



საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია

2024-2027

თბილისი, 2024

შინაარსი

1. შესავალი.....	3
2. სტრატეგიის არეალი და მიზნები.....	5
3. მაკროეკონომიკური მიმოხილვა.....	17
4. მთავრობის ვალის პორტფელის აღწერა.....	22
დანართი	28

1. შესავალი

მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის დოკუმენტი მოიცავს მთავრობის ვალის მართვის ძირითად მიმართულებებსა და მიზნებს 2024-2027 წლებისთვის. სტრატეგია ასახავს საქართველოს მთავრობის გეგმას, რომელმაც უნდა უზრუნველყოს ვალის მართვის ეფექტიანი პოლიტიკის გატარება და ვალის მართვის მიზნების მიღწევა. დოკუმენტში ასევე მოცემულია მთავრობის მხრიდან 2023-2026 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.

გასული სამი წლის განმავლობაში საქართველოს ეკონომიკური ზრდა მნიშვნელოვანი აღმავლობით ხასიათდებოდა. წინასწარი მონაცემებით, 2023 წლის ეკონომიკის რეალურმა ზრდამ 7.5% შეადგინა. აღნიშნული აღმავლობის პარალელურად მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა ქვეყნის სხვა მაკროეკონომიკური მაჩვენებლებიც. კერძოდ, ბიუჯეტის დეფიციტი პანდემიის 9.2%-იანი დონიდან, 2023 წლის ბოლოს 2.5%-მდე შემცირდა, ხოლო ბოლო ორი წლის განმავლობაში მთავრობის ვალი პანდემიამდელი ნიშნულის, 40.1%-ის ქვემოთ ნარჩუნდება. ვალის დონის მნიშვნელოვანი შემცირება ძირითადად მაღალმა ეკონომიკურმა ზრდამ და გაცვლითი კურსის პოზიტიურმა დინამიკამ განაპირობა. თუმცა, კვლავ მნიშვნელოვან გამოწვევად რჩება დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებელი, რაც მთავრობის ვალს მნიშვნელოვნად მოწყვლადს ხდის სავალუტო კურსის მერყეობის მიმართ. შესაბამისად, საშუალოვადიანი პერიოდის მთავარ ამოცანას ვალის პორტფელის გაჯანსაღება და სავალუტო რისკების შემცირება წარმოადგენს.

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

1. მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობის უსაფრთხო დონეზე შენარჩუნება;
2. მთავრობის ვალის პორტფელში ლარში დენომინირებული ვალის წილის ზრდა;

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

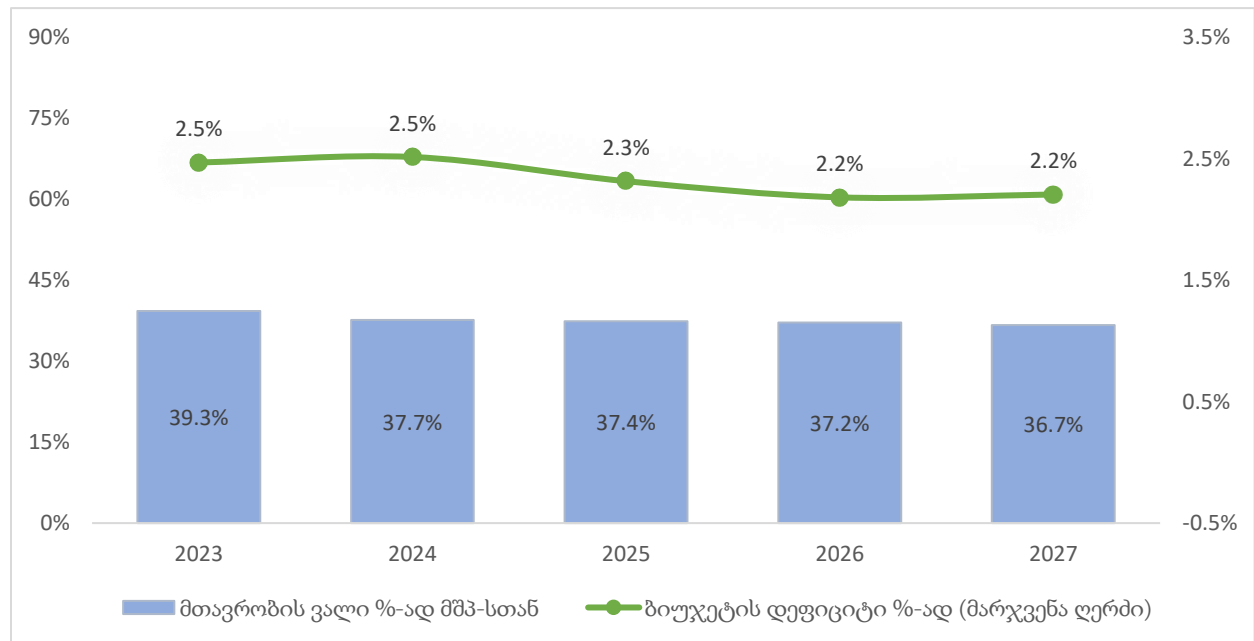
3. საგარეო სესხების განვითარებაზე ორიენტირებულობის ზრდა;
4. მთავრობის ვალის პორტფელის ხარჯის და რისკის ოპტიმიზაცია;
5. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.

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

მიმართულება 1. მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობის უსაფრთხო დონეზე შენარჩუნება

პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური შოკის შემდეგ, მთავრობის ვალის დონის მნიშვნელოვანმა ზრდამ, ვალის მართვის ახალი სტრატეგიული მიზნების განსაზღვრის საჭიროება წარმოშვა. შესაბამისად 2022-2025 წლების მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიით პირველ მიზნად ვალის (PPP ვალდებულების გათვალისწინებით) მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებლის კრიზისამდელ დონეზე დაბრუნება განისაზღვრა. ვინაიდან, სწრაფი ეკონომიკური აღმასვლის შედეგად ვალის დონე ორ წელიწადში დაუბრუნდა პანდემიამდელ ნიშნულს, აღნიშნული სტრატეგიული მიმართულების მიზნობრივ მაჩვენებლად განისაზღვრა მთავრობის ვალის მშპ-თან შეფარდების მაჩვენებლის 40%-ის ფარგლებში შენარჩუნება.

დიაგრამა 2.1. მთავრობის ვალისა და ბიუჯეტის დეფიციტის მშპ-თან ფარდობის საპროგნოზო დინამიკა 2023-2027 წწ.⁵



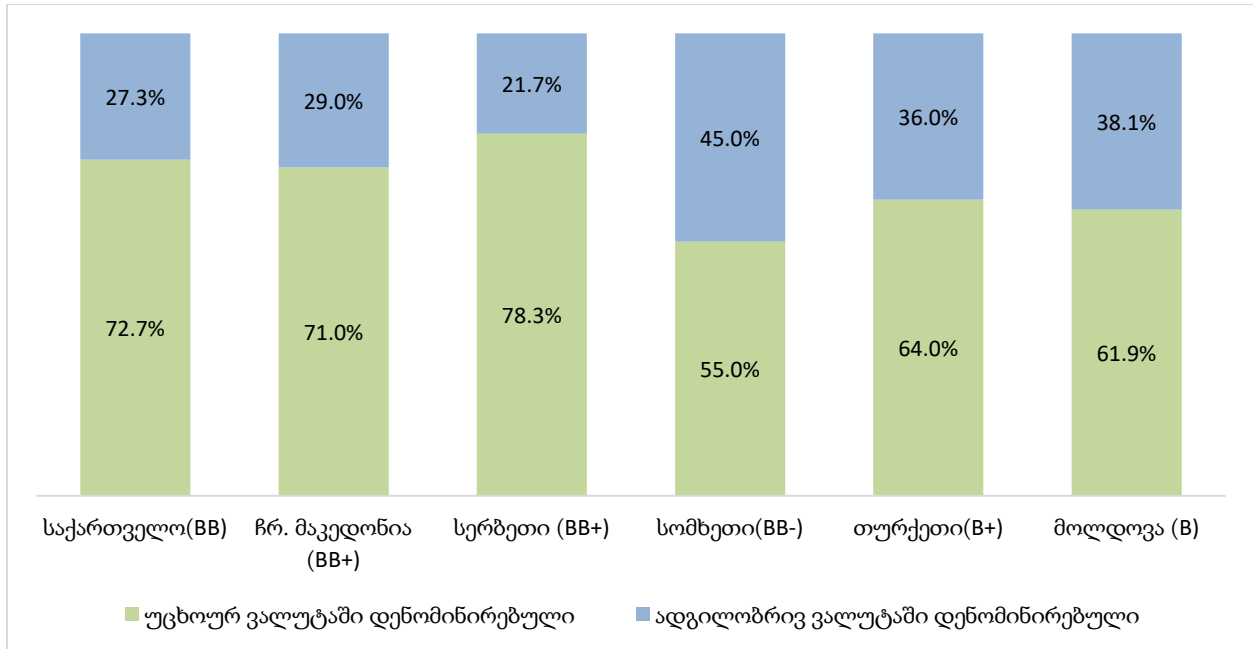
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

⁵ მთავრობის ვალის ნაშთი (PPP ვალდებულების გათვალისწინებით) დაანგარიშებულია 2023 წლის დეკემბრის მდგომარეობით, ხოლო მშპ წარმოადგენს წინასწარ შეფასებას.

მიმართულება 2. მთავრობის ვალის პორტფელში ლარში დენომინირებული ვალის წილის ზრდა

უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილი საქართველოს მთავრობის ვალის პორტფელის მართვის მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენს. 2023 წლის ბოლოს საგარეო ვალის წილმა მთლიანი ვალის პორტფელის 73% შეადგინა, რაც ერთ-ერთი ყველაზე მაღალი მაჩვენებელია რეგიონში და სხვა ქვეყნებში (დიაგრამა 2.2).

დიაგრამა 2.2. ადგილობრივ და უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული მთავრობის ვალის წილი მთლიან პორტფელში სხვადასხვა ქვეყნებისთვის 2023 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.

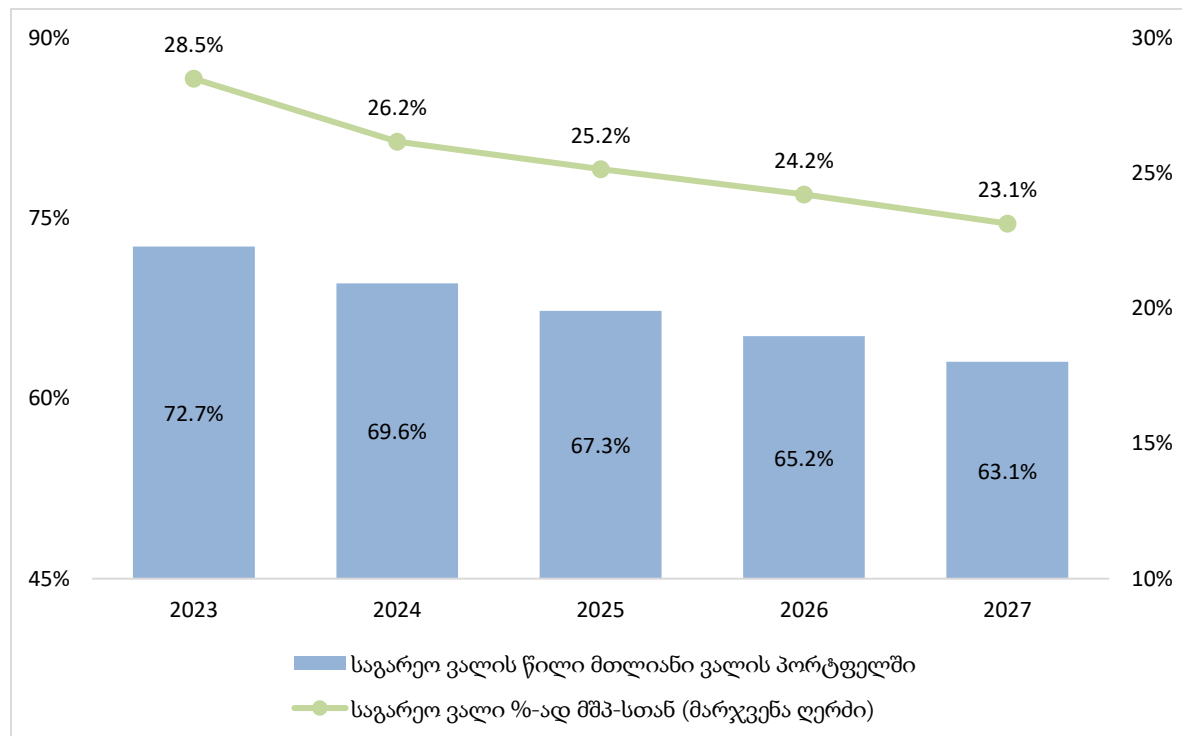
მთავრობის ვალის პორტფელში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილის მაღალი მაჩვენებელი უარყოფითად მოქმედებს ქვეყნის სუვერენულ რეიტინგზე, და ამავდროულად, აფერხებს ვალის მართვის პოლიტიკის ეფექტიანობას.

უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხები ხასიათდება შედარებით მცირე საპროცენტო განაკვეთით. თუმცა, უცხოურ ვალუტაში „იაფ“ სესხს თან ახლავს სავალუტო კურსების მერყეობის შედეგად წარმოქმნილი დამატებითი რისკები.

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 65%-ზე დაბალ ნიშნულამდე შემცირება.

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

დიაგრამა 2.3. საგარეო ვალის წილი მთლიანი ვალის პორტფელში და მშპ-თან მიმართებით 2023-2027 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

ზემოხსენებული ორივე მიზნობრივი მაჩვენებელი მეტწილად გაცვლითი კურსის მერყეობაზეა დამოკიდებული. გარდა აღნიშნული „ბუნებრივი“ დედოლარიზაციისა, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო მთავრობის ვალის პორტფელში საგარეო ვალის წილის შემცირების დინამიკის ხელშეწყობისთვის, განიხილავს სავალუტო რისკების ჰეჯირებას და ამ გზით დედოლარიზაციის აქსელერაციას. ამ მიზნით, მიმდინარეობს მუშაობა ჰეჯირების ხარჯ-სარგებლიანობის ანალიზზე.

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. თუმცა, საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო განიხილავს განვითარების საერთაშორისო პარტნიორებისგან ლარში დენომინირებული სესხების აღებას. იმის გათვალისწინებით რომ, ლარი საერთაშორისო ბაზარზე ლიკვიდობით არ ხასიათდება, აღნიშნული ინსტრუმენტი შედარებით მაღალი საპროცენტო განაკვეთით იქნება ხელმისაწვდომი, თუმცა მნიშვნელოვან კონტრიბუციას იქონიებს სავალუტო რისკების შემცირებაში.

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

საინვესტიციო სესხებისათვის:

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

⁶ პროექტის კომპლექსურობის შესაფასებლად ფინანსთა სამინისტრო ეტაპობრივად შეიმუშავებს გაზომვად ინდიკატორებს.

- აუცილებელია, თითოეული საინვესტიციო სესხის ფარგლებში ყოველი პროექტისათვის არსებობდეს მისი ეფექტიანობის შესახებ დადებითი შეფასება. ახალი საინვესტიციო პროექტისთვის სესხის აღების ინიცირება შესაძლებელია მხოლოდ იმ პროექტებისთვის, რომლებსაც საინვესტიციო/კაპიტალური პროექტების მართვის მეთოდოლოგიის⁷ მიხედვით გავლილი აქვთ წინასწარი შეფასების ეტაპი და მიღებული აქვთ ეკონომიკური საბჭოს⁸ დადებითი გადაწყვეტილება. შესაბამისად აუცილებელი წინაპირობაა, რომ საინვესტიციო სესხის ინიცირებისათვის სესხის ბენეფიციარ სამინისტროს ან მუნიციპალიტეტს ჰქონდეს დანერგილი სახელმწიფო ინვესტიციების მართვის სისტემა თავის უწყებაში. ამასთან ისეთი საინვესტიციო პროექტების შერჩევა, რომლებიც არ ექვემდებარება საინვესტიციო/კაპიტალური პროექტების მეთოდოლოგიით განსაზღვრული წესით განხილვას, ხორციელდება ფინანსთა სამინისტროს ხელმძღვანელობასთან შეთანხმებით კანონმდებლობით დადგენილი წესით;
- სახელმწიფო საწარმოებზე გადასესხებისას გათვალისწინებული იქნება საწარმოს მიერ გამოხატული მზაობა სახელმწიფო საწარმოების მიმდინარე რეფორმისადმი. მინიმალური სტანდარტის დასაკმაყოფილებლად სახელმწიფო საწარმო უნდა გამოხატავდეს მზაობას: ა) OECD სტანდარტის შესაბამისი კორპორაციული მმართველობის პრაქტიკის დასანერგად; და ბ) საქართველოს სახელმწიფო საწარმოთა ყოვლისმომცველი რეფორმის განსახორციელებლად;
- კრედიტუნარიანი საწარმოებისათვის მთავრობა ეტაპობრივად შეწყვეტს გადასესხების პრაქტიკას. ამით, მთავრობა წაახალისებს კომპანიებს გავიდნენ კერძო კაპიტალის ბაზარზე და დამოუკიდებლად მოპოვებული რესურსებით შეძლონ კომპანიაში ინვესტიციების განხორციელება. მნიშვნელოვანია, რომ კომპანიისათვის საჭირო ინვესტიციების განხორციელება არ იყოს საბიუჯეტო პროცესის ნაწილი და იყოს დამოუკიდებელი საბიუჯეტო შეზღუდვებისგან. აღნიშნული თავის მხრივ გაზრდის ინვესტიციებს ქვეყნის ეკონომიკაში. ამავდროულად, იმ სახელმწიფო კომპანიებისთვის, რომლებიც გავლენ ადგილობრივ ბაზარზე, მთავრობა მოახდენს გადასესხებული სესხების საბაზრო ინსტრუმენტებად კონვერტირებას, რაც გაზრდის კომპანიების მიერ გამოშვებული ინსტრუმენტების ლიკვიდობას და გამოათავისუფლებს ფისკალურ სივრცეს.

პროგრამული სესხებისათვის:

⁷ <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“.

⁸ 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

- **2022 წლიდან სესხის აღება ხდება მეტწილად მნიშვნელოვანი ტრანსფორმაციული რეფორმებისათვის.** მსგავსი პროგრამების ფარგლებში მნიშვნელოვანი ტექნიკური დახმარების გამოყოფა ხდება რეფორმების საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკების შესაბამისად განხორციელების მხარდასაჭერად. მნიშვნელოვანია აქცენტი გაკეთდეს და განხორციელდეს მაღალი ტრანსფორმაციული ხასიათის მქონე რეფორმები. პროგრამული სესხებით დაფინანსდება მხოლოდ მნიშვნელოვანი სახელმწიფო რეფორმები, რომელთა შედეგი წინასწარ იქნება შეფასებადი და მთავრობის მიერ დამტკიცებული. 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 შერჩევასა პრიორიტეტი ენიჭება მაღალი გრანტის კომპონენტის მქონე ვარიანტს, რაც უმეტეს შემთხვევაში ვადიანობის და შეღავათიანი პერიოდის მაქსიმალური მაჩვენებლის შერჩევით მიიღწევა.

- **სესხის ვალუტა.** მოსალოდნელია, რომ ევროზონასთან მიმდინარე ეკონომიკური და პოლიტიკური დაახლოების პროცესიდან გამომდინარე, საგარეო ვალის პორტფელში ევროს სესხების წილის ზრდა შედარებით შეამცირებს გაცვლითი კურსის რისკს. თუმცა, აღსანიშნავია ის ფაქტიც რომ, საგარეო ვალის პორტფელში ევროს წილი მნიშვნელოვნადაა გაზრდილი და პორტფელის დივერსიფიცირების მიზნებიდან გამომდინარე განიხილება სხვა ვალუტებზე შედარებითი უპირატესობის მინიჭება. ამასთანავე, ფინანსთა სამინისტროში მიმდინარეობს მუშაობა ოპტიმალური სავალუტო კომპოზიციის განსაზღვრის მიზნით.
- **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, ახალი სესხის აღებისას, შედარებითი უპირატესობა მიენიჭება საპროცენტო განაკვეთის ტიპის პორტფელზე ეფექტს.
- **მთავრობის ვალის ანალიტიკური ნაწილის გაძლიერება.** მთავრობის ვალის მართვის ანალიტიკური მიმართულებით მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენს ისეთი საკითხების გადაწყვეტა, როგორცაა უცხოურ ვალუტაში აღებული სესხის ჰეჯირებისთვის მისაღები მაქსიმალური ხარჯის განსაზღვრა, საგარეო ვალის პორტფელის ოპტიმალური სავალუტო კომპოზიციის დადგენა ხარჯის და რისკის მინიმიზაციის მეთოდით, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ შემუშავებული ვალის მდგრადობის ანალიზის ახალი მეთოდოლოგიის დანერგვა. გარდა ამისა, მაღალი საპროცენტო განაკვეთის პირობებში კიდევ უფრო მნიშვნელოვანია ოპტიმალური საპროცენტო განაკვეთის ტიპის მქონე პორტფელის შექმნა და შენარჩუნება. აღნიშნულიდან გამომდინარე, 2024 წლის განმავლობაში იგეგმება რიგი ანალიტიკური სამუშაოების დასრულება, რომელთა შედეგიც აისახება როგორც „მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგია 2025-2028 წლებისთვის“ დოკუმენტში, ასევე მთავრობის ვალთან დაკავშირებულ სხვა ანგარიშებში.

მიმართულება 5. სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება.

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 ეფექტიანად მოიზიდონ ინვესტორები.

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.

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, ამასთანავე, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზომა ერთ-ერთ მნიშვნელოვანი კრიტერიუმია ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ფასიანი ქაღალდის საერთაშორისო ინდექსებში ჩასართავად.
- **ძლიერი ბენჩმარკების შექმნა.** აღნიშნული მიმართულება გულისხმობს დიდი მოცულობის ბენჩმარკების ეტაპობრივ შექმნას. ფინანსთა სამინისტრომ ბენჩმარკ ფასიანი ქაღალდების გამოშვება 2018 წელს დაიწყო და მათი თავდაპირველი მიზნობრივი მოცულობად 240 მილიონი ლარით განისაზღვრა. 2023 წლის ბოლოს, სამი ყველაზე დიდი ბენჩმარკის მოცულობებია: 2 134 მილიონი ლარი, 1 332 მილიონი ლარი და 1 004 მილიონი ლარი, რაც სახაზინო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის 54.9%-ს შეადგენს. პორტფელის სიჯანსაღისთვის, არსებითი მნიშვნელობა ენიჭება პორტფელის კონცენტრაციას მცირე რაოდენობის ძლიერ ბენჩმარკზე. აღსანიშნავია, რომ ბაზრის ზომა და ბენჩმარკის სიდიდე არის ერთ-ერთი მთავარი კრიტერიუმი საქართველოსთვის ადგილობრივ ვალუტაში გამოშვებული სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო ინდექსებში (JP Morgan GBI-EM, FTSE Frontier Emerging Markets Government Bond Index) მოსახვედრად. შესაბამისად, პორტფელის გაჯანსაღებით შესაძლებელი გახდება აღნიშნული კრიტერიუმების დაკმაყოფილება საშუალოვადიანი პერიოდისთვის.
- **ვალდებულებების მართვის ოპერაციების აქტიური გამოყენება.** მსხვილი ბენჩმარკების შექმნა, თავის მხრივ, ქმნის პიკებს მომსახურების გრაფიკში, რაც ზრდის რეფინანსირების რისკს. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია რომ აქტიურად იქნას გამოყენებული ვალდებულებების მართვის ოპერაციები (გამოსყიდვისა და გაცვლის ოპერაციები). აღნიშნული მიმართულებით, 2023 წლის მეორე

ნახევრიდან ფინანსთა სამინისტრო ყოველთვიურად ახორციელებდა გამოსყიდვის ოპერაციებს, ხოლო 2024 წლიდან დაგეგმილია გაცვლის ოპერაციების დანერგვა და გამოსყიდვის ოპერაციებთან ერთად მისი აქტიური გამოყენება მომავალში ვალდებულებების ეფექტიანი მართვის მისაღწევად.

- **მეორადი ბაზრის განვითარება.** განვითარებული მეორადი ბაზარი მნიშვნელოვანი ფაქტორია ინვესტორებისათვის. აღნიშნულის ხელშეწყობის მიზნით, 2020 წლის ნოემბრიდან ფინანსთა სამინისტრომ საერთაშორისო სავალუტო ფონდთან და მსოფლიო ბანკთან კონსულტაციების შედეგად დანერგა პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა. მიმდინარე მდგომარეობით, აღნიშნულ საპილოტე პროგრამაში ჩართულია 2 აქტიური და 3 არააქტიური ბენჩმარკი. 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) საშუალოვადიან პერიოდში პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა გარდაიქმნება პირველადი დილერების სრულ სისტემად.

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, 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. აღნიშნული მიმართულებით ბაზრის ამჟამინდელი მოცულობის გათვალისწინებით არარეზიდენტი ინვესტორების წილის სამიზნე დონედ განსაზღვრულია 20-25%. ბაზრის ეფექტიანობისათვის მნიშვნელოვანია არარეზიდენტი ინვესტორებისათვის წვდომის უზრუნველყოფა ბაზარზე, რაზეც ფინანსთა სამინისტრო მუდმივ რეჟიმში მუშაობს რეგულარული როუდ-შოუებისა და ინფორმაციის პერიოდული დაგზავნის გზით. რაც შეეხება კონკრეტულ პერიოდში არარეზიდენტების მიერ ფასიანი ქაღალდების ფლობის წილს, ეს დამოკიდებულია საბაზრო პირობებზე. დღეისათვის ადგილობრივ ბაზარზე ლარის საპროცენტო განაკვეთებსა და საერთაშორისო ბაზრებზე ძირითადი ვალუტების განაკვეთებს შორის სხვაობა ისტორიულ მინიმუმზეა,

რაც ამ ეტაპზე ლარში ინვესტირებას ნაკლებ მიმზიდველს ხდის. შესაბამისად, რეზიდენტი და არარეზიდენტი ინვესტორების მიერ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ფლობის არსებული პროპორცია საბაზრო პირობების შესაბამისია. გრძელვადიანი 20-25 პროცენტისანი სამიზნე ინდიკატორი ის დონეა, რომლის ირგვლივაც ციკლური მერყეობისათვის აუცილებელი და საკმარისი სივრცე რჩება, რომ სპრედების შემცირებისას ამ დონემ დაიკლოს და გაზრდისას მოიმატოს. თუ გრძელვადიანი მაჩვენებელი იქნებოდა ძალიან დაბალი, მაშინ სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების ბაზარს ექნებოდა საპროცენტო განაკვეთების პარიტეტის უზრუნველყოფის ნაკლები შესაძლებლობა, ხოლო არაადეკვატურად მაღალი დონის შემთხვევაში ეს მერყეობა იქნებოდა იმდენად მაღალი, რომ საფრთხეს შეუქმნიდა შიდა ბაზრის სტაბილურობას.

- **საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა.** საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა ხელს შეუწყობს მოსახლეობაში ფინანსური ბაზრების შესახებ ცნობადობის ზრდას და ფინანსური განათლების დონის ამაღლებას. აღნიშნული მიზნის მისაღწევად საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო შეიმუშავებს საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების სტრატეგიას, რომელშიც გაწერილი იქნება ის ძირითადი ქმედებები, რომელიც განხორციელდება საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესაქმნელად და გასავითარებლად.

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

ცხრილი 2.1. სტრატეგიული მიზნები 2027 წლისთვის⁹

რისკის სახეები	ინდიკატორები	2022 წლის მონაცემები	2023 წლის მონაცემები	2027 წლის მიზნობრივი ზღვრები
რეფინანსირების რისკი	1 წელიწადში დასაფარი ძირითადი თანხა (%-ად მთლიანთან), მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	9.1%	9.5%	მაქს. 15.0%
	ATM მთავრობის მთლიანი ვალისთვის	7.4	7.3	მინ. 5.5
	ATM მთავრობის საშინაო ვალისთვის	2.8	2.9	მინ. 3.0
საპროცენტო განაკვეთის რისკი	ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის მქონე მთავრობის საგარეო ვალის წილი მთავრობის მთლიან საგარეო ვალში	52.0%	50.1%	მინ. 50.0%
სავალუტო რისკი	საშინაო ვალის წილი მთავრობის მთლიან ვალში	25.0%	27.3%	მინ. 35.0%
დეფოლტის რისკი	მთავრობის ვალის მშპ-თან ფარდობა	39.3%	39.3%	მაქს. 40.0%

ცხრილი 2.2. საოპერაციო მიზნები 2027 წლისთვის

ინდიკატორები	2022 წლის მონაცემები	2023 წლის მონაცემები	2027 წლის მიზნობრივი ზღვრები
საგარეო პროგრამულ სესხებზე ლიმიტი*	239 მლნ აშშ დოლარი	113 მლნ აშშ დოლარი	250 მლნ აშშ დოლარი
გადასესხებული სესხების საბაზრო ინსტრუმენტებად კონვერტაცია	-	-	900 მლნ ლარი
ეკონომიკური სარგებლიანობის სისტემაზე დაფუძნებული საინვესტიციო სესხები*	100%	100%	100%
უცხოური ინვესტორების მონაწილეობა ადგილობრივ ბაზარზე	4.1%	2.9%	20%-25% ¹⁰
საერთაშორისო ინდექსების მოთხოვნების შესრულების მაჩვენებელი	24.9%	52.9%	100%

*-ინდიკატორი ეფუძნება წლის განმავლობაში განხორციელებულ ოპერაციებს

⁹ 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.

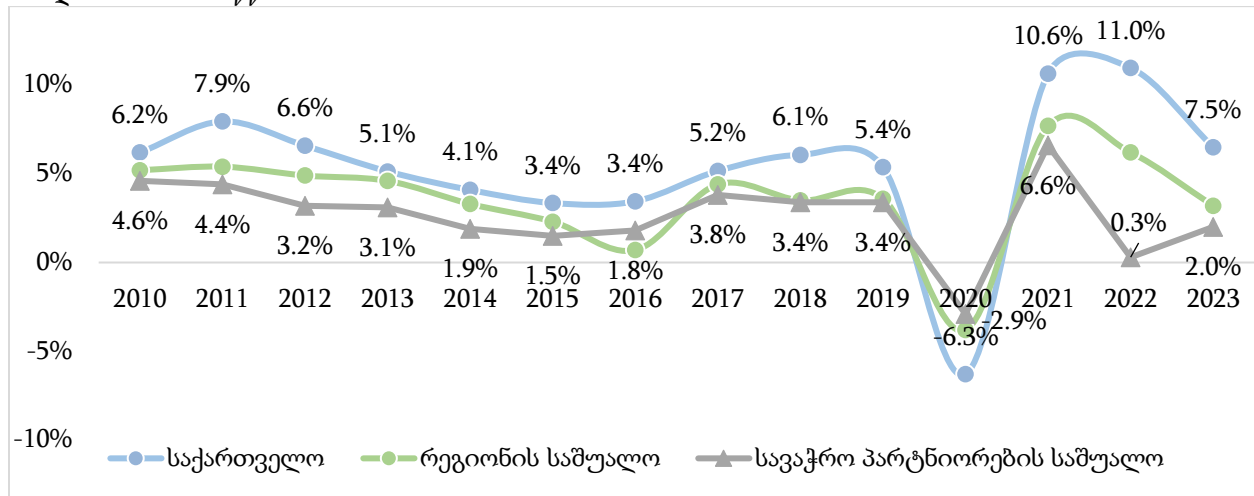
¹⁰ წარმოადგენს გრძელვადიან მიზნობრივ მაჩვენებელს.

3. მაკროეკონომიკური მიმოხილვა

პანდემიის შემდეგ, 2021 წლის დასაწყისიდან ეკონომიკამ სწრაფი აღდგენა დაიწყო. წლიურმა ეკონომიკურმა ზრდამ 2021 და 2022 წელს, შესაბამისად, 10.6% და 11.0% შეადგინა. 2022 წელს აღდგენის ძირითადი კონტრიბუტორი იყო ტურიზმი, რომელმაც ნომინალურ გამოსახულებაში, 2019 წლის მაჩვენებლის დაახლოებით 108% შეადგინა. საგარეო სექტორთან ერთად გაიზარდა მოხმარებაც, რამაც მნიშვნელოვანი როლი ითამაშა 2021 წლის ორნიშნა ეკონომიკური ზრდის მიღწევაში, ხოლო 2022 წელს ზრდის ხელშემწყობი ტურიზმთან ერთად ასევე იყო ინვესტიციების ზრდაც.

ეკონომიკური აღდგენის მაღალი ტემპი გაგრძელდა 2023 წელსაც და მიუხედავად გასული ორი წლის ორნიშნა ეკონომიკური ზრდისა, 2023 წლის წინასწარი შეფასებით ეკონომიკური ზრდა განსაზღვრულია 7.5%-ზე.

დიაგრამა 3.1. საქართველოს, რეგიონის და სავაჭრო პარტნიორების¹¹ რეალური ეკონომიკური ზრდა 2010-2023 წწ.



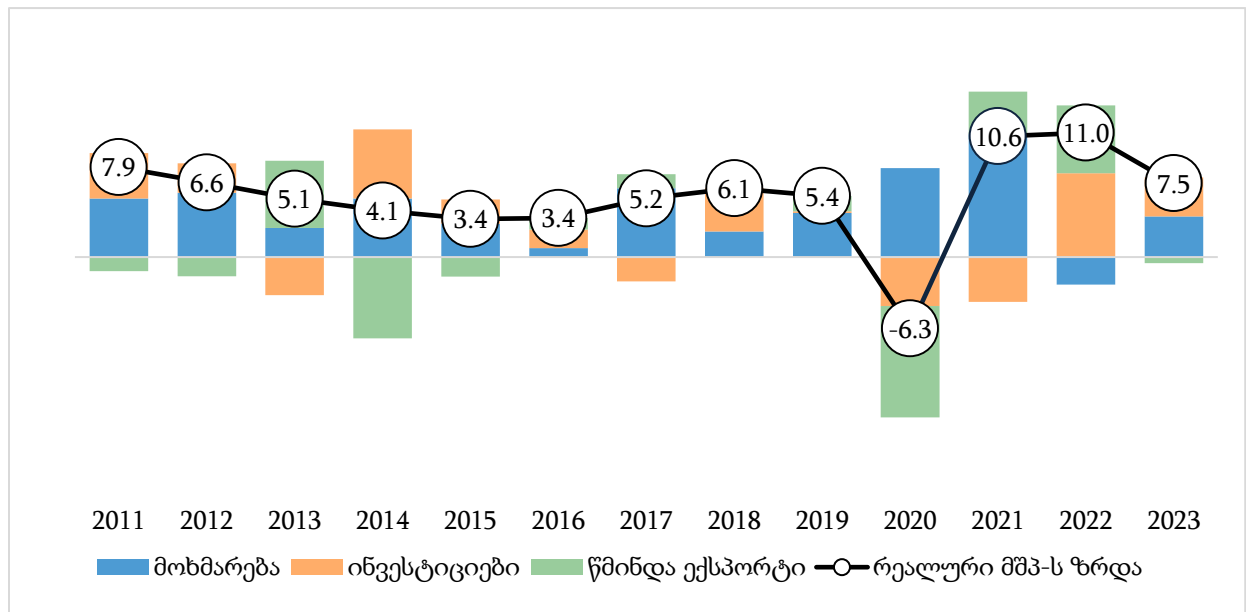
წყარო: სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

მიმდინარე წელს ეკონომიკური აღმავლობის ერთ-ერთი მთავარი კონტრიბუტორი იყო ტურიზმის სექტორი. 2023 წლის მონაცემებით, ტურიზმიდან მიღებულმა შემოსავალმა 2019 წლის ანალოგიურ მაჩვენებელს მნიშვნელოვნად გადააჭარბა (26%-ით). ეკონომიკურ ზრდაში ასევე გამოიკვეთა მოხმარების და ინვესტიციების დადებითი გავლენები. განსაკუთრებით აღსანიშნავია ინვესტიციების მნიშვნელოვანი აღმასვლა.

¹¹ რეგიონის ქვეყნები: აზერბაიჯანი, თურქეთი, რუსეთი, საქართველო, სომხეთი.

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

დიაგრამა 3.2. ეკონომიკური ზრდის დეკომპოზიცია 2011-2023 წწ.

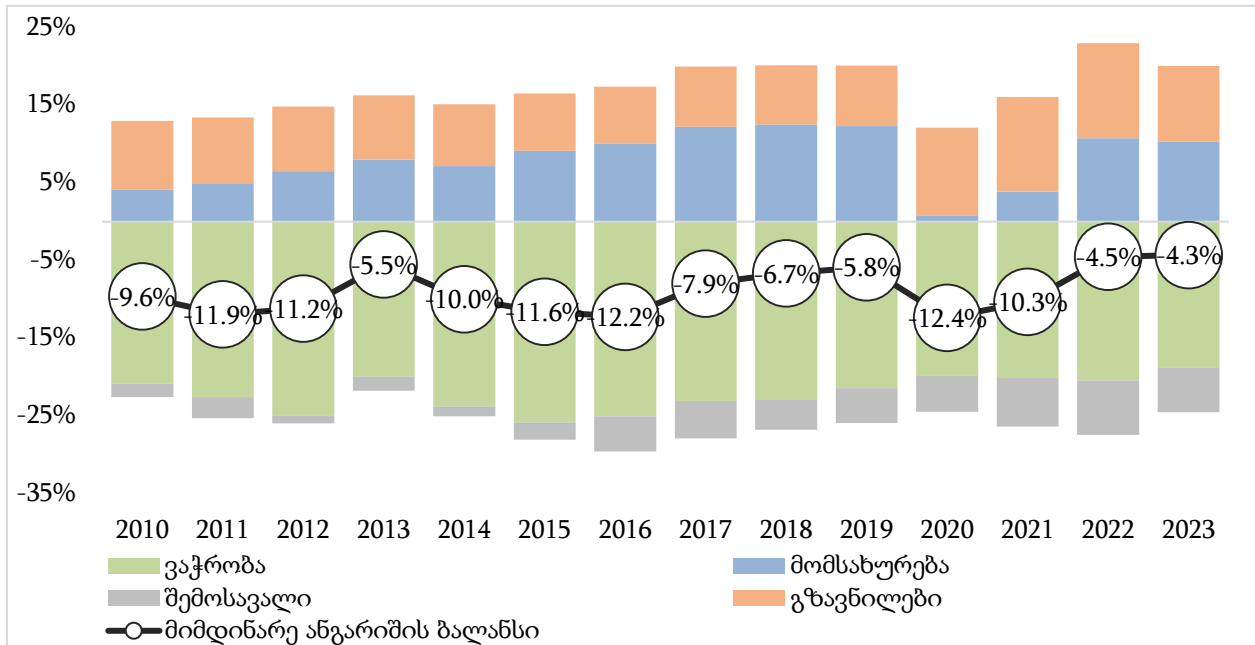


წყარო: სტატისტიკის ეროვნული სამსახური, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს პროგნოზი

პანდემიის პერიოდში გაზრდილმა ბიუჯეტის დეფიციტმა (2020 წელს მშპ-ს 9.2%) 2021 წლიდან ეკონომიკის აღდგენასთან ერთად კლება დაიწყო და ჯერ 6.0%-მდე, ხოლო 2022 წელს 3%-მდე შემცირდა. გაზრდილი ეკონომიკური ზრდის პარალელურად გაუმჯობესებულმა ფისკალურმა პარამეტრებმა და არსებული გამოწვევების საპასუხოდ მიმართული ხარჯების ეფექტიანმა განაწილებამ შესაძლებელი გახადა დეფიციტის მკვეთრი შემცირება. 2023 წლის ბოლოს წინასწარი შეფასებით, მოსალოდნელი დეფიციტი 2.5%-ია.

2022 წელს, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი 2021 წლის 10.3 %-იან მაჩვენებელთან შედარებით გაუმჯობესდა და 4.5% შეადგინა. აღნიშნული გამოწვეულია ტურიზმის აღდგენით, ფულადი გზავნილების მნიშვნელოვანი ზრდით და სავაჭრო ბალანსის მკვეთრი გაუმჯობესებით. ამავე ინდიკატორების არსებითი გაუმჯობესებისა და გზავნილების შემცირების ფონზე 2023 წლის ბოლოს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი 4.3%-ზე დაფიქსირდა.

დიაგრამა 3.3. მიმდინარე ანგარიშის კონტრიბუცია 2010-2023 წწ.



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს პროგნოზი

აღსანიშნავია, რომ პანდემიის პერიოდში გლობალური მიწოდების არხების ჩავარდნამ მნიშვნელოვანი ზეგავლენა იქონია გლობალური, შემდგომ კი ადგილობრივ ინფლაციის ზრდაზე. 2021 წლის დასაწყისიდან ინფლაციამ კვლავ ზრდა განაგრძო და ორნიშნა მაჩვენებელზე შენარჩუნდა, აღნიშნული ტენდენცია გაგრძელდა 2022 წელსაც. აღნიშნული მდგომარეობა კიდევ უფრო გაამძაფრა რუსეთ-უკრაინის ომის გამო გაუარესებულმა გარემომ, თუმცა მეორე ნახევრიდან ინფლაციამ შემცირება დაიწყო, 2023 წლის აპრილში მიზნობრივ დონეს ჩამოსცდა და კვლავ მიზნობრივზე დაბლა ნარჩუნდება. ეროვნული ბანკის პროგნოზის მიხედვით, ინფლაცია, მოკლევადიან პერიოდში, კვლავ მიზნობრივ მაჩვენებელზე დაბლა შენარჩუნდება, ხოლო საშუალოვადიან პერიოდში, მიზნობრივ, 3%-იან ნიშნულს დაუბრუნდება.

რაც შეეხება საქართველოს სუვერენულ რეიტინგებს, პანდემიის დაწყების შემდეგ, ეკონომიკური მაჩვენებლების გაუარესებამ ასახვა ჰპოვა ეკონომიკური პერსპექტივის გაუარესებაში. 2020 წელს Fitch-მა საქართველოს საკრედიტო რეიტინგის პერსპექტივა გააუარესა „BB“ ნეგატიურამდე, თუმცა, 2021 წელს, მოსალოდნელზე მაღალი ეკონომიკური ზრდისა და გაუმჯობესებული მაკროეკონომიკური პარამეტრების გამო შეფასება კვლავ „BB“ სტაბილურ დონეზე დააფიქსირა, ხოლო 2023 წელს „BB“ პოზიტიურამდე გააუმჯობესა. 2024 წლის ივნისში Fitch-მა საქართველოს რეიტინგი BB სტაბილურით შეცვალა. ამასთან, 2021 წელს, Standard & Poor's-მა ქვეყნის სუვერენული რეიტინგი „BB“ ნეგატიურამდე შეამცირა. აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ ისინი 2024 წლამდე არ ელოდნენ ტურიზმის პანდემიამდელ დონემდე აღდგენას. თუმცა, მაკროეკონომიკური გარემოს სწრაფი გაუმჯობესების შედეგად, 2022 წელს

S&P-მ აღნიშნული შეფასება კვლავ „BB“ სტაბილურ დონემდე გააუმჯობესა, 2023 წელს კი ჯანსაღი მაკროეკონომიკური ვითარების გამო საქართველოს რეიტინგი „BB“ სტაბილურ დონეზე შეუნარჩუნა. 2024 წელს S&P-მ, ეკონომიკური ზრდის და ფისკალური კონსოლიდაციის მხრივ პოზიტიური დინამიკის გათვალისწინებით, რეიტინგი „BB“ სტაბილურზე დატოვა. 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 2022 წელს საქართველოს „Ba2“ სტაბილური პერსპექტივა „Ba2“ ნეგატიურით შეცვალა და 2023 წელსაც ქვეყანას იგივე რეიტინგი შეუნარჩუნა. 2024 წელს Moody's-მა საქართველოს სუვერენული რეიტინგი „Ba2“ ნეგატიურიდან „Ba2“ სტაბილურამდე გააუმჯობესა, გაუმჯობესების ძირითად ფაქტორებს კი წარმოადგენდა მაღალი ეკონომიკური ზრდა, შოკების მიმართ მდგრადობა, ძლიერი ინსტიტუციური ჩარჩო, ფისკალური სტაბილურობა და დაბალი ინფლაცია.

ცხრილი 3.1. სარეიტინგო სააგენტოების მიერ შეფასებული საქართველოს სუვერენული რეიტინგები 2019-2024 წწ.

სარეიტინგო სააგენტო	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Fitch	BB Stable	BB Negative	BB Stable	BB Stable	BB Positive	BB Stable
Standard & Poor's	BB Stable	BB Stable	BB Negative	BB Stable	BB Stable	BB Stable
Moody's	Ba2 Stable	Ba2 Stable	Ba2 Stable	Ba2 Negative	Ba2 Negative	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 2023-2027 წლებისთვის

მაჩვენებლები (მლნ ლარი)	2023	2024	2025	2026	2027
ნაერთი ბიუჯეტის შემოსავლები	22 124	24 398	26 124	27 788	29 868
ნაერთი ბიუჯეტის ხარჯები	17 577	20 071	21 792	23 558	25 520
არაფინანსური აქტივების წმინდა ზრდა	6 436	6 557	6 380	6 320	6 640
ფინანსური აქტივების წმინდა ზრდა	94	-43	130	130	135
მოდIFIცირებული დეფიციტი	-1 982	-2 187	-2 178	-2 220	-2 427
მთლიანი დაფინანსების საჭიროება	-4 580	-5 364	-5 131	-6 390	-6 110
საშინაო ვალის წმინდა ზრდა	1 459	1 380	1 485	1 585	1 685
საგარეო ვალის წმინდა ზრდა	1 101	458	680	620	680
აღება	2 146	1 839	2 100	3 400	2 150
დაფარვა	-1 045	-1 381	-1 420	-2 780	-1 470
მთავრობის ვალი ¹²	31 540	32 752	35 179	37 798	40 368
ნომინალური მშპ	80 246	86 951	94 038	101 702	109 991
მშპ-ის რეალური ზრდა	7.50%	5.20%	5.00%	5.00%	5.00%
მშპ-ის დეფლატორის ცვლილება	3.10%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
პროცენტულად მშპ-თან					
მოდIFIცირებული დეფიციტი	-2.5%	-2.5%	-2.3%	-2.2%	-2.2%
დაფინანსების მთლიანი საჭიროება	-5.7%	-6.2%	-5.5%	-6.3%	-5.6%
მთავრობის ვალი	39.3%	37.7%	37.4%	37.2%	36.7%

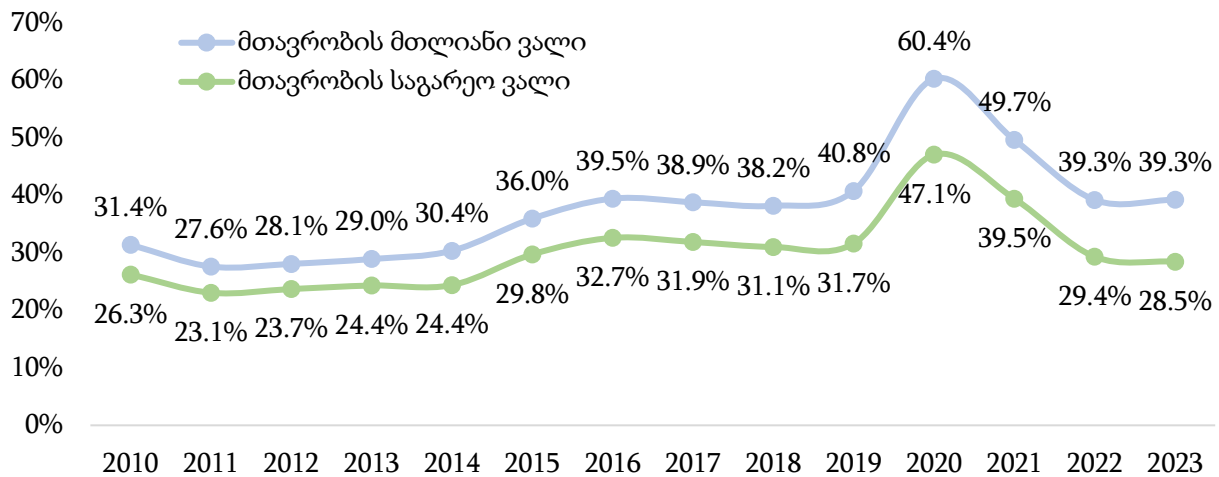
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

¹²PPP ვალდებულებების გათვალისწინებით

4. მთავრობის ვალის პორტფელის აღწერა

საქართველოს მთავრობის ვალის მოცულობამ 2023 წლის ბოლოსთვის 31,540 მილიონი ლარი შეადგინა. მათ შორის, უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მოცულობა შეადგენს 22,876 მილიონ ლარს, ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მოცულობა - 8,606 მილიონ ლარს¹³, ხოლო PPP ვალდებულებების მოცულობა - 57.5 მლნ ლარს. 2022-2023 წლებში ეკონომიკის აღდგენის შედეგად ვალის მშპ-თან ფარდობამ 2023 წელს 39.3%, ხოლო უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის მშპ-თან ფარდობამ 28.5% შეადგინა.

დიაგრამა 4.1. მთავრობის ვალის დინამიკა (%-ად მშპ-თან) 2010-2023 წწ.¹⁴



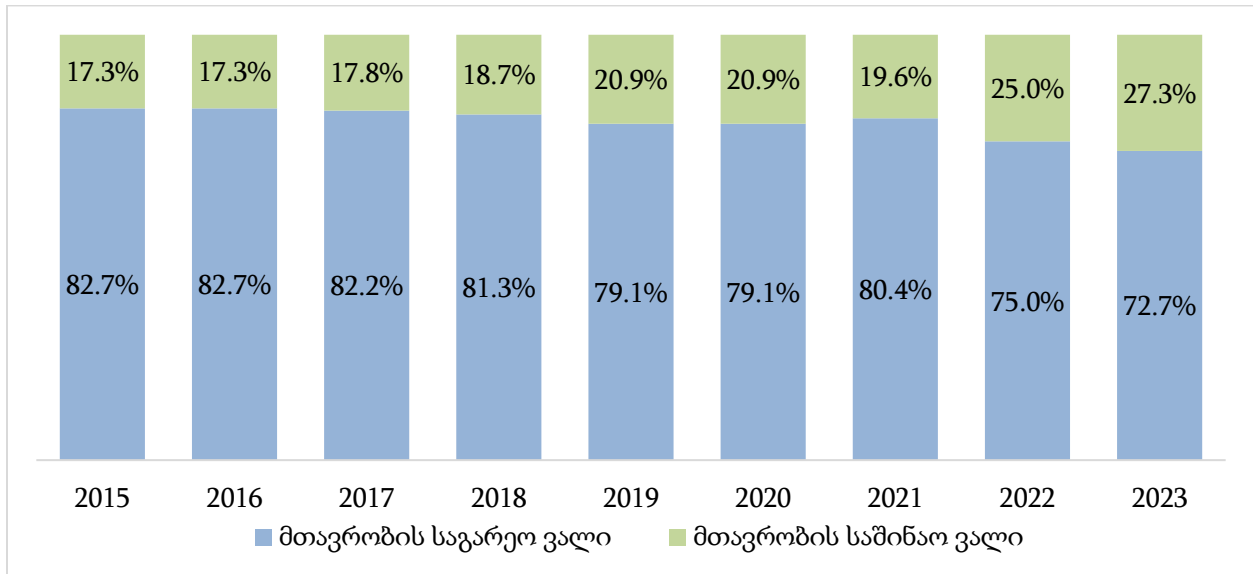
წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2022 წლის ბოლოს მდგომარეობით მთავრობის მთლიანი ვალის პორტფელის 75%-ს შეადგენდა უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალი. 2023 წელს აღნიშნული მაჩვენებელი 72.7%-მდე მცირდება. მიუხედავად კლებადი ტენდენციისა, ზემოხსენებული მაჩვენებელი ჯერ კიდევ მაღალ ნიშნულზეა.

¹³ მოიცავს საბიუჯეტო ორგანიზაციების ვალს, გარდა საბიუჯეტო ორგანიზაციებიდან აღებული ვალისა.

¹⁴ გათვალისწინებულია PPP ვალდებულებები.

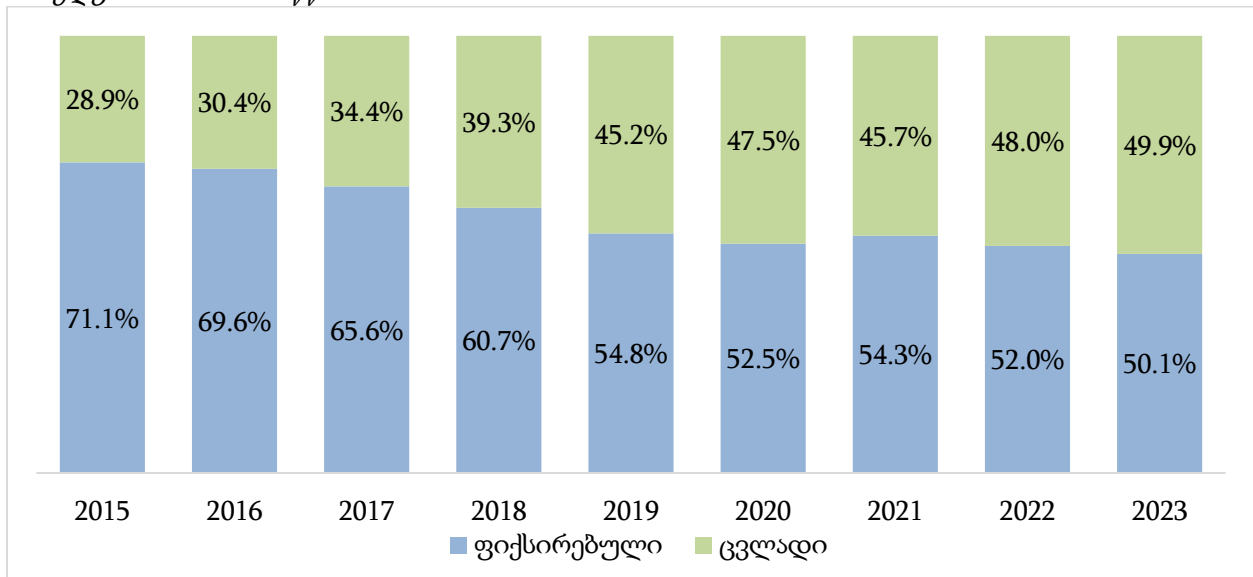
დიაგრამა 4.2. მთავრობის ვალის პორტფელის სტრუქტურა 2015-2023 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2023 წლის ბოლოსთვის, მთავრობის ვალის პორტფელის (PPP ვალდებულებების გამოკლებით) 63.8%-ს ერიცხება ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელისთვის აღნიშნული მაჩვენებელი შეადგენს 50.1%-ს.

დიაგრამა 4.3. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის სტრუქტურა პროცენტის ტიპის მიხედვით 2015-2023 წწ.

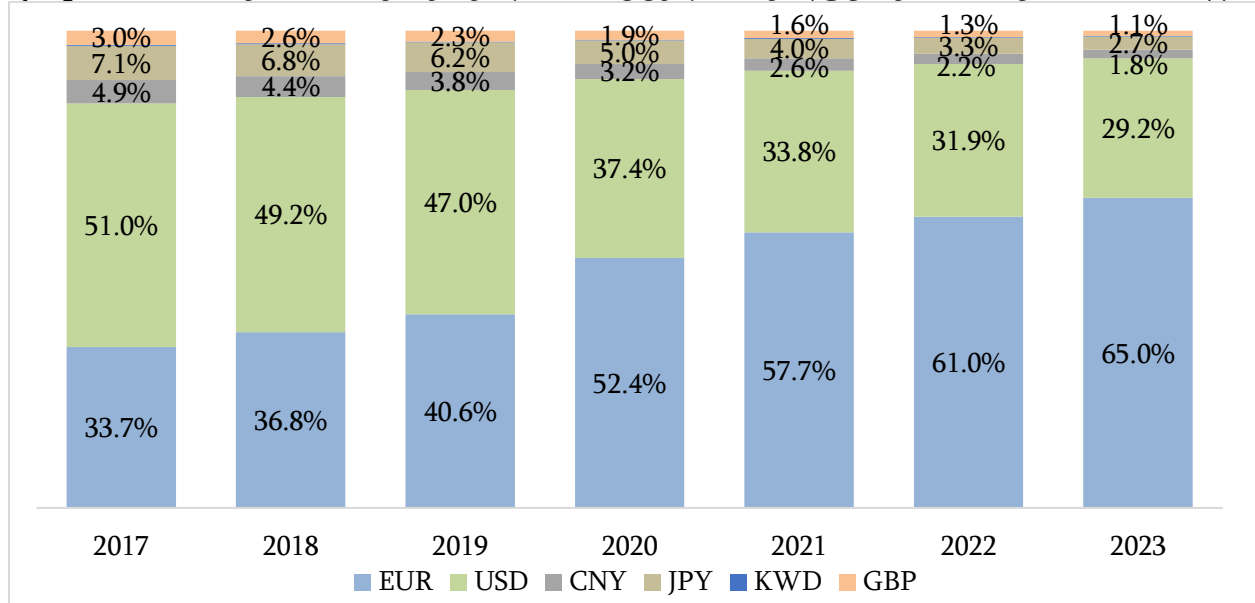


წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2023 წლის ბოლოსთვის, მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის 29.2% დენომინირებულია აშშ დოლარში. აღსანიშნავია, რომ ბოლო პერიოდში აშშ დოლარის წილს მთავრობის მთლიან ვალში კლების ტენდენცია აქვს, რაც განპირობებულია ევროში (65%) დენომინირებული ვალის წილების ზრდით. პორტფელის დარჩენილი

5.8% დენომინირებულია სხვა ვალუტებში - იაპონური იენი (JPY), კუვეიტური დინარი (KWD), ჩინური იუანი (CNY) და დიდი ბრიტანეთის გირვანქა სტერლინგი (GBP).

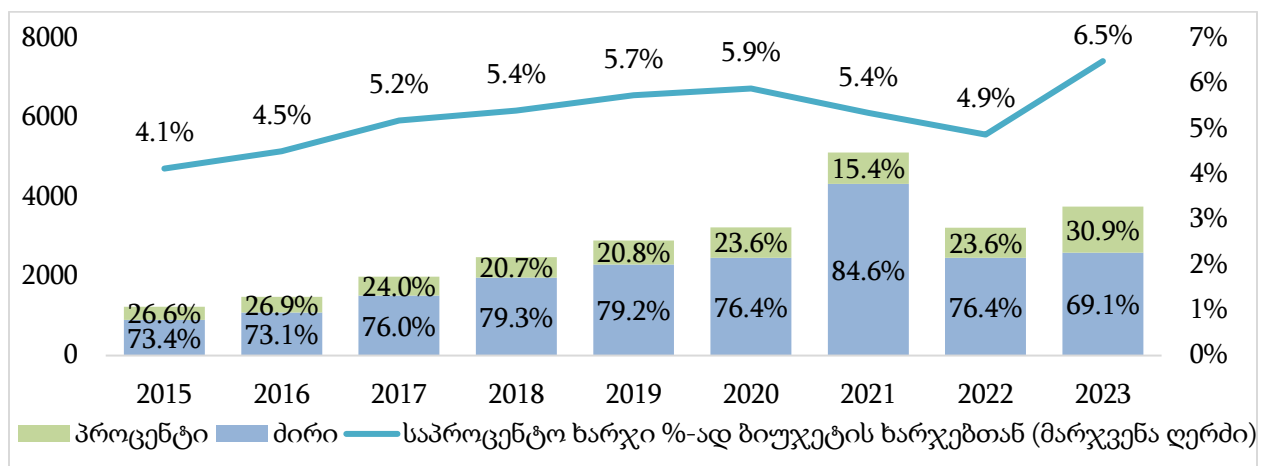
დიაგრამა 4.4. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის სავალუტო კომპოზიცია 2017-2023 წწ.



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. 2023 წლის ბოლოსთვის, მთავრობის ვალის პორტფელის (PPP ვალდებულებების გამოკლებით) საპროცენტო ხარჯმა შეადგინა საბიუჯეტო ხარჯების 6.5%.

დიაგრამა 4.5. მთავრობის მთლიანი ვალის მომსახურება 2015-2023 წწ. (მლნ. ლარი)



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, სტატისტიკის ეროვნული სამსახური

მთავრობის ვალის პორტფელის (PPP ვალდებულებების გამოკლებით) საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთი 2023 წელს 2022 წელთან შედარებით გაიზარდა და 4.95% შეადგინა. აღნიშნული მაჩვენებელი საშინაო ვალის პორტფელისთვის 9.06%-ს, ხოლო საგარეო ვალის პორტფელისთვის 3.40%-ს შეადგენს. მთავრობის ვალის პორტფელის საშუალო შეწონილი საპროცენტო განაკვეთების ზრდა ძირითადად გამოწვეულია ადგილობრივ და საერთაშორისო ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების მკვეთრი ზრდით. 2023 წლის განმავლობაში მთავრობის მიერ ადგილობრივ ვალუტაში მოძიებულ სახსრებზე დაფიქსირებულმა საპროცენტო განაკვეთმა 8.65%, ხოლო საგარეო კრედიტორებისგან მოზიდული სესხების საშუალო შეწონილმა საპროცენტო განაკვეთმა 4.49% შეადგინა.

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

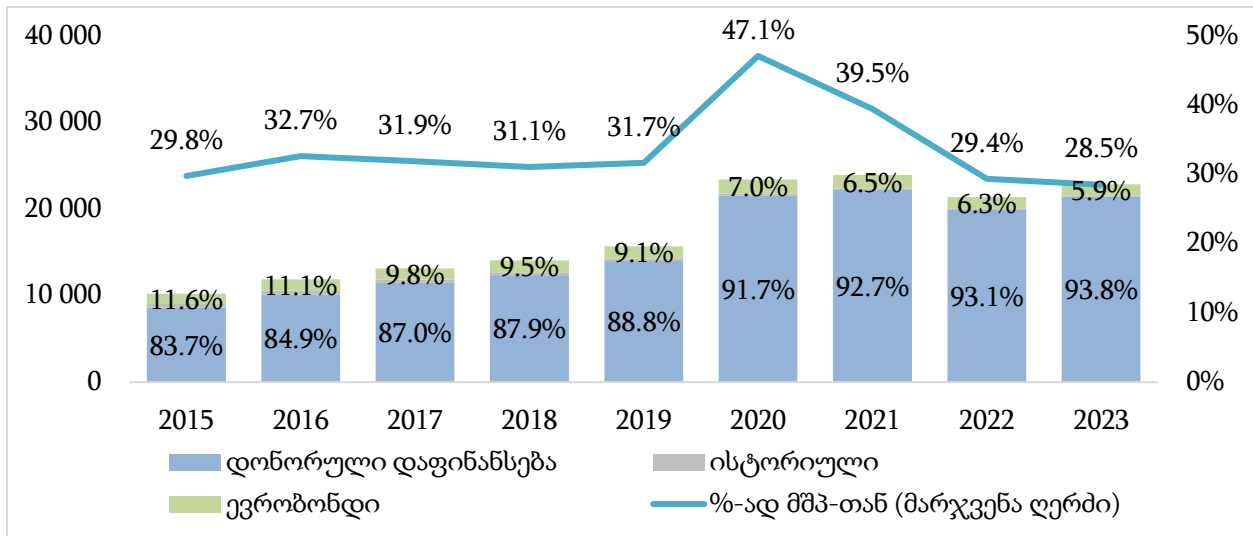
	პორტფელის საშუალო შეწონილი პროცენტი		ბოლო 1 წლის საშუალო შეწონილი პროცენტი	
	2022	2023	2022	2023
საშინაო ვალი	9.20%	9.06%	9.76%	8.65%
სახაზინო ვალდებულებები	10.04%	9.44%	10.15%	9.46%
სახაზინო ობლიგაციები	9.16%	9.04%	9.69%	8.47%
სახელმწიფო ობლიგაციები	9.04%	9.11%	9.54%	9.41%
საგარეო ვალი	2.23%	3.40%	2.05%	4.49%
კრედიტორული დაფინანსება	2.18%	3.44%	2.05%	4.49%
ისტორიული ვალი	3.58%	3.57%	-	-
ევრობონდი	2.75%	2.75%	-	-

წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2023 წლის ბოლოსთვის, მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის 93.8%-ს შეადგენს მრავალმხრივი და ორმხრივი კრედიტორებისგან მოზიდული სესხები. აღნიშნული სესხების დიდ ნაწილს აქვს შეღავათიანი პირობები. საგარეო ვალის პორტფელის 5.9%-ს შეადგენს ევრობონდი, ხოლო დარჩენილ 0.4%-ს შეადგენს „ისტორიული საგარეო ვალი“¹⁵, რომლის სრულად დაფარვა მოხდება 2025 წელს.

¹⁵ სსრკ-ს ყოფილი რესპუბლიკების მიმართ არსებული და სხვა რესტრუქტურირებული სესხები.

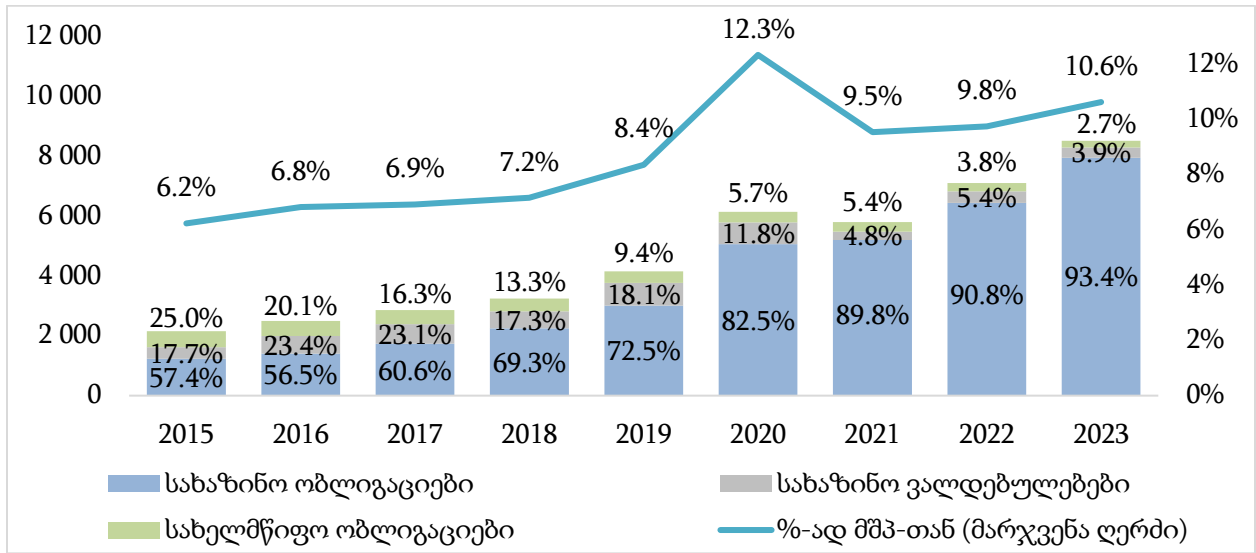
დიაგრამა 4.6. მთავრობის საგარეო ვალის პორტფელის სტრუქტურა 2015-2023 წწ. (მლნ. ლარი)



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

მთავრობის საშინაო ვალი ძირითადად მზარდი ტენდენციით ხასიათდება. 2022 წლის ბოლოსთვის მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელი მშპ-ის 9.8%-ს, ხოლო 2023 წელს მშპ-ის 10.6%-ს შეადგენს. მის მნიშვნელოვან ნაწილს სახაზინო ობლიგაციები წარმოადგენს, რომელიც მოიცავს სახელმწიფოს სახელით გამოშვებულ 2, 5, 10 და 11 წლიან ფასიან ქაღალდებს. 2023 წლის ბოლოსთვის სახაზინო ობლიგაციებს პორტფელის 93.4% უჭირავს. რაც შეეხება სახაზინო ვალდებულებებს, რომელიც მოიცავს 6 და 12 თვიან ფასიან ქაღალდებს, აღნიშნული მაჩვენებელი პორტფელის 3.9%-ს წარმოადგენს. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის დარჩენილი ნაწილი, 2.7% სახელმწიფო ობლიგაციებს (ეროვნული ბანკის მიმართ არსებულ მთავრობის ვალი) უჭირავს.

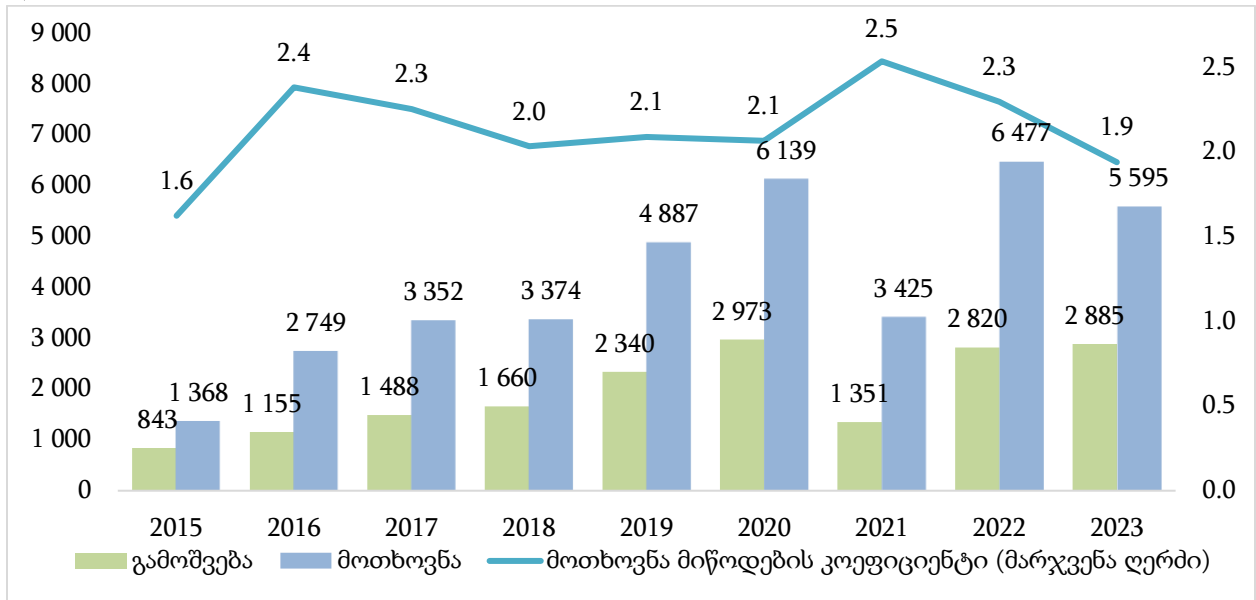
დიაგრამა 4.7. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების პორტფელის სტრუქტურა 2015-2023 წწ.



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო, სტატისტიკის ეროვნული სამსახური

მთავრობის ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ზრდის მიუხედავად წლების განმავლობაში მოთხოვნა მნიშვნელოვნად აღემატებოდა გამოშვების მოცულობას. მთავრობის ფასიანი ქაღალდების მოთხოვნა მიწოდების კოეფიციენტმა 2022 წლისთვის 2.3, ხოლო 2023 წლისთვის 1.9 შეადგინა.

დიაგრამა 4.8. მთავრობის საშინაო ვალის გამოშვება და მოთხოვნა 2015-2023წწ. (მლნ. ლარი)



წყარო: საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

2023-2026 წლის მთავრობის ვალის მართვის სტრატეგიის მიზნების მისაღწევად განხორციელდა შემდეგი ძირითადი ქმედებები:

- **განვითარებაზე ორიენტირებული სესხები:** 2023 წლის განმავლობაში გაფორმდა 7 სასესხო ხელშეკრულება. აღნიშნულთაგან, ორი სესხი წარმოადგენდა ბიუჯეტის მხარდამჭერ, ხოლო დანარჩენი ხუთი საინვესტიციო სესხს. საინვესტიციო სესხებიდან, ოთხი პროექტი შეფასდა სახელმწიფო ინვესტიციების მართვის მეთოდოლოგიით (PIM), ხოლო ერთი პროექტი შეირჩა საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს ხელმძღვანელობის მიერ.
- **პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამის გაფართოება:** პირველადი დილერების საპილოტე პროგრამა, რომელშიც ჩართული იყო 5 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები, 2022 წლის ნოემბერში გაფართოვდა და დაემატა 2 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები. ასევე, 2023 წლის 1 იანვრიდან პროგრამას დაემატა 2018 წლის იანვარში გამოშვებული 10 წლიანი სახაზინო ობლიგაციები.
- **ინვესტორებთან ურთიერთობის სტრატეგიის შემუშავება:** საქართველოს ფინანსთა სამინისტრომ შეიმუშავა და გამოაქვეყნა ინვესტორებთან ურთიერთობის სტრატეგია, რომელიც მიზნად ისახავს ინვესტორებთან რეგულარული კომუნიკაციის ჩარჩოს შექმნას. დოკუმენტი მოიცავს ინვესტორებთან ურთიერთობის მთავარ პრინციპებს და ინვესტორებთან ურთიერთობის გაუმჯობესების მიზნით განსახორციელებელ ღონისძიებებს.
- **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 და 2023 წლის ბოლოს მისმა მოცულობამ 2 მილიარდ ლარს გადააჭარბა.
- **საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნა:** საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შექმნისთვის მიმდინარეობს საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკის შესწავლა. 2023 წელს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროსა და უნგრეთის ვალის მართვის ოფისის შორის შედგა სამუშაო შეხვედრა და ადგილი ქონდა უნგრული პრაქტიკის გაზიარებას. 2024 წლისთვის დაგეგმილია სამუშაო ვიზიტი წარმატებული პრაქტიკის მქონე ქვეყნებში და შემდეგ საცალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების სტრატეგიის შემუშავება.