



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

საქართველოს კაპიტალის ბაზრის მიმოხილვა

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზედამხედველობის
დეპარტამენტი

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისა და კვლევის
განყოფილება

კვ2, 2025

შინაარსი

1. საქართველოს კაპიტალის ბაზარი

1. ადგილობრივი სახაზინო ობლიგაციების ბაზარი
2. ადგილობრივი არასამთავრობო ობლიგაციების ბაზარი
3. ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი
4. კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის მიმდინარე ტენდენციები

2. მსგავსი ქვეყნების ფასიანი ქაღალდების ბაზრების შედარება

1. ობლიგაციების ბაზარი
2. აქციების ბაზარი

3. ინვესტორთა ბაზა და აქტივობა მეორად ბაზარზე

4. ლარის საპროცენტო განაკვეთების გარემო

5. ფინანსური სექტორი

1. ფინანსური სექტორის მიმოხილვა
2. საინვესტიციო ფონდები
3. საქართველოს საპენსიო ფონდი

6. საქართველოს არაფინანსური სექტორის დაფინანსების წყაროები

განმარტებები

BIS -----	ანგარიშსწორების საერთაშორისო ბანკი;
EBRD -----	ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი;
სსი -----	საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტები
სებ -----	საქართველოს ეროვნული ბანკი
სსზ -----	საქართველოს საფონდო ბირჟა
სფს -----	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

საქართველოს კაპიტალის ბაზარი

ადგილობრივი სახაზინო ობლიგაციების ბაზარი¹

აქტიური სახაზინო ობლიგაციების ბაზარი კრიტიკულად მნიშვნელოვანია კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისთვის:

სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობის მრუდი მნიშვნელოვანი ბენჩმარკია კორპორაციული ობლიგაციების ფასწარმოქმნისთვის.

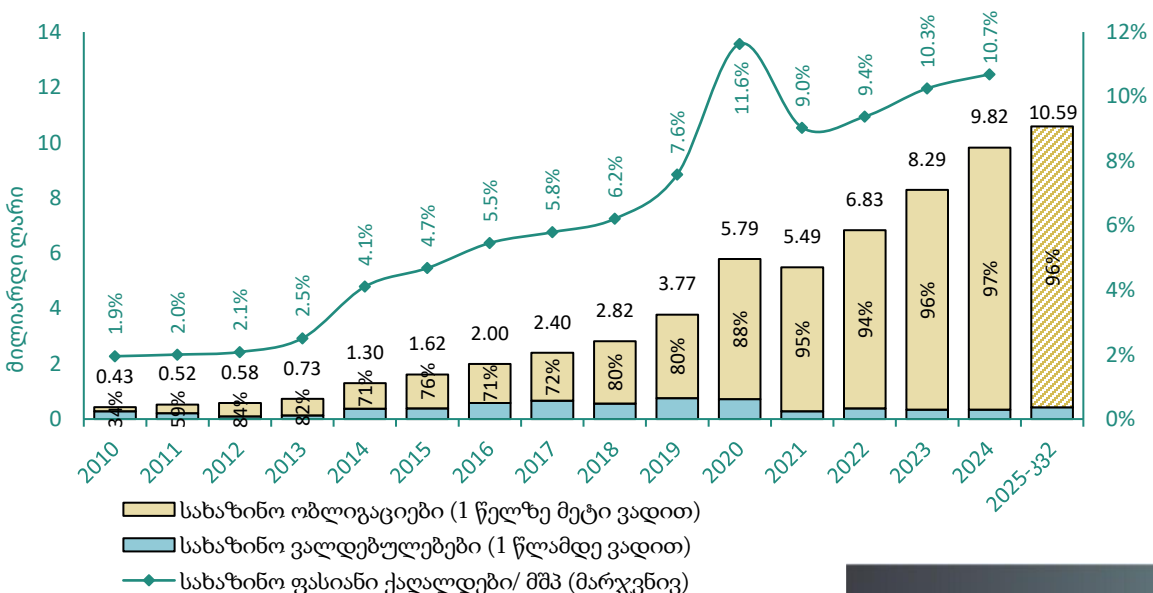
ჩვეულებრივ, სახაზინო ობლიგაცია, როგორც ყველაზე ნაკლებად რისკიანი ფასიანი ქაღალდი ქვეყანაში, საბანკო დეპოზიტის პირველი ფინანსური ალტერნატივაა ინვესტორებისთვის.

როგორც წესი, პირველ რიგში ინვესტიციის ალტერნატივად თავს იმკვიდრებს სახაზინო ობლიგაცია, რასაც მოჰყვება ინვესტორების დანაშოგების განთავსება შედარებით უფრო რისკიან აქტივებში, მაგალითად, როგორიცაა კორპორაციული ობლიგაციები.

საქართველოში, სახაზინო ობლიგაციები ბაზარზე აქტიური ემისიები 2009 წლიდან დაიწყო და მას შემდეგ, ჯამური მოცულობა საკმაოდ სწრაფი ტემპით იზრდება:

თუმცა, მშპ-სთან შედარებით, ბაზრის ზომა კვლავ საკმაოდ დაბალია - 10.7% 2024 წლის ბოლოს (იხ. გრაფიკი 1).

გრაფიკი 1: ადგილობრივი სახაზინო ობლიგაციების ბაზარი, ნაშთი



წყარო: სეს, სფს

¹ მოცემული თავის ქვეშ, წარმოდგენილია მხოლოდ ადგილობრივ ბაზარზე ლარში გამოშვებული სახაზინო სავალდებულებები. შესაბამისად, იგი არ მოიცავს საზღვარგარეთ სფს-ის მიერ გამოშვებულ 500 მილიონი დოლარის ღირებულების ევროობლიგაციას.

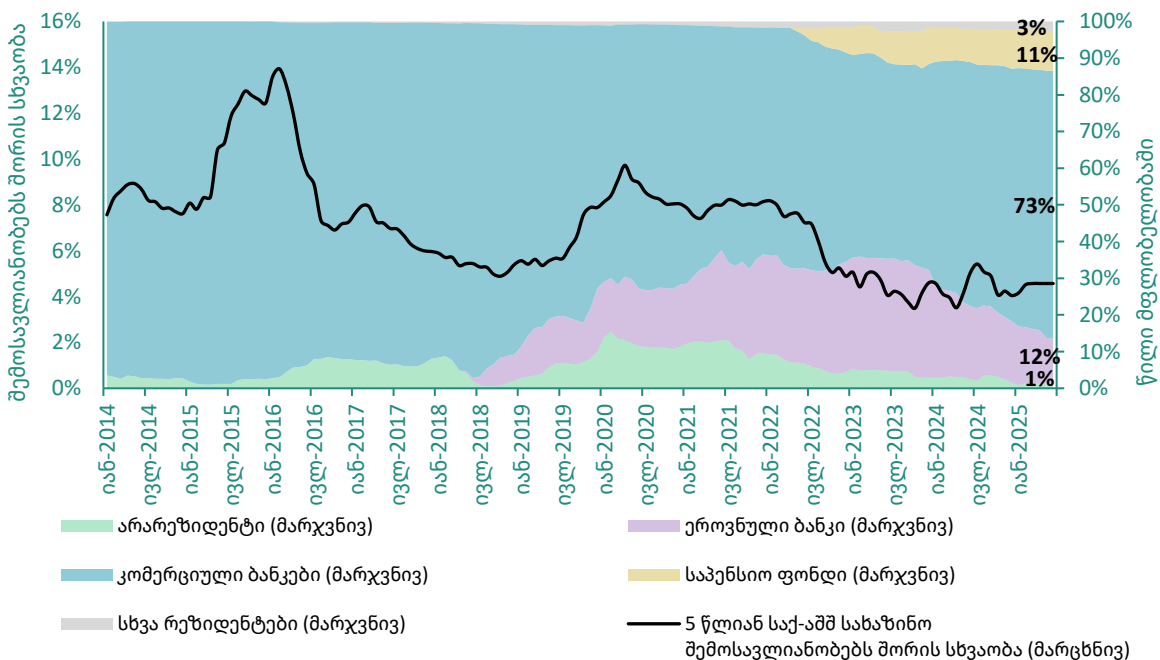
სახაზინო ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა ხასიათდება ინსტიტუციური ინვესტორების მაღალი წილითა და ბოლო პერიოდში, არარეზიდენტი ინვესტორების წილის კლებადი ტენდენციით:

ობლიგაციების უმეტეს ნაწილს ფლობენ კომერციული ბანკები, ეროვნული ბანკი² და საპენსიო ფონდი, რომლებიც, როგორც წესი, ამჯობინებენ ობლიგაციების ფლობას ვადის გასვლამდე (იხ. გრაფიკი 2). აღნიშნულიდან გამომდინარე, სავაჭრო აქტივობა მეორად ბაზარზე არის დაბალი.

აღნიშნული ფაქტორები გარკვეულწილად აფერხებენ სახაზინო ობლიგაციების მიერ ბენჩმარკის როლის ეფექტურად შესრულებას კორპორაციული ობლიგაციების საბაზრო ფასის დადგენისთვის.

შეიმჩნევა არარეზიდენტი მფლობელების წილის შემცირება, რაც შესაძლოა აიხსნას თანაბარი ვადიანობის ადგილობრივი და ამერიკული სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობებს შორის სხვაობის შემცირებით.

გრაფიკი 2: სახაზინო ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა



წყარო: სეზ, სფს

² ეროვნული ბანკი, 2018 წლიდან 2023 წლამდე, ღია ბაზრის ოპერაციების ფარგლებში ახორციელებდა სახაზინო ობლიგაციების შესყიდვას მეორად ბაზარზე; აღნიშნული ოპერაციები ამ ეტაპზე შეჩერებულია.

ადგილობრივი არასამთავრობო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

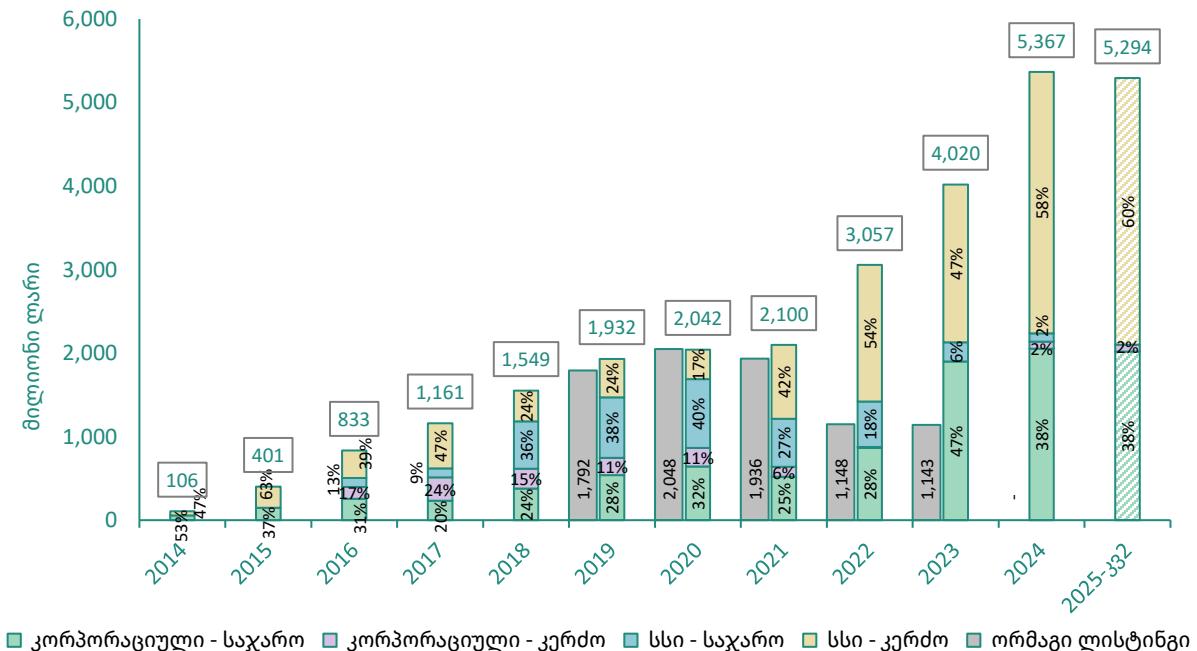
ადგილობრივი არასამთავრობო ობლიგაციების ბაზარი, 2014-2024 წლებში მნიშვნელოვნად გაიზარდა: 106 მილიონი ლარიდან, 5.3 მილიარდ ლარამდე:

საჯარო კორპორაციული და სსი-ების ობლიგაციები ჯამურად მთლიანი არასამთავრობო ობლიგაციების 98%-ს შეადგენს (38% და 60%, შესაბამისად).

დალისტული კორპორაციული ობლიგაციების უპირატესობები (საგადასახადო შეღავათები, გამჭვირვალობა, ლიკვიდურობა და სხვა) კერძო ემისიებს³ ნაკლებად მიმზიდველს ხდის.

მხოლოდ სამი ემისია (რომელიც თავდაპირველად უცხოურ ბაზრებზე იყო გამოშვებული) იყო ორმაგად დალისტული საქართველოს ბაზარზე. აღნიშნული ემისიები განხორციელდა 2019 წელს, ჯამური მოცულობით დაახლოებით 1.8 მილიარდი ლარი.

გრაფიკი 3: არასამთავრობო ობლიგაციები, ნაშთი



წყარო: სებ

³ მონაცემები მოიცავს მხოლოდ იმ კერძო კორპორაციულ ობლიგაციებს, რომელთაც სებ-ისგან მინიჭებული აქვს ISIN

ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი

ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი 2022 წლის მეორე ნახევრიდან გადავიდა აქტიური ზრდის ფაზაში:

2022-2023 წლებში ევროკავშირის დაფინანსებით, ეროვნული ბანკის თანაინიციატივითა და EBRD-ის ორგანიზებით განხორციელდა კაპიტალის ბაზრის მხარდაჭერის პროგრამა (CMS)⁴, რომლის დახმარებითაც ბაზარზე 7-მა ემიტენტმა 450 მილიონი ლარის ღირებულების ობლიგაციები განათავსა.

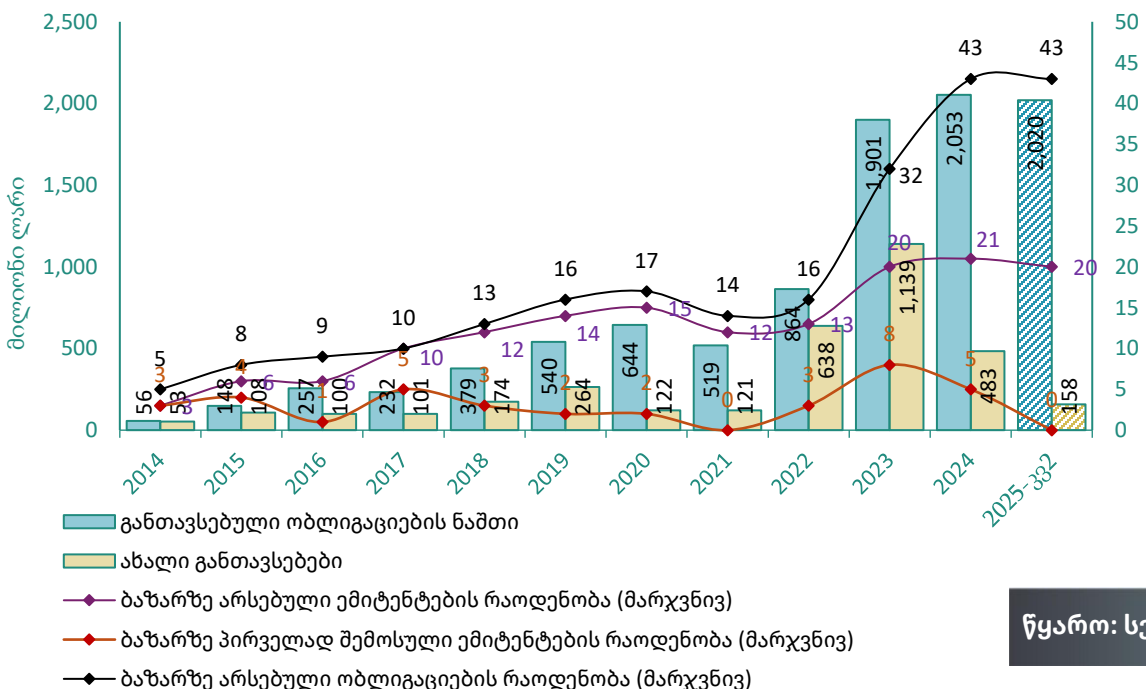
აღნიშნული 2 წლიანი პერიოდის განმავლობაში ჯამურად განხორციელდა 1.8 მილიარდი ლარის ღირებულების ობლიგაციების ემისია (იხ. გრაფიკი 4).

შედეგად, 2023 წლის ბოლოს, ბაზრის ზომამ 1.9 მილიარდი ლარს მიაღწია, რაც მშპ-ს 2.3%-ს წარმოადგენდა (იხ. გრაფიკი 5).

2023 წელს დაფიქსირებული განსაკუთრებულად მაღალი ზრდის შემდეგ, 2024 წელს აქტივობა შედარებით შემცირდა:

2024 წელს, 11-მა ემიტენტმა გამოუშვა 21 ახალი ობლიგაცია, ჯამური ღირებულებით 483 მილიონი ლარი, რომელთაგან აწარმოე საქართველოს კაპიტალის ბაზრის მხარდაჭერის სახელმწიფო პროგრამის დახმარებით გამოშვებული ობლიგაციების ღირებულებამ შეადგინა 236 მილიონი ლარი (8 ობლიგაცია).

გრაფიკი 4: ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი



წყარო: სეპ

⁴ CMS პროგრამის ფარგლებში დაფინანსდა ობლიგაციის გამოშვებასთან დაკავშირებული ხარჯები (მათ შორის საკრედიტო რეიტინგის ხარჯები), ჩატარდა საგანმანათლებლო სესიები (სულ 8), რომლებიც მიზნად ისახავდა ემიტენტების ცნობიერების ამაღლებას, და დაფინანსდა მწვანე, სოციალური, მდგრადი და მდგრადობასთან დაკავშირებული (GSSS) ობლიგაციების სერტიფიცირების ხარჯები..

2025 წლის პირველ ნახევარში ახალი ემისიების ჯამურმა ღირებულებამ წინა წლის იმავე პერიოდის მაჩვენებელს გადააჭარბა. თუმცა, ძველი ობლიგაციების ვადის გასვლის და ლარის გამყარების ეფექტის გამო, ბაზრის ჯამური ნაშთი წინა წელთან შედარებით შემცირებულია:

2025 წლის პირველ ნახევარში, ოთხი ემიტენტის მიერ საჯარო შეთავაზების გზით გამოშვებული ხუთი ობლიგაციის ჯამურმა ღირებულებამ შეადგინა 158 მილიონი ლარი, რაც დაახლოებით 2.5-ჯერ აღემატება წინა წლის ანალოგიური პერიოდის მაჩვენებელს, 62 მილიონ ლარს (იხ. გრაფიკი 4).

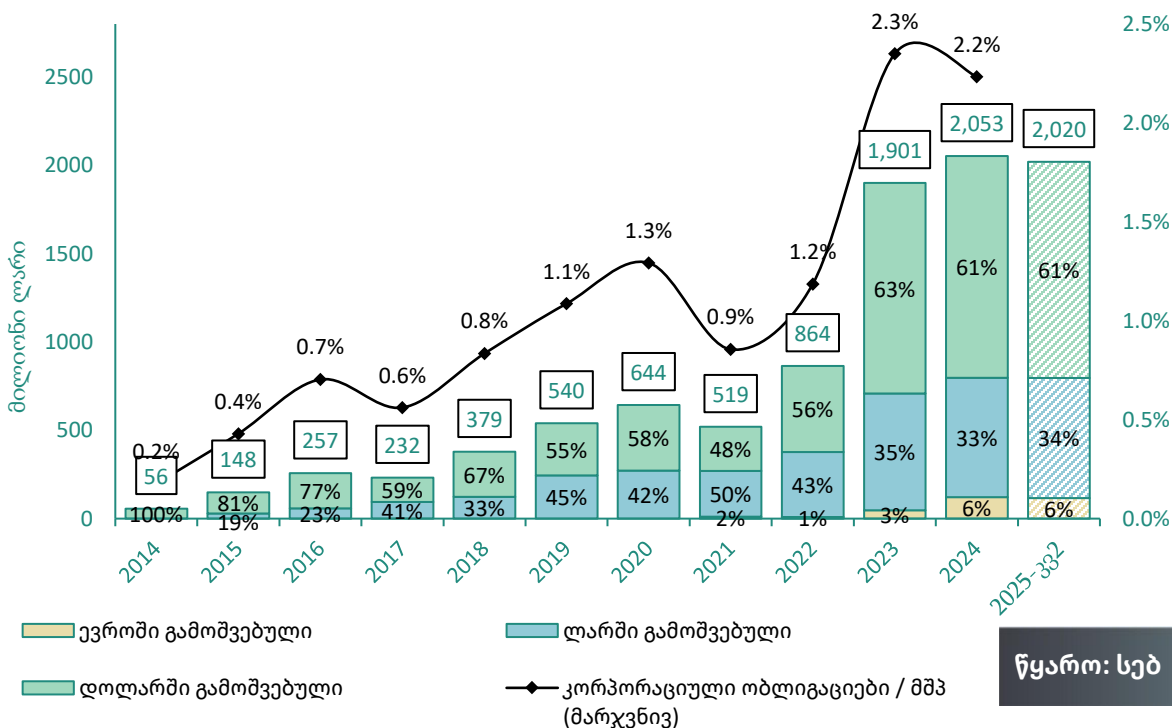
ახალი ემისიების 67% (ღირებულებით), რაც შეადგენდა დაახლოებით 106 მილიონ ლარს, განხორციელდა აწარმოე საქართველოს პროგრამის მხარდაჭერით.

იმავე პერიოდში ვადა გაუვიდა 75 მილიონი ლარის ღირებულების 5 ობლიგაციას.

კორპორაციული ობლიგაციების 60%-ზე მეტი დენომინირებულია უცხოურ ვალუტაში, შესაბამისად, 2025 წლის პირველ ორ კვარტალში ლარის 3%-იანმა გამყარებამ გამოიწვია ლარში გამოსახული ობლიგაციების ნაშთის შემცირება.

ამ ფაქტორების გათვალისწინებით, კორპორაციული ობლიგაციების ჯამური ნაშთი 2024 წელთან შედარებით 1.5%-ით შემცირდა.

გრაფიკი 5: ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციები ვალუტების მიხედვით, ნაშთი



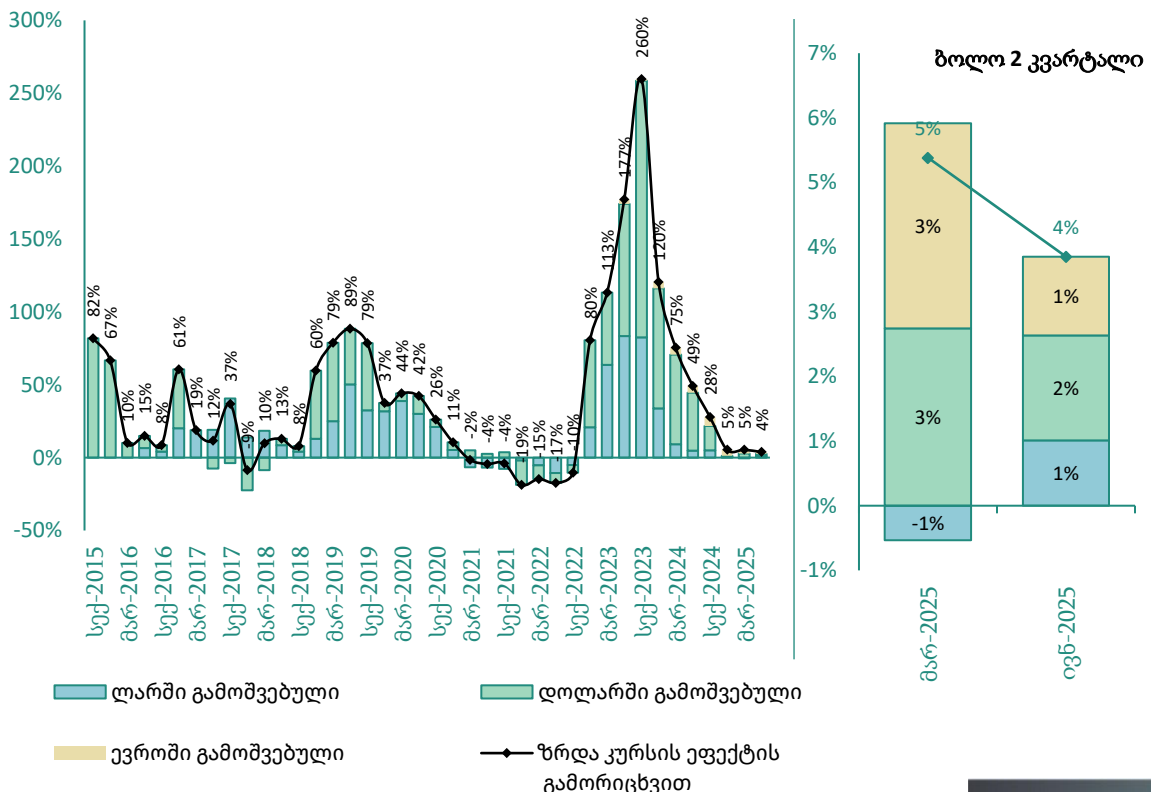
2025 წლის მეორე ნახევარში მოსალოდნელია ახალი ემისიების საგრძნობი ზრდა და ბაზრის სავალუტო დეკომპოზიციის დაბალანსება:

2025 წლის მეორე ნახევარში მოსალოდნელია 1 მილიარდ ლარზე მეტი ღირებულების საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვება. შედეგად, 2025 წლის ემისიები პოტენციურად გადააჭარბებს 2023 წლის შედეგს.

2023 წლიდან მოყოლებული, ბაზრის ზრდის ძირითად ნაწილს განაპირობებდა უცხოურ ვალუტაში განთავსებული ობლიგაციები (იხ. გრაფიკი 6).

მიმდინარე პროგნოზით, მიმდინარე წლის მეორე ნახევარში მოსალოდნელია რამოდენიმე მსხვილი ობლიგაციის ლარში ემისია, რაც 2025 წლის ბოლოსთვის დააბალანსებს კორპორაციული ობლიგაციების სავალუტო კომპოზიციას.

გრაფიკი 6: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის წლიური ზრდის დეკომპოზიციის ვალუტების მიხედვით, ვალუტის ეფექტის გამორიცხვით



კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის მიმდინარე ტენდენციები

ვადიანობის პროფილი: ბოლო წლებში მოიმატა მოკლევადიანი ემისიების წილმა (იხ. გრაფიკი 7). მიუხედავად იმისა, რომ ამ ტენდენციის კონკრეტული მიზეზების დასადგენად დამატებითი კვლევაა საჭირო, ზოგადად შეიძლება ითქვას, რომ ბაზარზე მოკლევადიანი ემისიები მაღალი წილი დადებით კავშირშია ბაზრის არალიკვიდობასთან. ეს თანხვედრაშია იმ მოსაზრებასთან, რომ, როგორც წესი, არალიკვიდურ ბაზრებზე (გვ.19) ლიკვიდურობის პრემია ვადიანობის ზრდასთან ერთად მკვეთრად იზრდება.

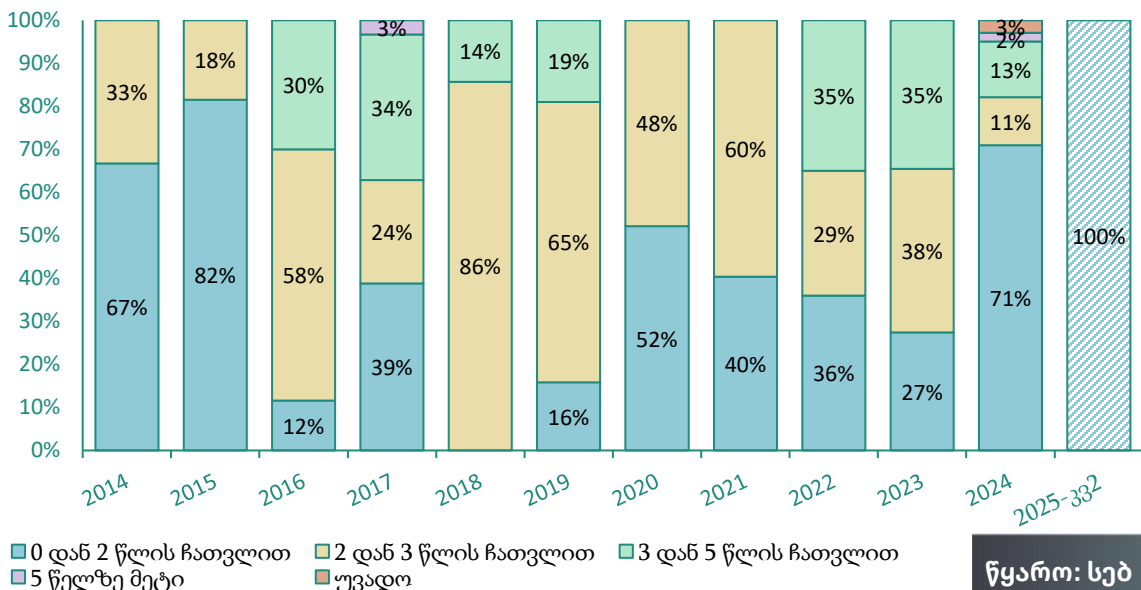
საკრედიტო რეიტინგი: ადგილობრივი კორპორაციული ემისიების ახალი განთავსებების 50-60% (მოცულობით) უმეტესად მოდის რეიტინგიან ემიტენტებზე. (იხ. გრაფიკი 8)

- რეიტინგი დაკავშირებულია დამატებით ხარჯებთან, შესაბამისად მათი მოპოვება როგორც წესი ინვესტორთა მოთხოვნითაა განპირობებული.
- ძირითადად, საკრედიტო რეიტინგები მინიჭებული აქვთ იმ ემიტენტებს, რომელთა ობლიგაციებიც განთავსებულია ლარში, რადგან, როგორც წესი, ამას ინვესტორები, კომერციული ბანკები და საქართველოს საპენსიო ფონდი, მოითხოვენ (მაგ. მარეგულირებელ მოთხოვნებთან შესაბამისობისთვის).

GSSS⁵ სტატუსი: ობლიგაციების (ნაშთი) 48%-ს გააჩნია GSSS-სტატუსი (იხ. გრაფიკი 9).

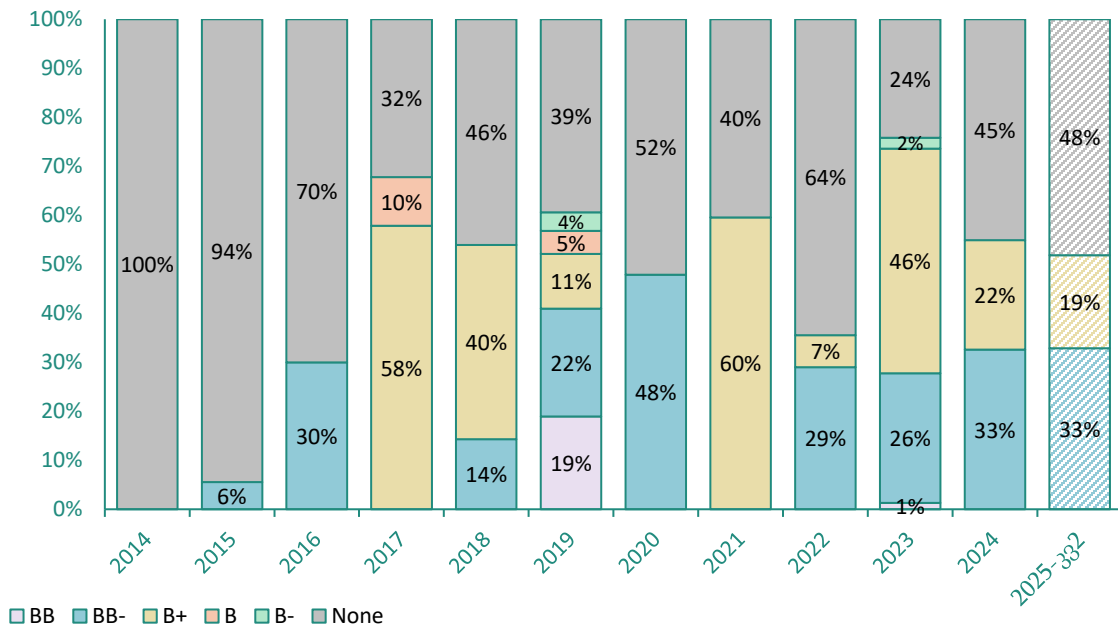
- პირველი GSSS სტატუსის მქონე (მწვანე) ობლიგაცია განთავსდა 2022 წელს.
- 2023 წელს დაფიქსირდა ისტორიულად მაღალი აქტივობა GSSS-სტატუსის მქონე ემისიების მხრივ: ემისიების 44%-ს (მოცულობით) ჰქონდა GSSS სტატუსი.
- 2025 წლის მეორე ნახევარში მოსალოდნელია რამოდენიმე მსხვილი GSSS სტატუსის მქონე ობლიგაციის ემისია.

გრაფიკი 7: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ახალი განთავსებები ვადიანობის მიხედვით



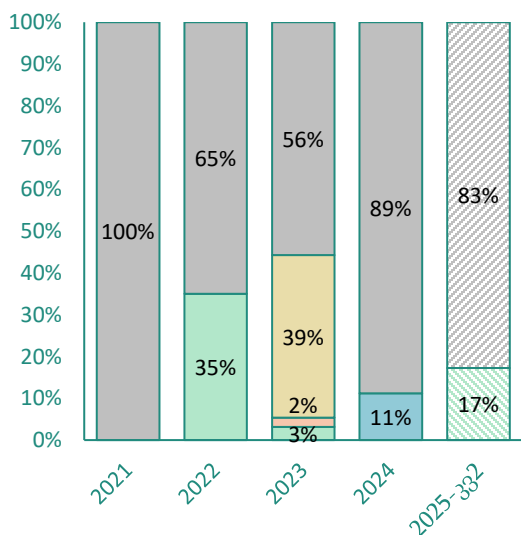
⁵ GSSS – Green, Social, Sustainable and Sustainability Linked

გრაფიკი 8: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ახალი განთავსებები ემიტენტის საკრედიტო რეიტინგების მიხედვით

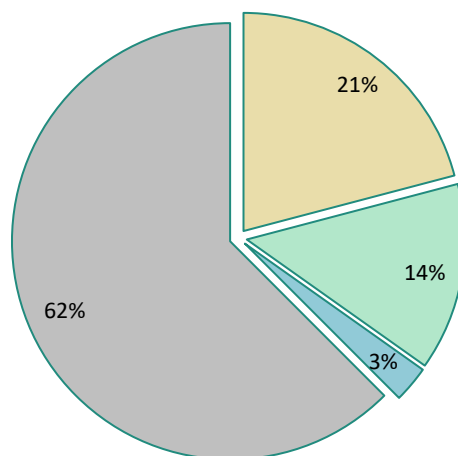


გრაფიკი 9: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების განაწილება GSSS სტატუსის მიხედვით

ახალი ემისიები



ნაშთი - 2025-კვ2



- არა-GSSS
- მდგრადობასთან დაკავშირებული
- მდგრადი
- სოციალური
- მწვანე

წყარო: სეზ

სექტორული განაწილება: ობლიგაციების ბაზრის სექტორული დივერსიფიკაცია მუდმივად უმჯობესდება (იხ. გრაფიკი 10).

- 2018 წელს გამოშვებული ობლიგაციები ოთხი ეკონომიკური სექტორიდან იყო წარმოდგენილი, რაც გაიზარდა ექვს სექტორამდე 2022 წელს, ხოლო 2023 წელს ისტორიულად მაღალ მაჩვენებლს მიაღწია და გაიზარდა 8 სექტორამდე.
- 2025 წლის ბოლოს, ნაშთის სახით, ობლიგაციები წარმოდგენილი იყო 10 სექტორიდან; თუმცა, მთლიანი ნაშთის 50%-ზე მეტს იკავებდა 3 სექტორი: საინვესტიციო ჰოლდინგები, ავტომობილები და ენერგია.
- მოსალოდნელია სექტორული დივერსიფიკაციის გაუმჯობესება: წლის მეორე ნახევარში იგეგმება რამდენიმე მსხვილი ემისია სხვა სექტორებიდან.

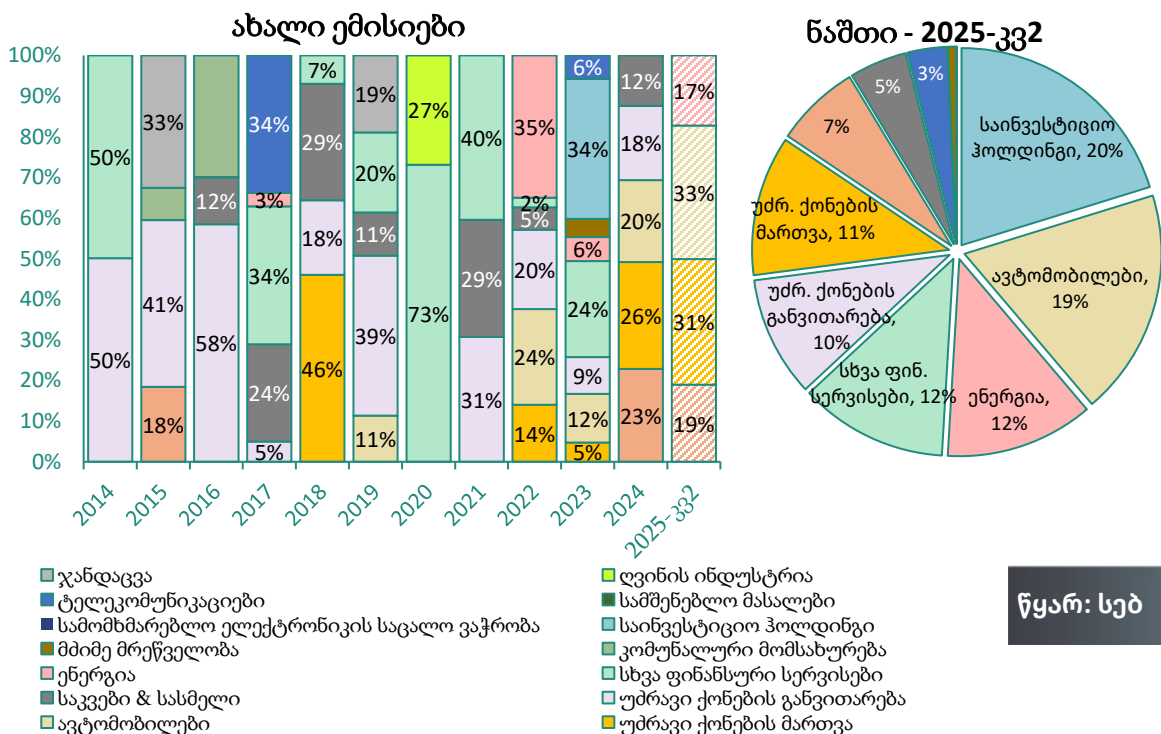
მოზიდული სახსრების მიზნობრიობა⁶: ობლიგაციების ბაზრის განვითარების საწყის ეტაპზე (2014-2016 წწ), ემისიიდან მიღებული ფულადი სახრების გამოყენების ძირითად მიზნობრიობას წარმოადგენდა ბიზნესის გაფართოება/კაპიტალური დანახარჯები; ბოლო წლებში მიზნობრიობა ძირითადად გადაიხარა არსებული სესხების გადაფარვისა და ობლიგაციების რეფინანსირებისკენ (იხ. გრაფიკი 11).

- აღნიშნული ტენდენცია დიდწილად თანხვედრაშია ბაზრის მომწიფებასთან - ემიტენტების მიერ საბანკო დაფინანსების ობლიგაციებით ჩანაცვლების პროცესთან.

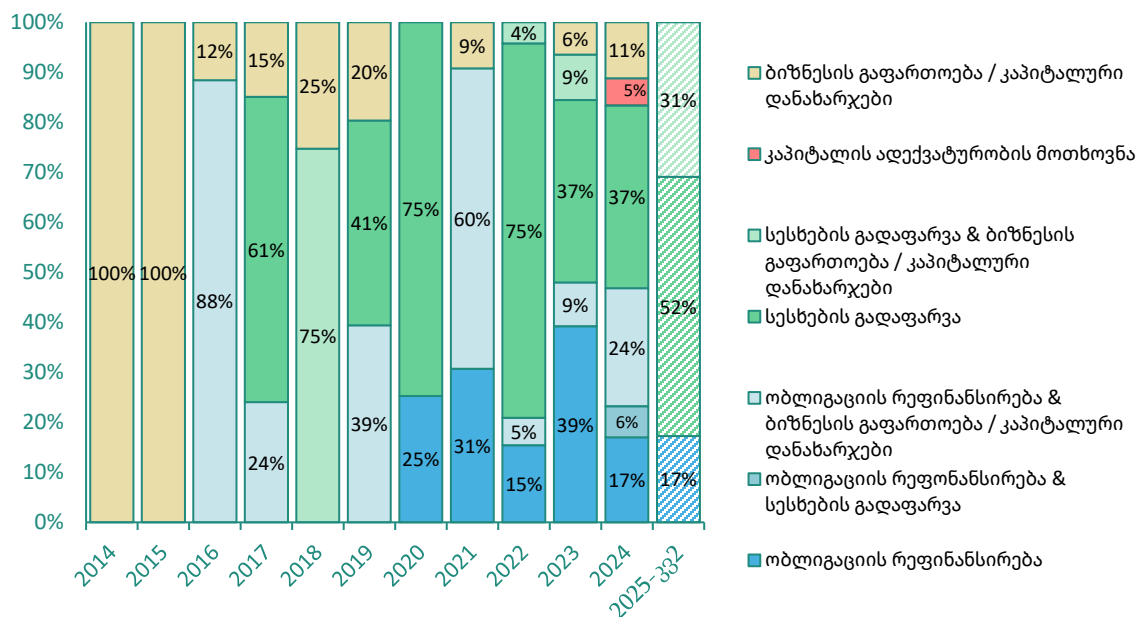
შემოსავლების კატეგორია⁷: ბაზარი დივერსიფიცირებულია ემიტენტთა ზომის მიხედვითაც. როგორც წესი ემისიები ხორციელდება II კატეგორიის (20-100 მლნ) კომპანიების მიერ თუ არ ჩავთვლით რამდენიმე წელს, როდესაც განთავსებებში ლიდერობდნენ I კატეგორიის (>100 მლნ) კომპანიები (ძირითადი შემოსავლები > 100 მლნ. ლარი) (იხ. გრაფიკი 12).

- 2023 წლიდან, ასევე შეინიშნება III კატეგორიის (2-20 მლნ) ემიტენტთა წილის ზრდაც, რაც ობლიგაციებით დაფინანსებაზე წვდომის ზრდაზე მიუთითებს. თუმცა აღსანიშნავია, რომ ობლიგაციების საჯარო განთავსება მოითხოვს გამჭვირვალობას, სათანადო კორპორაციულ მმართველობას, პერიოდულ გამჟღავნებებს და სხვა მოთხოვნებს (ვალდებულებებს), რაც III კატეგორიის ემიტენტებისთვის მაღალი ფიქსირებული ხარჯებთან არის დაკავშირებული. შესაბამისად, მომავალში მათი წილის მნიშვნელოვანი ზრდა არაა მოსალოდნელი.

გრაფიკი 10: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ნაშთების განაწილება სექტორების მიხედვით

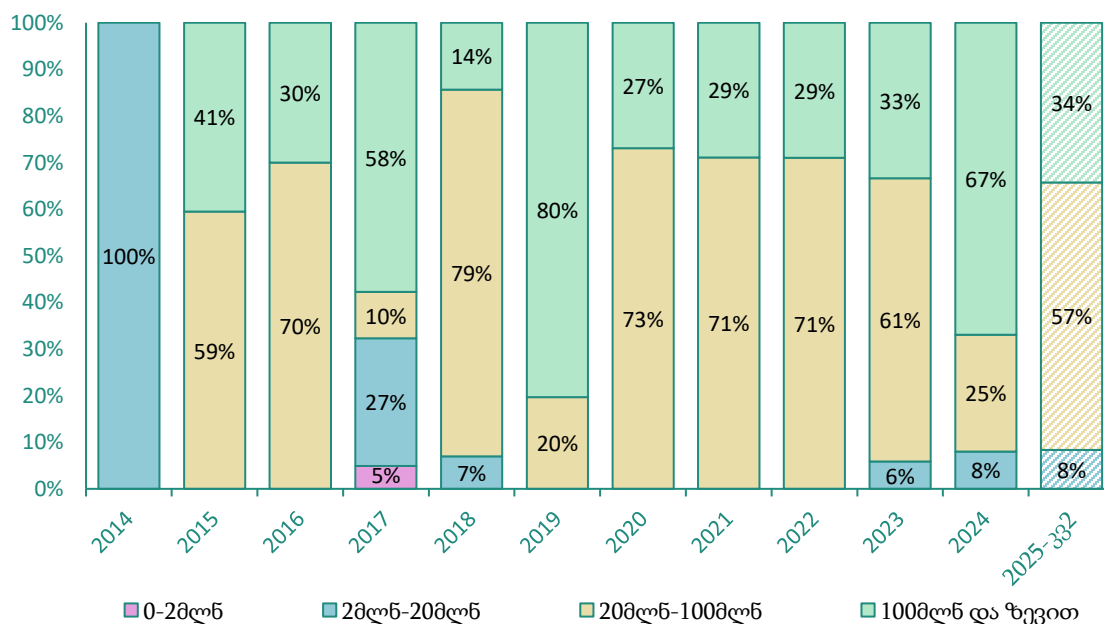


გრაფიკი 11: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ახალი განთავსებები მოზიდული სახსრების ძირითადი მიზნობრიობის მიხედვით⁶



წყარო: სებ

გრაფიკი 12: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ახალი განთავსებები ემიტენტების ძირითადი შემოსავლების მიხედვით⁷



წყარო: სებ

⁶ მოზიდული სახსრების გამოყენების მიზნობრიობა ასახავს ობლიგაციების პროსპექტებში მითითებულ განზრახვებს; ამ პრეზენტაციის მიზნებისთვის მიღებული სახსრების ფაქტობრივი გამოყენება არ გადამოწმებულია.

⁷ ობლიგაციის გამოშვების თარიღისთვის ხელმისაწვდომი ბოლო აუდიტებული ფინანსური ანგარიშგებების მიხედვით.

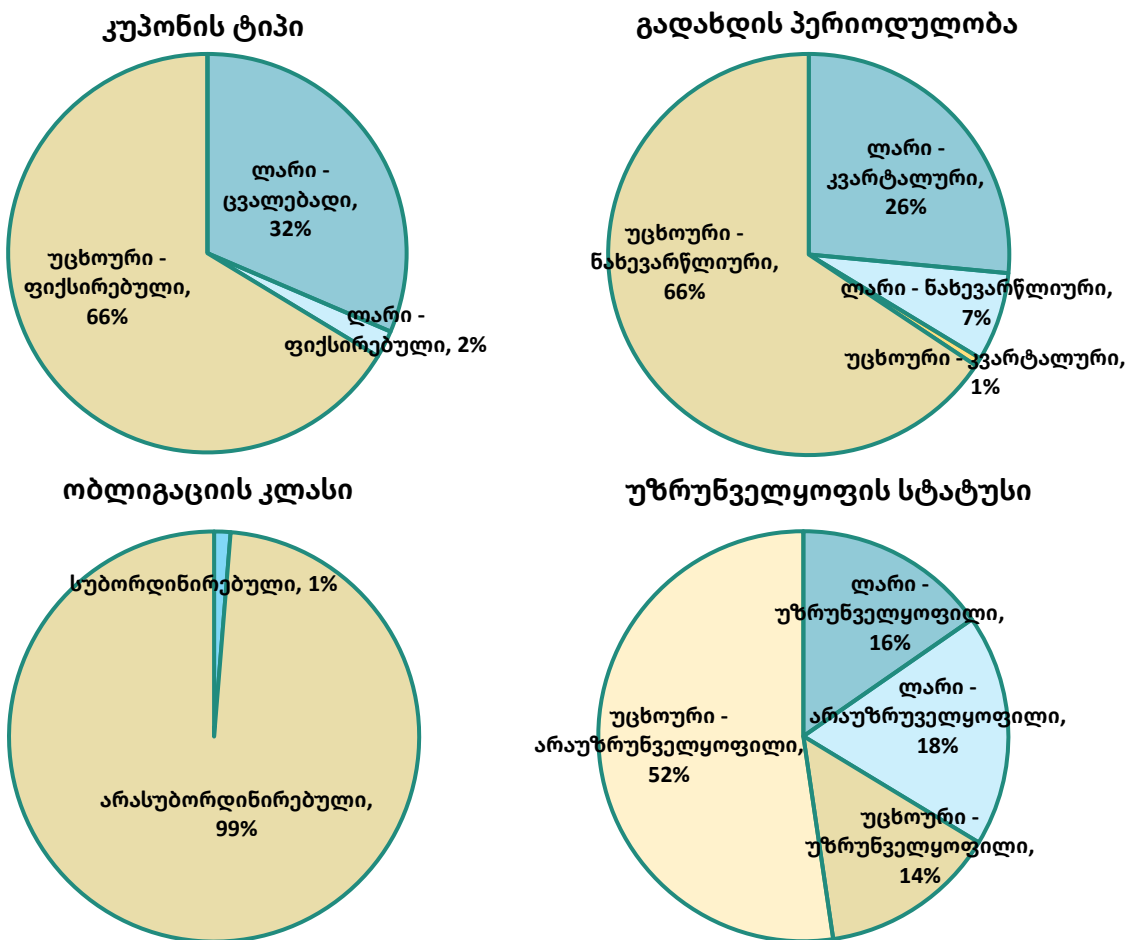
კუპონის ტიპი და გადახდის პერიოდულობა განსხვავდება ვალუტების მიხედვით.

- ძირითადად, ლარში გამოშვებულ ობლიგაციებს აქვთ ცვალებადი კუპონი და გადახდები ხორციელდება კვარტალურად, ხოლო უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ობლიგაციებს - ფიქსირებული კუპონი, ნახევარწლიური გადახდებით (იხ. გრაფიკი 13).

ობლიგაციების კლასი და უზრუნველყოფის სტატუსი: ბაზრის ძირითად ნაწილს წარმოადგენს არასუბორდინირებული ობლიგაციები, თუმცა უზრუნველყოფის სტატუსი განსხვავდება ვალუტების მიხედვით:

- 2025 წლის მეორე კვარტლის ბოლოსთვის ნაშთის სახით არსებული ლარის ობლიგაციების 47%, ხოლო უცხოური ვალუტის ობლიგაციების 21% იყო უზრუნველყოფილი.

გრაფიკი 13: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების მახასიათებლები. ნაშთი კვ2-2025



წყარო: სებ

მსგავსი ქვეყნების ფასიანი ქაღალდების ბაზრების შედარება

ობლიგაციების ბაზარი

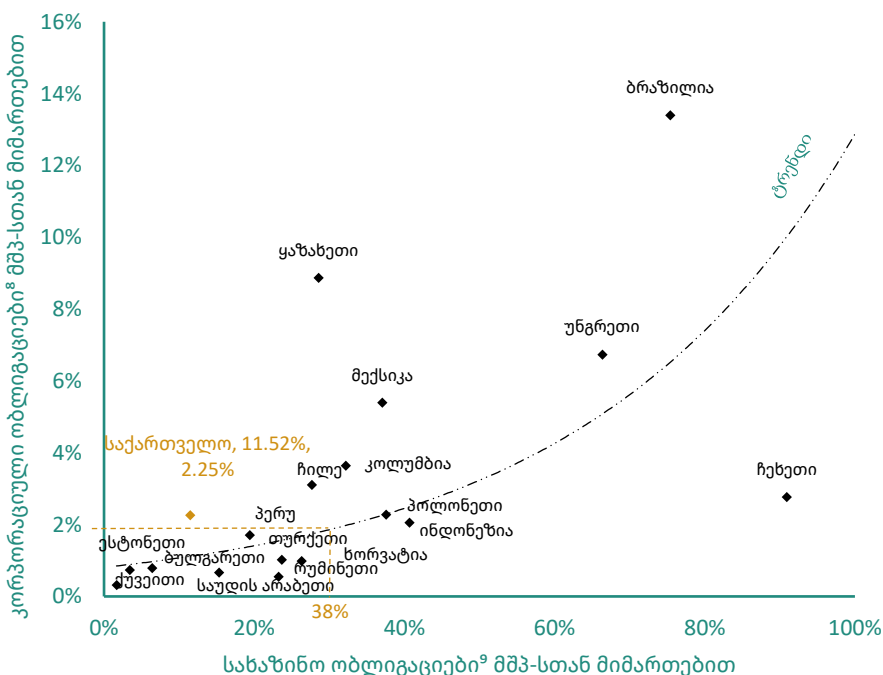
სახაზინო ობლიგაციების ბაზარს საქართველოში ზრდის მნიშვნელოვანი პოტენციალი გააჩნია:

კორპორაციული ობლიგაციებისა და სახაზინო ობლიგაციების ბაზრებს შორის არსებობს დადებითი ექსპონენციალური ურთიერთკავშირი.

ქვეყნების უმეტესობაში სახაზინო ობლიგაციების ბაზრის ზომა მკვეთრად აღემატება კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის ზომას.

დაკვირვების შედეგად, თუ ვივარაუდებთ, რომ განვითარებადი ქვეყნების ტენდენციები ასახავს სახაზინო და კორპორაციული ობლიგაციებს ბაზრებს შორის ოპტიმალურ ურთიერთობას, მაშინ საქართველოს სახაზინო ობლიგაციების ზომა მშპ-სთან მიმართებით არსებულს (11.5%) დაახლოებით სამჯერ უნდა აღემატებოდეს (38%). (იხ. გრაფიკი 14).

გრაფიკი 14: კორპორაციული Vs. სახაზინო ობლიგაციები (2024)



წყარო: სებ, Bloomberg

⁸ ადგილობრივ ბაზარზე ადგილობრივი და უცხოური კომპანიების მიერ ნებისმიერ ვალუტაში საჯაროდ გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციები (სსი-ის და ორმაგი ლისტირების გამოკლებით).

⁹ სახაზინო ობლიგაციები მოიცავს, ცენტრალური ან/და რეგიონალური მთავრობების მიერ ქვეყნის ფარგლებში გამოშვებულ სავალო ფასიან ქაღალდებს, მიუხედავად გამოშვების ვალუტისა

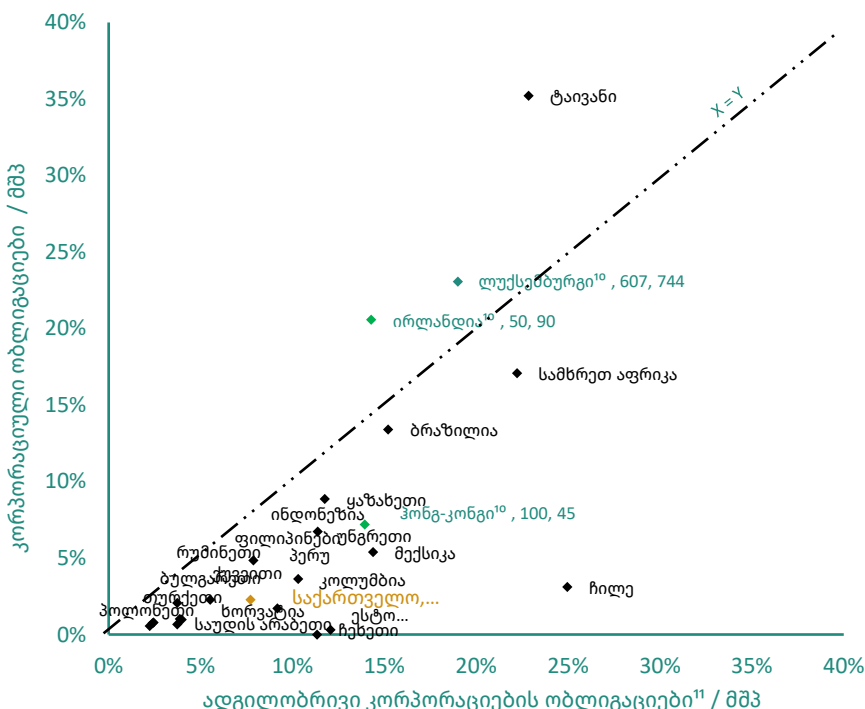
ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის პარალელურად მოსალოდნელია ქართული კომპანიების ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე დაბრუნება:

განვითარებად ქვეყნებში ადგილობრივი კომპანიების მიერ ადგილობრივ და საერთაშორისო ბაზარზე ჯამურად გამოშვებული ობლიგაციები უმეტესად აჭარბებს ადგილობრივი ობლიგაციების ბაზრის ზომას (იხ. გრაფიკი 15).

ზემოაღნიშნულისგან განსხვავებით, ისეთ რეგიონალურ ჰაბებში, როგორიცაა ირლანდია, ლუქსემბურგი და ტაივანი (რომლებიც 45°-იანი ღერძის ზემოთ მდებარეობენ), ადგილობრივი ბაზარი უფრო მეტ კორპორაციულ ობლიგაციას იზიდავს უცხოეთიდან, ვიდრე ადგილობრივი კომპანიები უშვებენ საზღვარგარეთ.

გრაფიკ 15-ზე საქართველო 45°-იანი ღერძის ქვევით მდებარეობს.

გრაფიკი 15: ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი Vs. ადგილობრივი კომპანიების ობლიგაციები (2024)



წყარო: სებ, Bloomberg

¹⁰ ვიზუალის კარგად აღსაქმელად, ლუქსემბურგის, ირლანდიის და ჰონგ-კონგის მაჩვენებლები პროპორციულად არის შემცირებული, ზუსტი მონაცემები გრაფიკზე უწერიათ ამ ქვეყნებს სახელების გვერდით.

¹¹ ადგილობრივი კორპორაციების მიერ ადგილობრივ და საერთაშორისო ბაზარზე ნებისმიერ ვალუტაში, საჯაროდ გამოშვებული ობლიგაციები.

აქციების ბაზარი

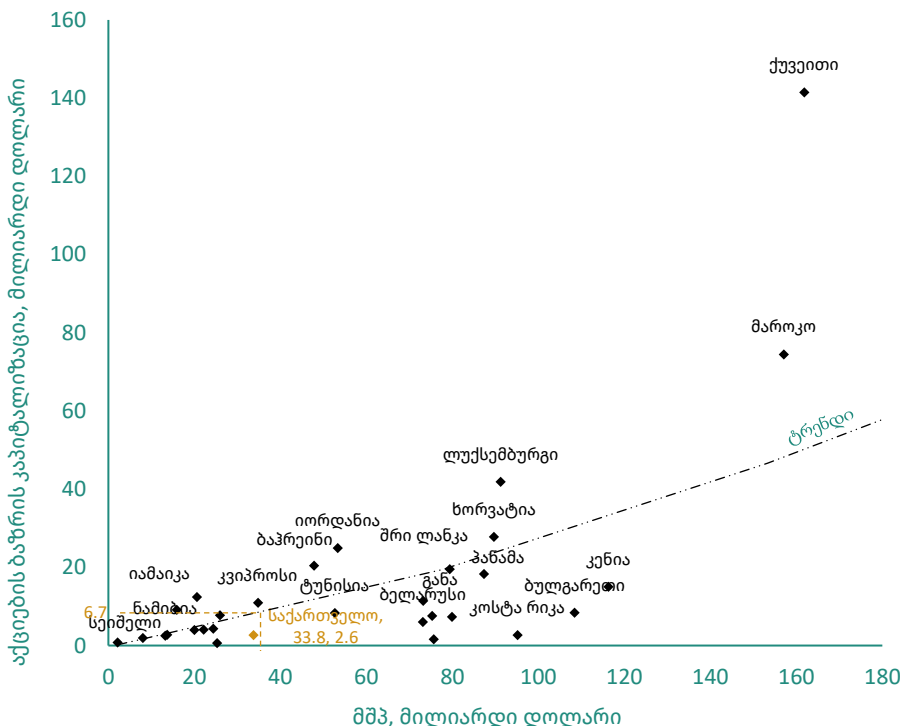
საქართველოს საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დამკვეთი აქციების ჯამური კაპიტალიზაცია მნიშვნელოვნად დაბალია ქვეყნის ეკონომიკის ზომასთან შედარებით:

2024 წლის ბოლოს, ბირჟაზე სავაჭროდ დამკვეთი იყო ხუთი კომპანიის აქცია, 7.3 მილიარდი ლარის (2.6 მილიარდი დოლარი) ჯამური კაპიტალიზაციით.

მშპ-სა და აქციების ბაზრის მოცულობას შორის არსებობს დადებითი კორელაცია (იხ. გრაფიკი 16).

თუ დავუშვებთ, რომ 71 ქვეყნის მონაცემების შესაბამისად დათვლილი ტრენდი ასახავს მშპ-სა და აქციების ბაზრის ოპტიმალურ ურთიერთობას, 33.8 მილიარდი დოლარი მშპ-ს (2024 წელი) გათვალისწინებით, აქციების ბაზრის ზომა 2.6 მილიარდი დოლარის ნაცვლად 2.5-ჯერ მეტი, 6.7 მილიარდი დოლარი (18.7 მილიარდი ლარი) უნდა ყოფილიყო

გრაფიკი 16¹²: აქციების ბაზრის ზომა მშპ-სთან მიმართებით (2024)



წყარო: სებ, Bloomberg

¹²გრაფიკები 16&17 აგებულია 78 საფონდო ბირჟის მონაცემებით, რომლებიც ჯამურად 97 ქვეყანას აერთიანებს. გრაფიკები ვიზუალურად უკეთესად აღსაქმელად მოახლოებულია და არ უჩვენებს ყველა დაკვირვების წერტილს, თუმცა ტრენდების ასაგებად გამოყენებულია მთლიანი პოპულაცია.

საქართველოს საფონდო ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული აქციების მხოლოდ უმნიშვნელო ნაწილი არის თავისუფალ ბრუნვაში:

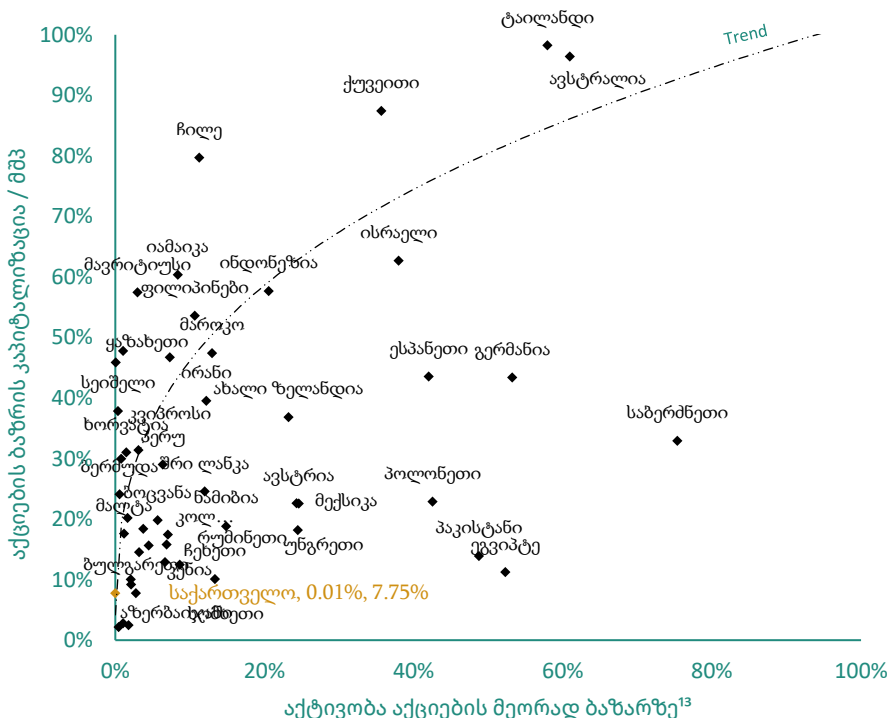
შესაბამისად, 2024 წელს, სავაჭრო აქციების მოცულობა ზემოთ ნახსენებ 7.3 მლრდ ლარ კაპიტალიზაციაზე ბევრად დაბალი იყო.

აქციების ბაზრის მცირე ზომიდან გამომდინარე, მეორად ბაზარზე დაფიქსირებული აქტივობა უმნიშვნელო ზრდას აჩვენებს:

მიუხედავად იმისა, რომ აქციების ბაზრის ზომასა და ბაზარზე აქტივობას შორის კავშირი დადებითია, განვითარების საწყის ეტაპზე ბაზრის ლიკვიდურობა აჩვენებს მხოლოდ უმნიშვნელო ზრდას.

საქართველოს აქციების ბაზრის აქტივობის მაჩვენებელი¹³ მხოლოდ 0.01%-ს შეადგენს, რაც განხილული 78 საფონდო ბირჟიდან ერთ-ერთი ყველაზე დაბალი მაჩვენებელია (იხ. გრაფიკი 17). თუმცა, ბაზრის ზომიდან გამომდინარე ეს არ არის გასაკვირი.

გრაფიკი 17: აქციების ბაზარი Vs. აქტივობა მეორად ბაზარზე⁶ (2024)



¹³ მეორადი ბაზრის აქტივობის მაჩვენებელი ითვლება, წლის განმავლობაში განხორციელებული ტრანზაქციების შეფარდებით 2022 და 2023 წლების საშუალო საბაზრო კაპიტალიზაციასთან.

ინვესტორთა ბაზა და აქტივობა მეორად ბაზარზე

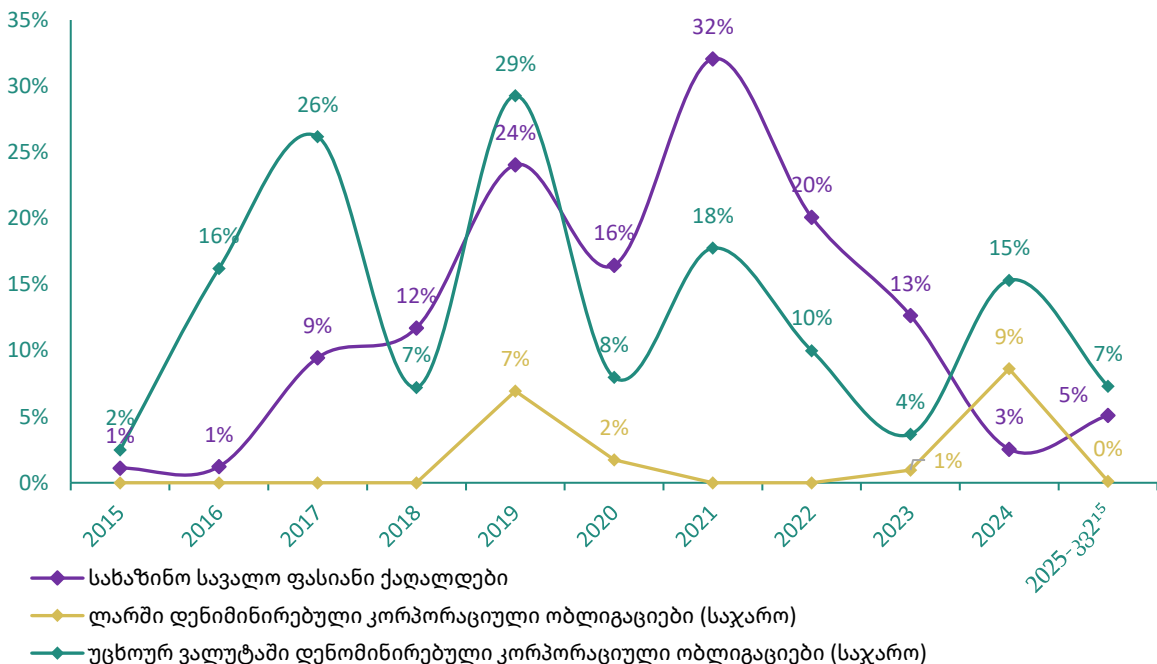
სავალო ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის აქტივობა მნიშვნელოვნად განსხვავდება ემისიის ვალუტისა და ემიტენტის ტიპის მიხედვით:

შედარებით მაღალი აქტივობით გამოირჩევა უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციების მეორადი ბაზარი (იხ. გრაფიკი 18).

უმეტესწილად, შედარებით დაბალი აქტივობით ხასიათდება სახაზინო ობლიგაციების ბაზარი

ლარში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციები მეორად ბაზარზე იშვიათად ივაჭრება (2024 წლის მაღალი აქტივობა ერთჯერადი ტრანზაქციების შედეგია).

გრაფიკი 18: აქტივობა¹⁴ საქართველოს სავალო ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზრებზე



წყარო: სებ, სსბ, სფს

¹⁴ აქტივობა ითვლება წლიური ტრანზაქციების ჯამის შეფარდებით საშუალო წლიურ ნაშთთან. კორპორაციული ობლიგაციებისთვის, მონაცემები მოიცავს როგორც ბირჟაზე დადებულ ასევე მასზე დაფიქსირებულ ტრანზაქციებს

¹⁵ 2025-კვ2 აქტივობის მონაცემები გაწლიურებულია შესადარისობისთვის

სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სეგმენტების აქტივობებს შორის განსხვავება შეიძლება აიხსნას მფლობელობის სტრუქტურით:

მიუხედავად იმისა, რომ ბოლო წელს შეიმჩნევა სავალო ინვესტორების წილის ზრდა, ისტორიულად, ლარის ობლიგაციების 70-75%-ს ძირითადად ყიდულობენ კომერციული ბანკები და საპენსიო ფონდი (2022 წლიდან) და ფლობენ მათ ვადის ბოლომდე.

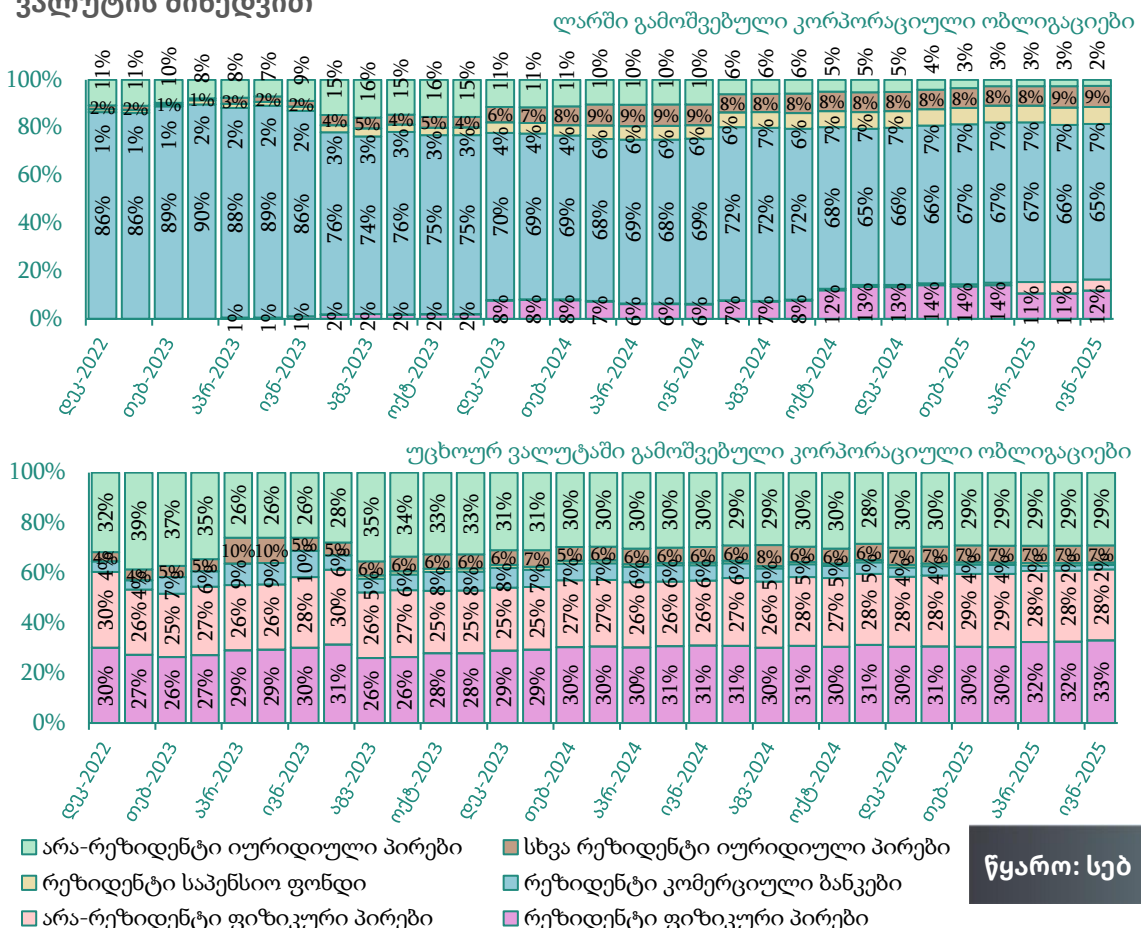
უცხოური ვალუტის ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა მეტად დივერსიფიცირებულია, მაღალია სავალო ინვესტორების წილი და შესაბამისად, მეორადი ბაზარი შედარებით მაღალ ლიკვიდურობას აჩვენებს

სახაზინო ობლიგაციების მფლობელების სტრუქტურა ნაჩვენებია მე-2 გრაფიკზე (გვერდი 4).

სავალო ინვესტორების წილსა და მეორადი ბაზრის აქტივობას შორის მიზეზ-შედეგობრივი კავშირია:

არააქტიურ ბაზრებზე ყიდვა-გაყიდვის (Bid-Ask) სპრედი, როგორც წესი, უფრო მაღალია, რაც ამცირებს როგორც რეზიდენტ, ისე არარეზიდენტ სავალო ინვესტორთა დაინტერესებას. შესაბამისად, ასეთ ბაზრებზე დომინირებენ დაფარვამდე ფლობის სტრატეგიის მქონე ადგილობრივი გრძელვადიანი ინვესტორები.

გრაფიკი 19: კორპორაციული ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა ვალუტის მიხედვით



ლარის საპროცენტო განაკვეთების გარემო

მიუხედავად იმისა, რომ 2022 წლის შემდგომ ლარში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციები შედარებით მაღალი შემოსავლიანობით ხასიათდება, საცალო ინვესტორები ნაკლებად არიან მათში ინვესტირებით დაინტერესებულნი.

აღნიშნულის პოტენციური მიზეზები შეიძლება იყოს შემდეგი:

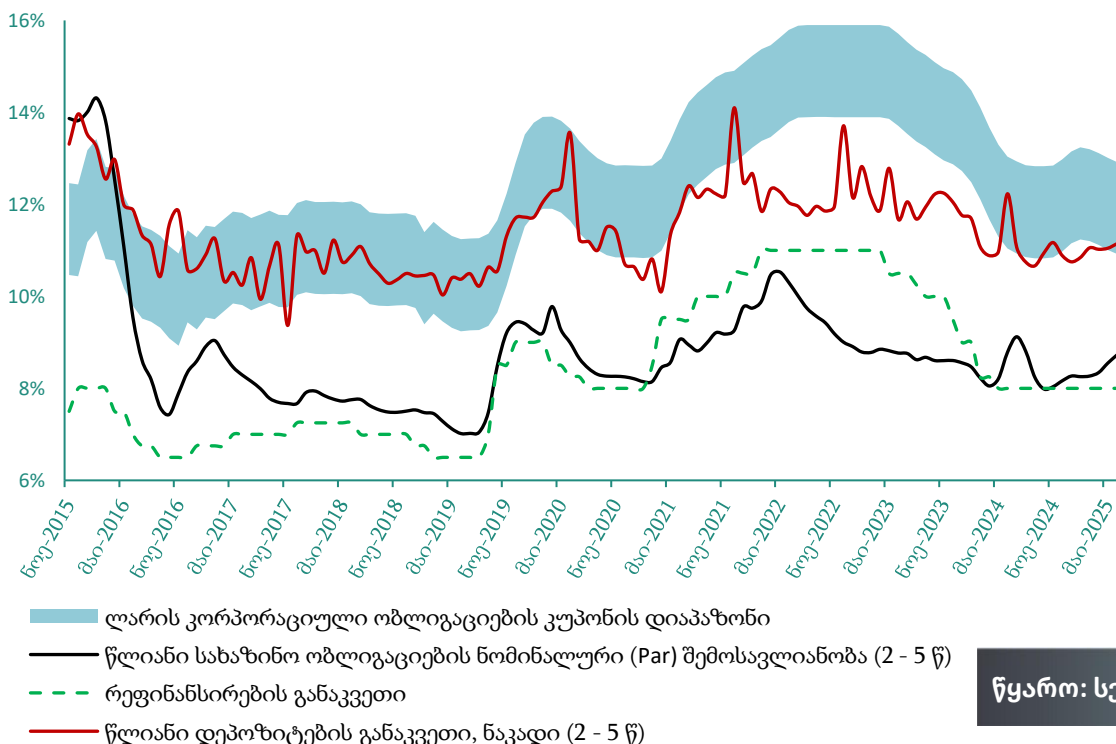
დედოლარიზაციის დადებითი ტენდენციის მიუხედავად, შინამეურნეობების მნიშვნელოვანი ნაწილისათვის, აშშ დოლარი კვლავ რჩება დაზოგვის მთავარ საშუალებად;

მოსახლეობაში ფინანსური განათლების ნაკლებობა;

სპრედი კორპორაციული ობლიგაციებისა და დეპოზიტების შემოსავლიანობებს შორის შესაძლებელია არ იყოს საკმარისი რისკ პრემიუმის დასაფარად.

რისკისა და ლიკვიდურობის პრემიუმის გათვალისწინებით, სხვა ქვეყნებთან შედარებით, გრძელვადიანი დეპოზიტებისა და სახაზინო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა არის მაღალი. აღნიშნული ფაქტორი ხელს უშლის საცალო ინვესტორების დაინტერესებას სახაზინო ობლიგაციების ბაზრით და უარყოფითად აისახება მეორადი ბაზრის აქტივობაზე.

გრაფიკი 20: ლარის საპროცენტო განაკვეთების გარემო

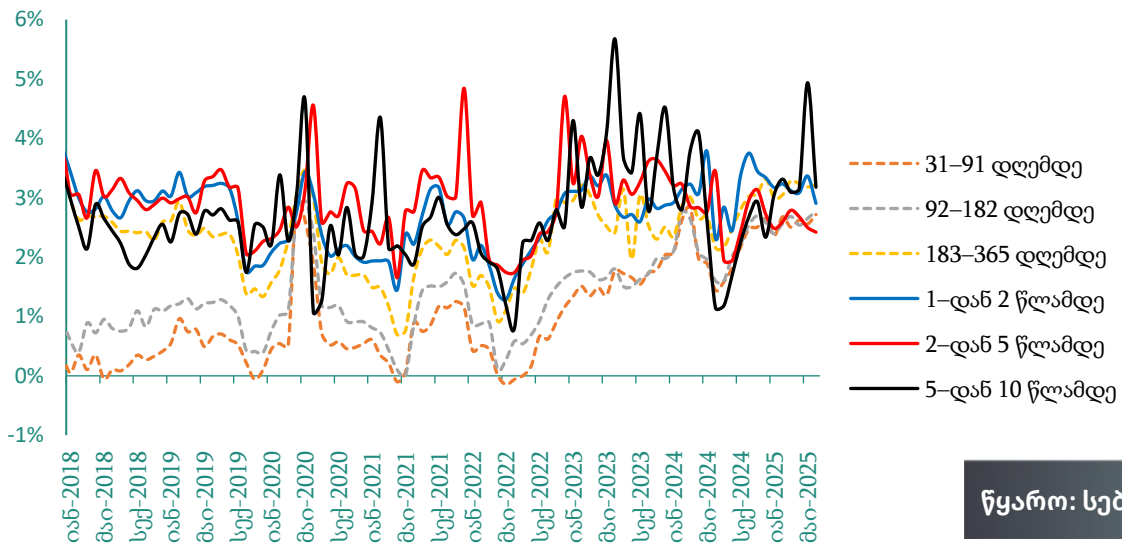


სადეპოზიტო განაკვეთებსა და სახაზინო ობლიგაციებს შორის მაღალი სპრედი შესაძლებელია გამოწვეული იყოს 2 ძირითადი მიზეზით:

სესხებისა და დეპოზიტების დოლარიზაციის დონეებს შორის განსხვავების გამო გაზრდილი ლარის დეპოზიტების შემოსავლიანობით;

ინსტიტუციური ინვესტორების მაღალი მოთხოვნის გამო შემცირებული სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობით.

გრაფიკი 21: თანაბარი ვადიანობის დეპოზიტების სარგებელსა¹⁶ და სახაზინო ობლიგაციების ნულოვან (Par) შემოსავლიანობებს შორის სხვაობა



გრაფიკი 22: გრძელვადიან (1 წელზე მეტი) დეპოზიტების სარგებელსა და სახაზინო ობლიგაციების ნულოვან (Par) შემოსავლიანობებს შორის სხვაობა ქვეყნებში



¹⁶ რადგან საპროცენტო გარემოს ვაკვირდებით საცალო ინვესტორის პერსპექტივით, დეპოზიტების განაკვეთები მოიცავს მხოლოდ შინამეურნეობების მიერ, მითითებულ თვეში, ბანკში ახლად განთავსებულ ლარის დეპოზიტებს და სადეპოზიტო სერტიფიკატებს (CDs). რაც უფრო გრძელვადიანია დეპოზიტი, მით უფრო მეტია მათში CD-ების წილი.

ფინანსური სექტორი¹⁷

ფინანსური სექტორის მიმოხილვა

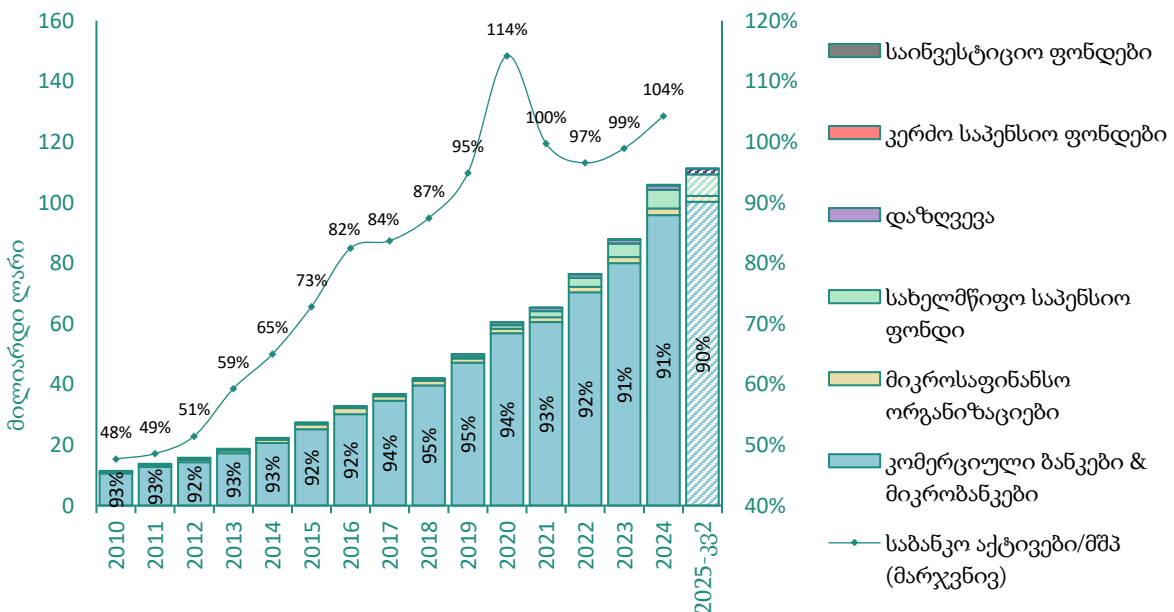
კომერციული ბანკები წარმოადგენენ საქართველოს ფინანსური სექტორის უმსხვილეს მოთამაშეებს. თუმცა, შეინიშნება სექტორში მათი წილის ოდნავი კლება:

ბანკების წილმა ფინანსური სექტორის აქტივებში 2019 წელს მიაღწია ყველაზე მაღალ მაჩვენებელს - 95%-ს.

საქართველოს საპენსიო ფონდის დაარსების შემდგომ, კომერციული ბანკების წილმა დაიწყო კლება და 2025 წლის მეორე კვარტალის მდგომარეობით 90% შეადგენა (იხ. გრაფიკი 23).

პანდემიის პერიოდში 114%-მდე მკვეთრი ზრდის შემდეგ (რაც დიდწილად 2020 წლის მშპ-ის შემცირებითა იყო განპირობებული) კომერციული ბანკების აქტივების მშპ-თან თანაფარდობა ნორმალურ ზრდის ტრაექტორიას დაუბრუნდა.

გრაფიკი 23: აქტივების გადანაწილება ფინანსურ სექტორში



წყარო: სეპ

¹⁷ ამ თავის მიზნებისთვის „ფინანსურ სექტორში“ იგულისხმება მხოლოდ ის ინსტიტუტები, რომლებიც საკუთარ შეხედულებით ანაწილებენ/განკარგავენ სახსრებს (მაგ., იღებენ ინვესტიციების განაწილების გადაწყვეტილებებს ან გასცემენ სესხებს). კლიენტის მითითებებით, არადისკრედიტულ რეჟიმში მოქმედი საბროკერო კომპანიები ამ ანალიზიდან გამორიცხულია.

საინვესტიციო ფონდები

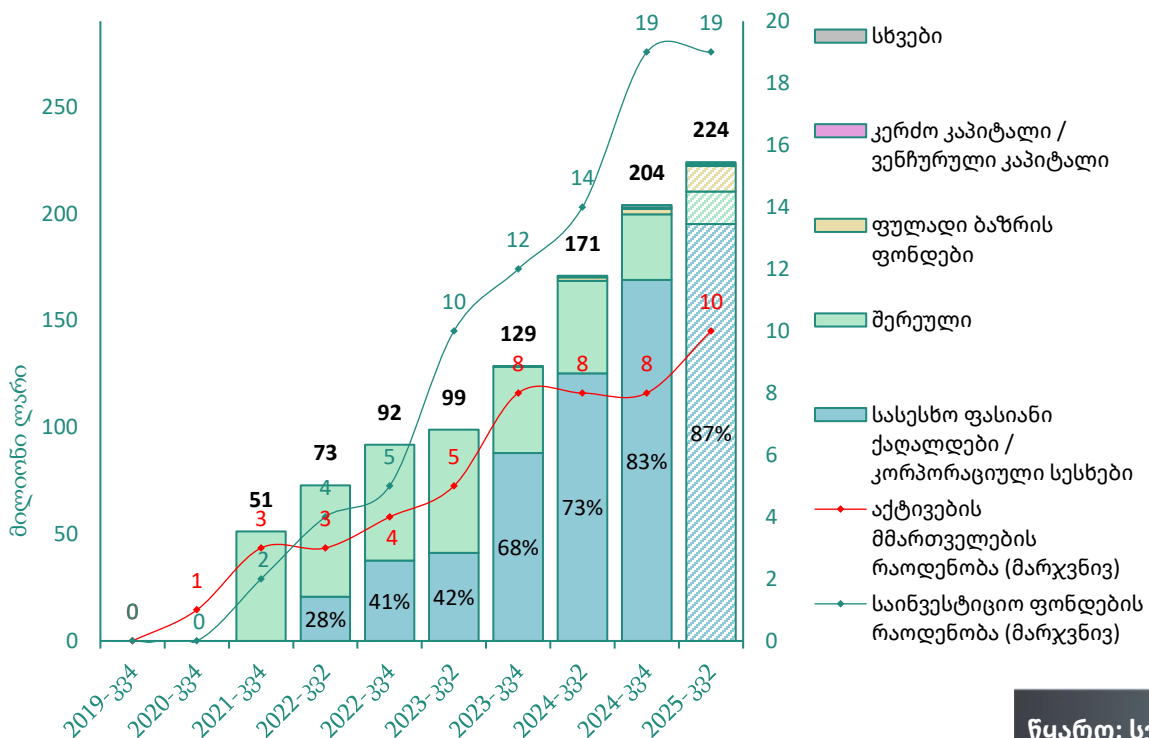
2025 წლის ივნისის მდგომარეობით, საქართველოში ოპერირებდა 10 აქტივების მმართველი კომპანია და 19 საინვესტიციო ფონდი რომელთა ჯამური აქტივები შეადგენდა 224 მილიონ ლარს:

19 საინვესტიციო ფონდიდან 10 იყო „სასესხო ფასიანი ქაღალდები / კორპორაციული სესხები“ ტიპის, რომლებიც ჯამში განკარგავდნენ მთლიანი სექტორის AUM-ის 87%-ს (იხ. გრაფიკი 24).

2024 წელს საქართველოში დაარსდა პირველი საჯარო (ავტორიზებული) ფულადი ბაზრის ფონდი (MMF), რომელიც სრულად აინვესტირებს სახსრებს ლარში დენომინირებულ ფინანსურ აქტივებში.

საინვესტიციო ფონდები ახალისებენ დაზოგვას საინვესტიციო ალტერნატივების შეთავაზებით, ამასთანავე ზრდიან მოთხოვნას ფასიან ქაღალდებზე და ხელს უწყობენ ბაზრის განვითარებას.

გრაფიკი 24: საინვესტიციო ფონდების აქტივების განაწილება



წყარო: სებ

საქართველოს საპენსიო ფონდი

2025 წლის მეორე კვარტლის მდგომარეობით საპენსიო ფონდის აქტივების მოცულობამ 7.1 მილიარდ ლარს, ხოლო ჯამურმა ამონაგებმა 1.8 მილიარდ ლარს მიაღწია:

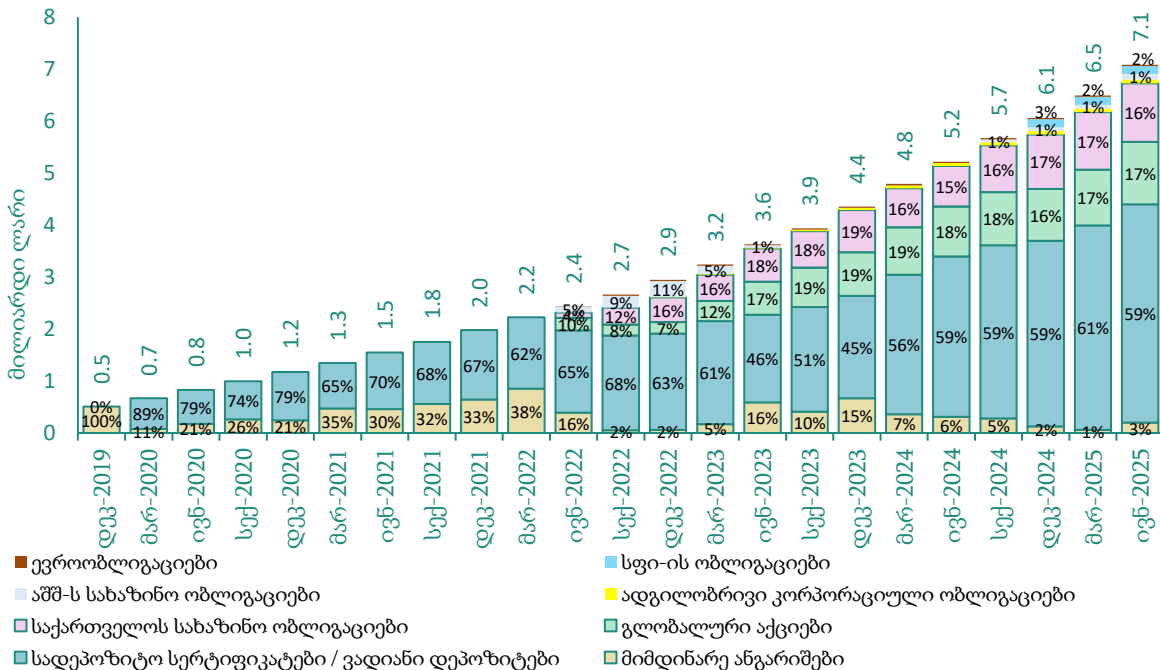
ყველაზე მსხვილი -კონსერვატიული პორტფელის (მთლიანი პორტფელის 99%) - გაწლიურებული წმინდა ნომინალური ამონაგები, დაარსების თარიღიდან 2025 წლის მეორე კვარტლის ბოლომდე 9.95%-ს შეადგენდა (რეალური გაწლიურებული ამონაგები - 3.97%).

2025 წლის მეორე კვარტლის ბოლოს საპენსიო ფონდს მთლიანი პორტფელის 0.82% (58 მლნ ლარი) ჰქონდა ინვესტირებული ლარში დენომინირებულ კორპორაციულ ობლიგაციებში (იხ. გრაფიკი 25) რაც თავის მხრივ, ლარში დენომინირებული კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის 7%-ს შეადგენდა (იხ. გრაფიკი 19).

- ინვესტიციები უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ობლიგაციებში გაცილებით მცირეა, კერძოდ: 16 მილიონი ლარი, რაც საპენსიო ფონდის მთლიანი პორტფელის 0.26%-ს, ხოლო უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის 1.2%-ს შეადგენს.

საპენსიო ფონდი მსხვილი გრძელვადიანი ინსტიტუციური ინვესტორია, რომელიც ადგილობრივი ლარში დენომინირებული სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მოთხოვნის ზრდასთან ერთად ხელს უწყობს ემიტენტების კორპორაციული მართვის კულტურის გაჯანსაღებას.

გრაფიკი 25: საპენსიო ფონდის აქტივების განაწილება



წყარო: სეზ

საქართველოს არაფინანსური სექტორის დაფინანსების წყაროები

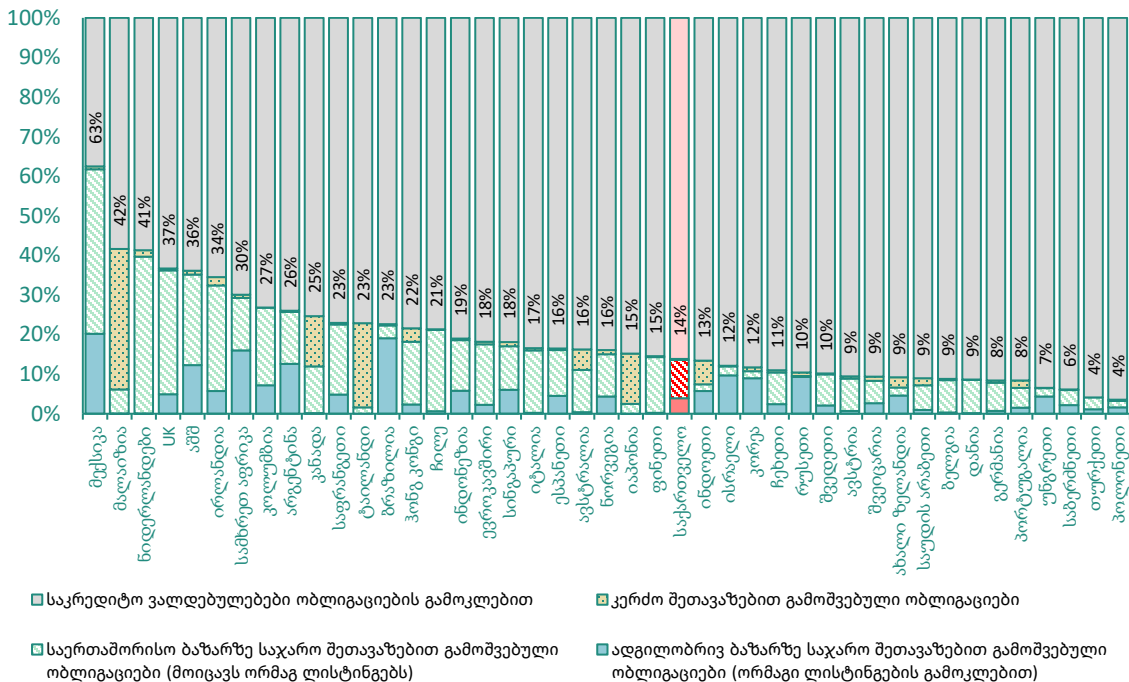
საქართველოში, არაფინანსური კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარს, ზრდის მნიშვნელოვანი პოტენციალი გააჩნია:

2025 წლის მეორე კვარტლის მდგომარეობით, საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ნაშთის 61% გამოშვებული იყო არაფინანსური ორგანიზაციების მიერ (იხ. გრაფიკი 10)

ქართული არაფინანსური კომპანიების მიერ გამოშვებული ყველა ტიპის კორპორაციული ობლიგაციების (საჯარო და კერძო შეთავაზებით, ადგილობრივ და უცხოურ ბაზარზე გამოშვებული) წილი მათ მთლიან საკრედიტო დაფინანსებაში, მხოლოდ 14%-ს შეადგენს.

თვალსაჩინოა, რომ მიუხედავად აღნიშნული მაჩვენებლის მზარდი ტენდენციისა, ჩამორჩენა სხვა ქვეყნებთან კვლავ საკმაოდ მაღალია.

გრაფიკი 26: არაფინანსური კორპორაციების საკრედიტო დაფინანსების წყაროები (2024)



წყარო: სებ, BIS, Bloomberg

