



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

საქართველოს კაპიტალის ბაზრის მიმოხილვა

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შედამხედველობის
დეპარტამენტი

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისა და კვლევების
განყოფილება

კვ4, 2025

შინაარსი

- 1. საქართველოს ობლიგაციების ბაზარი**
 1. ადგილობრივი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი
 2. ადგილობრივი არასამთავრობო ობლიგაციების ბაზარი
 3. ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი
- 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;
IFI -----	საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტები
სებ -----	საქართველოს ეროვნული ბანკი
სსბ -----	საქართველოს საფონდო ბირჟა
სფს -----	საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო

საქართველოს ობლიგაციების ბაზარი

ადგილობრივი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ბაზარი^o

აქტიური სახაზინო ობლიგაციების ბაზარი კრიტიკულად მნიშვნელოვანია კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის განვითარებისთვის:

სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობის მრუდი მნიშვნელოვანი ბენჩმარკია კორპორაციული ობლიგაციების ფასწარმოქმნისთვის.

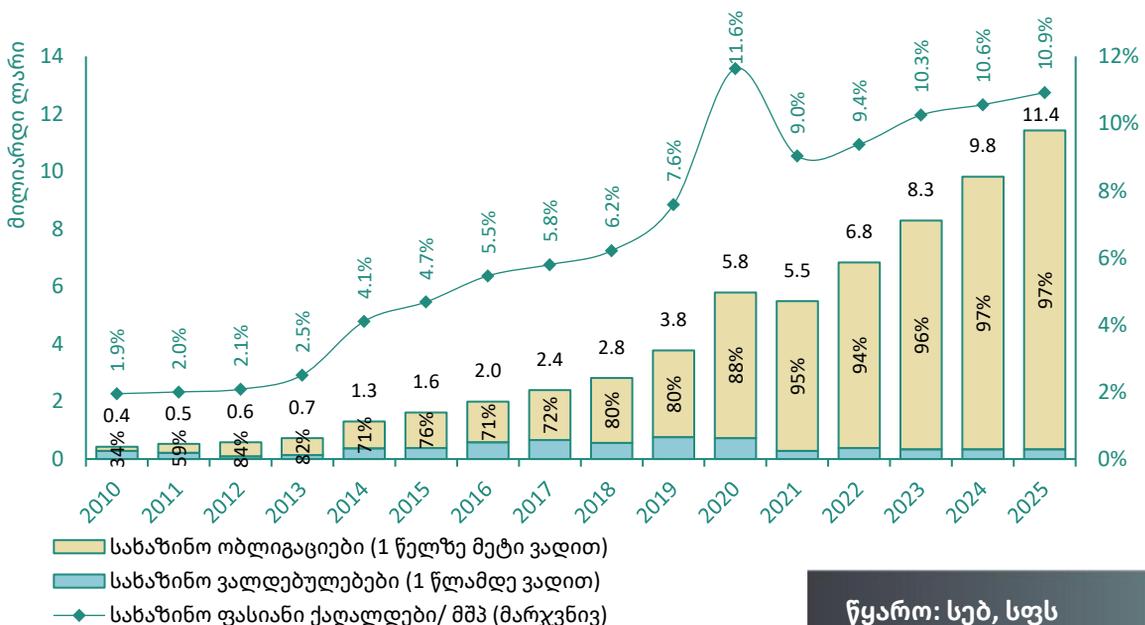
ჩვეულებრივ, სახაზინო ობლიგაცია, როგორც ყველაზე ნაკლებად რისკიანი ფასიანი ქაღალდი ქვეყანაში, საბანკო დეპოზიტის პირველი ფინანსური ალტერნატივაა ინვესტორებისთვის.

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

სახაზინო ობლიგაციების უმისია, ადგილობრივ ბაზარზე, აქტიურად 2009 წლიდან დაიწყო და მას შემდეგ, ჯამური ღირებულება საკმაოდ სწრაფი ტემპით იზრდება:

თუმცა, მშპ-სთან შედარებით, ბაზრის ზომა კვლავ საკმაოდ დაბალია - 11% 2025 წლის ბოლოს (იხ. გრაფიკი 1).

გრაფიკი 1: ადგილობრივი სახაზინო ობლიგაციების ბაზარი, ნაშთი



წყარო: სეს, სფს

^o მოცემული თავის ქვეშ, წარმოდგენილია მხოლოდ ადგილობრივ ბაზარზე ლარში გამოშვებული სახაზინო საჯარო ფასიანი ქაღალდები. შესაბამისად, იგი არ მოიცავს საზღვარგარეთ სფს-ის მიერ გამოშვებულ 500 მილიონი დოლარის ღირებულების ევროობლიგაციას.

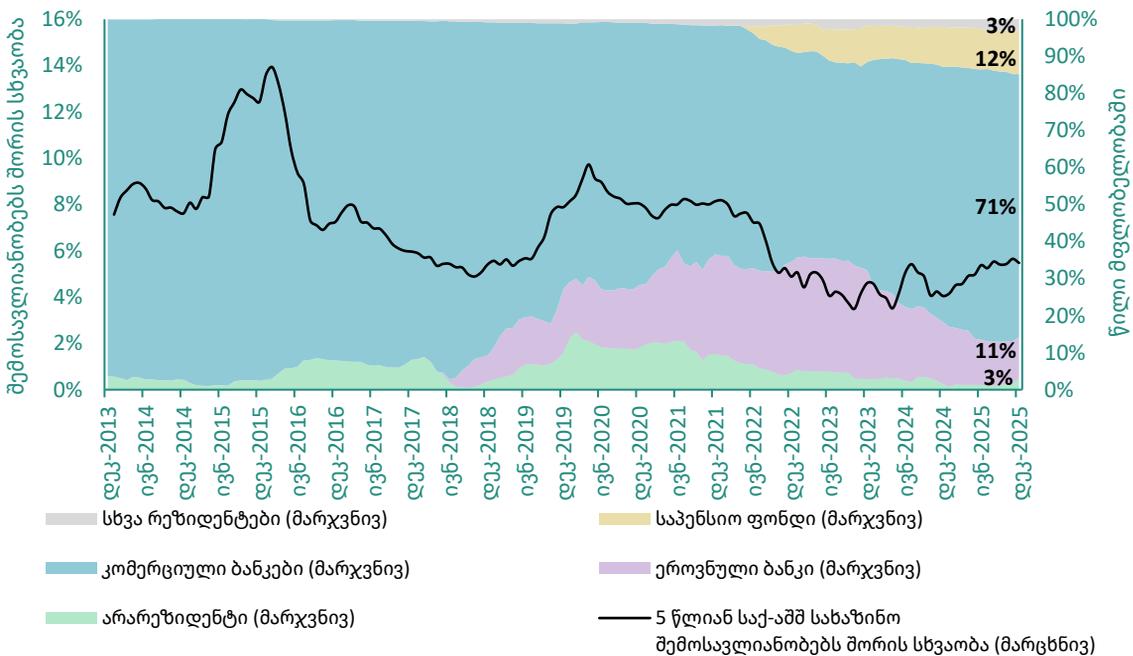
სახაზინო ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა ხასიათდება ინსტიტუციური ინვესტორების მაღალი წილითა და ბოლო პერიოდში, არარეზიდენტი ინვესტორების წილის ზრდადი ტენდენციით:

ობლიგაციების უმეტეს ნაწილს ფლობენ კომერციული ბანკები, ეროვნული ბანკი¹ 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 შესრულების ფუნქციას კორპორაციული ობლიგაციების საბაზრო ფასის დადგენისთვის.

არარეზიდენტი მფლობელების წილი 2025 წლის შუა პერიოდამდე შემცირების ტენდენციით ხასიათდებოდა, რაც, სავარაუდოდ, საქართველოსა და აშშ-ის სახაზინო ობლიგაციების შემოსავლიანობებს შორის სხვაობის (სპრედის) შემცირებას უკავშირდებოდა. ბოლო თვეებში სპრედის გაფართოებასთან ერთად, არარეზიდენტი ინვესტორების მონაწილეობამ კვლავ დაიწყო ზრდა და 2025 წლის ბოლოსთვის 3%-ს მიაღწია..

გრაფიკი 2: სახაზინო ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა



წყარო: სებ, სვს

¹ ეროვნული ბანკი, 2018 წლიდან 2023 წლამდე, ღია ბაზრის ოპერაციების ფარგლებში ახორციელებდა სახაზინო ობლიგაციების შესყიდვას მეორად ბაზარზე; აღნიშნული ოპერაციები ამ ეტაპზე შეჩერებულია.

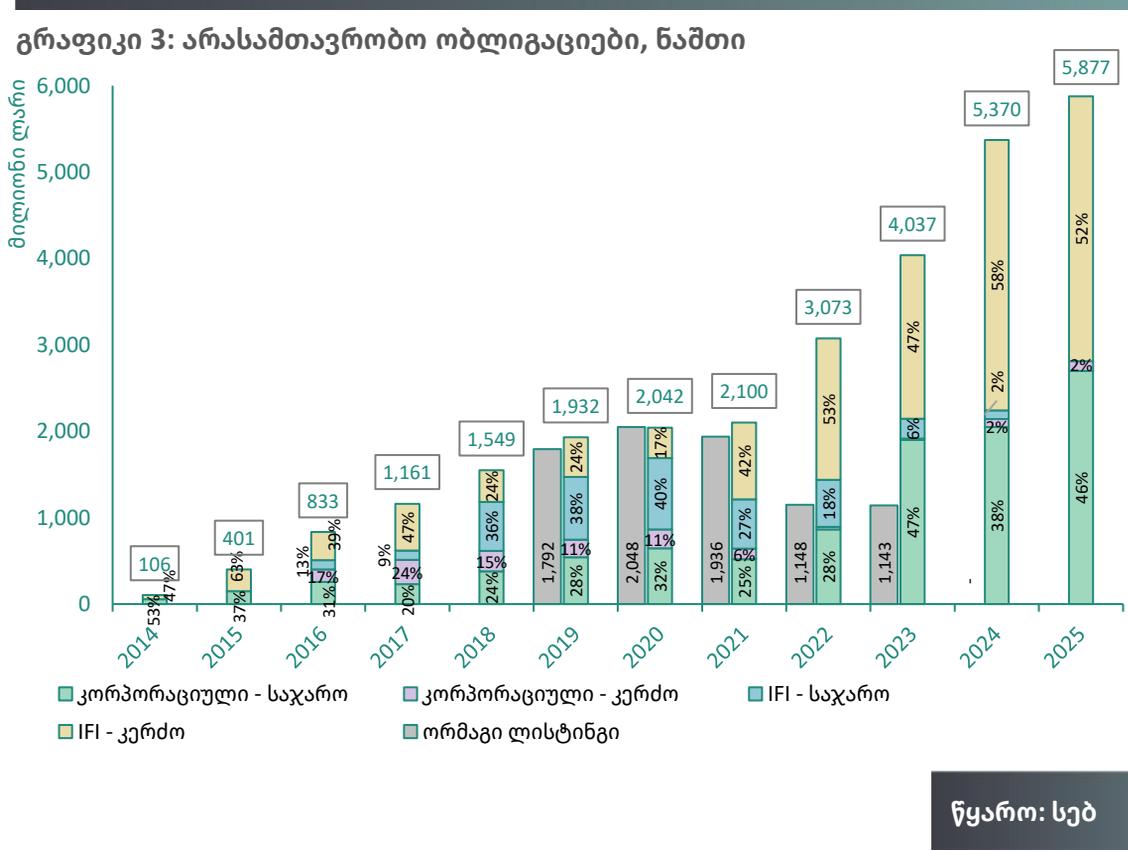
ადგილობრივი არასამთავრობო ობლიგაციების ბაზარი

ადგილობრივი არასამთავრობო ობლიგაციების ბაზარი, 2014-2025 წლებში მნიშვნელოვნად, 106 მილიონი ლარიდან, 5.9 მილიარდ ლარამდე, გაიზარდა:

საჯარო კორპორაციული და IFI ობლიგაციები ჯამურად მთლიანი არასამთავრობო ობლიგაციების 98%-ს შეადგენს (46% და 52%, შესაბამისად).

დალისტული კორპორაციული ობლიგაციების უპირატესობები (საგადასახადო შეღავათები, გამჭვირვალობა, ლიკვიდურობა და სხვა) კერძო ემისიებს² ნაკლებად მიმზიდველს ხდის.

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



² 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)³, რომლის დახმარებითაც ბაზარზე 7-მა ემიტენტმა 450 მილიონი ლარის ღირებულების ობლიგაციები განათავსა.

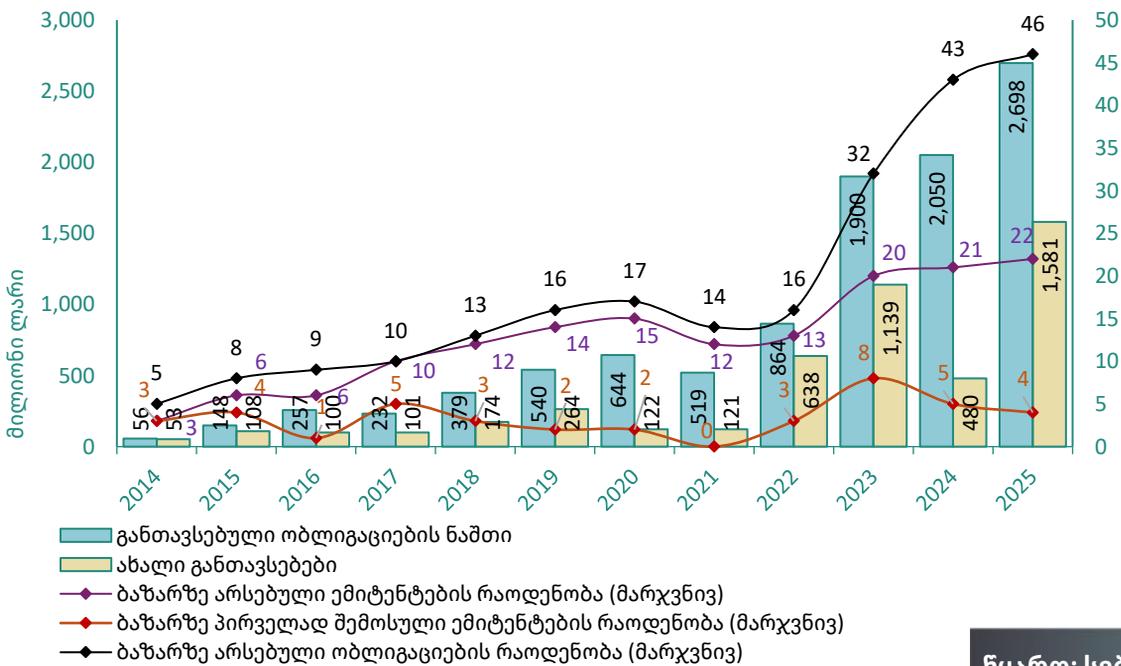
აღნიშნული 2 წლიანი პერიოდის განმავლობაში ჯამურად განხორციელდა 1.8 მილიარდი ლარის ღირებულების ობლიგაციების ემისია (იხ. გრაფიკი 4).

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 480 მილიონი ლარი, რომელთაგან აწარმოე საქართველოს კაპიტალის ბაზრის მხარდაჭერის სახელმწიფო პროგრამის⁴ დახმარებით გამოშვებული ობლიგაციების ღირებულებამ შეადგინა 236 მილიონი ლარი (8 ობლიგაცია).

გრაფიკი 4: ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი



წყარო: სებ

³ CMS პროგრამის ფარგლებში დაფინანსდა ობლიგაციის გამოშვებასთან დაკავშირებული ხარჯები (მათ შორის საკრედიტო რეიტინგის ხარჯები), ჩატარდა საგანმანათლებლო სესიები (სულ 8), რომლებიც მიზნად ისახავდა ემიტენტების ცნობიერების ამაღლებას.

⁴ ამ პროგრამის ფარგლებში, ფინანსდება ობლიგაციების გამოშვებასთან დაკავშირებული ხარჯები (მათ შორის, საკრედიტო რეიტინგის ხარჯები) და ტექნიკური დახმარება იწვევს ობლიგაციების ემისიისთვის მოსამზადებელ პროცესის მხარდასაჭერად.

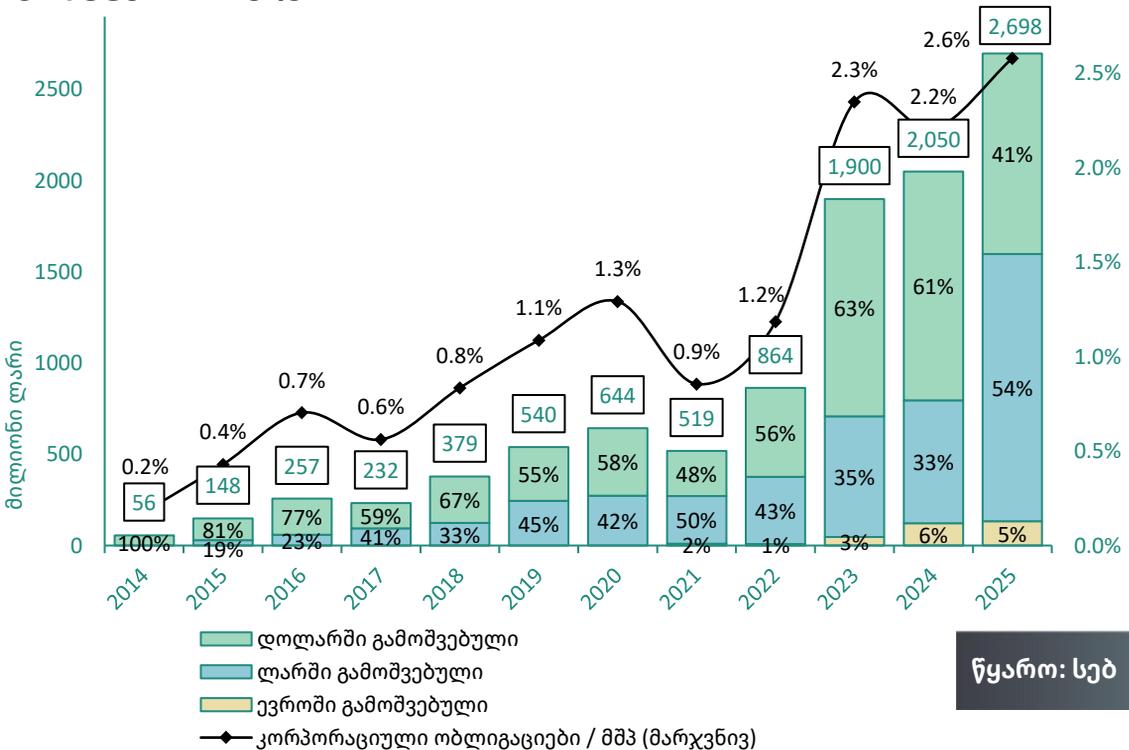
2025 წელს დაფიქსირდა ისტორიაში ყველაზე მაღალი საემისიო აქტივობა. შედეგად, მიმოქცევაში არსებული კორპორაციული ობლიგაციების ღირებულება 2024 წელთან შედარებით 33%-ით გაიზარდა (გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით) და 2.7 მილიარდ ლარს მიაღწია.

2025 წლის განმავლობაში, 14 ემიტენტის მიერ საჯარო შეთავაზების გზით გამოშვებული 20 ობლიგაციის ჯამურმა ღირებულებამ შეადგინა 1.58 მილიარდი ლარი, რაც დაახლოებით 3.3-ჯერ აღემატება წინა წლის ანალოგიური პერიოდის მაჩვენებელს, 480 მილიონ ლარს (იხ. გრაფიკი 4).

ახალი ემისიების 42% (ღირებულებით), რაც შეადგენდა დაახლოებით 668 მილიონ ლარს, განხორციელდა აწარმოე საქართველოს პროგრამის მხარდაჭერით.

იმავ პერიოდში, 498 მლნ ლარის ჯამური ღირებულების 14 კორპორაციული ობლიგაციას გაუვიდა ვადა და 366 მლნ ლარის ღირებულების 4 კორპორაციული ობლიგაცია დაიფარა ვადამდე, ნაწილობრივ ან სრულად.

გრაფიკი 5: ადგილობრივი საჯარო კორპორაციული ობლიგაციები ვალუტების მიხედვით, ნაშთი



წყარო: სუბ

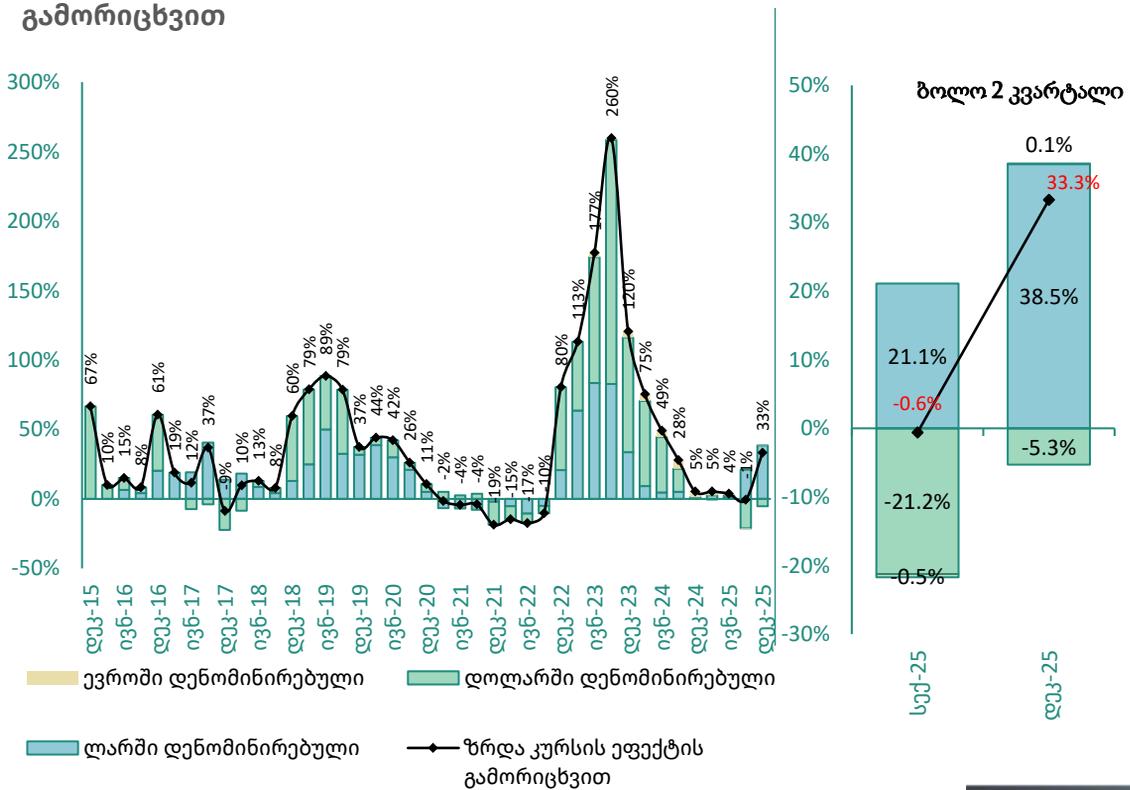
საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი, ვალუტების ჭრილში, მეტად დაბალანსებული გახდა.

2025 წლის ბოლო ორ კვარტალში, უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულმა ობლიგაციებმა, კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის ზრდაში (ნაშთის ღირებულების მიხედვით), უარყოფითი წვლილი შეიტანეს. შედეგად, ლარში დენომინირებული ობლიგაციები პოზიტიური კონტრიბუციის ერთადერთ წყაროს წარმოადგენდა (იხ. გრაფიკი 6).

1.58 მილიარდი ლარის ღირებულების ახალი ემისიებიდან, 1 მილიარდ ლარზე მეტი (დაახლოებით 66%) გამოშვებული იყო ლარში.

შედეგად, 2025 წლის ბოლოს, საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ჯამური ნაშთის 54% დენომინირებული იყო ლარში.

გრაფიკი 6: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის წლიური ზრდის დეკომპოზიცია ვალუტების მიხედვით, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით



წყარო: სუბ

კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის დამატებითი მახასიათებლები:

ვადიანობის პროფილი: მნიშვნელოვნად განსხვავდება გამოშვების ვალუტის მიხედვით:

- **უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული:** ხასიათდება შედარებით მოკლევადიანი ემისიებით (იხ. გრაფიკი 7). ზოგადად შეიძლება ითქვას, რომ ბაზარზე მოკლევადიანი ემისიების მაღალი წილი დადებით კავშირშია ბაზრის არალიკვიდურობასთან. ეს თანხვედრაშია იმ მოსაზრებასთან, რომ, როგორც წესი, არალიკვიდურ ბაზრებზე (გვ.19) ლიკვიდურობის პრემია ვადიანობის ზრდასთან ერთად მკვეთრად იზრდება.
- **ლარში გამოშვებული ობლიგაციები:** ემისიები უმეტესად გრძელვადიანია; 2025 წელს, ახალი ემისიების ღირებულების 94%, 3–5 წლიან ობლიგაციებზე მოდიოდა (იხ. გრაფიკი 7), რაც შესაძლოა დაკავშირებული იყოს ამ სეგმენტში ინსტიტუციონალური ინვესტორების დომინირებასთან.

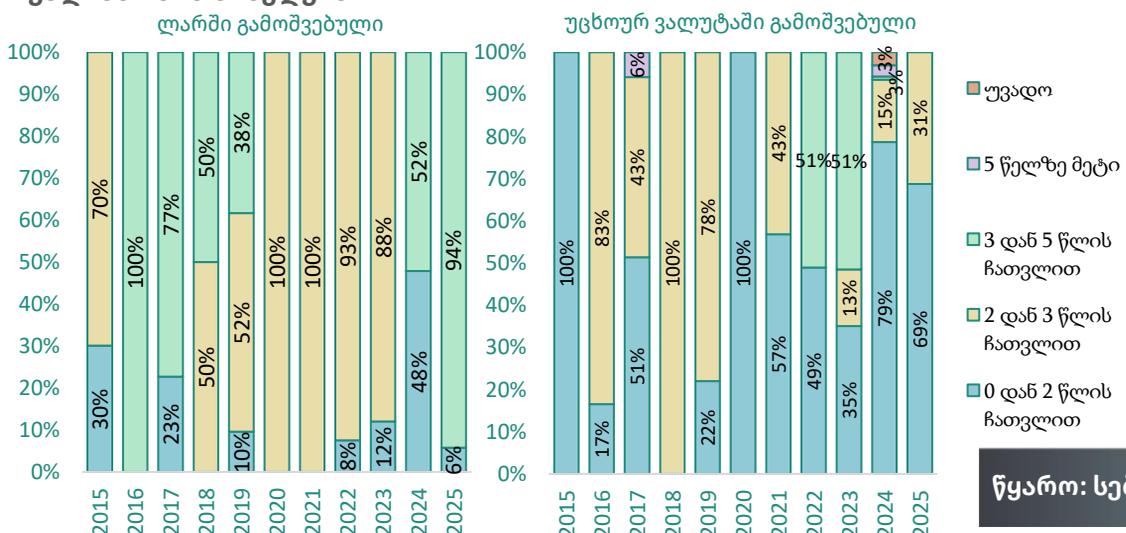
საკრედიტო რეიტინგი: ადგილობრივი კორპორაციული ემისიების ახალი განთავსებების 50-60% (ღირებულებით) უმეტესად მოდის საკრედიტო რეიტინგის მქონე ემიტენტებზე. (იხ. გრაფიკი 8)

- 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) 43%-ს გააჩნია GSSS-სტატუსი (იხ. გრაფიკი 9).

- პირველი GSSS სტატუსის მქონე (მწვანე) ობლიგაცია განთავსდა 2022 წელს.
- 2025 წელს დაფიქსირდა ისტორიულად მაღალი აქტივობა GSSS-სტატუსის მქონე ემისიების მხრივ: ემისიების 48%-ს (ღირებულებით) ჰქონდა GSSS სტატუსი.

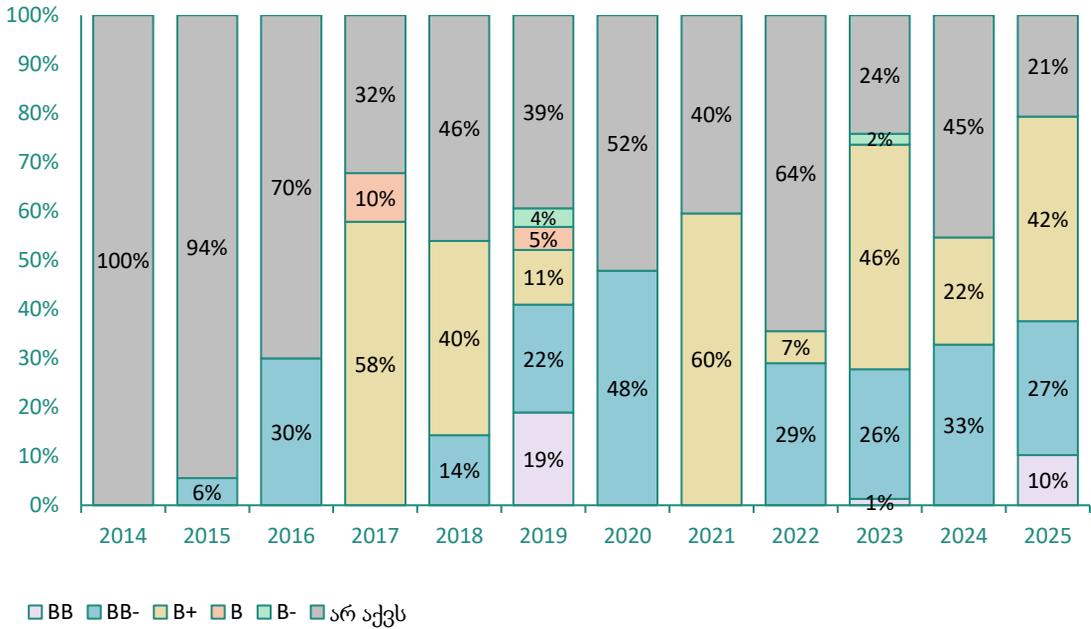
გრაფიკი 7: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ახალი განთავსებები ვადიანობის მიხედვით



წყარო: სებ

⁵ GSSS – Green, Social, Sustainable and Sustainability Linked

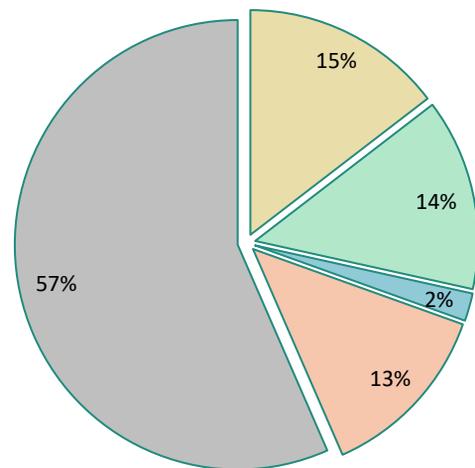
გრაფიკი 8: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ახალი განთავსებები ემიტენტის საკრედიტო რეიტინგების მიხედვით



გრაფიკი 9: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების განაწილება GSSS სტატუსის მიხედვით

ახალი ემისიები

ნაშთი - 2025



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

წყარო: სუბ

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

- 2018 წლის განმავლობაში ობლიგაციები 4 ეკონომიკური სექტორიდან იყო გამოშვებული. რაც 2022 წელს 6, ხოლო 2023 წელს 10 სექტორამდე გაიზარდა.
- 2025 წლის ბოლოს, ნაშთის სახით, ობლიგაციები წარმოდგენილი იყო 13 სექტორიდან; თუმცა, მთლიანი ნაშთის თითქმის 50%-ს იკავებდა 3 სექტორი: ჯანდაცვის აქტივობები, ავტომობილები და სხვა ფინანსური სერვისები.

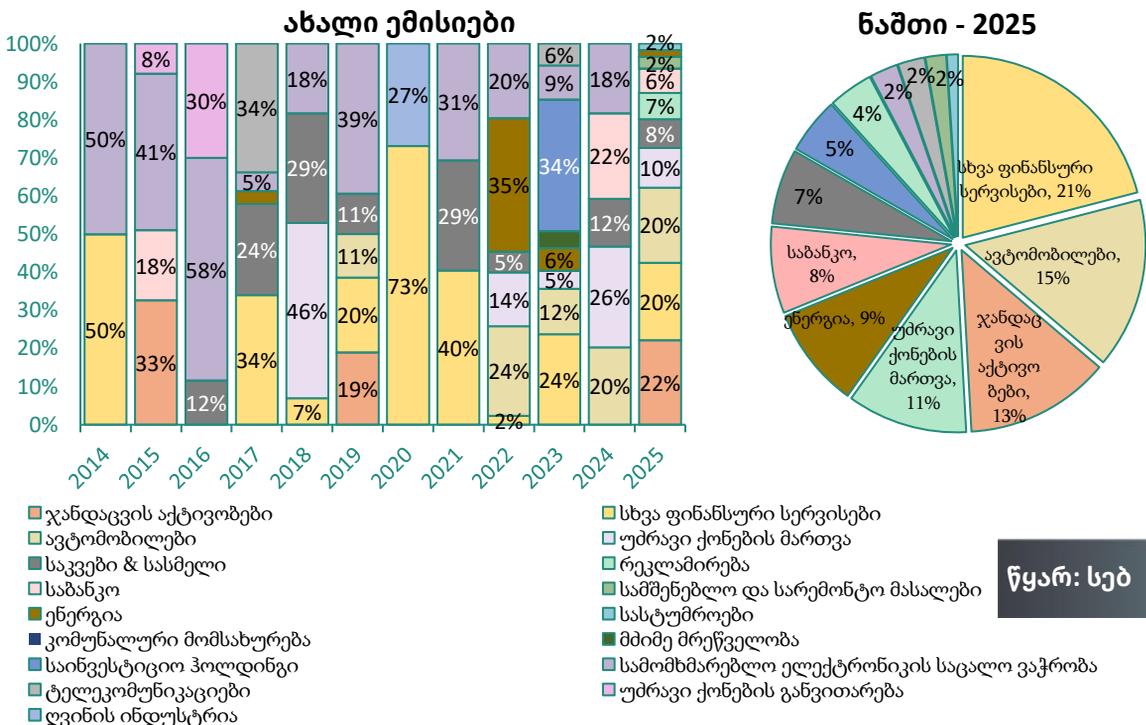
მოზიდული სახსრების მიზნობრიობა⁶: ობლიგაციების ბაზრის განვითარების საწყის ეტაპზე (2014-2016 წწ), ემისიიდან მიღებული ფულადი სახსრების გამოყენების ძირითად მიზნობრიობას წარმოადგენდა ბიზნესის გაფართოება/კაპიტალური დანახარჯები; ბოლო წლებში მიზნობრიობა ძირითადად გადაიხარა არსებული სესხების გადაფარვისა და ობლიგაციების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

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

შემოსავლების კატეგორია⁷: ბაზარი ემიტენტის ზომის მიხედვით დივერსიფიცირებულია, თუმცა ბოლო წლებში ახალი ემისიების კომპოზიცია შეიცვალა. თუ წინა წლებში გამოშვებების ღირებულებით II კატეგორიის ემიტენტები (20–100 მილიონი ლარი) დომინირებდნენ, ბოლო ორი წლის განმავლობაში ახალი ემისიების ღირებულებაში წამყვანი პოზიცია I კატეგორიის ემიტენტებმა (>100 მილიონი ლარი) დაიკავეს (იხ. გრაფიკი 12).

- 2023 წლიდან, ბაზარზე III კატეგორიის (2-20 მლნ) ემიტენტებიც გამოჩნდნენ, რაც ობლიგაციებით დაფინანსებაზე წვდომის ზრდაზე მიუთითებს. თუმცა აღსანიშნავია, რომ ობლიგაციების საჯარო განთავსება მოითხოვს გამჭვირვალობას, სათანადო კორპორაციულ მმართველობას, პერიოდულ გამჭვადვებებს 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 განაწილება სექტორების მიხედვით



წყარო: სებ

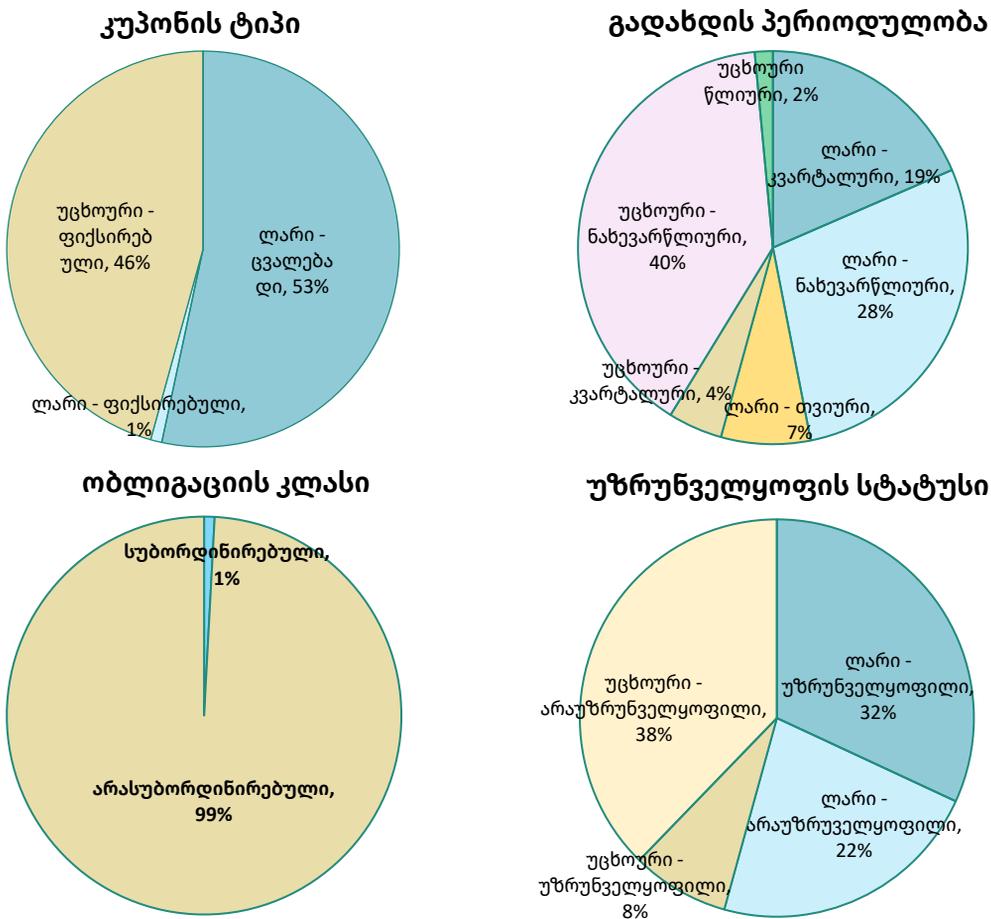
კუპონის ტიპი და გადახდის პერიოდულობა განსხვავდება ვალუტების მიხედვით.

- ძირითადად, ლარში გამოშვებულ ობლიგაციებს აქვთ ცვალებადი კუპონი და გადახდები ხორციელდება ნახევარწლიურად ან 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 ბოლოსთვის, ნაშთის სახით არსებული ლარის ობლიგაციების 58.7%, ხოლო უცხოური ვალუტის ობლიგაციების 17.5% იყო უზრუნველყოფილი.

გრაფიკი 13: საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების მახასიათებლები. ნაშთი - 2025



წყარო: სებ

მსგავსი ქვეყნების ფასიანი ქაღალდების ბაზრების შედარება

ობლიგაციების ბაზარი

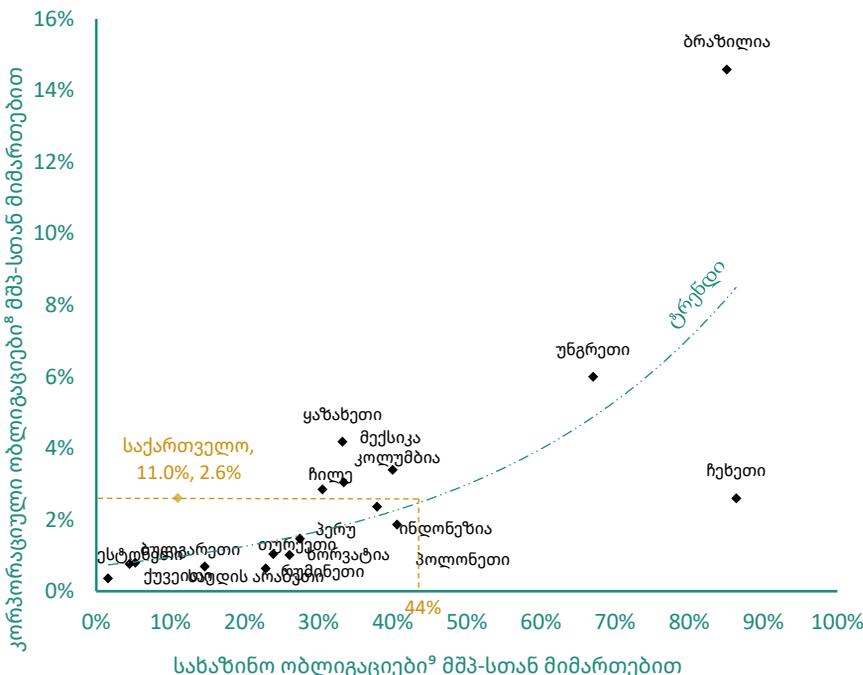
სახაზინო ობლიგაციების ბაზარს საქართველოში ზრდის მნიშვნელოვანი პოტენციალი გააჩნია:

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 ობლიგაციების ბაზრებს შორის ოპტიმალურ ურთიერთკავშირს, მაშინ საქართველოს სახაზინო ობლიგაციების ზომა მშპ-სთან მიმართებით არსებულ 11%-ს დაახლოებით ოთხჯერ უნდა აჭარბებდეს (44%). (იხ. გრაფიკი 14).

გრაფიკი 14: კორპორაციული Vs. სახაზინო ობლიგაციები (2025)



წყარო: სებ, Bloomberg

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

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

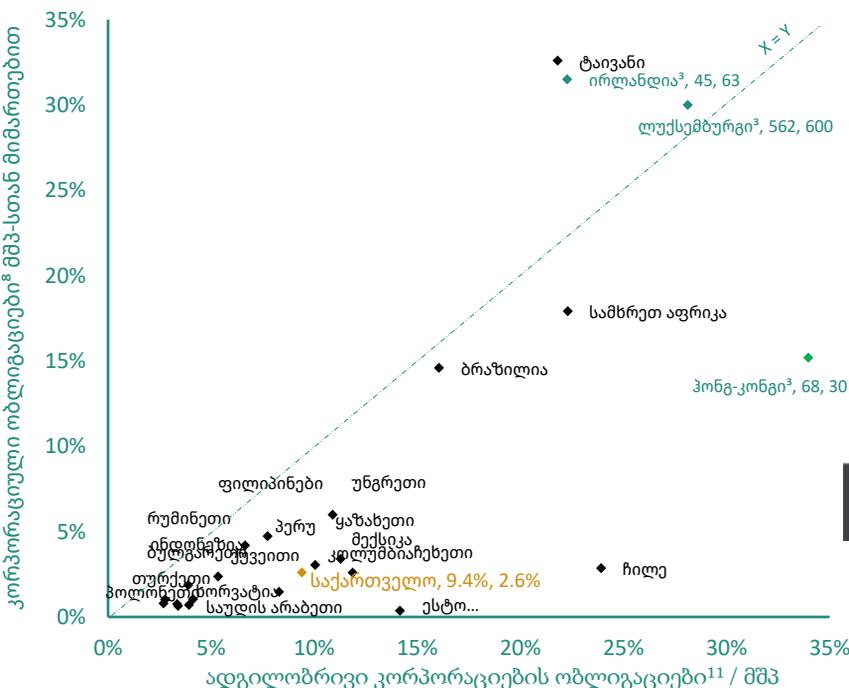
ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის პარალელურად მოსალოდნელია ქართული კომპანიების ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარზე დაბრუნება:

განვითარებად ქვეყნებში, ადგილობრივი კომპანიების მიერ ადგილობრივ და საერთაშორისო ბაზარზე ჯამურად გამოშვებული ობლიგაციები უმეტესად აჭარბებს ადგილობრივი კორპორაციული ობლიგაციების⁸ 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 (2025)



წყარო: სებ, Bloomberg

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

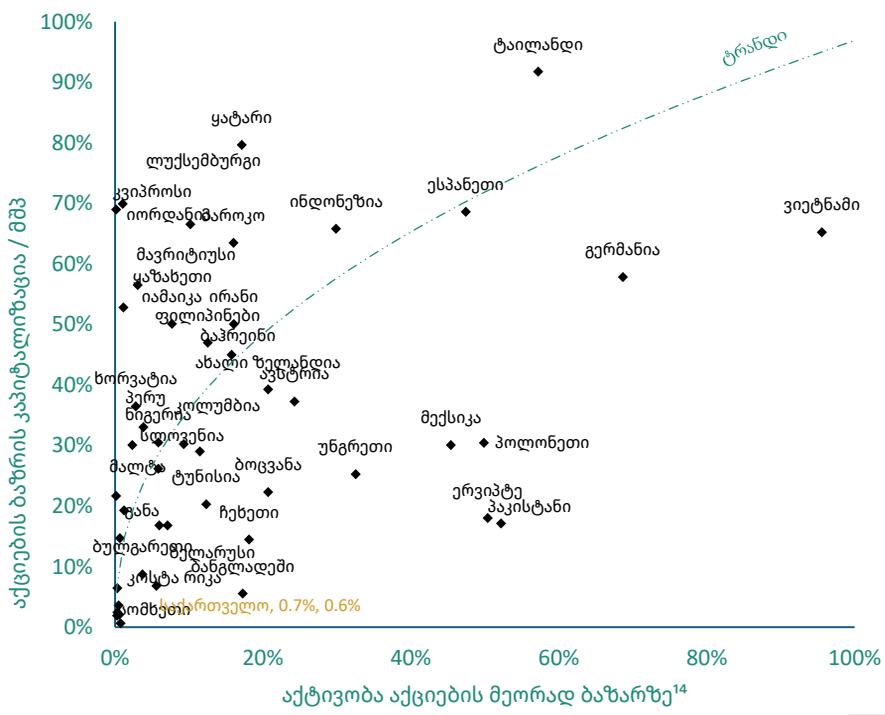
¹¹ ადგილობრივი კორპორაციების მიერ ადგილობრივ და საერთაშორისო ბაზარზე ნებისმიერ ვალუტაში, საჯაროდ გამოშვებული ობლიგაციები.

აქციების 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 აქტივობა მეორად ბაზარზე აჩვენებს მხოლოდ უმნიშვნელო ზრდას.

საქართველოს აქციების ბაზრის აქტივობის მაჩვენებელი¹⁴ მხოლოდ 0.7%-ს შეადგენს, რაც განხილული 79 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 ბაზარზე (2025)



წყარო: სებ, Bloomberg

¹⁴ მეორადი ბაზრის აქტივობის მაჩვენებელი ითვლება, წლის განმავლობაში განსორციელებული ტრანზაქციების შეფარდებით 2024 და 2025 წლების საშუალო საბაზრო კაპიტალიზაციასთან.

ინვესტორთა ბაზა და აქტივობა მეორად ბაზარზე

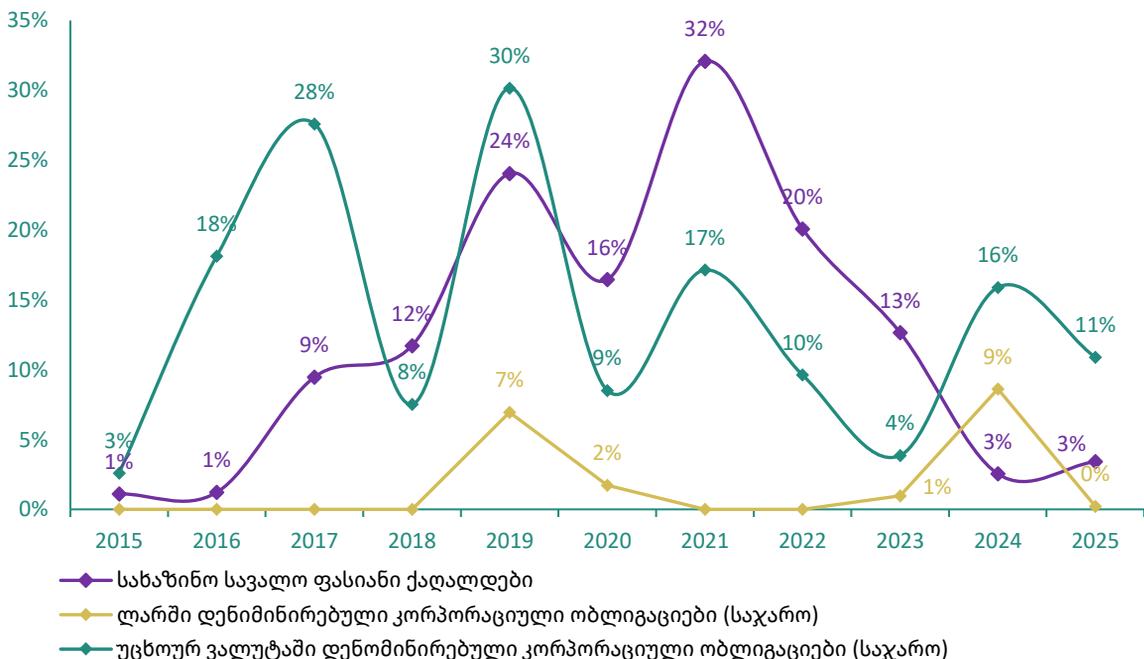
სავალო ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის აქტივობა მნიშვნელოვნად განსხვავდება ემისიის ვალუტისა და ემიტენტის ტიპის მიხედვით:

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: აქტივობა¹⁵ საქართველოს სავალო ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზრებზე



წყარო: სებ, სსბ, სფს

¹⁵ აქტივობა ითვლება წლიური ტრანზაქციების ჯამის შეფარდებით საშუალო წლიურ ნაშთთან. კორპორაციული ობლიგაციებისთვის, მონაცემები მოიცავს როგორც ბირჟაზე დადებულ ასევე მასზე დაფიქსირებულ ტრანზაქციებს

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

არასაბანკო ინვესტორთა ჯგუფების მონაწილეობის ზრდის შედეგად, 2025 წელს, ლარში დენომინირებული კორპორაციული ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა მეტად დივერსიფიცირებული გახდა (იხ. გრაფიკი 19).

- მიუხედავად ამისა, ბაზარზე კვლავ დომინირებენ ინვესტორები, რომლებიც უმეტესად ვადის გასვლამდე ფლობენ ობლიგაციებს.

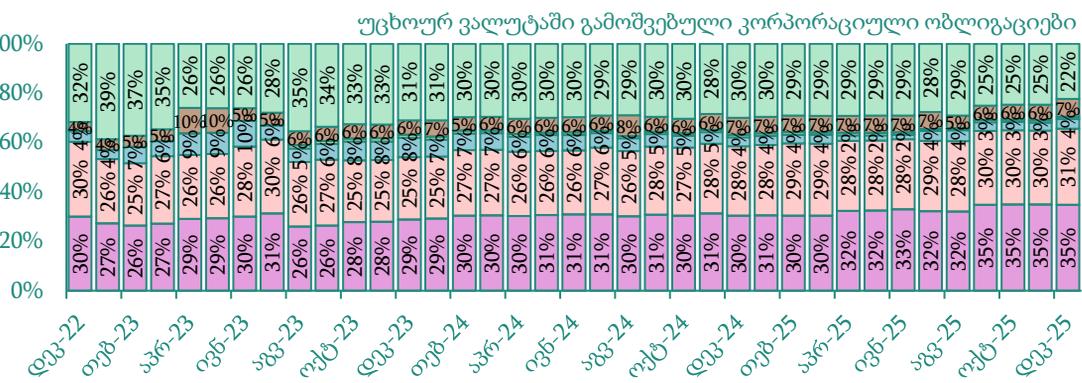
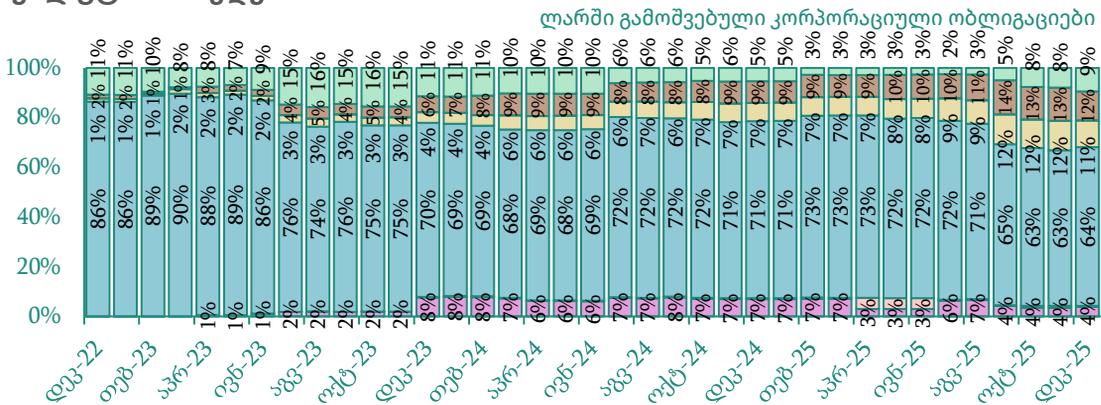
უცხოური ვალუტის ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა მეტად დივერსიფიცირებულია, მაღალია საცალო ინვესტორების წილი და შესაბამისად, მეორადი ბაზარი შედარებით მაღალ ლიკვიდურობას აჩვენებს

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

საცალო 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 საცალო ინვესტორთა დაინტერესებას. შესაბამისად, ასეთ ბაზრებზე დომინირებენ დაფარვამდე ფლობის სტრატეგიის მქონე ადგილობრივი გრძელვადიანი ინვესტორები.

გრაფიკი 19: კორპორაციული ობლიგაციების მფლობელობის სტრუქტურა ვალუტის მიხედვით



- არა-რეზიდენტი იურიდიული პირები
- სხვა რეზიდენტი იურიდიული პირები
- რეზიდენტი საპენსიო ფონდი
- რეზიდენტი კომერციული ბანკები
- არა-რეზიდენტი ფიზიკური პირები
- რეზიდენტი ფიზიკური პირები

წყარო: სებ

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:

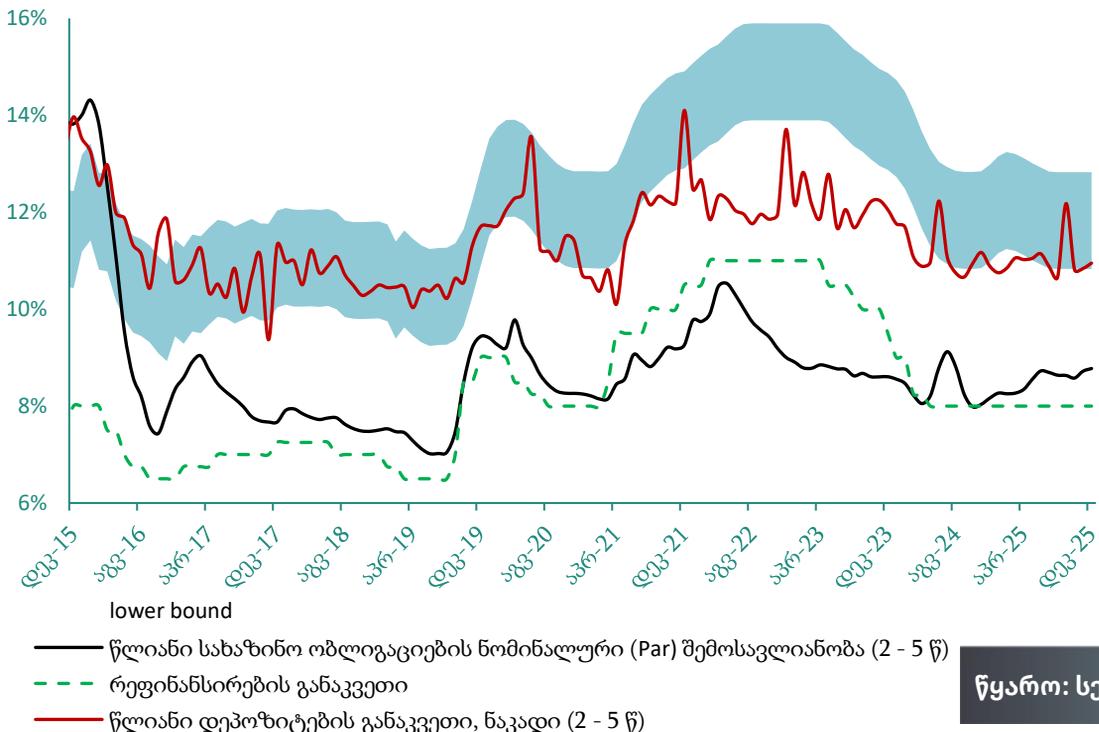
დედოლარიზაციის დადებითი ტენდენციის მიუხედავად, შინამეურნეობების მნიშვნელოვანი ნაწილისათვის, აშშ დოლარი კვლავ რჩება დაზოგვის მთავარ საშუალებად;

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.

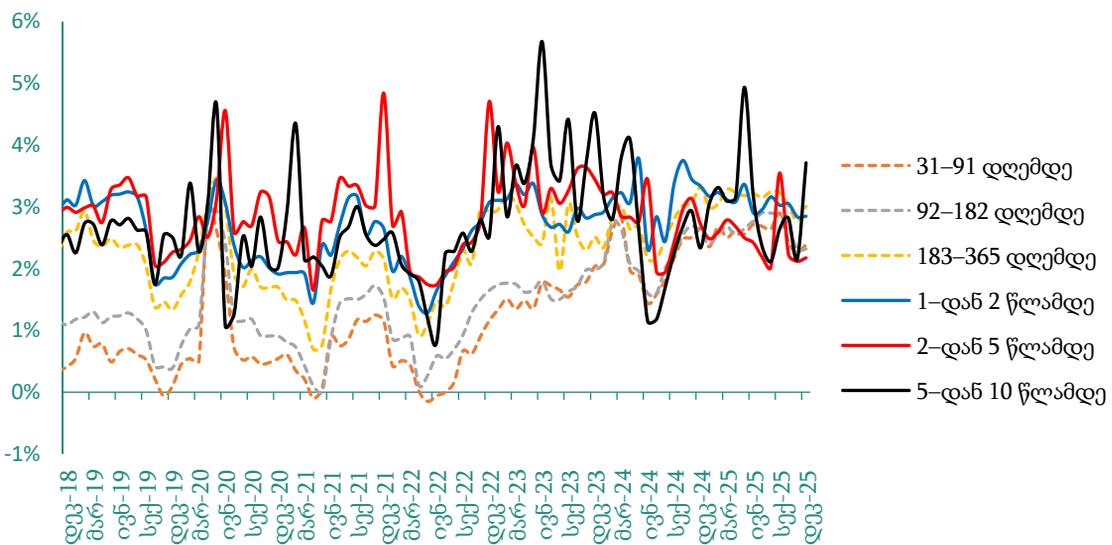
გრაფიკი 20: ლარის საპროცენტო განაკვეთების გარემო



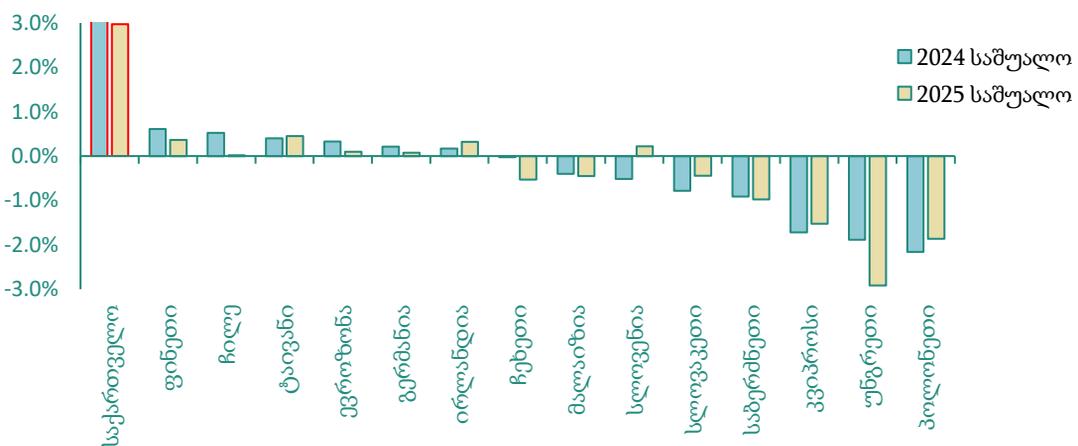
სადეპოზიტო განაკვეთებსა და სახაზინო ობლიგაციებს შორის მაღალი სპრედი შესაძლებელია გამოწვეული იყოს 2 ძირითადი მიზეზით:

- 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 სხვა ქვეყნებში



წყარო: სეზ, სხვა ცენტრალური ბანკები

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

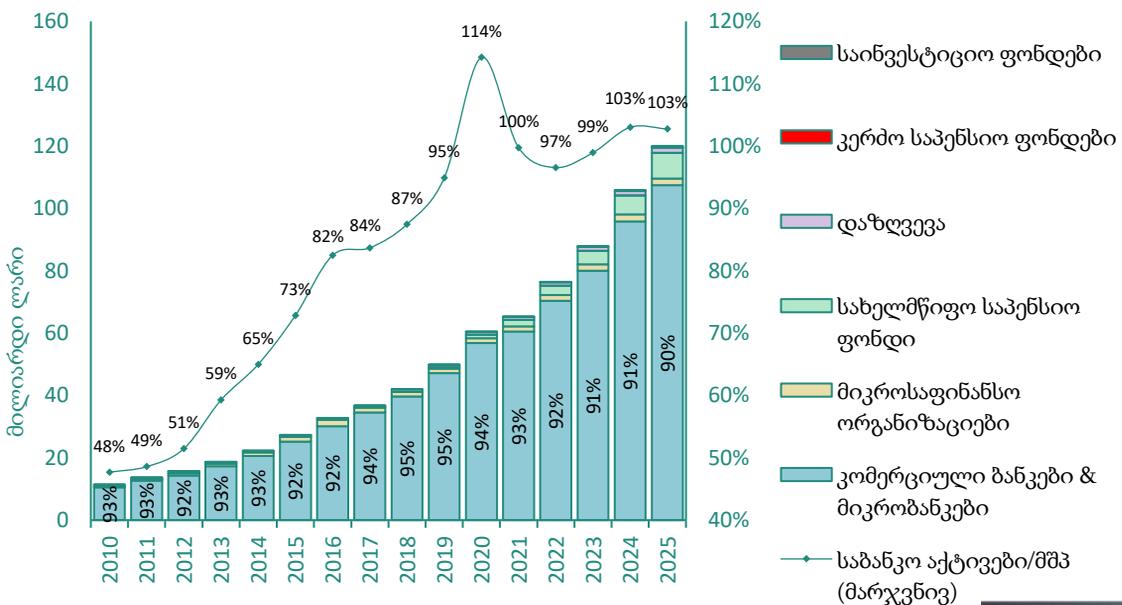
კომერციული ბანკები წარმოადგენენ საქართველოს ფინანსური სექტორის უმსხვილეს მოთამაშეებს. თუმცა, შეინიშნება სექტორში მათი წილის ოდნავი კლება:

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 ბოლოს მდგომარეობით 90% შეადგენა (იხ. გრაფიკი 23).

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

გრაფიკი 23: აქტივების გადანაწილება ფინანსურ სექტორში¹⁸



წყარო: სებ

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, არადისკრეციულ რეჟიმში მოქმედი საბროკერო კომპანიები ამ ანალიზიდან გამორიცხულია.

¹⁸ სადაზღვეო კომპანიებისა და კერძო საპენსიო ფონდების აქტივების შესახებ 2025 წლის ინფორმაცია წარმოადგენს საპროგნოზო მარჯვენა მხარეს.

საინვესტიციო ფონდები

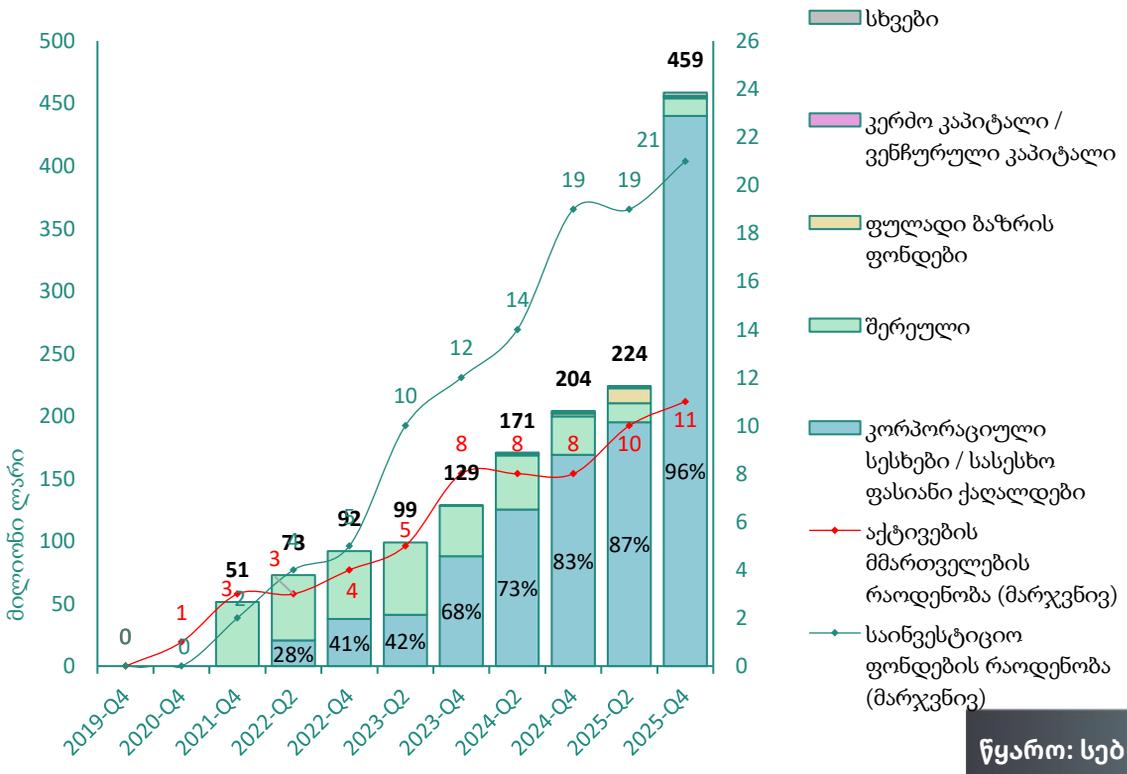
2025 წლის მდგომარეობით, საქართველოში ოპერირებდა 11 აქტივების მმართველი კომპანია და 21 საინვესტიციო ფონდი, რომელთა მართვის ქვეშ მყოფი აქტივები ჯამურად შეადგენდა 459 მილიონ ლარს:

21 საინვესტიციო ფონდიდან 11 წარმოადგენდა „კორპორაციული სესხები / სასესხო ფასიანი ქაღალდები“ ტიპის ფონდებს, რომლებიც ჯამში განკარგავდნენ მთლიანი სექტორის მართვის ქვეშ მყოფი აქტივების 96%-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: სეპ

საქართველოს საპენსიო ფონდი

2025 წლის დეკემბრის მდგომარეობით საპენსიო ფონდის აქტივების ღირებულებამ 8.2 მილიარდ ლარს, ხოლო ჯამურმა ამონაგებმა 2.2 მილიარდ ლარს მიაღწია:

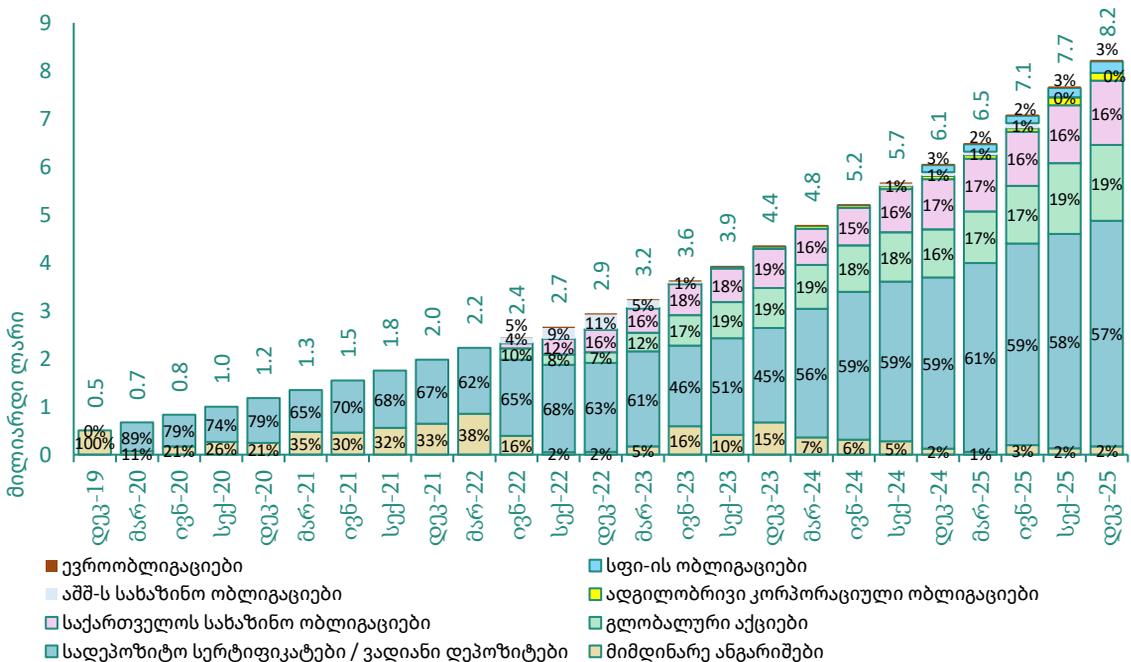
ყველაზე მსხვილი -კონსერვატიული პორტფელის (მთლიანი პორტფელის 99%) - გაწლიურებული წმინდა ნომინალური ამონაგები, დაარსების თარიღიდან 2025 წლის დეკემბრამდე 10.14%-ს შეადგენდა (რეალური გაწლიურებული ამონაგები - 4.35%).

2025 წლის ბოლოს საპენსიო ფონდს მთლიანი პორტფელის 2% (160 მლნ ლარი) ჰქონდა ინვესტირებული ლარში დენომინირებულ კორპორაციულ ობლიგაციებში (იხ. გრაფიკი 25) რაც თავის მხრივ, ლარში დენომინირებული კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის 11%-ს შეადგენდა (იხ. გრაფიკი 19).

- ინვესტიციები უცხოური ვალუტით დენომინირებულ ობლიგაციებში გაცილებით მცირეა, კერძოდ: 5.3 მილიონი ლარი, რაც საპენსიო ფონდის მთლიანი პორტფელის 0.06%-ს, ხოლო უცხოურ ვალუტაში გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის 0.43%-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: სუბ

საქართველოს არაფინანსური სექტორის დაფინანსების წყაროები

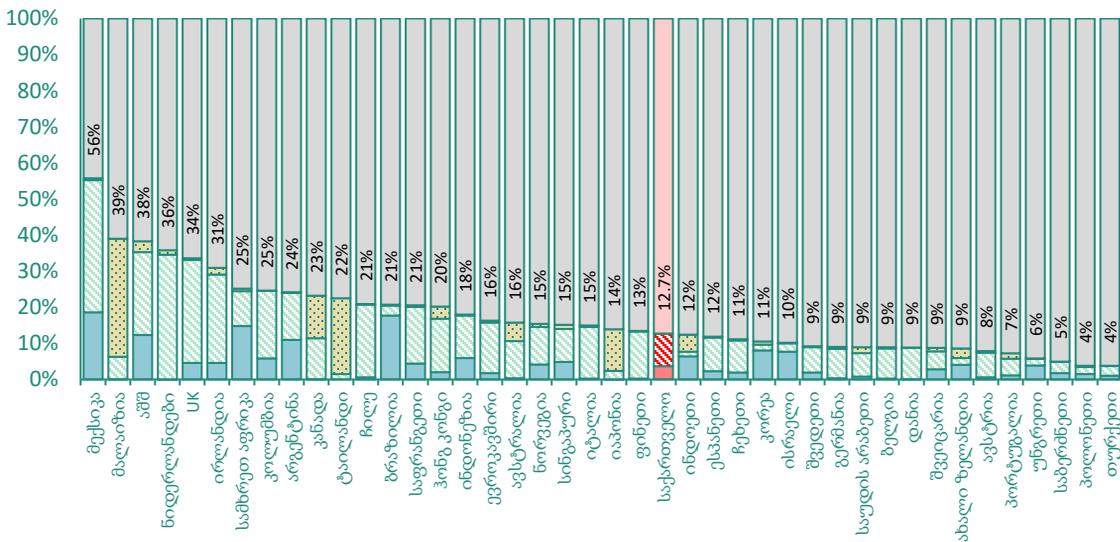
საქართველოში, არაფინანსური კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარს, ზრდის მნიშვნელოვანი პოტენციალი გააჩნია:

2025 წლის ბოლოს, საჯარო კორპორაციული ობლიგაციების ნაშთის 66% გამოშვებული იყო არაფინანსური ორგანიზაციების მიერ (იხ. გრაფიკი 10)

2025 წლის მეორე კვარტლის მდგომარეობით, ქართული არაფინანსური კომპანიების მიერ გამოშვებული ყველა ტიპის კორპორაციული ობლიგაციის (როგორც საჯარო, ისე კერძო შეთავაზებების ფარგლებში, ადგილობრივ და უცხოურ ბაზრებზე) წილი მათი მთლიანი სავალო დაფინანსების 12.7%-ს შეადგენდა (რომლიდანაც ადგილობრივ ობლიგაციებზე - 3.7% მოდიოდა).

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

გრაფიკი 26: არაფინანსური კორპორაციების საკრედიტო დაფინანსების წყაროები (კვ2-2025)



- საკრედიტო ვალდებულებები ობლიგაციების გამოკლებით
- კერძო შეთავაზებით გამოშვებული ობლიგაციები
- საერთაშორისო ბაზარზე საჯარო შეთავაზებით გამოშვებული ობლიგაციები (მოიცავს ორმაგ ლისტინგებს)
- ადგილობრივ ბაზარზე საჯარო შეთავაზებით გამოშვებული ობლიგაციები (ორმაგი ლისტინგების გამოკლებით)

