



ლარი/ევრო/დოლარი - ბიზნეს სტრატეგია

დაფინანსების ოპტიმალური სავალუტო
სტრუქტურის ჩარჩო - 8 მილიარდი ლარის
პოტენციური სარგებელი საქართველოს
კორპორატიულ სექტორში

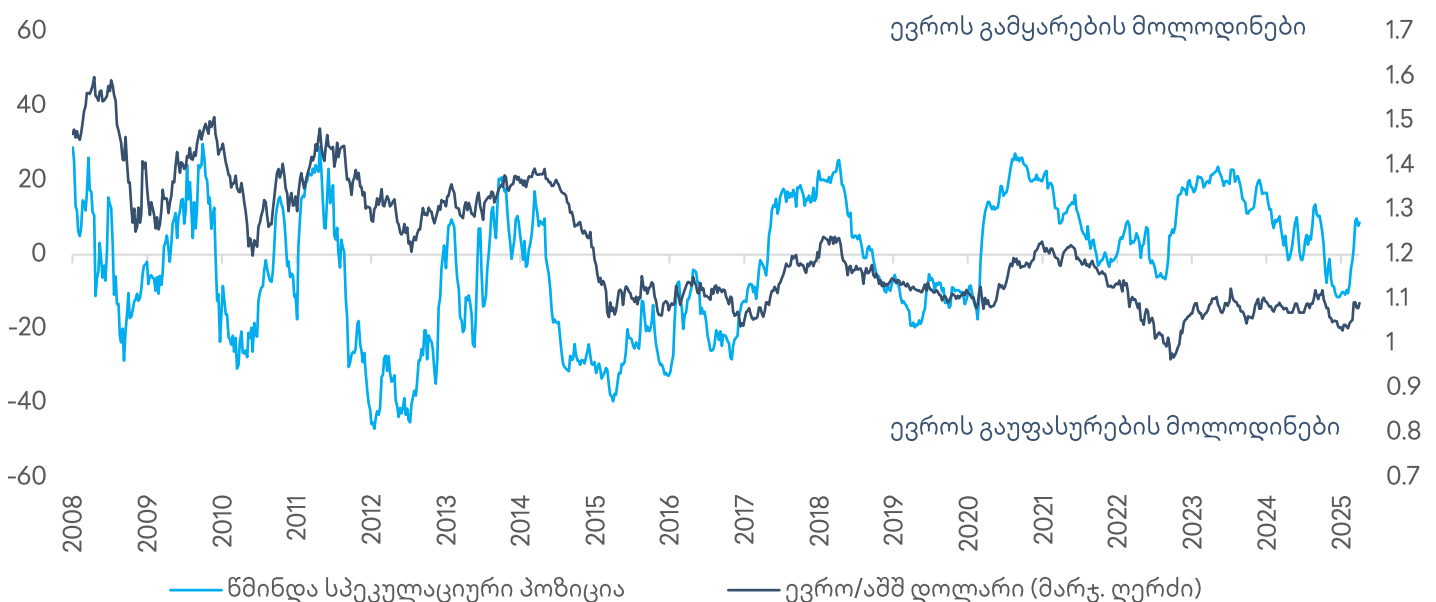
16 აპრილი 2025

თიბისი ჯგუფის მთავარი ეკონომისტის ოფისი

პირველ რიგში, მადლობას ვუხდით ბიზნეს სფეროს იმ წარმომადგენლებს, რომლებიც თიბისი კაპიტალის ოპტიმალური სავალო დაფინანსების სავალუტო სტრუქტურის ჩარჩოს აქტიურად იყენებენ. განსაკუთრებით აღსანიშნავია ამ საკითხზე გამართული სამუშაო შეხვედრები, სადაც მაკრო- და მიკროეკონომიკური, ბიზნესის გადასახედიდან მსჯელობის ეფექტიანი შეჯერება ხდება. როგორც ყოველთვის, რაც წარსულში მოხდა, არ არის აუცილებელი მომავალშიც განმეორდეს. ამასთან, პოტენციური სარგებელი ძალზე მაღალია - 2013 წლიდან დღემდე დაახლოებით 8 მილიარდი ლარი. შედარებისათვის, სადღეისოდ საქართველოში კორპორატიული სესხების მოცულობა 22 მილიარდი ლარის ეკვივალენტია. ამდენად, კიდევ ერთხელ, უკვე უფრო მოკლედ აღვწერთ მიდგომას, რომელიც ჩვენ მიერ პირველად ჯერ კიდევ 2019 წელს, [თიბისი ეკონომიკური მიმოხილვის](#) ფარგლებში გამოქვეყნდა. თავისთავად, ჩარჩო მცირე და საშუალო საწარმოებისათვის, ფიზიკური პირებისთვის და ასევე, უკვე საინვესტიციო კუთხით არის ღირებული, თუმცა, ბუნებრივია, ამ მხრივ კომუნიკაცია სულ მცირე განსხვავებულ ფორმას მოითხოვს, რაც უფრო სამომავლოდ ჩვენი ყურადღების საგანი იქნება.

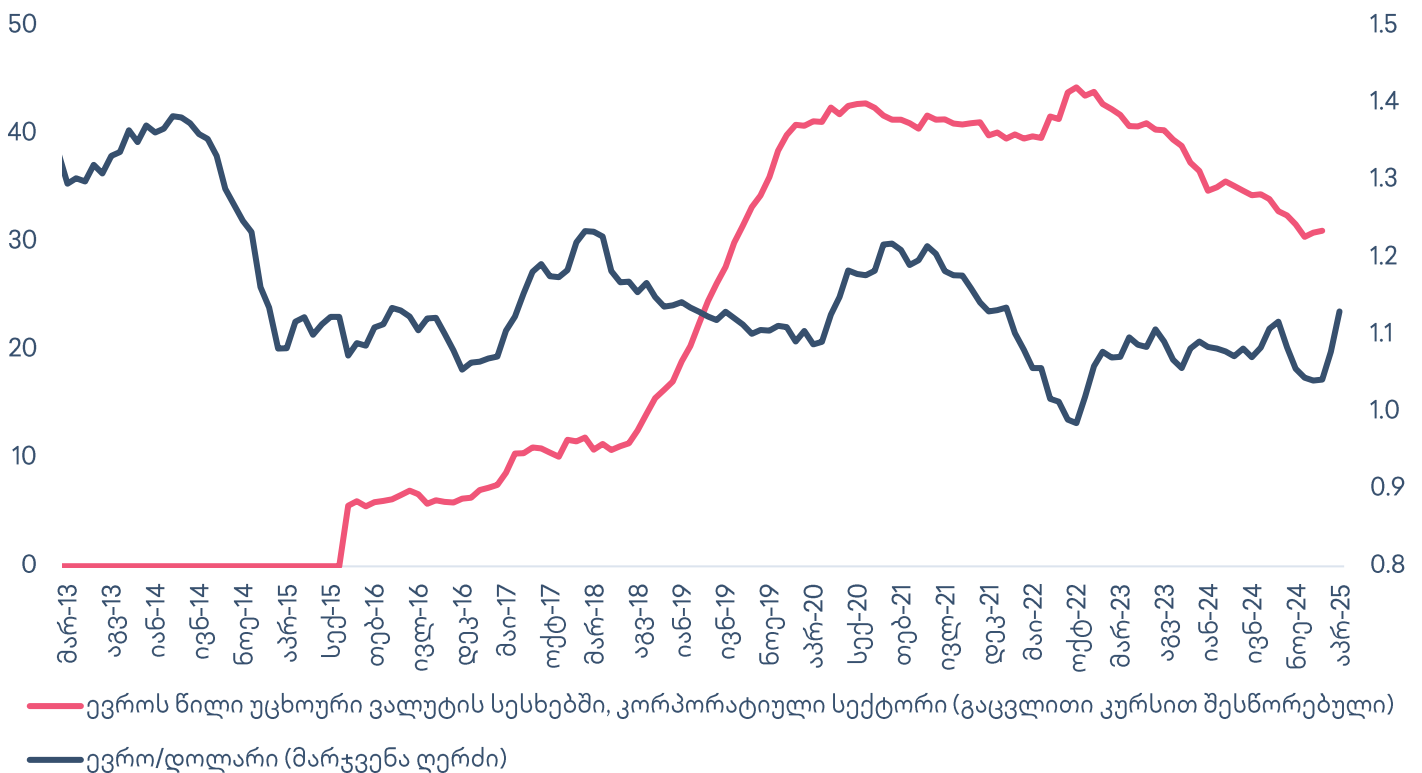
გადავიდეთ ჩარჩოს ილუსტრაციაზე. სადღეისოდ, პრეზიდენტ ტრამპის მიერ [ინიცირებული სატარიფო პოლიტიკა](#) კიდევ ერთი მაგალითია, რომ ბაზრის მოლოდინები მოკლევადიან პერიოდში ხშირად მკვეთრად იცვლება. საკუთრივ, მაშინ როდესაც სულ ახლახანს ტარიფების დაწესება დოლარის გამყარების არგუმენტად ითვლებოდა, მიმდინარე ეტაპზე [მოლოდინები საპირისპიროდ შეიცვალა](#). განწყობების ცვლილება ადვილი შესამჩნევია როგორც აშშ-ში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მოსალოდნელი ტრაექტორიის შემცირების, ასევე წმინდა სპეკულაციური პოზიციების კუთხით, რომლებიც ბაზარზე ევროს გამყარების მოლოდინებზე მიუთითებს (დიაგრამა 1).

დიაგრამა 1: წმინდა სპეკულაციური პოზიციები ბაზრის სამომავლო განწყობებს ასახავს და მათი ზრდა ევროს გამყარების მოლოდინების მატების მანიშნებელია (8-აპრ-2025)



ამდენად, როგორ უნდა მივიღოთ გადაწყვეტილებები ასეთ ცვალებად გარემოში? ჩვენი პასუხია უფრო საშუალო და გრძელვადიან ინდიკატორებზე ფოკუსირება, რომლებიც ყოველდღიურ „ახალ ამბებზე“ არაა დამოკიდებული. მაგალითად, როდესაც 2022 წლის შემოდგომაზე ევრო მკვეთრად იყო გაუფასურებული, რასაკვირველია, დამატებით გაუფასურება გამორიცხული არ იყო, თუმცა ჩვენი ჩარჩოს მიხედვით, ევრო/დოლარის [გრძელვადიანი წონასწორული ნიშნულიდან](#) გამომდინარე, ეს ევროში შედარებით უფრო ნაკლებად სესხების არგუმენტს წარმოადგენდა. საპირისპიროდ, ამ დროს პრაქტიკაში საქართველოში პირიქით, ევროში მეტი სესხის აღებას ჰქონდა ადგილი (დიაგრამა 2). ეს კარგი მაგალითია, თუ რა ეპიზოდებიდან გამომდინარე დაგროვდა ამდენად დიდი სარგებელი. ამასთან, ბოლო პერიოდში, სავალუტო სესხების მხრივ დინამიკა შედარებით უფრო ჩვენს ჩარჩოსთან თანხვედრაშია, რაც მისასალმებელია.

დიაგრამა 2: ბოლო პერიოდში კორპორატიული სექტორის სავალუტო სესხებში ევროს წილი მცირდება, რაც ჩვენი ჩარჩოდან გამომდინარე მისასალმებელია

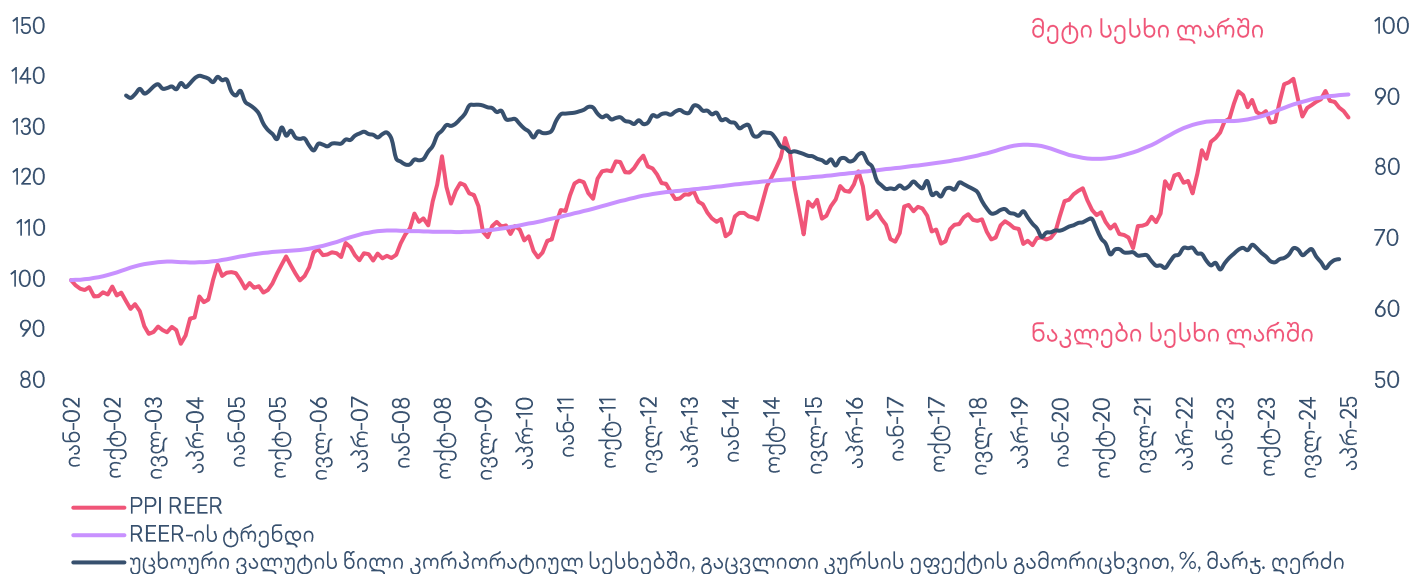


წყარო: ეროვნული ბანკი, თიბისი კაპიტალი

როგორ უნდა ვიმოქმედოთ ახლა, როდესაც ევრო გამყარდა? დიახ, შედარებით უფრო მეტი სესხი ევროში. რამდენად მეტი და რა საშუალო და გრძელვადიან ინდიკატორებთან მიმართებაში იყო/არის ევრო გაუფასურებული, ეს ვრცელი განხილვის თემაა და [ჩვენს პუბლიკაციებში არის წარმოდგენილი](#).

და ლარი? რასაკვირველია, შექმნილ პოტენციურ ღირებულებაში ლარის კონტრიბუცია არსებითია. მიდგომა ანალოგიურია, რაც დიაგრამა 3-ზე არის გადმოცემული. ამასთან, ჩვენი ჩარჩოს მიხედვით, მნიშვნელოვანია გავითვალისწინოთ, რომ შეფასებები ყოველთვის მხოლოდ საშუალო და გრძელვადიან ინდიკატორებს არ ეყრდნობა. საკუთრივ, რაც უფრო განვითარებული და ღრმაა ბაზარი, ფუნდამენტურ ცვლადებზე ორიენტაცია მეტად ხდება. ამის მაგალითი სწორედ ევრო-დოლარის წყვილია. საპირისპიროდ, შიდა ანალიტიკისა და, შესაბამისად, ჩვენი დამატებული ღირებულების სივრცე კიდევ უფრო მეტია იგივე [ლარისა](#) და თუნდაც [უბბეკური სომის](#) შემთხვევებში.

დიაგრამა 3: ლარიზაციის დინამიკის გათვალისწინებითაც, კორპორატიულ სესხებში ლარის წილის მხრივ საშუალო და გრძელვადიანი ინდიკატორების გამოყენება ნაკლებად იკვეთება (რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (REER) და მისი გრძელვადიანი ტრენდის შეფასება, 15-აპრ-25, ზრდა ნიშნავს ლარის გამყარებას)

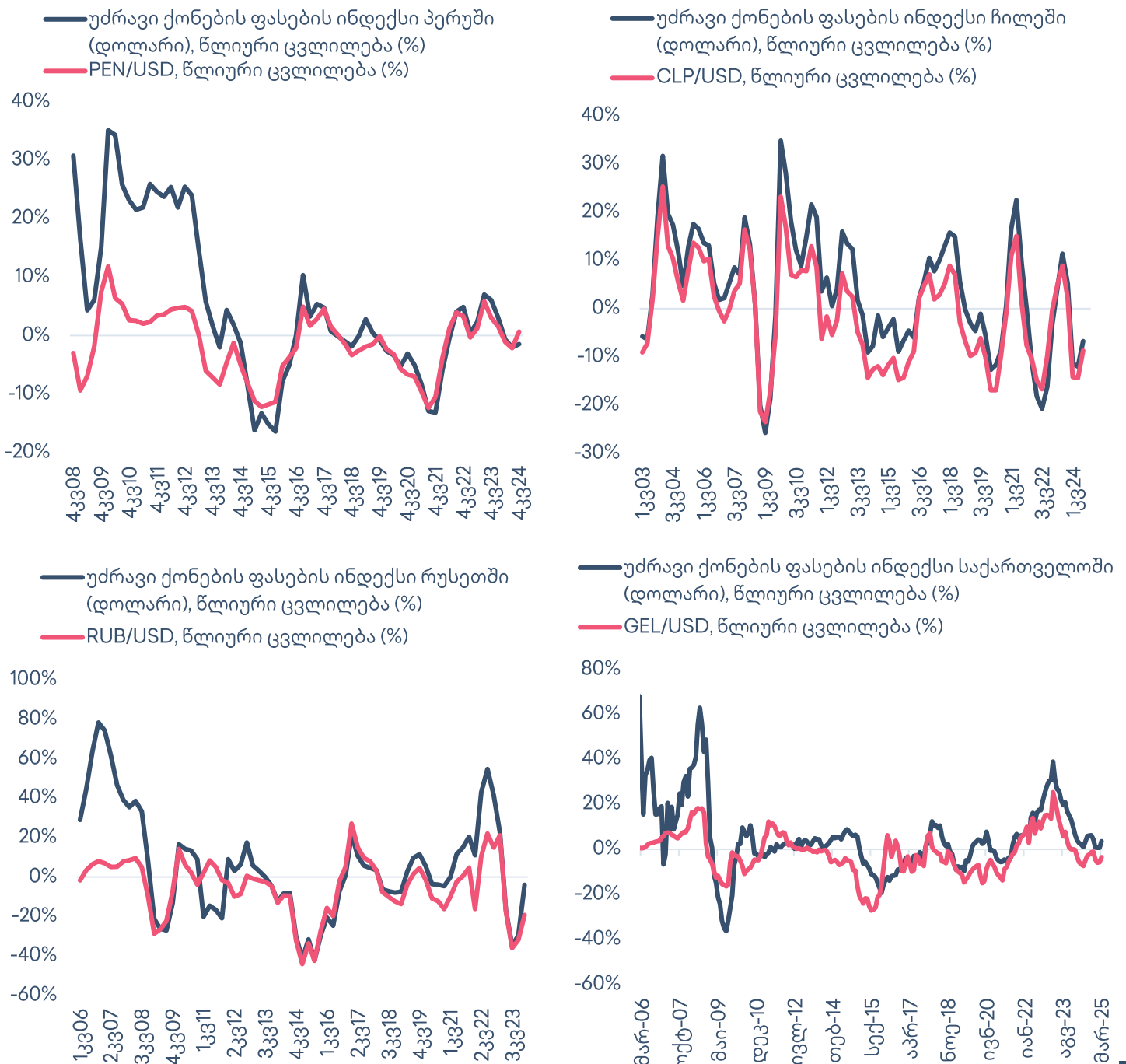


შენიშვნა: PPI REER შეფასებულია 2013 წლის იანვრიდან
REER ტრენდი შეფასებულია საქართველოსა და ძირითად სავაჭრო პარტნიორებს შორის მოსახლეობის ერთ სულზე მშპ-ს სხვაობით შეფარდებით წონების გამოყენებითა და შესწორებულია არავაჭრობადი სექტორების წილით
წყარო: სეფ, სსფ, მსოფლიო ბანკი, თიბისი კაპიტალი

ასევე, უნდა გავითვალისწინოთ, რომ, ჩვენი ჩარჩოს მიხედვით, როდესაც 8 მილიარდი ლარის სარგებელი გავიანგარიშეთ, დაფინანსების სტრუქტურაში ლარი/ევრო/დოლარის წონების მხოლოდ ზომიერი ცვლილებაა ნაგულისხმები. კერძოდ, თუ დავუშვებთ, რომ კომპანია, ვთქვათ, 30%-იანი ვალუტის სესხით არის ჰეჯირებული, ლარის წონასწორულ ნიშნულთან შედარებით თუნდაც მკვეთრად გაუფასურების შემთხვევაში, ჩარჩო არ ითვალისწინებს სესხის მთლიანად ვალუტაში/ვალუტებში აღებას, არამედ ვალუტის წილის გარკვეულ ზრდას. ასევე, სარგებლის გაანგარიშებისას მხედველობაში ვიღებთ ბაზარზე დროის კონკრეტულ მომენტში არსებულ ტენდენციებს ლარიზაციის კუთხით და მხოლოდ რეალურ დროში ხელმისაწვდომ ინფორმაციას, რაც აღნიშნულ შეფასებას მაქსიმალურად პრაქტიკულს და რეალისტურთან მიახლოებულს ხდის. თავისთავად, სავალუტო სტრუქტურის უფრო აგრესიული ცვლილების შემთხვევაში, პოტენციური სარგებელი უკვე ბევრად მეტია. განსაკუთრებით იმ შემთხვევაში, თუკი ბიზნესი ცდილობს გაცვლითი კურსების პროგნოზებიდან სარგებელი მიიღოს, ჩარჩოს ეს ნაწილი მეტად რელევანტურია. შესაბამისად, ეს უკვე ბიზნეს სტრატეგიაზე, რისკ აპეტიტზეა დამოკიდებული.

ამდენად, მივყვით ეტაპობრივად, თუ როგორ ვიღებთ ან როგორ უნდა ვიღებდეთ გადაწყვეტილებებს ბიზნეს სტრატეგიის განსაზღვრისას, ამ შემთხვევაში დაფინანსების სავალუტო სტრუქტურის კუთხით, როგორც შესაძლებლობების, ასევე რისკების გათვალისწინებით. პირველი და ყველაზე მნიშვნელოვანი იმის იდენტიფიცირებაა, თუ რა ვალუტაში/ვალუტებშია ბიზნესი ჰეჯირებული, ანუ სავალუტო რისკისაგან დაზღვეული. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, როგორი უნდა იყოს ვალის ოპტიმალური სავალუტო სტრუქტურა, რომ გაცვლითი კურსის/კურსების ცვლილებისას კომპანიის, მაგალითად, EBITDA, აქტივების ღირებულება არ შეიცვალოს. კერძოდ, თუ ლარის აშშ დოლართან გაუფასურების ან გამყარებისას აშშ დოლარში გამოხატული EBITDA იგივე რჩება, მაშინ, თუ სესხიც დოლარშია, კომპანია ჰეჯირებულია. მართალია, მიდგომა მარტივად ჟღერს, თუმცა პრაქტიკაში ასე არაა. მაგალითად, უძრავი ქონების ფასები, როგორც ჩანს, მთლიანად არც დოლარშია და არც ლარში (დიაგრამა 4).

დიაგრამა 4: საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასები - რა ვალუტაში?



და როგორ შეგვიძლია გამოვიყენოთ ევრო, [იმის გათვალისწინებით](#), რომ ევრო ლართან უფრო სტაბილურია და ასევე ევროს დოლართან გამყარებისას საქართველოში ეკონომიკური ზრდაც მეტია? თუმცა ყოველთვის? თუ დავუშვებთ რუსეთ-უკრაინის კონფლიქტის მოგვარების სცენარს, ამ შემთხვევაში, მიგრანტების გადინებისას, ევროს გამყარება მაღალალბათურია, მაგრამ ამას აუცილებლად არ მოჰყვება ლარის გამყარება და არც უფრო მეტი აქტივობა უძრავი ქონების სექტორში. სხვა ინდუსტრიების კუთხით, მაგალითისთვის, გაცვლითი კურსიდან მნიშვნელოვანი გადაცემა იკვეთება მეორად, თუმცა არა ახალ ავტომობილებზე, რაც დიფერენცირებული მიდგომის აუცილებლობაზე მიუთითებს. ასევე, თუკი ლარის გაუფასურებისას მთელი რიგი იმპორტირებული პროდუქტების ფასი ლარში გაუფასურების დაახლოებით 30%-ით იზრდება, ეს საიმისო არგუმენტია, რომ დაფინანსებაში უცხოური ვალუტის 30%-იანი წილი რისკის აღებას არ ნიშნავს. აქვე აღსანიშნავია, რომ უცხოური ვალუტის ოპტიმალური წილი დამატებით გაიზრდება თუ ორ ან მეტ ვალუტას გამოვიყენებთ, დივერსიფიკაციის შედეგად რისკის შემცირების გამო.

ბუნებრივია, ასევე გასათვალისწინებელია ინდუსტრიის ციკლურობა, ფასების გაყიდვებზე ზემოქმედება, საპროცენტო განაკვეთებს შორის განსხვავება, ვალუტის კონვერტაციის ხარჯები, და ასევე ძალზე მნიშვნელოვანი - მაკროეკონომიკური ფაქტორების მხედველობაში მიღებისას, თუ რამდენად შეიძლება კომპანიის ლევერიჯის და, შესაბამისად, ეფექტიანობის გაზრდა. ყველა ამ ეტაპის გავლის შემდეგ, უკვე საქმეში შემოდის გაცვლითი კურსების პროგნოზებისა და წონასწორული შეფასებების გათვალისწინების შედეგად მიღებული პოტენციური სარგებელი, რომელიც ზემოთ არის ილუსტრირებული.

დასასრულს, კიდევ ერთხელ ხაზს გავუსვამთ ბიზნეს სტრატეგიების შემუშავებისას მაკროეკონომიკური ფაქტორების გათვალისწინების აუცილებლობას, ამ შემთხვევაში, დაფინანსების ოპტიმალური სავალუტო სტრუქტურის გაანგარიშების კუთხით.

სამართლებრივი შეტყობინება

წინამდებარე დოკუმენტი („დოკუმენტი“) მომზადებულია და გავრცელებულია შპს „თიბისი კაპიტალის“ („თიბისი კაპიტალი“) მიერ, რომელიც არის TBC Bank Group PLC-ის („ჯგუფი“) წევრი, მხოლოდ საინფორმაციო მიზნებისთვის და მასში ნახსენები კომპანიებისგან დამოუკიდებლად. თიბისი კაპიტალი მოქმედებს და ეწევა თავის პროფესიონალურ მომსახურებას საქართველოს ტერიტორიაზე და აქვს სათანადო უფლებამოსილება მოამზადოს და გავრცელოს დოკუმენტი საქართველოს ტერიტორიაზე. დოკუმენტში არაფერი წარმოადგენს ან შეადგენს შეთავაზებას ან მის ნაწილს ან მოწვევას შეთავაზებაზე ნებისმიერი აქტივის ან ფასიანი ქაღალდის ყიდვისთვის ან გაყიდვისთვის ან გამოწერისთვის და დოკუმენტის არცერთი ნაწილი არ ქმნის საფუძველს ხელშეკრულებისთვის ან ვალდებულებებისთვის და არ შეიძლება განხილულ იქნას, როგორც რჩევა რაიმე მსგავსი ქმედებების განხორციელებისთვის. რადგან დოკუმენტის გავრცელება შესაძლოა კანონით აკრძალული იყოს გარკვეულ იურისდიქციებში, პირებს, რომელთა მფლობელობაშიც აღმოჩნდება დოკუმენტი, თიბისი კაპიტალისგან მოეთხოვებათ დაიცვან ყველა ის შეზღუდვა, რაც იმოქმედებს მათ მიმართ. ვინაიდან, დოკუმენტი მიმართული ან განზრახული არ არის, პირდაპირ ან ირიბად, გავრცელებისთვის ან გამოყენებისთვის ნებისმიერი პირის ან ორგანიზაციისთვის ან მათ მიერ, რომლებიც იმყოფებიან ისეთ იურისდიქციაში, სადაც ამგვარი გავრცელება, პუბლიკაცია, ხელმისაწვდომობა ან გამოყენება იქნებოდა კანონ საწინააღმდეგო ან რომელიც მოითხოვდა რეგისტრაციას ან ლიცენზირებას ამგვარი იურისდიქციაში, არც თიბისი კაპიტალი, არც ჯგუფის რომელიმე წევრი, და არც მათი რომელიმე დირექტორ(ებ)ი, პარტნიორ(ებ)ი, თანამშრომელ(ებ)ი, დაკავშირებული კომპანიები, მრჩეველ(ებ)ი ან აგენტ(ებ)ი („წარმომადგენლები“) იღებენ ნებისმიერი სახის პირდაპირი ან არაპირდაპირი პასუხისმგებლობას ნებისმიერი პირის წინაშე ნებისმიერ იურისდიქციაში დოკუმენტის გამოქვეყნებასთან, გავრცელებასთან ან ფლობასთან დაკავშირებით. დოკუმენტი არ წარმოადგენს საინვესტიციო, ბიზნეს, საგადასახადო ან/და სამართლებრივ რჩევას და არ არის გამიზნული საკრედიტო ან რაიმე სხვა შეფასების უზრუნველსაყოფად. დოკუმენტის მიმღებებს მკაცრად მოეთხოვებათ დოკუმენტში განხილულ საკითხებთან დაკავშირებით ჩაატარონ მათი საკუთარი დამოუკიდებელი კვლევა და შეფასება. ნებისმიერი საინვესტიციო გადაწყვეტილება მიღებული უნდა იქნას მხოლოდ ინვესტორის პირადი შეხედულებით. დოკუმენტში მოცემული ნებისმიერი ან ყველა ინფორმაცია შეიძლება შეიცვალოს გაფრთხილების გარეშე და არც თიბისი კაპიტალს, არც ჯგუფის რომელიმე წევრს და არც მათ რომელიმე წარმომადგენელს ეკისრებათ ნებისმიერი სახის ვალდებულება განაახლონ ან შეინარჩუნონ დოკუმენტში მოცემული ინფორმაცია. დოკუმენტის გავრცელება, არც ერთ შემთხვევაში გულისხმობს რომ მასში მოცემული ინფორმაცია არის ზუსტი, სწორი ან/და სრული მისი მომზადების თარიღის შემდგომ ან არ მომხდარა ცვლილება შესაბამისი კომპანიების ან ნებისმიერი სხვა პირის ბიზნესში, ფინანსურ მდგომარეობაში, მოლოდინებში, საკრედიტო სანდოობაში, სტატუსში ან საქმიან ურთიერთობებში ზემოხსენებული თარიღის შემდგომ. შესაბამისად, დოკუმენტი არ უნდა იქნას განხილული, როგორც ბაზრების, ინდუსტრიების ან/და კომპანიების სრული აღწერა, რომლებიც მასშია აღწერილი და არ უნდა მოხდეს მათზე დაყრდნობა. თიბისი კაპიტალი არ იღებს ვალდებულებას განაახლოს დოკუმენტი ან გამოსწოროს მასში არსებული ნებისმიერი უზუსტობა, რაც შესაძლოა გახდეს აშკარა. დოკუმენტი შესაძლოა მოიცავდეს სამომავლო შეხედულებებთან დაკავშირებულ განაცხადებს საოპერაციო შედეგებთან და სხვა მაჩვენებლებთან მიმართებაში. ნებისმიერ სამომავლო შეხედულებასთან დაკავშირებული განაცხადი, რომელიც მოიცავს განაცხადს ისტორიულ ფაქტებზე დაყრდნობილი განაცხადის გარდა, მოიცავს ნაცნობ და უცნობ რისკებს, მერყეობას და სხვა მნიშვნელოვან ფაქტორებს, რომლებიც თიბისი კაპიტალის კონტროლის მიღმაა და რომელთაც შესაძლოა ისე შეცვალონ ფაქტიური შედეგები, ეფექტურობა ან მიღწევები რომ მნიშვნელოვნად განსხვავდებოდეს სამომავლო შედეგებისგან, ეფექტურობისგან ან მიღწევებისაგან, რომლებიც შეიძლება გამომდინარეობდეს ასეთი სამომავლო შეხედულებებთან დაკავშირებული განაცხადებიდან. ასეთი სამომავლო შეხედულებებთან დაკავშირებული განაცხადები ეფუძნება მრავალ დაშვებას არსებულ და სამომავლო ბიზნეს სტრატეგიებთან და სამომავლო საოპერაციო გარემოსთან დაკავშირებით. თავისი ხასიათით, სამომავლო შეხედულებებთან დაკავშირებული განაცხადები მოიცავს რისკებსა და მერყეობას რადგან ისინი უკავშირდება მოვლენებს და დამოკიდებულია გარემოებებზე რომელთა სამომავლო არსებობა სათუთა. გარანტია ვერ გაიცემა, რომ დოკუმენტში არსებული სამომავლო შეხედულებებთან დაკავშირებული განაცხადები აღსრულდება. თიბისი კაპიტალი მიზნად არ ისახავს მსგავსი განაცხადები მომავალში განაახლოს. მოსაზრებები, პროგნოზები, შეფასებები ან/და განცხადებები, რომლებიც დაკავშირებულია სამომავლო მოვლენების მოლოდინებთან ან ინვესტიციების შესაძლო შესრულებასთან, წარმოადგენს თიბისი კაპიტალის საკუთარ შეფასებას და მისთვის ამჟამად ხელმისაწვდომი ინფორმაციის ინტერპრეტაციას. შესაბამისად, მხარის წყაროებიდან მიღებული ინფორმაცია მიიჩნევა სანდოდ, მაგრამ არ არსებობს ამ ინფორმაციის სისწორის ან/და სისრულის გარანტია. თიბისი კაპიტალს ან ჯგუფს ნებისმიერ წევრს შეიძლება ჰქონდეს ბიზნესი ან ცდილობდეს ბიზნეს-ურთიერთობის დამყარებას იმ კომპანიებთან, რომლებიც განხილულია დოკუმენტში. შესაბამისად, ინვესტიორებმა უნდა იცოდნენ ინტერესთა პოტენციური კონფლიქტის შესახებ, რომელსაც შეუძლია გავლენა მოახდინოს დოკუმენტში არსებული ინფორმაციის ობიექტურობაზე. დაუშვებელია დოკუმენტის რეპროდუქცია, განმეორებით გავრცელება ან გამოქვეყნება, მთლიანად ან ნაწილობრივ, ნებისმიერი ფორმითა და ნებისმიერი მიზნით, თიბისი კაპიტალის წერილობითი ნებართვის გარეშე. არც თიბისი კაპიტალი, არც ჯგუფის რომელიმე წევრი და არც მათი რომელიმე წარმომადგენელი ამ მხრივ არ იღებენ რაიმე სახის პასუხისმგებლობას მესამე პირის ქმედებებთან დაკავშირებით. თიბისი კაპიტალი არ გასცემს რაიმე სახის რწმუნებას, აშკარად გამოხატულს ან ნაგულისხმევს, დოკუმენტის სარგებლიანობაზე მომავალი საქმიანობის პროგნოზირების საკითხში ან რომელიმე ფასიანი ქაღალდის ან აქტივის მიმდინარე ან მომავალი ღირებულების შეფასებაში და ცალსახად უარყოფს სავაჭრო მდგომარეობის ან შესაბამისობის ყველანაირ პირობას, რაც დოკუმენტში განხილულია კონკრეტული მიზნისთვის ან გამოყენებისთვის ნებისმიერი მონაცემის მიმართ. ზემოაღნიშნულის შეზღუდვის გარეშე და კანონის შესაბამისად, თიბისი კაპიტალი, ჯგუფის ნებისმიერი წევრი, და მათი ნებისმიერი წარმომადგენელი პასუხისმგებლობას არ იღებენ ნებისმიერ ვალდებულებაზე რაიმე სახის ზიანის ან ზარალის მიმართ, რომელიც შეიძლება პირდაპირ ან ირიბად, წარმოიქმნას დოკუმენტის ან მისი შინაარსის რაიმე გამოყენების შედეგად (მათ შორის, შეზღუდვის გარეშე, ინფორმაციის სიზუსტესთან ან/და სისრულესთან დაკავშირებით), ან რაიმენაირად უკავშირდებოდეს დოკუმენტს ან რაიმე ქმედების ან უმოქმედობის შედეგად რომელიმე მხარის მიერ დოკუმენტის საფუძველზე.

თიბისი ჯგუფის მთავარი ეკონომისტის ოფისი

ოთარ ნადარაია
მთავარი ეკონომისტი

ცოტნე მარღია
მაკრო-ფინანსური ანალიზის განყოფილების ხელმძღვანელი

ნიკოლოზ ზურაბიშვილი
უფროსი მაკროეკონომისტი

მამია ინწკირველი
ბიზნეს-ეკონომისტი

დარეჯან ყაველაშვილი
სტაჟიორი



თბილისი კაპიტალი

www.tbccapital.ge