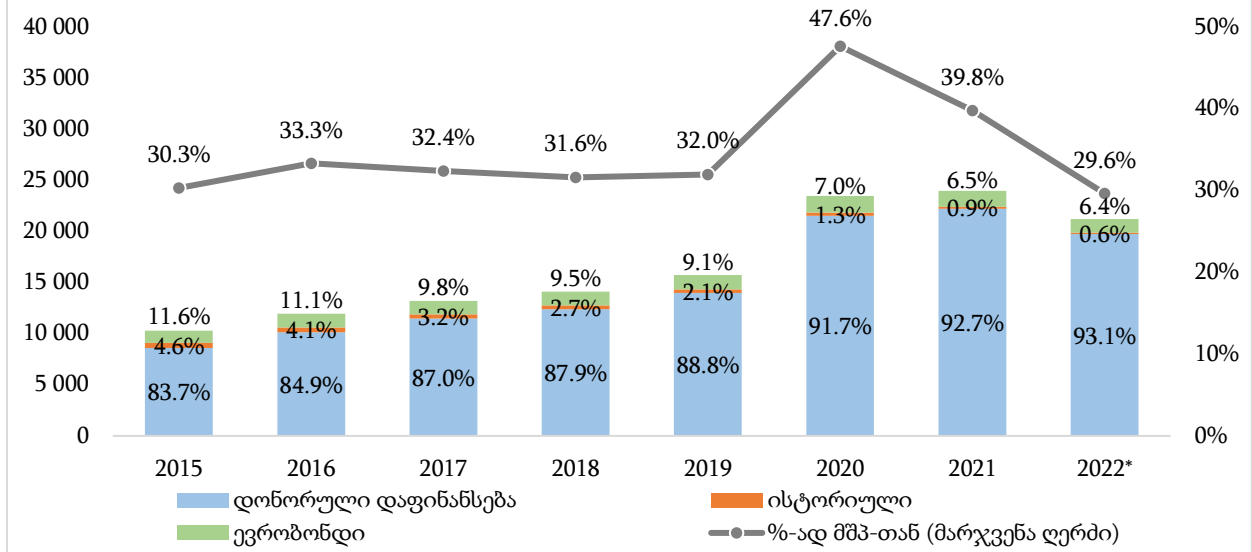
	პორტფელის საშუალო შეწონილი პროცენტი		ბოლო 1 წლის საშუალო შეწონილი პროცენტი	
	2021	2022	2021	2022
საშინაო ვალი	8.83%	9.20%	8.91%	9.76%
6 თვიანი სახაზინო ვალდებულებები	9.39%	10.17%	9.06%	10.34%
12 თვიანი სახაზინო ვალდებულებები	9.03%	9.99%	9.03%	9.99%
2 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	8.76%	9.62%	8.94%	9.84%
5 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	8.49%	8.86%	9.09%	9.69%
10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები	9.56%	9.48%	8.85%	9.29%
სახელმწიფო ობლიგაციები	8.64%	9.04%	8.14%	9.54%
საგარეო ვალი	0.95%	2.23%	1.56%	2.72%
კრედიტორული დაფინანსება	0.81%	2.18%	0.36%	2.72%
ისტორიული ვალი	3.54%	3.60%	-	-
ევრობონდი	2.75%	2.75%	2.75%	-

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2022 წლის ბოლოსთვის, წინასწარი შეფასებით, მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის 93.1%-ს შეადგენს მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან მოზიდული სესხები. აღნიშნული სესხების დიდ ნაწილს აქვს შეღავათიანი პირობები. საგარეო ვალის პორტფელის 6.4%-ს შეადგენს ევრობონდი, ხოლო დარჩენილ 0.6%-ს შეადგენს „ისტორიული საგარეო ვალი“¹⁷, რომლის სრულად დაფარვა მოხდება 2025 წელს.

¹⁷ სსრკ-ს ყოფილი რესპუბლიკების მიმართ არსებული და სხვა რესტრუქტურირებული სესხები.

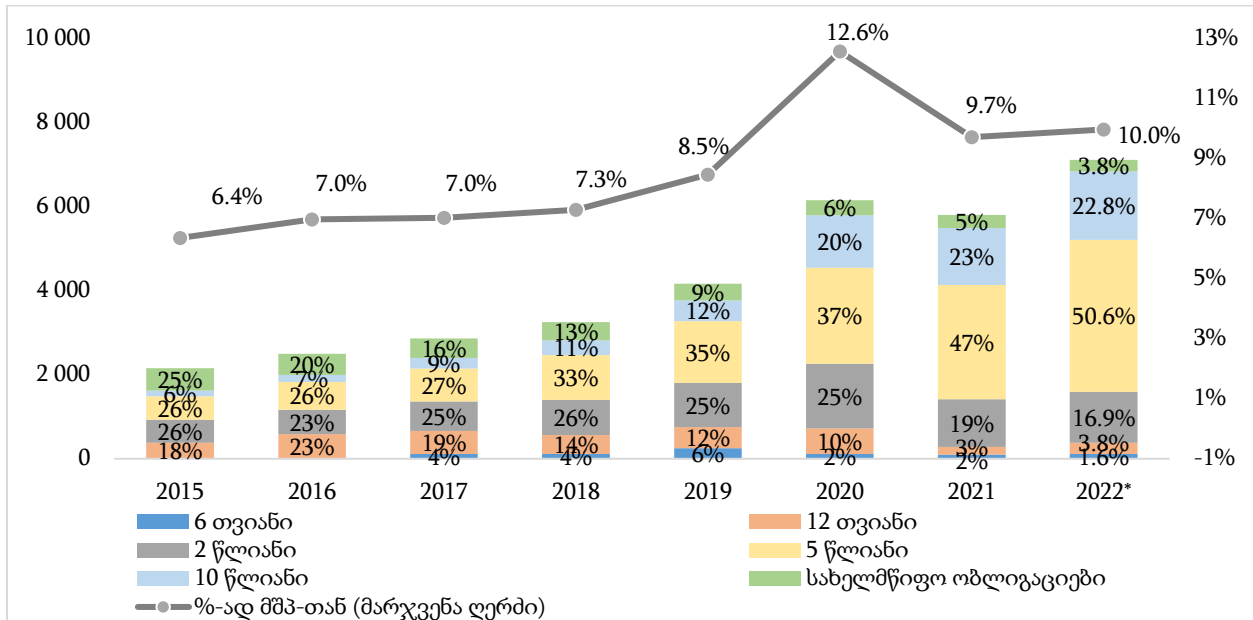
დიაგრამა 4.6. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის სტრუქტურა 2015-2022 წწ. (მლნ. ლარი)



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის საშინაო ვალი ძირითადად მზარდი ტენდენციით ხასიათდება. 2021 წლის ბოლოსთვის მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელი მშპ-ის 9.7%-ს, ხოლო 2022 წლის წინასწარი მონაცემებით, მშპ-ის 10.0%-ს შეადგენს. მის მნიშვნელოვან ნაწილს სახაზინო ობლიგაციები წარმოადგენს, რომელიც მოიცავს სახელმწიფოს სახელით გამოშვებულ 2, 5 და 10 წლიან ფასიან ქაღალდებს. 2022 წლის ბოლოსთვის მიმდინარე გამოშვების გეგმის გათვალისწინებით, სახაზინო ობლიგაციებს პორტფელის 90.8% უჭირავს. რაც შეეხება სახაზინო ვალდებულებებს, რომელიც მოიცავს 6 და 12 თვიან ფასიან ქაღალდებს, აღნიშნული მაჩვენებელი პორტფელის 5.4%-ს წარმოადგენს. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დარჩენილი ნაწილი, 3.8% სახელმწიფო ობლიგაციებს (ეროვნულის ბანკის მიმართ არსებულ მთავრობის ვალი), უჭირავს.

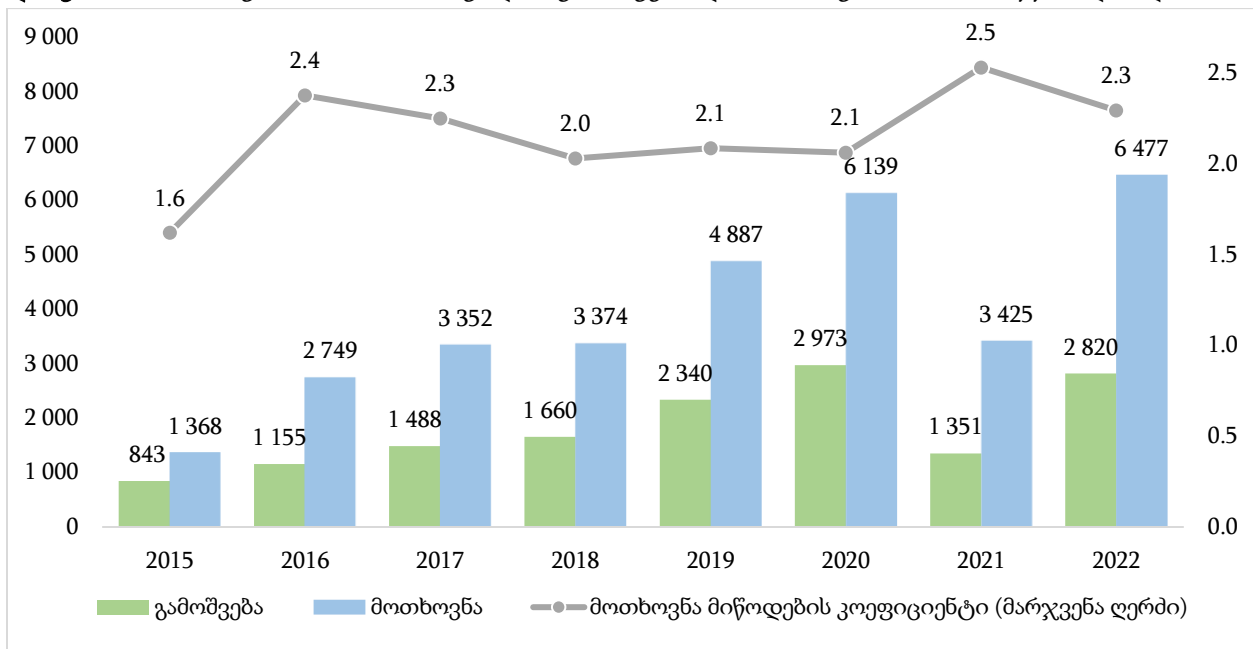
დიაგრამა 4.7. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელის სტრუქტურა 2015-2022 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, სტატისტიკის ეროვნული სამსახური

მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვებების ზრდის მიუხედავად წლების განმავლობაში მოთხოვნა მნიშვნელოვნად აღემატებოდა გამოშვების მოცულობას. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მოთხოვნა მიწოდების კოეფიციენტმა 2021 წლისთვის 2.5, ხოლო 2022 წლის ფაქტობრივი მონაცემით 2.3 შეადგინა.

დიაგრამა 4.8. მთავრობის სამინაო ვალის გამოშვება და მოთხოვნა 2015-2022წწ. (მლნ. ლარი)



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2022-2025 წლის მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის მიზნების მისაღწევად განხორციელდა შემდეგი ძირითადი ქმედებები:

- **პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამის გაფართოება:** პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა, რომელშიც ჩართული იყო 5 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები, 2022 წლის ნოემბერში გაფართოვდა და დაემატა 2 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები. ასევე, 2023 წლის 1 იანვრიდან პროგრამას დაემატება 2018 წლის იანვარში გამოშვებული 10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები;
- **ინვესტორებთან ურთიერთობის სტრატეგიის შემუშავება:** 2022 წელს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ შემუშავებულ იქნა ინვესტორებთან ურთიერთობის სტრატეგია, რომელიც მიზნად ისახავს ინვესტორებთან რეგულარული კომუნიკაციის ჩარჩოს შექმნას. დოკუმენტი მოიცავს ინვესტორებთან ურთიერთობის მთავარ პრინციპებს და ინვესტორებთან ურთიერთობის გაუმჯობესების მიზნით განსახორციელებელ ღონისძიებებს;
- **მთავრობის ვალის ყოველთვიური ანგარიში:** 2022 წლის ივლისიდან ინვესტორებთან ურთიერთობის გაუმჯობესებისა და გამჭვირვალობის ზრდის მიზნით საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ დაიწყო მთავრობის ვალის ყოველთვიური ანგარიშის გამოქვეყნება;
- **ძლიერი ბენჩმარკი:** ბენჩმარკის ზომა არის ერთ-ერთი მთავარი კრიტერიუმი საქართველოსთვის საერთაშორისო ინდექსში მოსახვედრად. აღნიშნული მიზნით, დაგეგმილია ბენჩმარკ ფასიანი ქაღალდების მოცულობების ზრდა. ზემოხსენებულიდან გამომდინარე, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ 2022 წლის ნოემბრიდან განაახლა 2018 წლის იანვარში დაწყებული 10 წლიანი ბენჩმარკ ობლიგაციის გამოშვება.
- **ფასიანი ქაღალდების მიწოდების, გამჭვირვალობისა და პროგნოზირებადობის ზრდა:** 2022 წლიდან საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ დაიწყო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების წლიური გეგმის აგრეგირებული მაჩვენებლების გამოქვეყნება.
- **საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა:** საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნისთვის მიმდინარეობს საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკის შესწავლა. 2023 წლისთვის, საერთაშორისო ორგანიზაციების დახმარებით, გამოცდილების მისაღებად და ადგილობრივ ბაზარზე საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განსავითარებლად დაგეგმილია რამდენიმე ვიზიტი წარმატებული პრაქტიკის მქონე ქვეყნებში.