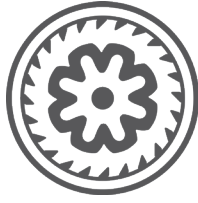




საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში 2021





საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში

2021

წინასიტყვაობა

ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში (FSR) საქართველოს ეროვნული ბანკის ყოველწლიური გამოცემაა. ანგარიშში წარმოდგენილია ფინანსურ სისტემაში არსებული მონეწვლადობებისა და რისკების შეფასება და ძირითადი აქცენტი გაკეთებულია საშუალო და გრძელვადიან პერიოდზე, ფინანსური სექტორის სტრუქტურულ მახასიათებლებსა და საქართველოს ეკონომიკის იმ ასპექტებზე, რომლებიც მნიშვნელოვანია ფინანსური სტაბილურობისთვის. ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში ასევე მოიცავს ადგილობრივი ფინანსური სისტემის მდგრადობის ანალიზს და მიმოიხილავს ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის მიერ ფინანსური სტაბილურობის ხელშესაწყობად მიღებულ ზომებს.

ფინანსური სისტემა სტაბილურია, როდესაც მას შესწევს უნარი, ბაზრის მონაწილეებს მიაწოდოს მომსახურება როგორც ნორმალურ, ასევე სტრესის პირობებში. იგი ეკონომიკის მდგრადი განვითარების მთავარი ქვაკუთხედიცაა. საქართველოს ეროვნული ბანკი, საქართველოს ეროვნული ბანკის შესახებ საქართველოს ორგანული კანონით განსაზღვრული მანდატის შესაბამისად, ხელს უწყობს ფინანსური სისტემის უსაფრთხო და ჯანსაღ ფუნქციონირებას.

ანგარიშში წარმოდგენილი ანალიზი მოიცავს მონაცემებს 2021 წლის 30 ივნისის ჩათვლით, თუ სხვაგვარად არაა მითითებული.

ყველა უფლება დაცულია. საგანმანათლებლო და არაკომერციული მიზნებისთვის გამოყენება ნებადართულია წყაროს მითითებით.

საქართველოს ეროვნული ბანკი

0114 თბილისი, საქართველო

სანაპიროს ქუჩა № 2

ტელ: (995 32) 2406 120 ფაქსი: (995 32) 2406 577

ელფოსტა: info@nbg.gov.ge; ვებგვერდი: www.nbg.gov.ge

ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში 2021

მოკლე შეჯამება	9
I. მაკროფინანსური გარემო და ტენდენციები	14
II. ფინანსური სტაბილურობის რისკები და მონყვლადობა	19
საგარეო მონყვლადობა	19
შინამეურნეობების სექტორის ანალიზი	29
არაფინანსური კომპანიების მიმოხილვა	37
უძრავი ქონების სექტორის ანალიზი	46
III. ფინანსური სექტორი	51
ფინანსური სექტორის მიმოხილვა	51
მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარები	67
ფინანსური სექტორის მდგრადობა	71
IV. ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკა და რეკომენდაციები ..	75
ჩანართი 1. კერძო სექტორის ვალის ტვირთის შედარებითი ანალიზი	26
ჩანართი 2. პასუხისმგებლიანი დაკრედიტების რეგულაციის გავლენის შეფასება	34
ჩანართი 3. არარეზიდენტების დეპოზიტების სტრუქტურა საქართველოს საბანკო სექტორში	64
ჩანართი 4. ცენტრალური ბანკის ციფრული ვალუტა და სისტემური რისკები ..	73

მოკლე შეჯამება

ეროვნული ბანკის მიერ პანდემიამდე გატარებული მაკროპრუდენციული და მიკროპრუდენციული ზომებისა და პანდემიის დაწყების შემდეგ შემუშავებული ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკის შედეგად ფინანსურმა სექტორმა პანდემიით გამოწვეული შოკის განსაკუთრებით მძიმე ეტაპი საკმაოდ ნარმატებით გაიარა. წინა წლებში ეროვნულის ბანკის მიერ კაპიტალის დამატებითი მოთხოვნების დაწესებამ და კომერციული ბანკების მიერ მიღებულმა მოგებამ ბანკებს აღნიშნულ შოკთან გასამკლავებლად საკმარისი კაპიტალის ბუფერების დაგროვების საშუალება მისცა. შესაბამისად, ბანკები პანდემიით გამოწვეულ შოკს მომზადებულები შეხვდნენ. ფინანსური სექტორის მზაობას, ასევე, ხელი შეუწყო ბანკების აქტივების ხარისხის მდგრადობამ, რაშიც მნიშვნელოვანი წვლილი კრიზისამდელ პერიოდში შინამეურნეობების ჭარბვალიანობისა და სესხების დოლარიზაციის შემცირების მიზნით გატარებულმა მაკროპრუდენციულმა ზომებმა შეიტანა. პანდემიის დაწყებასთან ერთად, ეროვნულმა ბანკმა ლარის ლიკვიდობის მიწოდების ინსტრუმენტები მნიშვნელოვნად გააფართოვა და შესაბამისი საზედამხებდველო გეგმა შეიმუშავა, რომლის ფარგლებში ბანკებს კაპიტალის ბუფერების ნაწილი გამოუთავისუფლდათ. ამასთან, პანდემიასთან დაკავშირებული შესაძლო დანაკარგებისთვის ბანკებმა წინმსწრებად შექმნეს რეზერვები. გატარებულმა ღონისძიებებმა COVID-19 პანდემიით გამოწვეული შოკის მიმართ საქართველოს ფინანსური სისტემის მდგრადობა უზრუნველყო. შედეგად, ფინანსურმა სისტემამ შოკის მძიმე ფაზა ეფექტიანად განვლო და ეკონომიკის დაკრედიტებას ნარმატებით განაგრძობს.

პანდემიით გამოწვეული რისკების ეტაპობრივი კლების მიუხედავად, საგარეო სექტორიდან მომდინარე ფინანსური სტაბილურობის რისკები 2019 წელთან შედარებით კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. COVID-19 პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური შოკების უარყოფითი გავლენა საქართველოს ფინანსურ და ეკონომიკურ გარემოზე ეტაპობრივად მცირდება, თუმცა საქართველოს ეკონომიკა საგარეო ფაქტორების მიმართ მონყვლადი რჩება. საქართველოს ეკონომიკისთვის დამახასიათებელმა ისეთმა სტრუქტურულმა გამოწვევებმა, როგორებიცაა დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებელი, მიმდინარე ანგარიშის გაზრდილი დეფიციტი და საერთაშორისო ფინანსურ ნაკადებზე მზარდი დამოკიდებულება, კიდევ უფრო გაამძაფრა COVID-19 პანდემიით გამოწვეული გახანგრძლივებული საგარეო შოკების უარყოფითი გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე. თუმცა გლობალურ ვაქცინაციასთან და მსოფლიო ეკონომიკის მოსალოდნელზე უფრო სწრაფად გაჯანსაღებასთან ერთად სიტუაციის ეტაპობრივი გაუმჯობესებაა მოსალოდნელი, რაც გაზრდილ საგარეო მოთხოვნასა და ფინანსურ შემოდინებებში აისახება. შემოდინებების ზრდა, ერთი მხრივ, ეკონომიკურ ზრდას შეუწყობს ხელს, თუმცა ამავედროულად საგადასახადო ბალანსის შემოდინებებზე საქართველოს მონყვლადობას გაზრდის და მომავალში, შესაძლოა, კვლავ რისკის წყარო გახდეს. ამდენად, სავაჭრო და ფინანსური შემოდინებები ერთ-ერთ საყურადღებო არხს წარმოადგენს, რომლის მეშვეობითაც სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების გაუარესებული ეკონომიკური მდგომარეობა შესაძლოა ადგილობრივ ეკონომიკაზე აისახოს და ფინანსური სტაბილურობის რისკები წარმოშვას.

COVID-19 პანდემიის ფონზე ეკონომიკური აქტივობის შემცირების შედეგად შინამეურნეობების ვალის ტვირთი გაიზარდა, რაც მათ პოტენციური შოკების მიმართ მონყვლადს ხდის. პანდემიის დროს შინამეურნეობების გაუარესებული გადახდისუნარიანობა უმოქმედო სესხების წილის ზრდაში აისახა, თუმცა, ეკონომიკის გაჯანსაღებასთან ერთად, მოსალოდნელია მისი შემცირება. პანდემიის საწყის ეტაპზე სესხების მომსახურებაზე საშელავათო პერიოდის შეთავაზებამ და მთავრობის მხარდაჭერის პროგრამებმა შინამეურნეობებს გარკვეული შელავათი მისცა, თუმცა, შოკის სიმძიმიდან გამომდინარე, გაუარესებულ გადახდისუნარიანობას უმოქმედო სესხების წილის¹ ზრდა მოჰყვა. სესხის მომსახურება განსაკუთრებით გაუჭირდა იმ მსესხებლებს, რომელთაც სესხი უცხოურ ვალუტაში აქვთ. პანდემიის შედეგად აღნიშნული რისკების რეალიზებამ ცხადყო ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული პასუხისმგებლიანი დაკრედიტებისა და ლარიზაციის პოლიტიკის მნიშვნელობა. მაკროპრუდენციულმა ინსტრუმენტებმა და საკანონმდებლო ცვლილებებმა გაცვლითი კურსის მერყეობების მიმართ შინამეურნეობების მონყვლადობის შემცირებას შეუწყო ხელი. თუმცა, კლებადი ტენდენციის მიუხედავად, სესხების დოლარიზაცია კვლავ ძირითად გამონწვევად რჩება. მთლიანობაში, ეროვნული ბანკის მიერ წინა წლებში გატარებული მაკროპრუდენციული პოლიტიკის შედეგად შინამეურნეობების სექტორი მდგრადია, რასაც მათი მონყვლადობის ანალიზიც ადასტურებს.

პანდემიის პერიოდში გაზრდილი ვალის ტვირთი კომპანიების ფინანსური მდგრადობისთვის მნიშვნელოვან გამონწვევას წარმოადგენს. არაფინანსურ კომპანიებში 2021 წლის პირველ ნახევარში ეკონომიკის გაჯანსაღების კვალდაკვალ შემოსავლების აღდგენის ტენდენცია გამოიკვეთა. თუმცა, საქმიანობის აღდგენის ტემპი ჯერ კიდევ სუსტია მცირე და საშუალო ზომის კომპანიებში, ისევე როგორც მასპინძლობისა და უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული საქმიანობების სექტორებში. კომპანიების ფინანსურ მონყვლადობას, ასევე, განაპირობებს მათი მნიშვნელოვანი დამოკიდებულება დაფინანსების საგარეო წყაროებზე, მოკლევადიანი ვალის მნიშვნელოვანი ხვედრითი წილი და ვალდებულებების მაღალი დოლარიზაცია. ეროვნული ბანკისა და მთავრობის მიერ გატარებული მხარდამჭერი ღონისძიებებისა და კომერციული ბანკების მიერ სესხებზე შეთავაზებული საშელავათო პერიოდების ფონზე კომპანიებმა ფინანსურ რესურსზე წვდომა შეინარჩუნეს. თუმცა, გაზრდილი გაურკვევლობის პირობებში, საქმიანობის აღდგენის პერიოდში კომპანიების დაფინანსების მთავარი წყარო საბანკო სესხები იქნება. შესაბამისად, ფინანსური ინსტიტუტების მიერ იმ სიცოცხლისუნარიანი კომპანიების იდენტიფიცირება, რომელთა დროებითი ფინანსური სირთულეები მხოლოდ პანდემიას უკავშირდება, მნიშვნელოვან როლს ითამაშებს მათ გაჯანსაღებასა და ეკონომიკის აღდგენაში. აღნიშნული ხელს შეუწყობს დასაქმების ზრდას და ამავედროულად ფინანსურ მდგრადობას საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში.

მოთხოვნის ზრდისა და ბაზარზე გაურკვევლობის შემცირების შედეგად, უძრავი ქონების ფასები სტაბილურობას ინარჩუნებს, რასაც ხელი შეუწყო ერთის მხრივ, რეცესიამდე ბაზრის მდგრადმა მდგომარეობამ და მეორეს მხრივ, მთავრობის მიერ გატარებულმა ღონისძიებებმა. 2008 წლის კრიზისისგან განსხვავებით, COVID-19-ის პანდემიით გამოწვეული კრიზისის წინა პერიოდში უძრავი ქონების ბაზარზე ე. წ. „ფასების ბუშტი“ არ შეინიშნებოდა და ბაზრის კაპიტალიზაციის მაჩვენებელიც სტაბილური იყო.

1 სებ-ის მეთოდოლოგიის მიხედვით, მოიცავს არასტანდარტულ, საექვო და უიმედო სესხის კატეგორიებს.

აღნიშნული ფაქტორების, მთავრობის მიერ გატარებული ღონისძიებებისა და, ასევე, მშენებლობის ხარჯების ზრდის შედეგად, მიუხედავად შოკის სიმძიმისა, უძრავი ქონების ფასების მნიშვნელოვანი კორექტირება არ მომხდარა. აღსანიშნავია, რომ სუბსიდირების პროგრამის ამოწურვის შემდეგ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა სტაბილურობას კვლავ ინარჩუნებს, თუმცა კაპიტალიზაციის ინდექსი, რომელიც უძრავი ქონების, როგორც საინვესტიციო აქტივის, მიმზიდველობის საზომია, 2021 წლის მეორე კვარტალში, მიუხედავად წინა კვარტალთან შედარებით მცირედით გაუმჯობესებისა, 2019 წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, საშუალოდ კვლავ შემცირებული რჩება. მოსალოდნელია, რომ ტურისტული ნაკადების ზრდისა და საუნივერსიტეტო სასწავლო პროცესის ჩვეულ რეჟიმში დაბრუნებასთან ერთად, გასაქირავებელ საცხოვრებელ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა გაიზრდება, რაც თავის მხრივ ქირის ფასის მატებასა და, შესაბამისად, კაპიტალიზაციის კოეფიციენტის ზრდაშიც აისახება. მიუხედავად პანდემიით გამოწვეული კრიზისისა და ბაზარზე არსებული გაურკვევლობისა, მრავალბინიანი საცხოვრებელი უძრავი ქონების აშენებაზე გაცემული ნებართვები გაიზარდა, რაც საშუალოვადიან პერიოდში უძრავი ქონების მიწოდების სტაბილურობას შეუწყობს ხელს. ამასთან, ბიზნეს ციკლის აღმავალ ფაზაში გადასვლასთან ერთად მოსალოდნელია მოთხოვნის გაზრდა კომერციულ უძრავ ქონებაზე, თუმცა უფრო ნაკლებად ვიდრე ეს კრიზისამდე პერიოდში იყო, მათ შორის, შენელებული ტურიზმის, გარკვეულწილად საოფისე კულტურის ცვლილებისა და ონლაინ ვაჭრობის განვითარების გათვალისწინებით.

საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკის შედეგად, ფინანსური სისტემა მდგრადობას ინარჩუნებს და ეკონომიკის შეუფერხებლად დაკრედიტებას პანდემიის პირობებში 2021 წელსაც აგრძელებს. COVID-19-ის გავრცელების შედეგად გამოწვეული ეკონომიკური რეცესიის ეფექტი დიდწილად სესხების ხარისხზე უკვე ასახულია და კომერციულ ბანკებს შესაბამისი დანაკარგების რეზერვი შექმნილი აქვთ. 2020 წლის პირველ ნახევარში, COVID-19-ის გამო გაზრდილი ფინანსური სტრესის ინდექსი 2020 წლის მეორე ნახევრიდან დასტაბილურდა და 2021 წელს შემცირება დაიწყო, რაც საბანკო სისტემაში აქტივების ხარისხის, მომგებიანობის, კაპიტალისა და ლიკვიდობის მაჩვენებლების გაუმჯობესებითაა განპირობებული. სესხების მშპ-თან ფარდობა ტრენდს მნიშვნელოვნად აღემატება. საგულისხმოა ისიც, რომ საქართველოში სესხების მშპ-თან ფარდობის არსებული დონე მსგავსი ქვეყნების მაჩვენებლებს აღემატება, რაც ვალის მაღალი ტვირთისა და მოწყვლადობის დამატებითი მანიშნებელია. თუმცა, მოსალოდნელია, რომ 2021 წელს გაზრდილი ეკონომიკური აქტივობის ფონზე სესხების ზრდა ნომინალური მშპ-ს ზრდის თანაზომიერი იქნება. სავარაუდოდ, ბანკების მნიშვნელოვანი ნაწილი კრიზისის დასაწყისში გამოთავისუფლებულ კაპიტალის ბუფერებს მიმდინარე წელს აღიდგენს, ხოლო კრიზისამდე არსებულ კაპიტალის ადეკვატურობის მაჩვენებელს სექტორი 2022 წელს დაუბრუნდება.

ფინანსური სისტემის მდგრადობის ზრდისკენ მიმართული ძალისხმევა უწყვეტი პროცესია. ეროვნული ბანკი ვითარებას მუდმივ რეჟიმში აკვირდება და ქვეყნის ეკონომიკაზე COVID-19 პანდემიის გავლენის შესამცირებლად და ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად მის ხელთ არსებულ ყველა ინსტრუმენტს გამოიყენებს. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ვაქცინის სხვადასხვა ვარიანტების შექმნამ და მათი მასიური წარმოების ზრდამ ნაწილობრივ ნათელი მოჰფინა ჯანდაცვისა და ეკონომიკის პერსპექტივებს,

თუმცა მაღალი გაურკვევლობა კვლავ ნარჩუნდება როგორც პანდემიის დასრულების ვადებთან დაკავშირებით, ასევე პანდემიის ეკონომიკურ და ფინანსურ სექტორზე ზეგავლენის შეფასებისას. თუმცა, მიუხედავად ამისა, დღევანდელი პროგნოზით სავარაუდოა, რომ შოკის ზეგავლენა ფინანსურ სექტორზე დიდწილად უკვე ასახულია და მიმდინარე ტენდენციის შენარჩუნების შემთხვევაში კომერციული ბანკები 2021 წელს სოლიდური მოგებით დახურავენ. ეროვნული ბანკი აქტიურად განაგრძობს მუშაობას ფინანსური სისტემის მდგრადობისა და ფინანსური სტაბილურობის ხელშესაწყობად.

ქვემოთ მოცემული ცხრილი საქართველოს ეკონომიკის წინაშე არსებულ ფინანსური სტაბილურობის მთავარ რისკებს აჯამებს.

ფინანსური სტაბილურობის მთავარი რისკები					
<p>COVID-19 პანდემიის ხანგრძლივობასთან და ეკონომიკაზე მის გავლენასთან დაკავშირებული გაურკვევლობა. რეგიონსა და სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში კორონავირუსის ახალი შტამების გავრცელება და ვაქცინაციის ჯერ კიდევ მცირე მასშტაბები პანდემიის ხანგრძლივობასთან დაკავშირებული გაურკვევლობის შენარჩუნებას განაპირობებს. აღნიშნულმა გაურკვევლობამ შესაძლოა მნიშვნელოვანი გავლენა იქონიოს ინვესტორთა განწყობაზე და ქვეყნის სუვერენული რისკის გადაფასება გამოიწვიოს. ასეთ შემთხვევაში ქვეყნიდან კაპიტალის გადინება დაიწყება და ადგილობრივი ვალუტა გაუფასურების წნეხის ქვეშ აღმოჩნდება. მაღალი დოლარიზაციის გათვალისწინებით, აღნიშნული რისკის მატერიალიზაცია მნიშვნელოვან გავლენას იქონიებს როგორც ინფლაციაზე, ასევე საკრედიტო პორტფელის ხარისხზე.</p>					
<p>ნამყვანი ცენტრალური ბანკების მიერ მონეტარული პოლიტიკის დაჩქარებული ნორმალიზაცია. განვითარებულ ქვეყნებში, განსაკუთრებით აშშ-ში, ეკონომიკის მხარდასაჭერად განხორციელებულმა უპრეცედენტო ზომის ფისკალურმა სტიმულმა და შერბილებულმა მონეტარულმა პოლიტიკამ შესაძლოა მოთხოვნის მოსალოდნელობებზე მეტად ზრდა გამოიწვიოს და ინფლაციური წნეხები შექმნას. თუკი აღნიშნული წნეხები დროებითი ხასიათის არ აღმოჩნდა და ინფლაციური მოლოდინების ზრდაში აისახა, ნამყვანი ცენტრალური ბანკები მონეტარული პოლიტიკის დაჩქარებული ნორმალიზაციის საჭიროების წინაშე დადგებიან. ეს კი ფინანსური ბაზრების მხრიდან რისკების გადაფასებას გამოიწვევს და ფინანსური პირობების გამკაცრებაში აისახება. შედეგად, განვითარებადი და მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებს საგარეო დაფინანსების წყაროებზე წვდომა შეეზღუდება და საგარეო ვალის ტვირთი გაეზრდება.</p>					
<p>არაფინანსური კომპანიების გადახდისუნარობის რისკების მატერიალიზაცია. პანდემიის პერიოდში არაფინანსური კომპანიების მხარდაჭერის სხვადასხვა პროგრამებმა შემცირებული შემოსავლების პირობებში მათთვის ლიკვიდური სახსრების შენარჩუნება უზრუნველყო. შედეგად, არაფინანსურ კომპანიებში გადახდისუნარობის პრობლემებისა და უმოქმედო სესხების ზრდა 2008 კრიზისთან შედარებით ბევრად მცირე მასშტაბის იყო. თუკი აღნიშნული მხარდაჭერის პროგრამების ეტაპობრივ მოხსნასთან ერთად კომპანიების შემოსავლები ვერ აღდგება, შესაძლოა გადახდისუნარობის შემთხვევები მკვეთრად გაიზარდოს. ამ რისკს ამძაფრებს კომპანიების ვალის სტრუქტურულ მახასიათებლებთან დაკავშირებული მონყვლადობა.</p>					
<p>ეკონომიკის შეფერხებული აღდგენა. პანდემიის გახანგრძლივებამ და მასთან დაკავშირებულმა გაურკვევლობამ შესაძლოა ეკონომიკის სანარმოო პოტენციალის გაუარესება გამოიწვიოს. სამუშაო ძალის მაღალი კონცენტრაციის მქონე სექტორების, განსაკუთრებით ტურიზმის, აღდგენის გაჭიანურება გრძელვადიანი უმუშევრობის ზრდას განაპირობებს. გაუარესებული მოლოდინების პირობებში, ფინანსურმა სექტორმა შესაძლოა საკრედიტო პირობები გაამკაცროს, რაც ეკონომიკურ სირთულეებს დამატებით გაამძაფრებს და გაჯანსაღების დაწყებას კიდევ უფრო გადაავადებს.</p>					
<p>1 = უმნიშვნელო რისკი, 6 = მთავარი რისკი. ისრის მიმართულება მიუთითებს რისკის ცვლილებაზე გასულ წელთან შედარებით</p>					
≥1	≥2	≥3	≥4	≥5	≥6

I. მაკროფინანსური გარემო და ტენდენციები

წელიწადზე მეტი გავიდა მას შემდეგ, რაც მსოფლიო COVID-19 პანდემიით გამოწვეულმა რეცესიამ მოიცვა. კრიზისის შესარბილებლად უპრეცედენტოდ მასშტაბური ფისკალური, მონეტარული და მაკროპრუდენციული პოლიტიკის ღონისძიებების გატარების ფონზე 2020 წლის მეორე ნახევრიდან გლობალურმა ეკონომიკამ მოსალოდნელზე სწრაფი ტემპით დაიწყო ზრდა, თუმცა ეკონომიკური გაჯანსაღება არათანაბარია ქვეყნებისა და სექტორების მიხედვით. მაღალ დონეზე ნარჩუნდება განვითარებადი და მზარდი ეკონომიკების მონყვლადობა, რაც განპირობებულია COVID19-ის სანინააღმდეგო ვაქცინაციამ შეზღუდული ხელმისაწვდომობით და გატარებული ღონისძიებების ფონზე მნიშვნელოვნად გაზრდილი ფისკალური დეფიციტითა და ვალის ტვირთით. ვირუსის ფართო მასშტაბით გავრცელების, ვაქცინაციის ნაკლებად ეფექტური ტემპისა და გეოპოლიტიკური დაძაბულობის ფონზე, რეგიონში რისკები კიდევ უფრო გაზრდილია. აღნიშნული ფაქტორები ადგილობრივ მაკროფინანსურ გარემოსთვის საფრთხეებს ქმნის.

უკვე წელიწადზე მეტი გავიდა მას შემდეგ, რაც მსოფლიო COVID-19 პანდემიამ მოიცვა და გლობალური ეკონომიკა ისტორიულად მძიმე რეცესიაში აღმოჩნდა. COVID-19 პანდემიით გამოწვეული კრიზისი მნიშვნელოვნად განსხვავდება ადრინდელი გამოცდილებისაგან. მიმდინარე რეცესია ჯანმრთელობის სფეროში არსებული მწვავე კრიზისით დაიწყო და ვირუსის გავრცელების შესაკავებლად ადგილობრივად და გლობალურად გატარებული ღონისძიებების ფონზე მძიმე ეკონომიკურ რეცესიაში გადაიზარდა. რეცესიამ მოიცვა მთელი მსოფლიო. განსაკუთრებით დაზარალდა მომსახურების სექტორი. სტრესის ქვეშ აღმოჩნდნენ საერთაშორისო ტურიზმზე დამოკიდებული განვითარებადი და მზარდი ეკონომიკის ქვეყნები. მსგავს ეკონომიკებში მნიშვნელოვნად იკლო ექსპორტმა, შემცირდა ფულადი გზავნილები, დაფიქსირდა კაპიტალის რეკორდული ოდენობით გადინება და გაიზარდა ქვეყნის რისკის პრემია. კრიზისის შესარბილებლად უპრეცედენტოდ მასშტაბური ფისკალური, მონეტარული და მაკროპრუდენციული პოლიტიკის ღონისძიებები გატარდა. აღნიშნული ღონისძიებების ფონზე გლობალურმა ეკონომიკამ სწრაფი ტემპით დაიწყო გაჯანსაღება.

2020 წლის მეორე ნახევრიდან გლობალური ეკონომიკა მოსალოდნელზე სწრაფი ტემპით იზრდება, თუმცა ეკონომიკური გაჯანსაღება არათანაბარია ქვეყნებისა და სექტორების

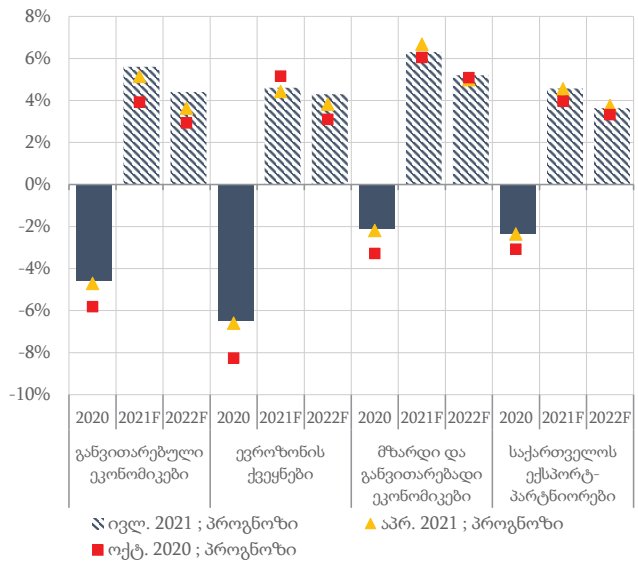
მიხედვით. ეკონომიკური გაჯანსაღების მთავარი მამოძრავებელი ძალა შიდა მოხმარებაა. ვაქცინაციის ზრდასთან და შეზღუდვების შემსუბუქებასთან ერთად მომხმარებლები სწრაფად უბრუნდებიან კრიზისამდელი ხარჯვის ტენდენციებს, რაც გაზრდილ მოთხოვნასა და ეკონომიკის ზრდის ტემპში აისახება. ამასთან, ეკონომიკების სწრაფ გაჯანსაღებაში დიდია უპრეცედენტო ფისკალური, მონეტარული და მაკროპრუდენციული პოლიტიკის წვლილი. გლობალური ეკონომიკა ნელ-ნელა უახლოვდება მის კრიზისამდელ დონეს. თუმცა სურათი, ქვეყნებისა და სექტორების მიხედვით, მნიშვნელოვნად განსხვავებულია. პანდემიის ზეგავლენა სექტორებზე მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ამ უკანასკნელის მაღალკონტაქტურობაზე. პანდემიის გავრცელებისა და მისი შემაკავებელი რეგულაციების შედეგად ყველაზე მეტად სწორედ მაღალკონტაქტური სექტორები დაზარალდნენ. ამასთან, ისეთი მიმართულებების გაჯანსაღება, როგორებიცაა, მაგალითად, ტურიზმი, გართობა, სპორტი და მასპინძლობა, მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული პანდემიის კონტროლსა და წარმატებული ვაქცინაციის დინამიკაზე.

განსხვავებულია ეკონომიკური გაჯანსაღების სურათი ქვეყნების მიხედვითაც. ჩინეთის მთლიანი შიდა პროდუქტი გაცილებით მაღალია ვიდრე მისი კრიზისამდელი დონე, თუმცა დანარჩენი მსოფლიო კვლავ ტრენ-

დის ქვემოთ იმყოფება. ეკონომიკების არათანაბარი გაჯანსაღება პანდემიის დინამიკის ამსახველია. განსაკუთრებული გამოწვევების წინაშე დგას მცირე ღია ეკონომიკები, რომლებიც მნიშვნელოვნად არიან დამოკიდებული ტურიზმზე. არსებული განსხვავებების მიუხედავად, მნიშვნელოვნად გაუმჯობესებულია გლობალური სურათი. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (სსფ) ივლისის შეფასებით, მსოფლიო ეკონომიკა 2020 წელს 3.2 პროცენტით შემცირდა, ხოლო 2021 წელს გლობალური ეკონომიკური ზრდა 6 პროცენტი იქნება, რაც 2020 წლის ოქტომბრის პროგნოზთან შედარებით, 0.8 პროცენტული პუნქტით გაუმჯობესებული მაჩვენებელია. ამასთან, 2022 წელს 4.9 პროცენტიანი ზრდაა პროგნოზირებული. ფართომასშტაბიანი მხარდაჭერი ღონისძიებების შედეგად რეალური ეკონომიკა 2020 წელს უფრო ნაკლებად შემცირდა ვიდრე ეს წინა პერიოდის პროგნოზებით იყო ნავარაუდები (დიაგრამა I.1). 2021 წლის ივლისში პროგნოზის განახლების შედეგად მიმდინარე გლობალური ზრდის პროგნოზი არ შეცვლილა, თუმცა უარყოფითი მიმართულებით გადაიხედა განვითარებადი და მზარდი ეკონომიკების პერსპექტივები 2021 წლისთვის, განსაკუთრებით განვითარებადი აზიისთვის. მეორე მხრივ, უფრო ოპტიმისტური გახდა მოწინავე ეკონომიკების პერსპექტივები, რაც 2022 წლის გლობალური ზრდის პროგნოზის გაუმჯობესებაში აისახა.

ეკონომიკური პროგნოზების გარშემო არსებული გაურკვევლობა ჩვეულებრივზე მაღალ დონეზე ნარჩუნდება, რაც მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული COVID-19-ის სანინაღმდეგო ვაქცინის დროულ ხელმისაწვდომობასა და ეფექტიანობაზე. ვაქცინის სხვადასხვა ვერსიების შექმნამ და მათი წარმოებისა და ხელმისაწვდომობის ზრდამ ნაწილობრივ სიცხადე შესძინა ჯანდაცვისა და ეკონომიკის პერსპექტივებს. ვაქცინაციასთან ერთად მოსალოდნელია შემზღვევების ეტაპობრივი მოხსნა, ეკონომი-

დიაგრამა I.1. ეკონომიკური ზრდა ქვეყნების ჯგუფების მიხედვით²



წყარო: მსოფლიო ეკონომიკური მიმოხილვა (WEO).

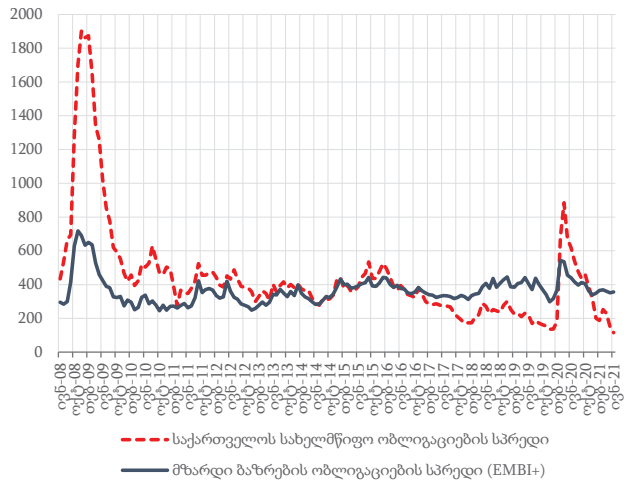
მიკური აქტივობის დასტაბილურება და ეტაპობრივი გაუმჯობესება. თუმცა ეკონომიკური პროგნოზების გარშემო არსებული გაურკვევლობა მაინც მაღალ დონეზე ნარჩუნდება, რაც განპირობებულია ისეთი საკითხებით, როგორებიცაა: ვირუსის მუტაცია, ვაქცინის ეფექტურობა ვირუსის ახალი ვარიანტების მიმართ და ვაქცინაზე განსხვავებული ხელმისაწვდომობა განვითარებულ და განვითარებად ქვეყნებში. არსებული მოვლენების ფონზე, პროგნოზების მიხედვით ეკონომიკის გაჯანსაღების არსებული ტენდენციების შენარჩუნებაა მოსალოდნელი. კერძოდ, პანდემია ნელ-ნელა დაემორჩილება კონტროლს, მოხმარება განაგრძობს ზრდას და ინფლაცია მის მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუახლოვდება. ასევე ზომიერი იქნება ფინანსური პირობების გამკაცრება. მნიშვნელოვან გამოწვევად რჩება ეკონომიკების გაჯანსაღების განსხვავებული ტენდენციები ქვეყნების და სექტორების მიხედვით. თუმცა, შესაძლოა, ეკონომიკის მოსალოდნელზე უფრო სწრაფ გაჯანსაღებას ჰქონდეს ადგილი. ასეთ შემთხვევაში, მოსალოდნელია უფრო მაღალი ინფლაცია და ფინანსური პირობების მოსალოდნელზე მეტად გამკაცრება. ამასთან, არსებობს პანდემიის გართულებული კონტროლის და ეკონომიკური ზრდის შეფერხების რისკებიც. აღნიშნულ სიტუაციაში კიდევ უფრო გაიზრდება ბიზნესის ზარალი, რაც თავის მხრივ, გაზრდის ფინანსური სტაბილურობის რისკებს. აღნიშ-

2 სსფ-ს ივლისის პროგნოზი განახლდა მხოლოდ ქვეყნების ნაწილისთვის. საქართველოს ექსპორტ-პარტნიორ ქვეყნებში მოისაზრება საქართველოს შვიდი მთავარი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყანა, რომელთაგან აპრილის პროგნოზი მხოლოდ სამი ქვეყნისთვის განახლდა, ხოლო დანარჩენი ოთხი ქვეყნისთვის გამოყენებულია აპრილის უცვლელი პროგნოზები.

ნული რისკები უფრო თვალსაჩინოს ხდის პროგნოზებთან დაკავშირებული გაურკვევლობის მასშტაბს. ამასთან მაღალი გაურკვევლობა ნარჩუნდება COVID-19 კრიზისის დროს გატარებული უპრეცედენტო პოლიტიკის გრძელვადიან შედეგებთან მიმართებაში.

გლობალური ფინანსური პირობები კვლავ შერბილებული ნარჩუნდება, თუმცა დიდია მონყვლადობა განვითარებად და მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებში, რომელთა წვდომა COVID-19-ის ვაქცინაციაზე შეზღუდულია. პანდემიის დასაწყისში მკვეთრად გამკაცრებული ფინანსური პირობები 2020 წლის მეორე ნახევარში მნიშვნელოვნად შერბილდა და მას შემდეგ შერბილებულ დონეზე ნარჩუნდება (დიაგრამა 1.2). თუმცა რეგიონების, ქვეყნების და ეკონომიკის სექტორების მიხედვით ეკონომიკური გაჯანსაღების არათანაბარი ტენდენციები განვითარებადი ეკონომიკებისთვის ფინანსური პირობების გამკაცრების რისკებს ქმნის. კერძოდ, განვითარებად ქვეყნებში სწრაფი ეკონომიკური გაჯანსაღების ფონზე მოსალოდნელია პოლიტიკის ნორმალიზაცია და საპროცენტო განაკვეთების ზრდა. აღნიშნულს, შესაძლოა, თან მოჰყვეს კაპიტალის გადინება განვითარებადი და მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებიდან მაშინ, როდესაც ეს ქვეყნები რეფინანსირების საჭიროების წინაშე ყველაზე მეტად იმყოფებიან. მეორე მხრივ, ფინანსური პირობების გახანგრძლივებული დროით შემსუბუქებულ დონეზე შენარჩუნებამ შესაძლოა აქტივების ღირებულებების არამდგრადი მატება გამოიწვიოს, რაც გაამძაფრებს ფინანსურ მონყვლადობას და ეკონომიკური ზრდის რისკებს. ამასთან, განვითარებულ ქვეყნებში შემცირებული საპროცენტო განაკვეთების პირობებში და ეკონომიკის პერსპექტივებთან დაკავშირებული ოპტიმიზმის ფონზე გაზრდილია ინვესტორთა რისკის მადაც, რაც, თავის მხრივ, აქტივების გაზრდილ შეფასებაში აისახება. შესაბამისად, ფინანსურ ბაზრებზე მოლოდინების გადახედვისა და ინვესტორთა რისკის მადის კვლავ შემცირების შემთხვევაში, გლობალური ეკონომიკის გაჯანსაღების პროცესი საფრთხის წინაშე აღმოჩნდება.

დიაგრამა 1.2. სახელმწიფო ობლიგაციების სპრედი³ (საბაზისო პუნქტი)



წყარო: ბლუმბერგის მონაცემთა ბაზა.

ფისკალურმა პოლიტიკამ მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა გლობალური ეკონომიკის გაჯანსაღებაში, თუმცა მასშტაბური ფისკალური მხარდაჭერის შედეგად ბევრ ქვეყანაში მნიშვნელოვნად გაიზარდა ფისკალური დეფიციტი და შესაბამისად ვალის ტვირთი. მთავრობის სესხის დონემ ისტორიულ მაქსიმუმს მიაღწია. ერთი მხრივ, შერბილებულმა ფინანსურმა პირობებმა ვალის მომსახურების ტვირთი შეამსუბუქა. თუმცა, მეორე მხრივ, არსებობს რისკი, რომ, ეკონომიკების არასაკმარისი ტემპით გაჯანსაღების შემთხვევაში, ბევრი ქვეყანა მაღალი პოსტ-პანდემიური დეფიციტისა და გაზრდილი სავალო ტვირთის პრობლემის წინაშე აღმოჩნდება. ვალის მომსახურებას გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებისთვის კიდევ უფრო გაართულებს სუვერენული რისკის პრემიის შესაძლო ზრდა. პანდემიის პერიოდში მთავრობის ვალთან ერთად მნიშვნელოვნად გაიზარდა კორპორატიული სესხები და ბევრ ქვეყანაში რეკორდულ დონეს მიაღწია.

COVID-19 პანდემიამ რთული დარტყმა მიაყენა განვითარებად და მზარდი ეკონომიკის

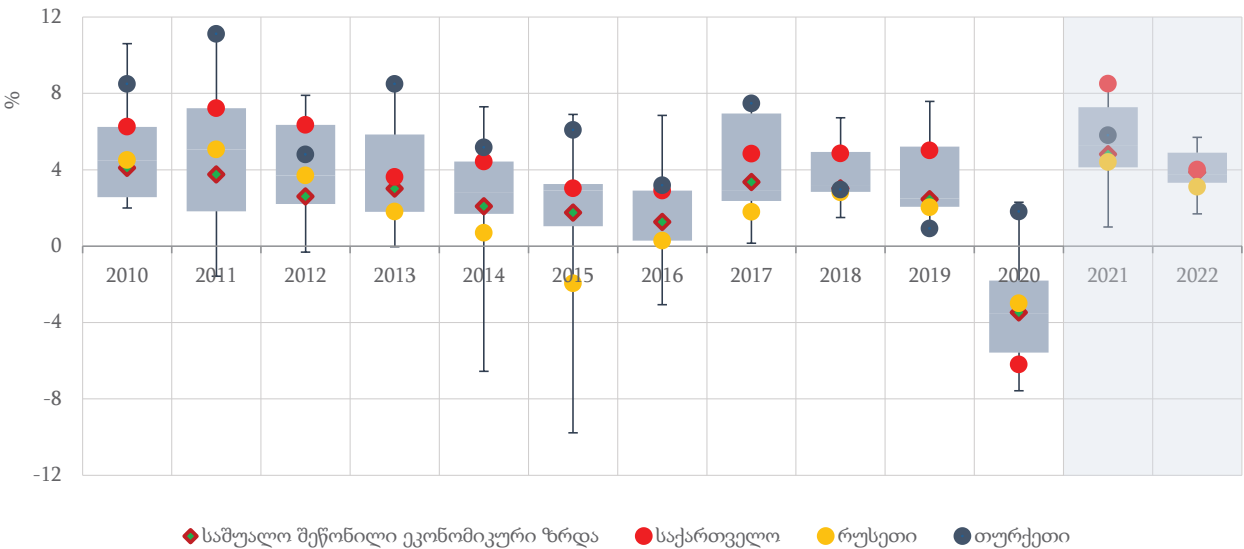
3 ითვალისწინებს არამართო მთავრობის მიერ გამოშვებული ობლიგაციების შემოსავლიანობებს, არამედ სახელმწიფო კორპორაციების (რკინიგზა, ნავთობისა და გაზის კომპანია) მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობებს. ეს უკანასკნელი კი, დამატებით, ინდივიდუალური რისკებით შეიძლება ხასიათდებოდეს და სუვერენული რისკის შეფასებას ცვლიდეს.

ქვეყნებს. ამასთან, რეგიონში ეკონომიკური მდგომარეობის გაუარესებას ხელი შეუწყო პანდემიის გაზრდილმა მასშტაბმა, ვაქცინაციაზე შეზღუდულმა წვდომამ და რეგიონში არსებულმა საომარმა ქმედებებმა. სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ვითარება მნიშვნელოვნად გაუარესდა 2020 წლის მეორე ნახევარში და ნაწილობრივ, 2021 წლის პირველ კვარტალში. აქტივობის მცირედ გაუმჯობესება შეინიშნება ზოგიერთ სავაჭრო პარტნიორ ქვეყანაში 2021 წლის მეორე კვარტალში, თუმცა იგი კვლავ სუსტი რჩება პანდემიის გამო მნიშვნელოვნად შემცირებული ვაჭრობის, ინვესტიციებისა და წარმოების ფონზე. 2021 წლის მეორე კვარტალში ეკონომიკურ გაჯანსაღებას აქვს ადგილი რუსეთში, რაც შეზღუდვების შემსუბუქებისა და გლობალური ვაქცინაციის ფონზე გაზრდილი სამომხმარებლო დანახარჯების შედეგია. ამასთან, ნავთობის ფასების ზრდის პარალელურად გაუმჯობესებულია საგარეო სექტორის მოლოდინები. საერთაშორისო ბაზარზე ნავთობის ფასების მზარდი დინამიკა ასევე დადებითად აისახა აზერბაიჯანის ეკონომიკაზე. გაიზარდა ნავთობმოპოვება და გადაამუშავება, რის ფონზეც დასტაბილურდა საგარეო სექტორი. აზერბაიჯანში სანავთობო სექტორთან ერთად ასევე გაჯანსაღება დაიწყო არასანავთობო სექტორმა. მეორე მხრივ, სამხედრო კონფლიქტის შემდეგ გაუარესებული ბიზნეს განწყობა ნარჩუნდება სომხეთში, რაც პოლიტიკურად არასტაბილურმა გარემომ კიდევ უფრო

დაამძიმა. განსაკუთრებული გამოწვევების წინაშე რჩება სომხეთის საგარეო სექტორი, სადაც მნიშვნელოვნად არის შემცირებული ექსპორტის მოცულობა, ხოლო იმპორტის მოცულობა კი - გაზრდილი. თუმცა 2021 წლის მეორე კვარტალში სამომხმარებლო დანახარჯების ზრდის ფონზე ეკონომიკის ზრდის ტემპი სომხეთში მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა. საგრძნობლად გაიზარდა საწარმოო სექტორის აქტივობა თურქეთშიც, რაც 2021 წლის მეორე კვარტალში ეკონომიკის გაჯანსაღებაში აისახა. თუმცა პანდემიასთან დაკავშირებული შეზღუდვების ფონზე, უცხოური ინვესტიციების მოცულობა შემცირებული, ხოლო ტურიზმის სექტორი გაუარესებული ნარჩუნდება. ამასთან, ლირის გაუფასურების ფონზე, ინფლაციური წნეხი კვლავ მაღალია (დიაგრამა 1.3).

სებ-ის ეკონომიკური პროგნოზების მიხედვით მიმდინარე წელს, საქართველოს ეკონომიკა გაჯანსაღებას განაგრძობს და რეალური მშპ 8.5 პროცენტით გაიზრდება. საქართველოს ეკონომიკური ზრდის მთავარი მამოძრავებელი ძალა შიდა მოხმარებაა (დიაგრამა 1.4). ეს უკანასკნელი კი, თავის მხრივ, ფისკალური სტიმულისა და მზარდი საკრედიტო პორტფელის შედეგია. ამასთან, მოსალოდნელია, რომ ინვესტიციების მოცულობაც და წმინდა ექსპორტიც დადებით წვლილს შეიტანს ეკონომიკურ გაჯანსაღებაში. ვაქცინაციის მასშტაბების ზრდასთან ერთად, როგორც საქართველოში,

დიაგრამა 1.3. საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის ტემპების განაწილება

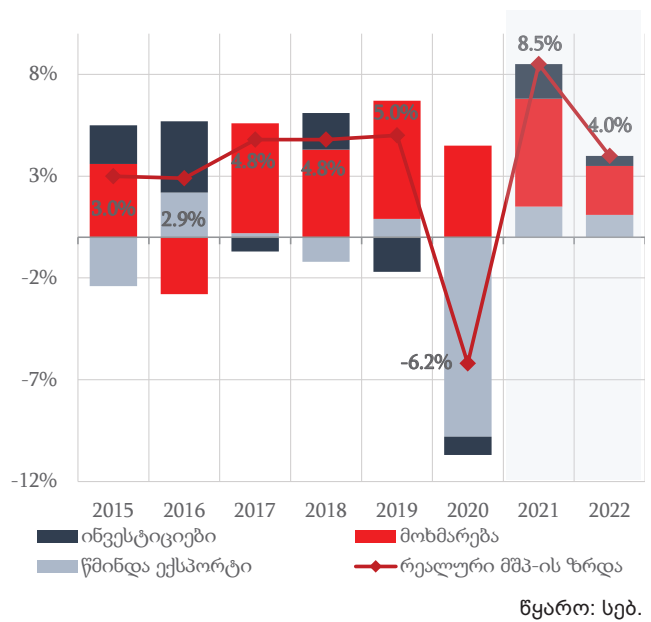


წყარო: სებ, მსოფლიო ეკონომიკური მიმოხილვა (WEO).

ისე მთელ მსოფლიოში, მოსალოდნელია ქვეყნებს შორის მობილობის გააქტიურება. აღნიშნული დაშვებით, ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლების ზრდა წლის მეორე ნახევარშიც გაგრძელდება, თუმცა 2019 წლის მაჩვენებელთან შედარებით იგი კვლავ დაბალ დონეზე შენარჩუნდება. აღსანიშნავია, რომ გლობალური ეკონომიკური პროგნოზის მსგავსად, საქართველოს ეკონომიკური პროგნოზები გაურკვევლობის მაღალი დონით ხასიათდება.

გარემოსდაცვითი, სოციალური და მმართველობითი (ESG) საკითხების მიმართ ინტერესი პანდემიამდეც მზარდი იყო, თუმცა პანდემიამ კიდევ უფრო ნათლად წარმოაჩინა ასეთი რისკების მნიშვნელობა და დააჩქარა ფინანსური სექტორის და კაპიტალის ბაზრის მიერ ESG საკითხების ინტერნალიზაცია. გლობალური ეკონომიკის გაჯანსაღების ფონზე მნიშვნელოვნად გაიზარდა ისეთი აქტივების ბაზრები, რომელიც გარემოსდაცვით, სოციალურ და მმართველობით სტანდარტებს ითვალისწინებს. მდგრადი დაფინანსების მიმართ გაზრდილი ინტერესის შედეგია ეკონომიკის „მწვანე გაჯანსაღების“ (Green Recovery⁴) ინიციატივა, რომელიც განვითარებულ ქვეყნებში COVID-19 პანდემიით გამოწვეული რეცესიის შესარბილებლად განკუთვნილი ფისკალური მხარდაჭერის მწვანე და მდგრადი აქტივობებისაკენ წარმართვას მოისაზრებს. ასევე მზარდია იმ ცენტრალური ბანკების რიცხვი, რომლებიც კლიმატის ცვლილებისა და სხვა ESG რისკების ფინანსური სტაბილურობის რისკების ჩარჩოში ინტეგრაციაზე მუშაობენ. გადადგმული ნაბიჯები მსგავსი ტიპის რისკების შერბილებასა და გრძელვადიან ფინანსურ სტაბილურობას ემსახურება.

დიაგრამა 1.4. რეალური მშპ-ის კომპონენტები დანახარჯების მიხედვით



4 <https://www.imf.org/en/Topics/climate-change/green-recovery>

II. ფინანსური სტაბილურობის რისკები და მონყვლადობა

საგარეო მონყვლადობა

საქართველო მცირე ზომის ღია ეკონომიკაა, რომელიც დოლარიზაციის ჯერ კიდევ მაღალი დონის, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტისა და საერთაშორისო ფინანსურ ნაკადებზე მზარდი დამოკიდებულების გამო, მაღალი საგარეო მონყვლადობით ხასიათდება. შედეგად, COVID-19 პანდემიით გამოწვეული გახანგრძლივებული საგარეო შოკები საქართველოს ფინანსურ და ეკონომიკურ გარემოზე უარყოფითად აისახა. თუმცა, გლობალურ ვაქცინაციასთან და მსოფლიო ეკონომიკის მოსალოდნელზე უფრო სწრაფად აღდგენასთან ერთად, სიტუაციის ეტაპობრივი გაუმჯობესებაა მოსალოდნელი, რაც გაზრდილ საგარეო მოთხოვნასა და ფინანსურ შემოდინებებში აისახება. შემოდინებების ზრდა ერთი მხრივ ეკონომიკურ ზრდას შეუწყობს ხელს, თუმცა ამავდროულად საგადასახდლო ბალანსის შემოდინებებზე საქართველოს მონყვლადობას გაზრდის და მომავალში შესაძლოა ისევ სწრაფი გადინების რისკის წყარო გახდეს. ამდენად, სავაჭრო და ფინანსური შემოდინებები ერთ-ერთ საყურადღებო არხს წარმოადგენს, რომლის მეშვეობითაც საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების გაუარესებული ეკონომიკური მდგომარეობა შესაძლოა ადგილობრივ ეკონომიკაზე აისახოს და ფინანსური სტაბილურობის რისკები წარმოშვას.

COVID-19 პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური შოკების უარყოფითი გავლენა საქართველოს ფინანსურ და ეკონომიკურ გარემოზე ეტაპობრივად მცირდება, თუმცა საქართველოს ეკონომიკა საგარეო ფაქტორების მიმართ მონყვლადი რჩება. პანდემიამდე პერიოდში საქართველოს ეკონომიკა საგარეო სექტორის მიმართ მაღალი მონყვლადობით ხასიათდებოდა, რაც დოლარიზაციის მაღალ მაჩვენებელში, მიმდინარე ანგარიშის მაღალ დეფიციტსა და საერთაშორისო ფინანსურ ნაკადებზე მზარდ დამოკიდებულებაში გამოიხატებოდა. აღნიშნულმა კიდევ უფრო გაამძაფრა COVID-19 პანდემიით გამოწვეული გახანგრძლივებული საგარეო შოკების უარყოფითი გავლენა საქართველოს ფინანსურ და ეკონომიკურ გარემოზე. თუმცა, გლობალურ ვაქცინაციასთან და მსოფლიო ეკონომიკის მოსალოდნელზე უფრო სწრაფად აღდგენასთან ერთად, მოსალოდნელია სიტუაციის ეტაპობრივი გაუმჯობესება, რაც საქართველოს საგარეო სექტორიდან მომდინარე რისკების შემცირებაში, კონკრეტულად კი გაზრდილ საგარეო მოთხოვნასა და ფინანსურ შემოდინებებში აისახება. COV-

ID-19 პანდემიით გამოწვეული რისკების ეტაპობრივი კლების მიუხედავად, საგარეო სექტორიდან მომდინარე რისკები 2019 წელთან შედარებით გაზრდილია, რაც ძირითადად მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაუარესებითა და საგარეო ვალის მნიშვნელოვანი ზრდით არის განპირობებული. ასევე, პანდემიამდე პერიოდთან შედარებით, გაზრდილია წნეხი საერთაშორისო რეზერვებზე და გაუარესებულია წმინდა საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიცია, თუმცა ეს უკანასკნელი მდგრად დონეზე წარჩუნდება.

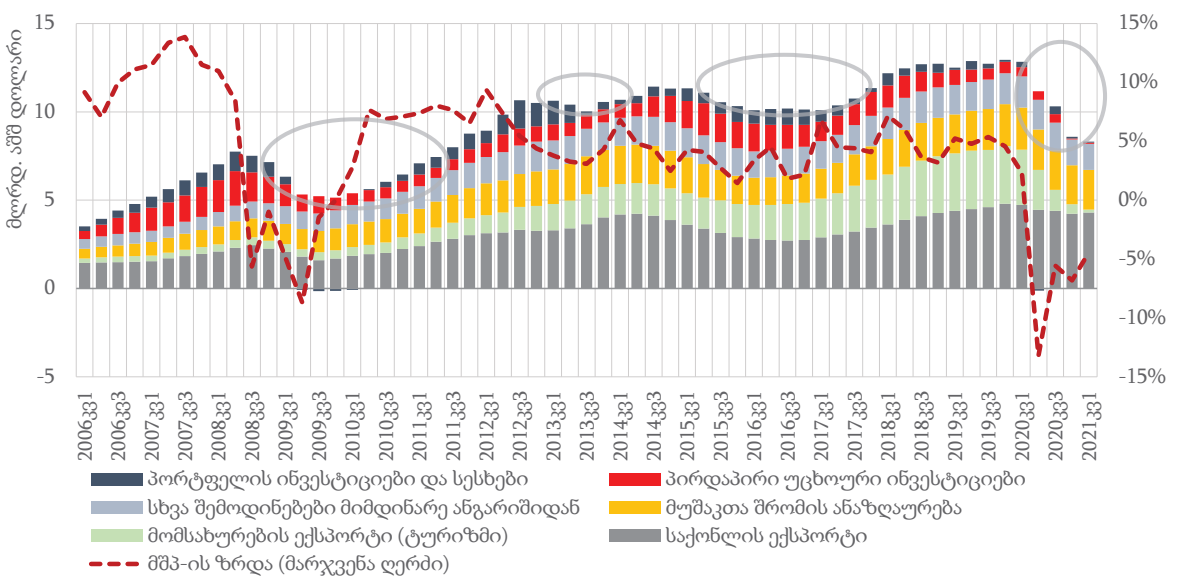
გლობალური ეკონომიკის მოსალოდნელზე სწრაფი აღდგენის მიუხედავად, საქართველოს საგარეო სექტორიდან მომდინარე ფინანსური სტაბილურობის რისკების გადაცემის არხები კვლავ საყურადღებო რჩება. გლობალური ვაქცინაციისა და უპრეცედენტო ფისკალური და მონეტარული სტიმულის წყალობით გლობალური ეკონომიკა მოსალოდნელზე სწრაფად უბრუნდება პანდემიამდე დონეს. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ ეს პროცესი საკმაოდ არათანაბრად მიმდინარეობს და მეტწილად განვითარებული ქვეყნების სწრაფი აღდ-

გენის ტემპითაა განპირობებული. განვითარებადი ქვეყნები, განსაკუთრებით კი ტურიზმზე დამოკიდებული ეკონომიკები, კვლავ მონეცვლადები რჩებიან პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური კრიზისის მიმართ. საერთო ჯამში, მიუხედავად პოზიტიური მოლოდინებისა, გაურკვეველობა კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება, რაც ვაქცინაციის მოსალოდნელზე ნელი ტემპითა და ვირუსის ახალი შტამების გავრცელებით არის გამოწვეული. ეს ყოველივე არა მხოლოდ ვაქცინაციის დაბალი დონის მქონე ქვეყნებს უქმნის საფრთხეს, არამედ იმ ქვეყნებსაც, სადაც ამ ეტაპზე ინფიცირება დაბალ ნიშნულზე ნარჩუნდება. შესაბამისად, საქართველოს საგარეო პოზიციის გაუმჯობესება დიდწილად რეგიონსა და სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ვითარებაზე იქნება დამოკიდებული.

2021 წლის მეორე კვარტალში პანდემიასთან დაკავშირებული შეზღუდვების ეტაპობრივი შემსუბუქებისა და გლობალური ვაქცინაციის პარალელურად, ევროზონაში, თურქეთსა და რუსეთში ეკონომიკური აქტივობის გაუმჯობესება გაგრძელდა. რეგიონსა და სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკურ აღდგენასთან ერთად საქართველოს საგარეო პოზიციის გაუმჯობესებაა მოსალოდნელი, რაც გაზრდილ საგარეო მოთხოვნასა და ფულად შემოდინებებში აისახება. ვაქცინაცია და საზღვრების გახსნა ტურისტული ნაკადების ზრდას შეუწყობს ხელს, რაც დადებითად იმოქმედებს სერვისის

ექსპორტიდან მიღებულ შემოსავლებზე და მიმდინარე ბალანსის დეფიციტის შემცირებას შეუწყობს ხელს. მიუხედავად ამისა, საქართველოსა და მსოფლიოში ვაქცინაციის ტემპთან დაკავშირებული გაურკვეველობიდან გამომდინარე, ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლები 2019 წლის დონესთან შედარებით მოკლევადიან პერიოდში მნიშვნელოვნად შემცირებული დარჩება. აღსანიშნავია, რომ პანდემიის პერიოდში საქონლის სავაჭრო ბალანსმა ნაწილობრივ დააბალანსა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი, რაც გარკვეულ წილად საქონლის იმპორტის დიდი კლებით იყო განპირობებული. ქვეყნების შიდა ეკონომიკური აქტივობისა და საერთაშორისო ვაჭრობის მოსალოდნელზე სწრაფად გააქტიურებამ საქართველოს საგარეო ვაჭრობის ზრდაზე დადებითად იმოქმედა, რაც მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის პანდემიამდე დონესთან დაახლოებას შეუწყობს ხელს. ასევე, პოზიტიური ტენდენციები გამოიკვეთა ფულადი გზავნილების კუთხით, რომლებიც პანდემიის პერიოდში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების ერთერთ მნიშვნელოვან და მზარდ წყაროს წარმოადგენდა. ეს დადებითი ტენდენციები საგარეო სექტორიდან მომდინარე ფინანსური სტაბილურობის რისკების ნაწილობრივ შერბილებას განაპირობებს. თუმცა საერთაშორისო გარემოში არსებული რისკების გადაცემის არხები კვლავ საყურადღებო რჩება. პანდემიამ ცხადყო, რომ მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებში რისკის პრემიის

დიაგრამა II.1. საგადასახდლო ბალანსის შემოდინებები საქართველოში (ბოლო ოთხი კვარტალის მცოცავი საშუალო პროცენტული ფარდობა მშპ-თან)



წყარო: სებ, საქსტატი.

ზრდით გამოწვეული ფინანსური პირობების გამკაცრება მიწოდების მხრიდან უცხოური ვალუტის სესხების გაძვირებას იწვევს, რაც განსაკუთრებით საყურადღებოა ქვეყანაში მაღალი დოლარიზაციის პირობებში. რისკის პრემიის მოსალოდნელზე მეტად ზრდა ფინანსური ნაკადების შემოდინებებზეც უარყოფითად აისახება და კაპიტალის ნაკადების შემცირების რისკებს ზრდის, რაც თვალსაჩინო გახდა COVID-19 პანდემიის პერიოდში. ასევე, საყურადღებოა განვითარებულ ქვეყნებში, განსაკუთრებით კი აშშ-ში, მონეტარული პოლიტიკის შესაძლო გამკაცრება, რომელიც განვითარებადი ქვეყნების ვალუტების შესაძლო გაუფასურების გზით ამ ქვეყნებში იმპორტირებული საქონლის ფასს გაზრდის და ინფლაციურ წნეხს შექმნის. მეორე მხრივ, სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში, განსაკუთრებით რუსეთსა და თურქეთში, არსებული ეკონომიკური სირთულეები მომსახურების ექსპორტსა და ფულად გზავნილებს ანელებს, რაც უარყოფითად აისახება როგორც საგარეო ბალანსზე, ასევე ადგილობრივი ვალუტაზე და გაცვლითი კურსის გაზრდილ მერყეობას იწვევს. ჯამურად, გლობალური ეკონომიკის ზრდასთან დაკავშირებული პოზიტიური მოლოდინებისა და საგარეო შემოდინებების მოსალოდნელი დადებითი დინამიკის მიუხედავად, პანდემიის დასრულებასთან დაკავშირებული გაურკვევლობის ფონზე საგარეო სექტორიდან მომდინარე ფინანსური სტაბილურობის რისკები საყურადღებო რჩება.

საერთაშორისო სავაჭრო და ფინანსური ნაკადები ხელს უწყობს ეკონომიკურ ზრდას, თუმცა შემოდინებებზე მზარდმა დამოკიდებულებამ შესაძლოა ფინანსური სტაბილურობის რისკები წარმოქმნას. ბოლო წლების განმავლობაში საქართველოს დამოკიდებულება საერთაშორისო სავაჭრო და ფინანსურ ნაკადებზე იზრდებოდა (იხ. დიაგრამა II.1). ისტორიულად, აღნიშნული ნაკადების ძირითად წყაროს საქონლის ექსპორტი წარმოადგენდა, თუმცა ბოლო წლებში შემოდინებებში ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლების წილი მნიშვნელოვნად გაიზარდა. მიუხედავად იმისა, რომ გაზრდილი სავაჭრო და ფინანსური ნაკადები მზარდი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისთვის დამახასიათებელია და ეკონომიკურ ზრდაზე დადებითად აისახება, იგი ასევე განა-

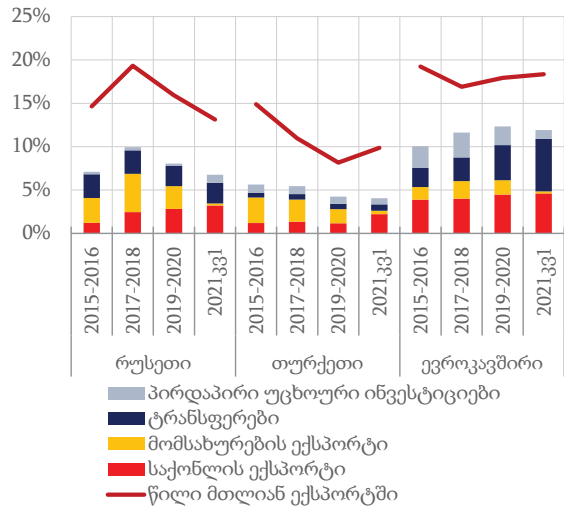
პირობებს მზარდ დამოკიდებულებას სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში მიმდინარე მოვლენებზე და შესაძლოა მონყვლადობის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი წყარო გახდეს, როგორც ეს პანდემიის პერიოდშიც დადასტურდა. კერძოდ, რეგიონსა და სხვა პარტნიორ ქვეყნებში პანდემიით გამოწვეული ეკონომიკური სირთულეების შედეგად, მნიშვნელოვნად შემცირდა საგადასახდელო ბალანსის შემოდინებები (დიაგრამა II.1), რამაც ეკონომიკური შენელების ფონზე მშპ-ის ზრდის მნიშვნელოვანი შემცირება გამოიწვია. გლობალური ეკონომიკის გაჯანსაღებასთან ერთად, მოსალოდნელია შემოდინებების ხელახალი ზრდა, თუმცა შემოდინებების მოცულობა, განსაკუთრებით კი სერვისის ექსპორტიდან მიღებული შემოსავალი, მეტწილად ვაქცინაციის ტემპსა და შეზღუდვების სიმკაცრეზე იქნება დამოკიდებული. შემოდინებების ზრდა ერთი მხრივ, ეკონომიკურ ზრდას შეუწყობს ხელს, მაგრამ ამავედროულად გაზრდის საქართველოს მონყვლადობას საგადასახდელო ბალანსის შემოდინებების მიმართ და მომავალში სწრაფი გადინების შემთხვევაში რისკის წყარო შეიძლება გახდეს. ამდენად, სავაჭრო და ფინანსური შემოდინებები წარმოადგენს ერთ-ერთ არხს, რომლის მეშვეობითაც საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების გაუარესებული ეკონომიკური მდგომარეობა შესაძლოა ადგილობრივ ეკონომიკაზე აისახოს და ფინანსური სტაბილურობის რისკები წარმოშვას. ნიშანდობლივია, რომ ამ საფრთხეს გარკვეულწილად ამცირებს შემოდინებების დივერსიფიკაცია მათი წარმოშობის ქვეყნების მიხედვით, რაც ასევე შესაძლებელია.

საქართველოს ეკონომიკა ევროკავშირში, რუსეთსა და თურქეთში არსებულ ვითარებაზე მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული. 2021 წლის პირველი კვარტალის მონაცემებით, ამ ქვეყნების წილი საქართველოს მთლიან ექსპორტში 40, ხოლო მთლიან საგარეო შემოდინებებში 43 პროცენტია, რაც წინა წლის მონაცემების მსგავსია. თუმცა, 2020 წელთან შედარებით რუსეთის წილი მთლიან ექსპორტში მცირედით შემცირდა, რაც, ძირითადად, მომსახურების ექსპორტიდან მიღებული შემოსავლის კლებით იყო გამოწვეული. ამავედროულად, გაიზარდა თურქეთისა და ევროკავშირის წილი მთლიან

ექსპორტში. 2021 წლის პირველ კვარტალში მთლიანი შემოდინების წილი მშპ-ში წინა წლებთან შედარებით შემცირებულია როგორც რუსეთში, ისე თურქეთსა და ევროკავშირში, თუმცა ეს, ძირითადად, მომსახურების ექსპორტიდან შემცირებული შემოსავლით არის განპირობებული (იხ. დიაგრამა II.2). სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეტაპობრივ ეკონომიკურ გაჯანსაღებასთან ერთად, 2021 წელს მოსალოდნელია საქონლის ექსპორტიდან მიღებული შემოსავლების ზომიერი ზრდა. გარდა ამისა, მიუხედავად იმპორტის თანხობრივად მზარდი ტენდენციისა, მოსალოდნელი მაღალი იმპორტირებული ფასების პირობებში სავარაუდოა რეალური იმპორტის შემცირება, რაც სავაჭრო ბალანსზე დადებითად აისახება. საერთო ჯამში, შემოდინებებზე დამოკიდებულება მაღალ დონეზე ნარჩუნდება, რაც საქართველოს ამ ძირითად ბაზრებზე მიმდინარე მოვლენების მიმართ განსაკუთრებით მონეველადს ხდის. მიმდინარე პანდემიამ ცხადყო, რომ საერთაშორისო ბაზრებზე მაღალი დამოკიდებულება საგარეო შემოდინებების მყისიერი ვარდნის რისკს ქმნის, რაც ქვეყნის ეკონომიკაზე და, შესაბამისად, ფინანსურ სტაბილურობაზე უარყოფითად აისახება.

2019 წლის მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის ისტორიულად დაბალი მაჩვენებლის შემდეგ, პანდემიის შედეგად საქართველოს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მნიშვნელოვნად გაუარესდა, თუმცა 2021 წლის დასაწყისში დეფიციტი მცირედით შემცირდა და ტურიზმისა და საქონლის ექსპორტის აღდგენასთან ერთად მისი ეტაპობრივი კლებაა მოსალოდნელი. საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური ვარდნისა და ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლების მკვეთრი შემცირების ფონზე, 2020 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მკვეთრად გაუარესდა. პანდემიის პერიოდში გაზრდილი მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების ერთ-ერთ მნიშვნელოვან და მზარდ წყაროს ფულადი გზავნილები წარმოადგენდა. ასევე, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის ზრდა ნაწილობრივ შესუსტებული შიდა მოთხოვნიდან გამომდინარე შემცირებულმა საქონლის იმპორტმა დააბალანსა. მეორე მხრივ, მსოფლიოში ეკონომიკური გარემოს გაუარესების ფონზე შემცირდა ინვესტორთა

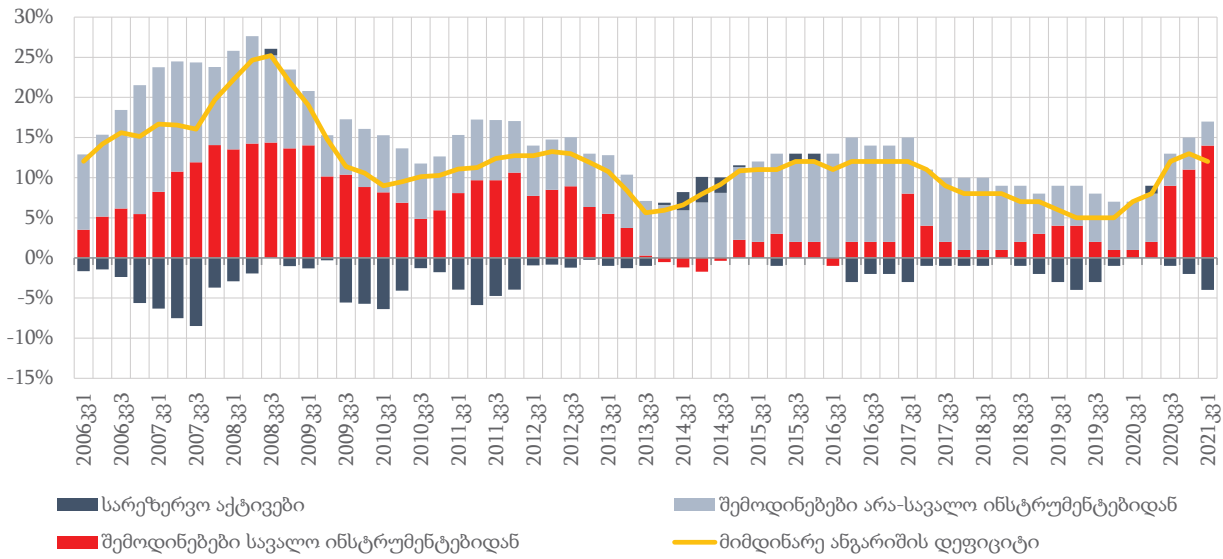
დიაგრამა II.2. ძირითადი ბაზრების მიმართ მონეველობა (ნაკადების ფარდობა მშპ-თან)



წყარო: სებ, საქსტატი.

რისკის მდა, რაც განსაკუთრებით განვითარებადი და მზარდი ეკონომიკის მქონე ქვეყნების რისკის პრემიების ზრდასა და ამ ქვეყნებიდან კაპიტალის დიდი ოდენობით გადინებაში აისახა. პანდემიის პერიოდში საქართველოში მნიშვნელოვნად შემცირდა როგორც წმინდა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, ასევე პორტფელური შემოდინებებიც, რომელთა ეტაპობრივი აღდგენა ადგილობრივი და საერთაშორისო ეკონომიკური სიტუაციის გაუმჯობესებასთან ერთადაა მოსალოდნელი. ამასთან, პანდემიის პერიოდში რისკის პრემიის ზრდით გამონეველი შოკი საქართველოს არაპირდაპირ, სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნებიდან მიმდინარე ანგარიშზე ზეგავლენის გზით გადმოეცა. რისკის პრემიის შოკის შედეგად გაუფასურდა სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტები, რასაც თან დაერთო ამ ქვეყნების რეალური ეკონომიკის გაუარესება, რაც საქართველოს ექსპორტიდან მიღებულ შემოსავლების შემცირებაში აისახა. საერთო ჯამში, 2020 წლის მეორე ნახევრიდან განსაკუთრებით შემცირდა არასავალო ინსტრუმენტების წილი მიმდინარე ანგარიშის დაფინანსებაში; ხოლო, სავალო ნაკადების წილი კი მნიშვნელოვნად გაიზარდა, რაც საგარეო მონეველობის ზრდას განაპირობებს (იხ. დიაგრამა II.3). რეგიონში ეკონომიკური გარემოს გაუარესების შემთხვევაში არსებობს ინვესტორთა მიერ რისკის პრემიების გადაფასების რისკი, რაც უარყოფითად იმოქმედებს უცხოური ვალუტით მოზიდული სახსრების საპ-

დიაგრამა II.3. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი და დაფინანსების წყაროები (მშპ-ის %)



წყარო: სებ.

როცენტო განაკვეთზე, გაზრდის მოკლევადიანი საგარეო ვალის ტვირთს და რეფინანსირების რისკებს აჩენს. ამავდროულად, რეგიონში სუვერენული რისკის პრემიების მოსალოდნელზე მეტად ზრდის შემთხვევაში კაპიტალის ნაკადების შემცირების რისკები გაიზრდება, რასაც, შესაძლოა, ბიზნესის განწყობასა და ინვესტიციებზე უარყოფითი გავლენა ჰქონდეს და მოსალოდნელზე უფრო დაბალი ეკონომიკური აქტივობა გამოიწვიოს. სუვერენული რისკის პრემიების გადაფასების რისკი განსაკუთრებით საგულისხმოა რეგიონში ინფლაციური წნეხის არსებობისა და აშშ-ში საპროცენტო განაკვეთების ზრდის შარშანდელ მოლოდინთან შედარებით ადრე დაწყების ფონზე. თუმცა ის ფაქტი, რომ საქართველოს მთლიან საგარეო ვალში მოკლევადიანი საგარეო ვალის წილი მცირეა, ზემოთაღნიშნულ რისკებს ამცირებს.

მიუხედავად მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაუარესებისა, ტურისტული ნაკადების აღდგენა და საგარეო მოთხოვნის ზრდა საშუალოვადიან პერიოდში დეფიციტის შემცირებას შეუწყობს ხელს. დეფიციტის 2019 წლის დონესთან დაბრუნების პროცესი მნიშვნელოვნად დამოკიდებული იქნება ტურიზმის აღდგენის ტემპზე. ადგილობრივი და გლობალური მოლოდინების გაუმჯობესებასთან ერთად მოსალოდნელია პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისა და სხვა შემოდინებების ეტაპობრივი ზრდა, რაც მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის და-

ფინანსებაში სავალო ინსტრუმენტების შემოდინებების საჭიროებას შეამცირებს.

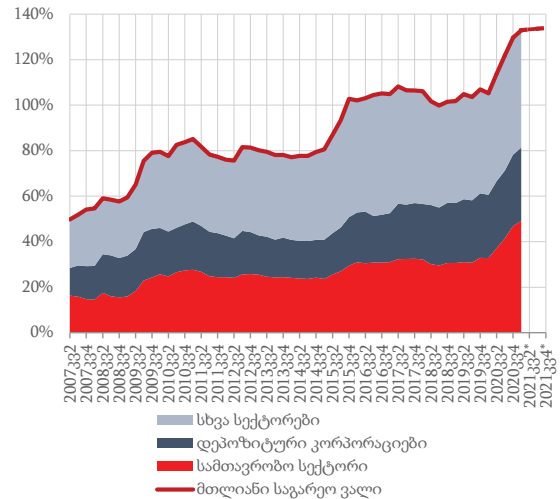
პანდემიით გამოწვეული რეცესიის ფონზე საგარეო ვალი და ვალის მომსახურების ტვირთი გაიზარდა, თუმცა სახელმწიფო ვალი მდგრად დონეზე ნარჩუნდება. პანდემიით გამოწვეული რეცესიის შესარბილებლად და საგადასახდლო ბალანსის დეფიციტის დასაფინანსებლად მობილიზებულმა ფინანსურმა რესურსებმა საგარეო ვალი გაზარდა (იხ. დიაგრამა II.4). მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოს მთლიანი ვალის მაჩვენებელი სხვა მზარდ ეკონომიკებთან შედარებით გამოკვეთილად მაღალი არაა, 2020 წელს სახელმწიფო საგარეო ვალი მნიშვნელოვნად გაიზარდა, თუმცა საერთო ჯამში, სახელმწიფო ვალი მდგრად დონეზე ნარჩუნდება. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის პროგნოზის მიხედვით, 2021 წლის ბოლოსთვის საქართველოს საგარეო ვალი მშპ-ის 134 პროცენტს მიაღწევს და შემდგომ პერიოდებში ეტაპობრივად დაიწყებს შემცირებას⁵. აღსანიშნავია, რომ საქართველოს საგარეო ვალი ძირითადად უცხოური ვალუტითაა დენომინირებული და, შესაბამისად, მნიშვნელოვნად მონყვლადია გაცვლითი კურსის მერყეობის მიმართ. ეს რისკი თვალსაჩინო გახდა პანდემიის პერიოდში, როდესაც რისკის პრემიის გა-

5 <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2021/04/16/Georgia-Eighth-Review-Under-the-Extended-Fund-Facility-Arrangement-Press-Release-and-Staff-50358>

დაფასების ფონზე ვალუტის გაუფასურებამ საგარეო ვალის მომსახურების ტვირთის ზრდა გამოიწვია. თუმცა ის ფაქტი, რომ საქართველოს მთლიან ვალში მოკლევადიანი საგარეო ვალის წილი მცირეა და მთლიანი ვალის 20 პროცენტს შეადგენს, ხოლო გრძელვადიანი ვალდებულებების ნაწილი დაკავშირებული კომპანიის სესხია (კვაზი-კაპიტალი), რისკის პრემიების გადაფასებისა და რეფინანსირების რისკებს ამცირებს.

გასათვალისწინებელია, რომ პანდემიის პირობებში საქართველოს შესადარის თითქმის ყველა ქვეყანაში მნიშვნელოვნად გაიზარდა უცხოურ და ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული საგარეო ვალი. თუმცა, საქართველოში უცხოურ ვალუტაში არსებული ვალდებულებების წილი თითქმის ყველა ტიპის მსესხებლისთვის შერჩეულ შესადარის ქვეყნებთან მიმართებით ერთ-ერთი ყველაზე მაღალია, რაც ვალუტის კურსის გაუფასურების შედეგად საგარეო ვალის ტვირთის მნიშვნელოვან ზრდაში აისახება (იხ. დიაგრამა II.5). თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ 2020 წლის მეორე ნახევარში სესხების დოლარიზაციამ მცირედით იკლო, რაც უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხის გაუფასურებით გამომწვეულ დანახარჯს შეამსუბუქებს. ასევე,

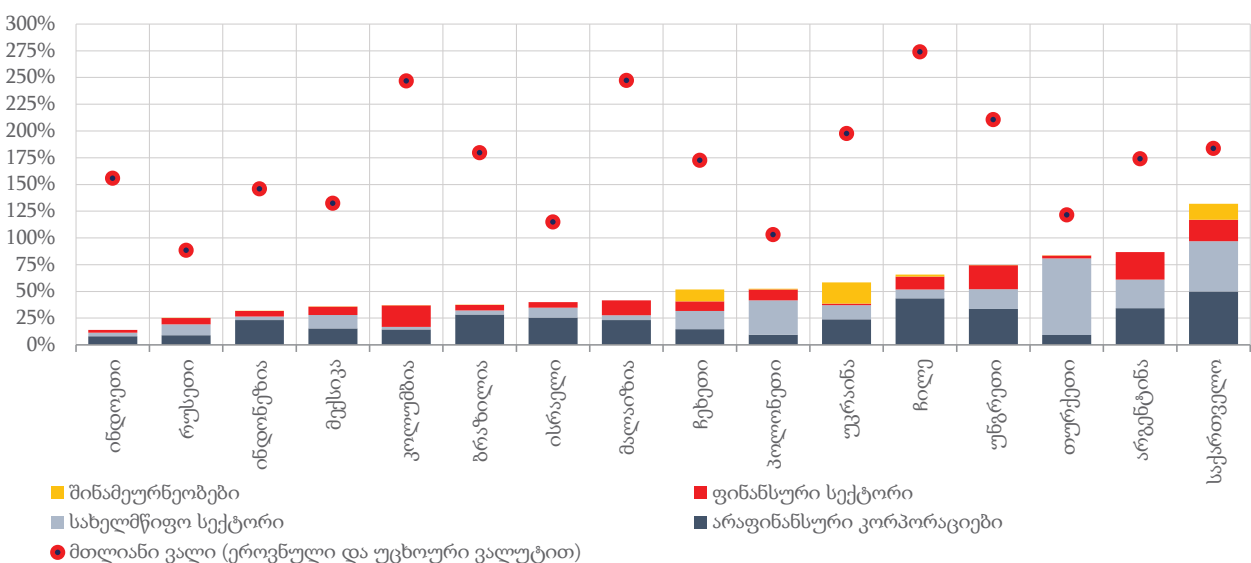
დიაგრამა II.4. საგარეო ვალი (მშპ-ის %)



წყარო: სებ.

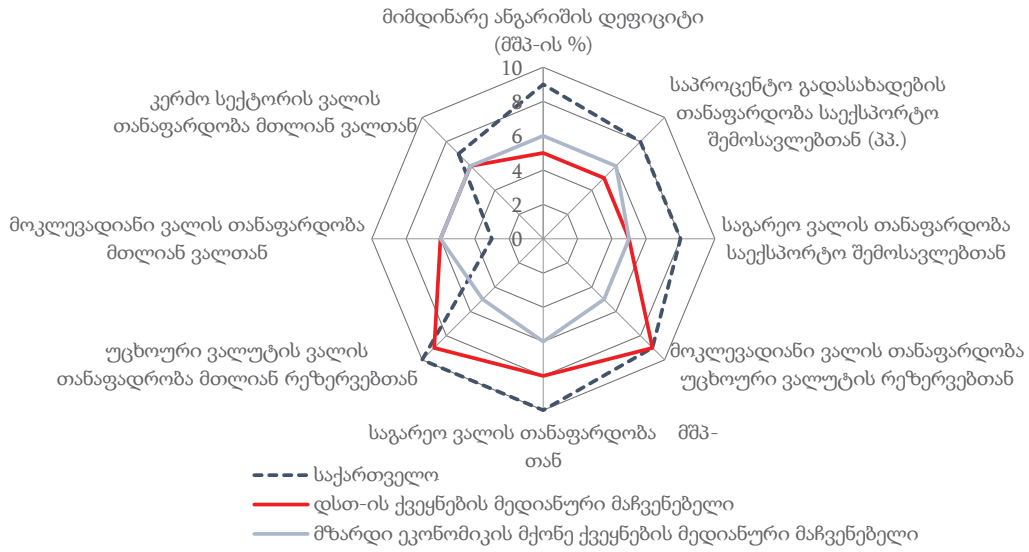
საქართველოს საგარეო ვალის მნიშვნელოვანი ნაწილი საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტებიდან კონცესიური პირობებითაა ნასესხები, რაც ამ ტიპის სესხებზე მომსახურების საბაზროსთან შედარებით დაბალ ტვირთს გულისხმობს. აღსანიშნავია, რომ 2020 წელს ქვეყანამ მოახერხა ევრობონდის ისტორიულად ყველაზე დაბალ, 2.75 პროცენტიანი განაკვეთით გამოშვება, რაც ინვესტორების მაღალი დანტერესებისა და ბოლო წლებში ქვეყნის სუვერენული რეიტინგის გაუმჯობესების შედეგია.

დიაგრამა II.5. ქვეყნების შედარება ეკონომიკის სექტორებში არსებული უცხოური ვალუტის ვალის მიხედვით (მშპ-ს %, 2020 IV კვ.)



წყარო: სებ, საერთაშორისო ფინანსების ინსტიტუტი, ცალკეული ქვეყნების სტატისტიკური ინფორმაცია.

დიაგრამა II.6. საქართველოს საგარეო სექტორის მონყვლადობა მზარდ ეკონომიკებთან და დსთ-ის ქვეყნებთან შედარებით⁶, 2020 IV კვ.



წყარო: სებ, სსფ, მსოფლიო ბანკი.

საერთო ჯამში, საქართველოში, დსთ-სა და მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებში საგარეო მონყვლადობა წინა წელთან შედარებით გაზრდილია. ამავდროულად, საქართველოს საგარეო მონყვლადობა გარკვეულ კომპონენტებში დსთ-ს ქვეყნების მონყვლადობასთან შესადარისი, ხოლო მზარდი ეკონომიკის ქვეყნების მედიანურ მაჩვენებელთან შედარებით მაღალია (იხ. დიაგრამა II.6). მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოს მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი ბოლო წლების განმავლობაში უმჯობესდებოდა, COVID-19 პანდემიის პირობებში იგი საგრძნობლად გაუარესდა და შესადარი ქვეყნების ფონზე, კვლავ მაღალი რჩება. დსთ-სა და მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებთან შედარებით, საქართველოში მაღალია საპროცენტო გადასახადებისა და საგარეო ვალის თანაფარდობა საექსპორტო შემოსავლებთან, რაც საგარეო მონყვლადობას წარმოადგენს. ასევე, საქართველოსა და დსთ-ს ქვეყნებში საყურადღებოა საგარეო ვალში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის დიდი წილი, რაც ეროვნული ვალუტის გაუფასურების შემთხვევაში ვალის მომსახურების მყისიერი გაძვირების რისკს წარმოქმნის. თუმცა, საქართველოს, დსთ-სა და მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებთან შედარებით, საგარეო ვალის ვადიანობის ხელსაყრელი სტრუქტურა აქვს, რაც ფინანსური პირობების გამკაცრების შემთხვევაში რეფინანსირების დაბალ რისკზე მიუთითებს.

როცენტო გადასახადებისა და საგარეო ვალის თანაფარდობა საექსპორტო შემოსავლებთან, რაც საგარეო მონყვლადობას წარმოადგენს. ასევე, საქართველოსა და დსთ-ს ქვეყნებში საყურადღებოა საგარეო ვალში უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის დიდი წილი, რაც ეროვნული ვალუტის გაუფასურების შემთხვევაში ვალის მომსახურების მყისიერი გაძვირების რისკს წარმოქმნის. თუმცა, საქართველოს, დსთ-სა და მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებთან შედარებით, საგარეო ვალის ვადიანობის ხელსაყრელი სტრუქტურა აქვს, რაც ფინანსური პირობების გამკაცრების შემთხვევაში რეფინანსირების დაბალ რისკზე მიუთითებს.

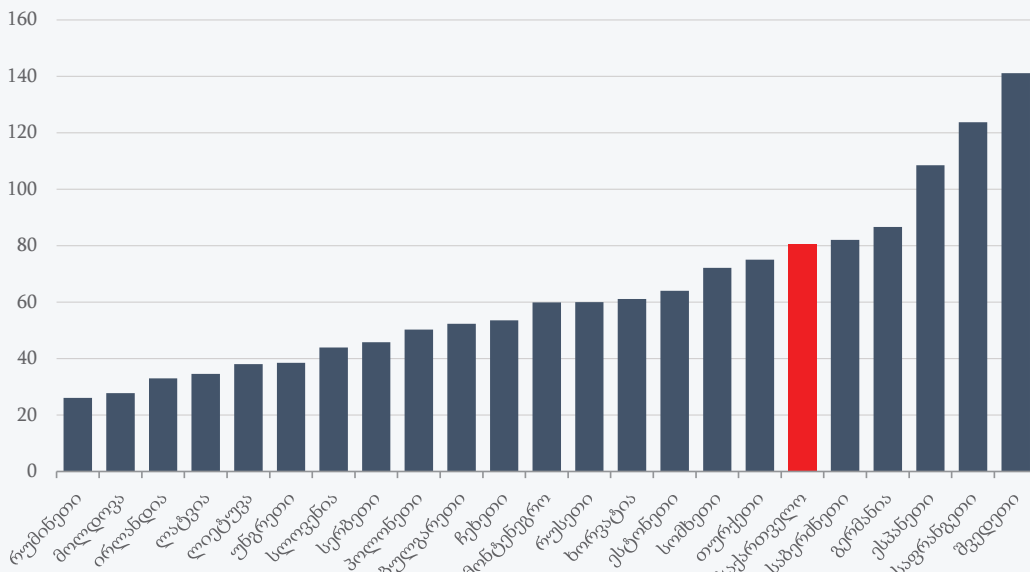
6 რანჟირება დაფუძნებულია შესაბამისი ინდიკატორების გლობალურ განაწილებაზე. მაღალი რანგი შეესაბამება მაღალ მონყვლადობას.

ჩანართი 1. კერძო სექტორის ვალის ტვირთის შედარებითი ანალიზი.

ფინანსური სტაბილურობის ერთ-ერთი განმსაზღვრელი ფაქტორი კერძო სექტორის ვალის ტვირთია, რომელიც დაკრედიტების ნომინალურ მთლიან შიდა პროდუქტთან (მშპ) თანაფარდობით იზომება. მაღალი ვალის ტვირთი შესაძლოა ეკონომიკური ზრდის შემაფერხებელი აღმოჩნდეს⁷; ამ დროს მნიშვნელოვანი ვალის მიზნობრიობაა. ეკონომიკის მაღალპროდუქტიული სექტორებისკენ მიმართული საკრედიტო სახსრები მეტ დამატებულ ღირებულებას ქმნის, მაშინ, როდესაც დაბალპროდუქტიულ დარგებზე გაცემული სესხები ეკონომიკურ ზრდაზე ნაკლებად აისახება. გარდა ამისა, ვალის ტვირთის ჭარბი ზრდა მსესხებლების გადახდისუნარობის რისკებს ამწვავებს და ფინანსური კრიზისის ალბათობას ზრდის.

მოცემული ანალიზი კერძო სექტორის დაკრედიტების ორ განსაზღვრებას იყენებს. ვიწრო განსაზღვრებით კრედიტი ადგილობრივი საბანკო და სხვა ფინანსური ინსტიტუტების მიერ შინამეურნეობებსა და არასაფინანსო კომპანიებზე გაცემულ სასესხო ვალდებულებებს მოიცავს. ფართო განსაზღვრებით კი კრედიტი როგორც სესხებს, ასევე ობლიგაციებს და საგარეო დაფინანსებას აერთიანებს.

დიაგრამა B1.1. კერძო სექტორზე გაცემული ადგილობრივი სესხების ფარდობა მშპ-თან (%), 2020

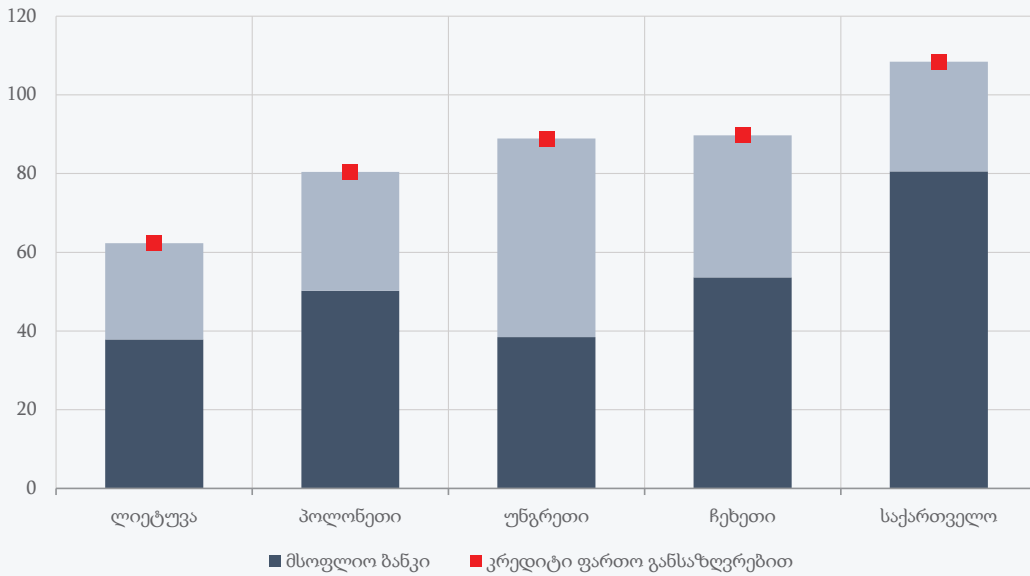


წყარო: მსოფლიო ბანკი, საქართველოს ეროვნული ბანკი

მსოფლიო ბანკის უახლეს მონაცემებზე დაყრდნობით (იხ. დიაგრამა B1.1), საქართველოში საბანკო და არასაბანკო ფინანსური ინსტიტუტების მიერ გაცემული სესხების მშპ-თან ფარდობა მსგავსი განვითარების მქონე ქვეყნების ანალოგიურ მაჩვენებელს მნიშვნელოვნად აღემატება. მსოფლიო ბანკი კრედიტის ვიწრო განსაზღვრებით სარგებლობს მაშინ, როდესაც, ხშირ შემთხვევებში, ცალკეული ქვეყნები ფინანსური სტაბილურობის რისკების შეფასებისას კრედიტის ფართო განსაზღვრებას იყენებენ. ეს კი ქვეყნის ვალის ტვირთის და, შესაბამისად, რისკიანობის შეფასებისას განსხვავებულ სურათს ქმნის.

7 იხ. <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2017/October/chapter-2/Documents/C2.ashx>

დიაგრამა B1.2. ქვეყნების შედარება კრედიტის მშპ-თან ფარდობით (%), 2020



წყარო: მსოფლიო ბანკი და შერჩეული ქვეყნების ცენტრალური ბანკები

ობლიგაციებისა და საგარეო დაფინანსების მოცულობის მთლიან დაკრედიტებაში გათვალისწინებით ქვეყნების ვალის ტვირთის დონე გარკვეულწილად იცვლება. შერჩეული შესადარისი ქვეყნების 2020 წლის ოფიციალურ მონაცემებზე დაყრდნობით, საქართველოს დაკრედიტების ფართო განსაზღვრების მშპ-თან ფარდობასა და შესადარისი ქვეყნების იმავე მაჩვენებელს შორის სხვაობა მნიშვნელოვნად მცირდება (იხ. დიაგრამა B1.2). თუმცა, საქართველოს ვალის ტვირთი მოცემულ ქვეყნებთან შედარებით გაცილებით სწრაფად იზრდება, რაც ვალის ტვირთის არსებულ მაღალ დონეს საყურადღებოს ხდის. ამასთან, საქართველოში სესხებზე საპროცენტო განაკვეთი საშუალოდ უფრო მაღალია, ხოლო ვადიანობა მცირე, რის გამოც ვალის მომსახურების ტვირთი უფრო მძიმეა.

საქართველოში ვალის მაღალი ტვირთის რამდენიმე ძირითადი მიზეზი შეიძლება გამოიყოს. ერთ-ერთია მოხმარებაზე ორიენტირებული ეკონომიკა. ბოლო ხუთი წლის საშუალო მაჩვენებლის მიხედვით, საქართველოში მთლიანი მოხმარება მშპ-ის 85 პროცენტი იყო. მოხმარების მნიშვნელოვანი ნაწილი იმპორტირებულ საქონელზე მოდის. შესაბამისად, მოხმარების სესხებით დაფინანსება მშპ-თან შედარებით ვალის მაღალ ზრდას იწვევს. საქართველოში მაღალი ვალის ტვირთის კიდევ ერთ მიზეზს შესაძლოა სესხებზე შედარებით მარტივი წვდომა წარმოადგენდეს. საკრედიტო საინფორმაციო ბიუროს მონაცემებზე დაყრდნობით, ბოლო 5 წლის განმავლობაში ზრდასრული მოსახლეობის 85 პროცენტს ჰქონდა სესხი ფორმალური საკრედიტო ინსტიტუტიდან. 1,000 ზრდასრული ადამიანიდან კომერციული ბანკების მიმდინარე სესხი აქვს 641 პირს, რაც სსფ-ის ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გამოკითხვის (Financial Access Survey⁸) მონაცემებით, მსოფლიოში ერთ-ერთი ყველაზე მაღალი მაჩვენებელია. იმავე გამოკითხვის მიხედვით, საქართველოში ფინანსური ჩართულობის დონე ასევე მაღალია ანაბრებისა და ანგარიშების კუთხით; გვაქვს უნაღდო ანგარიშსწორებისა და დისტანციური ფინანსური სერვისების მინოდების კარგი მაჩვენებლები. ფინანსური ინსტიტუტების ეფექტიან მუშაობასთან ერთად, ფინანსური შუამავლობის განვითარების

8 იხ. IMF Financial Access Survey.

ასეთ დონეს განაპირობებს მხარდამჭერი საკანონმდებლო გარემო და გამართული ინფრასტრუქტურა. მსოფლიო ბანკის Doing Business ანგარიშის სესხებზე ხელმისაწვდომობის (Getting Credit) რეიტინგში⁹, რომელიც ლეგალური ჩარჩოს სიძლიერესა და საკრედიტო საინფორმაციო მონაცემების სიღრმეს აფასებს, საქართველო მე-15 ადგილზეა. ამასთან, საკრედიტო ბიუროს 100 პროცენტიანი მოცვით¹⁰ კი საუკეთესო პოზიციანაა სხვა რამდენიმე ქვეყანასთან ერთად. ასევე, გონივრული და მომავალზე ორიენტირებული საზედამხედველო მიდგომების პირობებში ფინანსური სექტორის აქტივების ზრდა იყო ჯანსაღი და მდგრადი, პრუდენციული მაჩვენებლები ადეკვატური და გამჭვირვალე, ხოლო მოგება სოლიდური. ამ გარემოებებმა ფინანსურ ინსტიტუტებს ხელი შეუწყო რესურსები ქვეყნის გარედან, მათ შორის საერთაშორისო საფონდო ბირჟებიდან, მოეზიდათ, რის გარეშეც ფინანსური სიღრმის ასეთი ზრდა შეუძლებელი იქნებოდა. აქვე ნიშანდობლივია, რომ ბაზარზე არაა სახელმწიფო ბანკები, რაც სისტემის ეფექტიანობისა და კონკურენციისთვის მნიშვნელოვანია.

აღსანიშნავია, რომ 2019 წელს პასუხისმგებლიანი დაკრედიტების¹¹ შემოღების შედეგად, ბოლო ორი წლის განმავლობაში შინამეურნეობების ვალის ტვირთის ზრდის ტემპი შენედა, ხოლო კომპანიების შემთხვევაში იგივე მაჩვენებელი გაიზარდა. ეს კი საკრედიტო სახსრების უფრო პროდუქტიული სექტორებისკენ მიმართვას გულისხმობს. შედეგად, დაკრედიტების ზრდასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის უფრო მჭიდრო კავშირი ყალიბდება. სწორედ ვალის ტვირთის ზრდა არის საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროპრუდენციული პოლიტიკის ფოკუსი, რომლის დინამიკასაც იგი ყურადღებით აკვირდება და მისი ჭარბი ზრდის შემთხვევაში, შესაბამის მარეგულირებელ ინსტრუმენტებს გამოიყენებს.

9 იხ. <https://www.doingbusiness.org/en/data/exploreeconomies/georgia>

10 საკრედიტო საინფორმაციო ბიურო ფარავს ლიცენზირებული საკრედიტო ინსტიტუტების მიერ გაცემულ ყველა სესხს.

11 იხ. საქართველოს ეროვნული ბანკის [ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშის](#) ჩანართი 3

შინამეურნეობების სექტორის ანალიზი

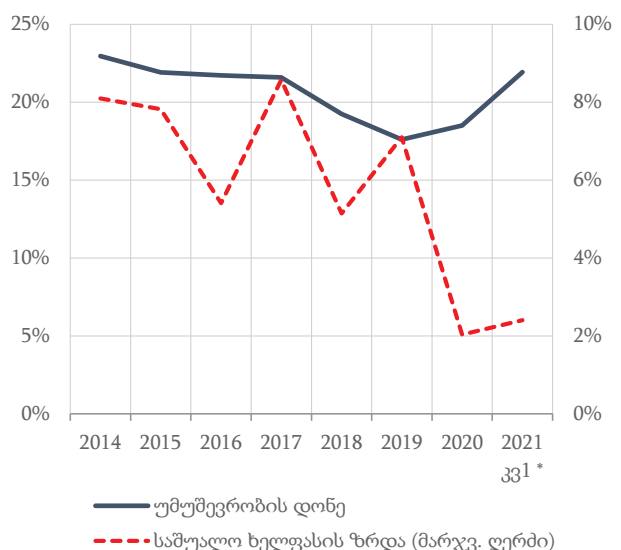
პანდემიის საპასუხოდ გატარებული შემზღვეველი ღონისძიებების შერბილება და ვაქცინაციის პროცესის გააქტიურება შინამეურნეობების ეკონომიკური მდგომარეობის გაუმჯობესებას უწყობს ხელს. პანდემიის დროს შინამეურნეობების გაუარესებული გადახდისუნარიანობა უმოქმედო სესხების წილის ზრდაში აისახა, თუმცა, ეკონომიკის გაჯანსაღებასთან ერთად, მისი შემცირებაა მოსალოდნელი. აღსანიშნავია, რომ პანდემიის პირობებში შინამეურნეობების ვალის ტვირთი გაიზარდა, რაც მათ პოტენციური შოკების მიმართ მონყვლადს ხდის. ამასთან, დამატებით რისკს წარმოადგენს არაპეჯირებული მსესხებლების სავალუტო რისკი, რომელიც შინამეურნეობების სექტორისათვის კვლავ მნიშვნელოვან გამონვევად რჩება. პანდემიის შედეგად აღნიშნული რისკების რეალიზებამ ცხადყო ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული პასუხისმგებლიანი დაკრედიტებისა და ლარიზაციის პოლიტიკის დროულობა და მნიშვნელობა.

პანდემიის საპასუხოდ გატარებული შემზღვეველი ღონისძიებების შერბილება და ვაქცინაციის პროცესის გააქტიურება შინამეურნეობების ეკონომიკური მდგომარეობის გაუმჯობესებას უწყობს ხელს. 2021 წლის პირველ კვარტალში, წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, უმუშევრობის დონე 3.6 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა და 21.9 პროცენტი შეადგინა¹². გასათვალისწინებელია, რომ უმუშევრობის ზრდა სამუშაო ძალის 6.3 პროცენტით¹³ შემცირების პირობებში შეინიშნებოდა. აღნიშნული რომ არა, უმუშევრობის ზრდა უფრო მეტი იქნებოდა. დასაქმების შემცირება დიდწილად მშენებლობაზე, სასტუმროებსა და რესტორნებში დასაქმებულთა რაოდენობის შემცირებით იყო განპირობებული. მიუხედავად ამისა, საშუალო ხელფასი კვლავ ზრდის ტემპით ხასიათდება, რაც დასაქმებულთა შორის უფრო მეტად დაბალშემოსავლიანი პირების მიერ სამსახურის დაკარგვით შეიძლება აიხსნას. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ შემზღვეველი ღონისძიებების შერბილების ფონზე 2021 წლის პირველ ნახევარში ქვეყანაში ეკონომიკური აქტივობის კუთხით დადებითი დინამიკა შეინიშნებოდა, რაც მომავალ პერიოდებში დასაქმების დინამიკაზე პოზიტიურად უნდა აისახოს. ეკონომიკის გაჯანსაღება მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ვაქცინაციის პროცესის მიმ-

დინარეობაზე და მოსალოდნელია, რომ ვაქცინაციის პროცესის გააქტიურება შინამეურნეობების ეკონომიკური მდგომარეობის გაუმჯობესებას შეუწყობს ხელს.

პანდემიის პირობებში შინამეურნეობების ვალის ტვირთი გაიზარდა, რაც მათ პოტენციური შოკების მიმართ მონყვლადს ხდის. 2020 წელს შინამეურნეობების სესხების ზრდა გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით 10 პროცენტის ფარგლებში იყო, რამაც ქვეყნის ეკონომიკურ აქტივობას გარკვეულწილად ხელი შეუწყო. მეორე მხრივ, ეკონომიკის შემცირების პირობებში დაკრედიტების ზრდამ და ეროვნული ვალუტის აშშ დოლარის მიმართ გაუფასურებამ შინამეურნეობების

დიაგრამა II.7. შრომის ბაზრის ინდიკატორები: უმუშევრობის დონე და საშუალო ხელფასის წლიური ზრდა

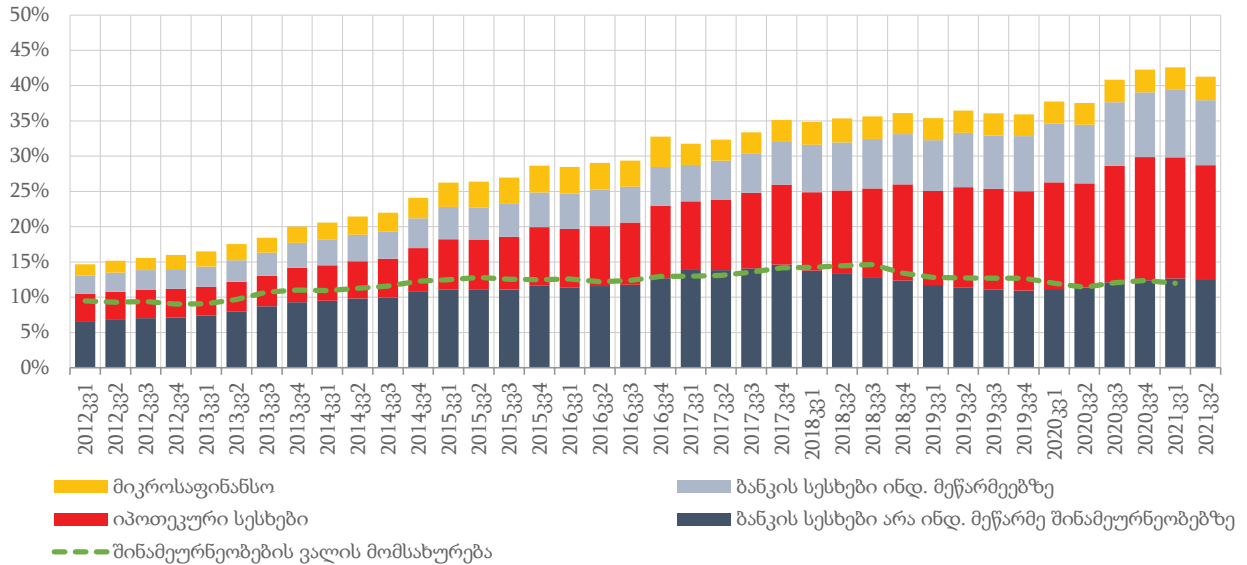


12 სამუშაო ძალის სტატისტიკის გამოკვლევაში შეტანილი ცვლილებების გამო, აღნიშნული მაჩვენებელი არ არის შესადარისი 2020 წლის ფინანსური სტაბილურობის რეპორტში მოცემულ დონესთან.

13 წყარო: საქსტატი, [სამუშაო ძალის მაჩვენებლები](#).

წყარო: საქსტატი.

დიაგრამა II.8. შინამეურნეობების ვალის მშპ-თან ფარდობა



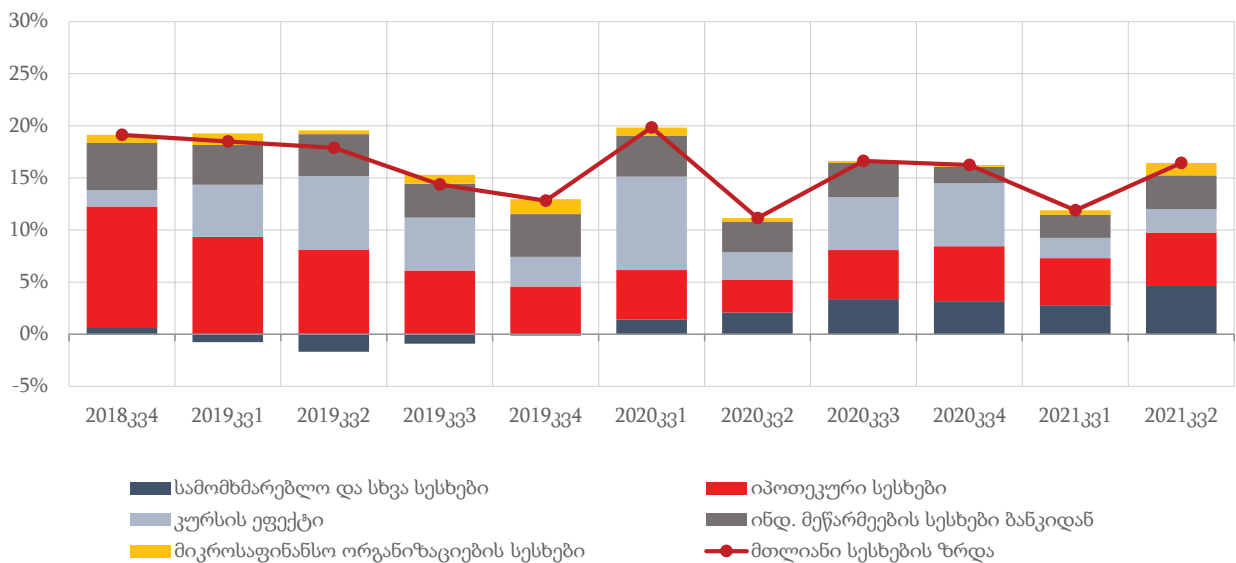
წყარო: სებ.

ვალის ტვირთი გაზარდა. შედეგად, შინამეურნეობების სესხების მშპ-თან ფარდობის მაჩვენებელმა 2021 წლის მეორე კვარტლის ბოლოს 41.3 პროცენტი შეადგინა, რაც წინა წლის შესაბამის კვარტალთან შედარებით 3.7 პროცენტული პუნქტით მეტია. თუმცა აღსანიშნავია, რომ სესხების ვადიანობის ზრდა ვალის მომსახურების მაჩვენებლის სტაბილურ დონეზე შენარჩუნებას დაეხმარა.

პანდემიის დროს შინამეურნეობების გაუარესებული გადახდისუნარიანობა უმოქმედო სესხების წილის ზრდაში აისახა, თუმცა ეკონომიკის გაჯანსაღებასთან ერთად მისი შემცირებაა მოსალოდნელი. მთავრობის

მხარდაჭერის პროგრამებმა და სესხების მომსახურებაზე საშელავათო პერიოდის შეთავაზებამ შინამეურნეობების ფინანსური მდგომარეობა შეამსუბუქა. თუმცა აღნიშნული პროგრამების დასრულების შემდეგ გაუარესებული გადახდისუნარიანობა უმოქმედო სესხების წილის ზრდაში აისახა. აღსანიშნავია, რომ სესხის მომსახურება მეტად გაუჭირდათ მსესხებლებს, რომელთა სასესხო ვალდებულება უცხოურ ვალუტაშია. 2021 წლის ივნისში, პანდემიის საწყის პერიოდთან შედარებით, უმოქმედო სესხების წილი უცხოურ ვალუტაში 4.3 პროცენტული პუნქტით, 8.8 პროცენტამდე, ხოლო ეროვნულ

დიაგრამა II.9. შინამეურნეობების სესხის წლიური ზრდის დეკომპოზიცია



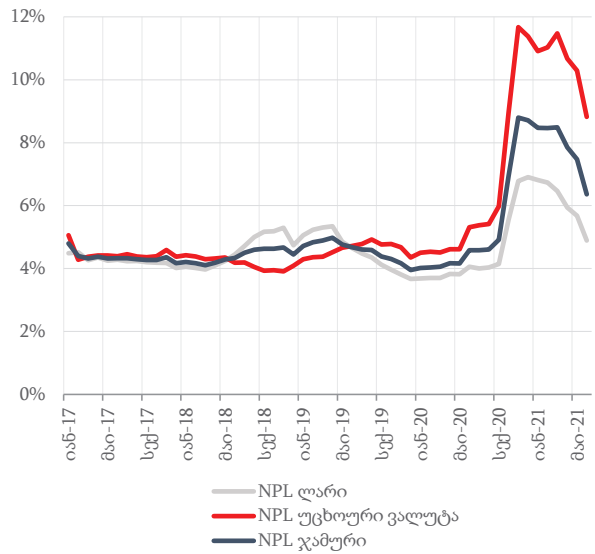
წყარო: სებ.

ვალუტაში კი, 2.3 პროცენტული პუნქტით, 6.4 პროცენტამდე, გაიზარდა. 2021 წლის ივნისის მდგომარეობით შინამეურნეობების მსესხებელთა მხოლოდ 6 პროცენტი აგრძელებს გადავადების პროგრამით სარგებლობას, რაც იმაზე მიუთითებს, რომ ამ კუთხით უმოქმედო სესხების წილის მნიშვნელოვანი ზრდა მოსალოდნელი არ არის. ამავდროულად, მოსალოდნელია, რომ ეკონომიკის ეტაპობრივ გაჯანსაღებას მსესხებლების გადახდისუნარიანობაზე დადებითი გავლენა ექნება, რაც სესხების ხარისხის გაუმჯობესებას შეუწყობს ხელს. 2021 წლის მეორე კვარტალში უკვე შეინიშნება შინამეურნეობების უმოქმედო სესხების წილის კლება.

არაპეჯირებული მსესხებლების სავალუტო რისკი შინამეურნეობების სექტორისათვის კვლავ მნიშვნელოვან გამონვევად რჩება. ბოლო წლებში ეროვნული ბანკის მიერ გატარებულმა მაკროპრუდენციულმა პოლიტიკამ და საკანონმდებლო ცვლილებებმა გაცვლითი კურსის მერყეობების მიმართ შინამეურნეობების მოწყვლადობის შემცირებას შეუწყო ხელი. ფიზიკურ პირებზე გაცემული სესხების დოლარიზაცია კლებადი ტენდენციით ხასიათდება, თუმცა ის კვლავ საკმაოდ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება და 2021 წლის ივნისის მდგომარეობით 37.6 პროცენტს შეადგენს. ეროვნული ვალუტის კურსის მერყეობის პირობებში, არაპეჯირებული მსესხებლები მნიშვნელოვანი ფინანსური სირთულეების წინაშე დგანან, რაც ბანკებისათვის საკრედიტო რისკს ზრდის. ამის საპასუხოდ, არსებული მაკროპრუდენციული პოლიტიკის შესაბამისად, მათ დამატებითი ბუფერების დაცვა მოეთხოვებათ.

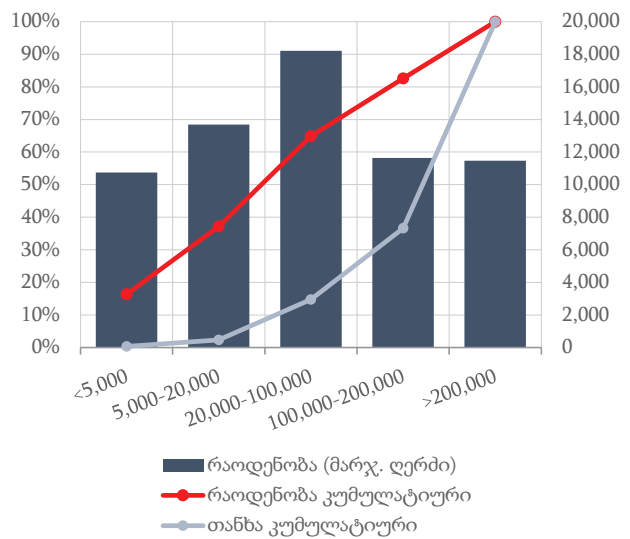
სესხების დოლარიზაციის კლებადი ტენდენციის მიუხედავად, წინა წლებში გაცემული სესხების საკონტრაქტო ვადა ჯერ არ ამოწურულა, რის გამოც ეს მსესხებლები სავალუტო რისკის მიმართ დაუცველები რჩებიან. მიმდინარე მდგომარეობით, მთლიან საბანკო პორტფელში დაახლოებით 66,000 ერთეული მოქმედი უცხოური ვალუტის სესხია, ჯამში 7,5 მლრდ ლარის ოდენობით. თუმცა, რაოდენობრივად, ამ სესხების მატერიალური ნაწილი მნიშვნელოვანწილად ამორტიზებულია და მსესხებელს მცირე დაკლიანება აქვს დარჩენილი, ხოლო თან-

დიაგრამა II.10. შინამეურნეობების უმოქმედო სესხების წილი



წყარო: სგბ.

დიაგრამა II.11. უცხოური ვალუტის სასესხო პორტფელის განაწილება, 2021 ივნისი

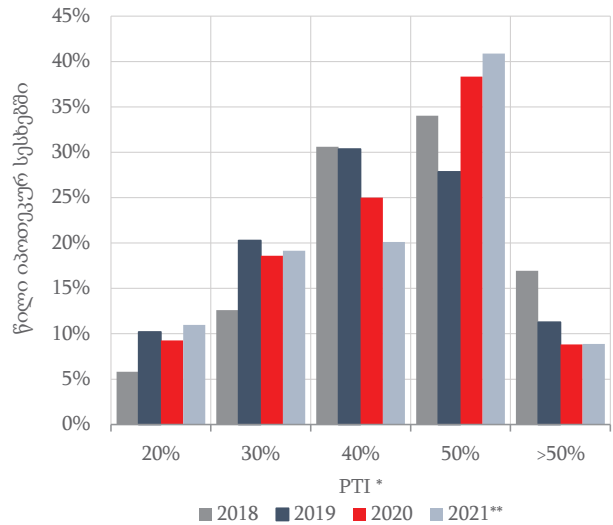


წყარო: სგბ.

ხობრივად ამ სესხების 85 პროცენტი მოცულობით 100,000 ლარს აღემატება; ეს სესხები, როგორც წესი, შედარებით მაღალ შემოსავლიან მსესხებლებზეა გაცემული და შესაბამისად, დაბალ რისკიანად ითვლება. ასევე, სესხების ის ნაწილი, რომელიც 2019 წლის შემდეგ გაიცა, სესხის მომსახურებისა და უზრუნველყოფის ჯანსაღ ლიმიტებს აკმაყოფილებს, რაც ამ პორტფელის რისკიანობას ამცირებს.

**პანდემიით გამოწვეულმა ფინანსურმა და-
ნაკარგებმა ცხადყო ეროვნული ბანკის მი-
ერ გატარებული პასუხისმგებლიანი დაკ-
რედიტების პოლიტიკის დროულობა და
მნიშვნელობა. 2019 წელს სესხის მომ-
სახურებისა და სესხის უზრუნველყო-
ფის კოეფიციენტების დაწესებამ შინამე-
ურნეობების სექტორის მოწყვლადობა
მნიშვნელოვნად შეამცირა (იხ. ჩანართი
2). აღნიშნული მოთხოვნების დაწესების
შედეგად შინამეურნეობები პანდემიით გა-
მომწვეულ ფინანსურ სირთულეებს შედა-
რებით უკეთეს ფინანსურ მდგომარეობაში
შეხვდნენ. ამასთან, სესხის მომსახურების
კოეფიციენტის განაწილების დინამიკა მიუ-
თითებს, რომ მაღალი რისკის (PTI>50%)
შემცველი სესხების რაოდენობა, რაც ძი-
რითადად ადრე გაცემული რესტრუქტუ-
რიზებული ან რეფინანსირებული სესხებია,
მცირდება. სესხის უზრუნველყოფის კოე-
ფიციენტის განაწილებაც ჯანსაღია და სის-
ტემის პორტფელში გაცემული სესხების
დაახლოებით 75 პროცენტისთვის აღნიშნული
კოეფიციენტი 80 პროცენტზე დაბალია, რაც
იპოთეკური სესხების რისკიანობას ამცირებს.**

**დიაგრამა II.12. სესხის მომსახურების
კოეფიციენტის განაწილება**

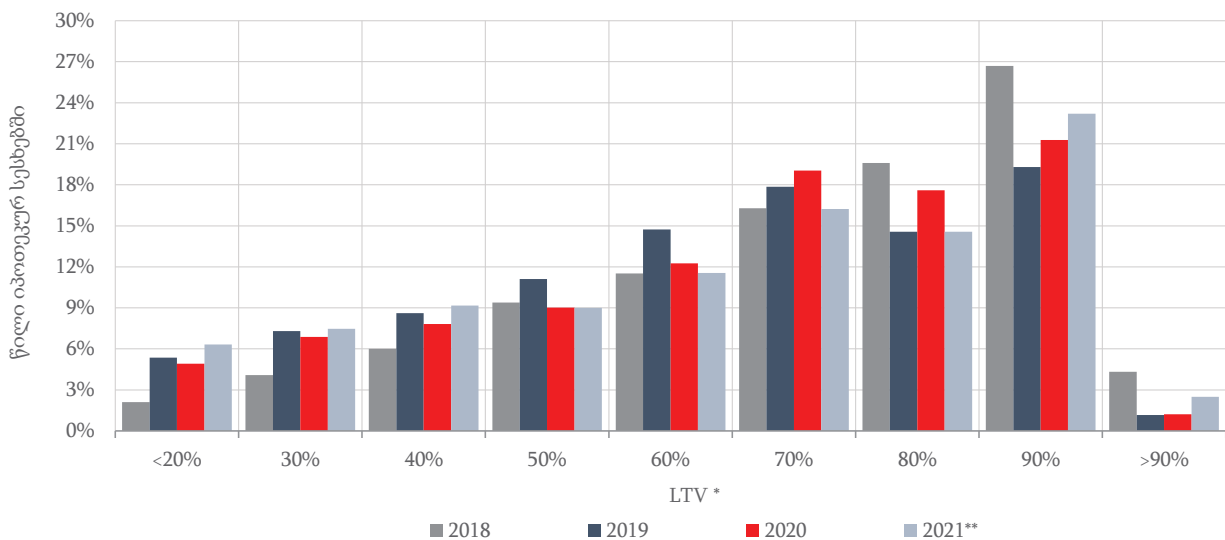


* PTI-ის განაწილება აგებულია წლის განმავლობაში გაცე-
მული სესხების რაოდენობის მიხედვით

** 2021 წლის მარჯვენა მოიცავს პირველი და მეორე
კვარტლის იპოთეკური სესხების გაცემებს

წყარო: სეგ.

დიაგრამა II.13. სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტის განაწილება



*LTV-ის განაწილება აგებულია წლის განმავლობაში გაცემული სესხების რაოდენობის მიხედვით

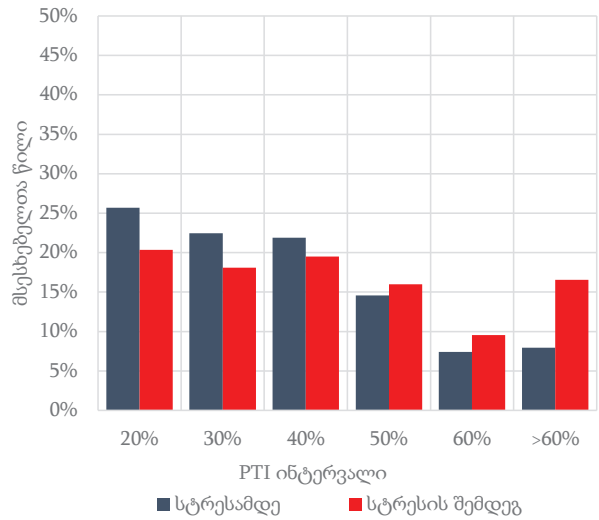
** 2021 წლის მარჯვენა მოიცავს პირველი და მეორე კვარტლის იპოთეკური სესხების გაცემებს

წყარო: სეგ.

შინამეურნეობების მონყვლადობის ანალიზი

ეროვნული ბანკის მიერ წინა წლებში გატარებული მაკროპრედენციული პოლიტიკის შედეგად შინამეურნეობების მდგომარეობა შედარებით სტაბილურია, რადგან, სესხის მომსახურების შემდეგ, მათ შედარებით მეტი რესურსი რჩებათ ფინანსური სირთულეების გადასაღებად. შინამეურნეობების სექტორზე ჩატარებულმა მონყვლადობის ანალიზმა აჩვენა, რომ ზომიერი რისკის სცენარის პირობებში, რაც გაცვლითი კურსის 10 პროცენტთან გაუფასურებას და დასაქმებისა და საშუალო ხელფასის, შესაბამისად, 3 და 10 პროცენტით შემცირებას გულისხმობს, განსაკუთრებით მონყვლადები დაბალ შემოსავლიანი მსესხებლები არიან. აღნიშნული ეკონომიკური შოკის შემთხვევაში ფინანსურ სირთულეებთან გასამკლავებლად მათ ნაკლები ბუფერები რჩებათ. შედარებით მაღალშემოსავლიანი მსესხებლებისთვის სესხის მომსახურების კოეფიციენტის განაწილება უფრო ჯანსაღია, თუმცა სტრესული სცენარის დროს მათი ბუფერებიც მნიშვნელოვნად მცირდება. იმ შინამეურნეობათა წილი, რომელთა ვალის მომსახურების კოეფიციენტი 50 პროცენტს აჭარბებს, მკვეთრად იზრდება. აღსანიშნავია, რომ სესხის რესტრუქტურირება უფრო მეტად სწორედ იმ მსესხებლებს დაჭირდათ, რომელთა სესხის მომსახურების კოეფიციენტი 50 პროცენტს აჭარბებდა. მონყვლადობის ანალიზი ადასტურებს, რომ შინამეურნეობები გაცვლითი კურსის გაუფასურების მიმართ კვლავ მონყვლადები რჩებიან. რაც შეეხება საპროცენტო განაკვეთს, მის მიმართ მგრძობიარობა გაზრდილია, თუმცა საპროცენტო განაკვეთის მატერიალური ზრდა ეროვნულ ვალუტაში ნაკლებადაა მოსალოდნელი, რადგან მონეტარული პოლიტიკა უკვე გამკაცრებულია. მსოფლიო ბაზრებზე აშშ დოლარსა და ევროზე ისტორიულად დაბალი საპროცენტო განაკვეთებისა და გლობალურად მზარდი ინფლაციის მოსალოდნელი ზრდის პირობებში საპროცენტო რისკი უფრო მეტად უცხოური ვალუტის სესხების შემთხვევაშია საყურადღებო.

დიაგრამა II.14. მაკროეკონომიკური სტრესების მიმართ შინამეურნეობის ვალის მომსახურების კოეფიციენტის სენსიტიურობის ანალიზი



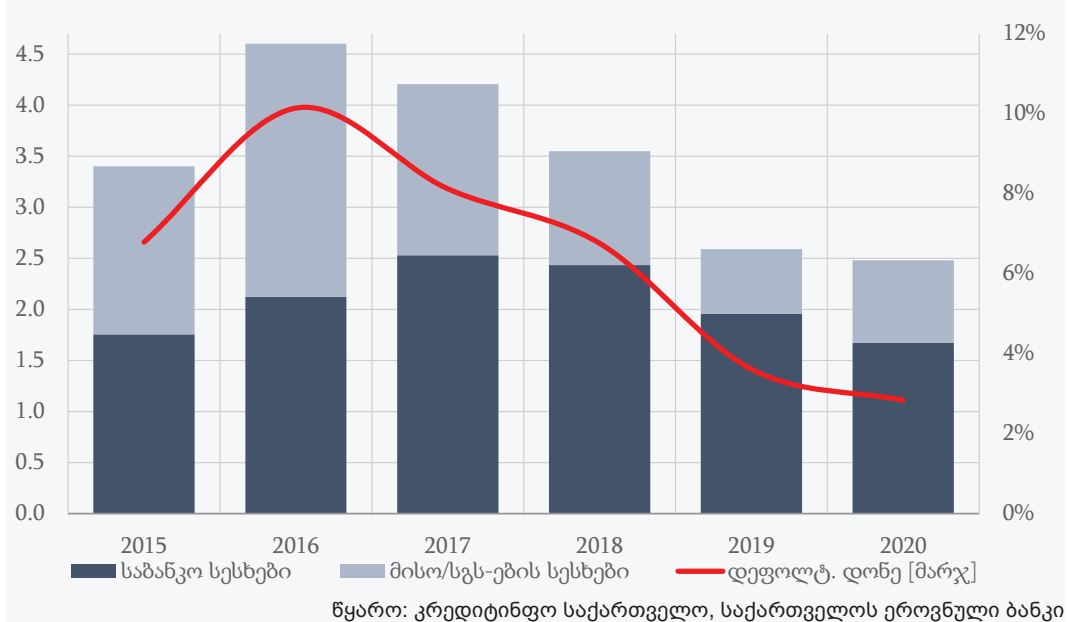
წყარო: სეპ.

ჩანართი 2. პასუხისმგებლიანი დაკრედიტების რეგულაციის გავლენის შეფასება

ფინანსური სტაბილურობის ერთ-ერთი განმსაზღვრელი ფაქტორი კერძო სექტორის ვალის ტვირთია, რომელიც დაკრედიტების ნომინალურ მთლიან შიდა პროდუქტთან (მშპ) თანაფარდობით იზომება. მაღალი ვალის ტვირთი შესაძლოა ეკონომიკური ზრდის შემაფერხებელი აღმოჩნდეს¹⁴; ამ დროს მნიშვნელოვანი ვალის მიზნობრიობაა. ეკონომიკის მაღალპროდუქტიული სექტორებისკენ მიმართული საკრედიტო სახსრები მეტ დამატებულ ღირებულებას ქმნის, მაშინ, როდესაც დაბალპროდუქტიულ დარგებზე გაცემული სესხები ეკონომიკურ ზრდაზე ნაკლებად აისახება. გარდა ამისა, ვალის ტვირთის ჭარბი ზრდა მსესხებლების გადახდისუნარობის რისკებს ამწვავებს და ფინანსური კრიზისის ალბათობას ზრდის.

2019 წლის იანვარში, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა ფიზიკური პირების პასუხისმგებლიანი დაკრედიტების დეზულება მიიღო, რომლის მიზანი საქართველოს ფინანსური სისტემის სტაბილური ფუნქციონირების ხელშეწყობა და ჯანსაღი დაკრედიტების წახალისება იყო. რეგულაციის თანახმად, ფინანსურმა ინსტიტუტმა სესხი არ უნდა გასცეს მსესხებლის გადახდისუნარიანობის სათანადოდ შესწავლის გარეშე. გარდა ამისა, ეროვნულმა ბანკმა სესხის მომსახურებისა (PTI) და უზრუნველყოფის (LTV) კოეფიციენტებზე ზღვრები დაანესა. 2020 წლის მარტში შეტანილი ცვლილებების შედეგად ჩარჩო უფრო მარტივი და პრინციპებზე დაფუძნებული გახდა.

დიაგრამა B2.1. წლის განმავლობაში გაცემული საცალო სესხების რაოდენობა და მათი დეფოლტების დონე

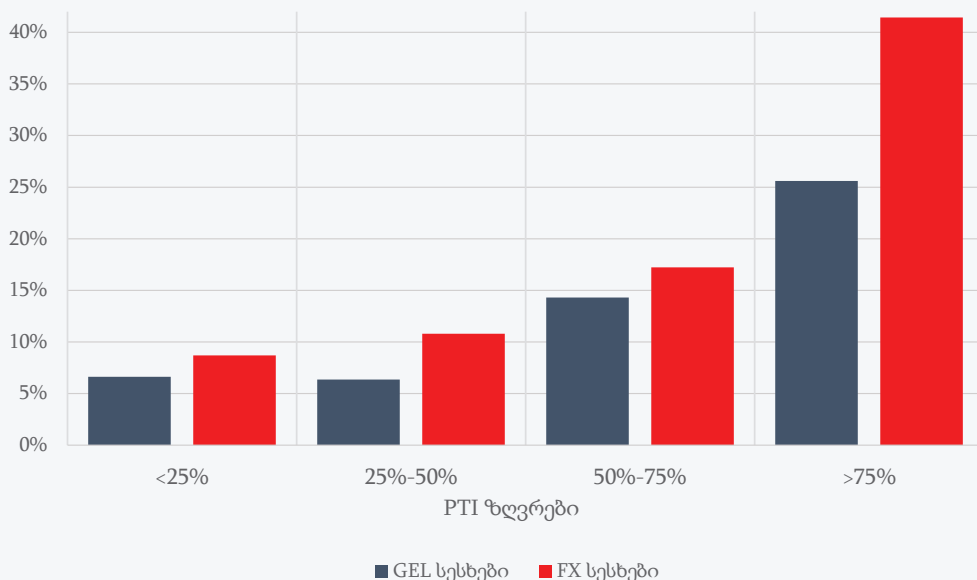


არსებული მონაცემები ცხადად მიუთითებს, რომ რეგულაციას პოზიტიური გავლენა ჰქონდა შინამეურნეობების ჭარბვალიანობის შემცირებასა და აქტივების ხარისხის გაუმჯობესებაზე. მოთხოვნების ამოქმედების შემდეგ ფიზიკური პირების ვალის ტვირთი ჭარბი ზრდა შენედა და საკრედიტო აქტივობა მდგრად დონეზე ნარჩუნდება. არანაკლებ მნიშვნელოვანია, რომ ახალი სტანდარტებით გაცემულ სესხებზე დეფოლტების დონე

14 იხ. <https://www.imf.org/~media/Files/Publications/GFSR/2017/October/chapter-2/Documents/C2.ashx>

მატერიალურადაა შემცირებული და მისაღებ ფარგლებშია. კერძოდ, თუ რეგულაციამდე ფიზიკური პირების სესხებზე დეფოლტების (30 დღეზე მეტი ვადაგადაცილება) წილი რაოდენობრივად 10 პროცენტსაც¹⁵ კი აღწევდა, 2019 წლიდან გაცემულ ახალ კრედიტებზე ეს მაჩვენებელი დაახლოებით 3 პროცენტია (იხ. დიაგრამა B2.1). ნიშანდობლივია, რომ რეგულაციამ ძირითადად მაღალრისკიანი, „შემოსავლების დადასტურების გარეშე“ გაცემული ე.წ. „სწრაფი“/„ონლაინ“ სესხები შეზღუდა და 2020 წლიდან მისი შემდგომი გამარტივების შედეგად კიდევ უფრო ნაკლებ ბარიერს ქმნის ჯანსაღი საკრედიტო აქტივობისთვის. საშუალოდ წლის განმავლობაში დაახლოებით 2.5 მლნ ერთეული საცალო სესხი გაიცემა, რაც ზრდასრული მოსახლეობის რაოდენობის გათვალისწინებით (3 მლნ ადამიანი), შინამეურნეობების მხრიდან სესხებზე ხელმისაწვდომობის მაღალ მაჩვენებელზე მიანიშნებს. აღსანიშნავია, რომ შინამეურნეობების დაკრედიტება პანდემიის პიკურ ფაზებშიც კი არ შეფერხებულა.¹⁶

დიაგრამა B2.2. რესტრუქტურისაციების წილი იპოთეკური მსესხებლების PTI ზღვების მიხედვით¹⁶



წყარო: კრედიტინფო საქართველო, საქართველოს ეროვნული ბანკი

COVID-19 შოკის პირობებში გამოჩნდა, რომ სებ-ის მიერ დანესებული სესხის მომსახურების კოეფიციენტის (PTI) ზღვარი ჭარბი რისკების ასარიდებლად გონივრულ სტანდარტს წარმოადგენს. პანდემიამ მსესხებლების მნიშვნელოვან ნაწილს ფინანსური სირთულეები შეუქმნა. თუმცა მისი ნეგატიური გავლენა განსაკუთრებით მძიმე აღმოჩნდა იმ პირებისთვის, რომელთაც შემოსავალთან შედარებით სესხის მომსახურების მაღალი ტვირთი გააჩნდა. კერძოდ, თუ დავუშვებთ, რომ კლიენტის მიერ ბანკისთვის სესხის რესტრუქტურისაციის თხოვნით მიმართვა მონაცვლადობის

15 აქვე აღსანიშნავია, რომ [სამოქალაქო კოდექსით](#) 2017 წლიდან შეიზღუდა ექვეტური საპროცენტო განაკვეთი 100 პროცენტზე, ხოლო 2018 წლის სექტემბრიდან 50 პროცენტზე. ასევე, 2018 წლის მაისიდან სებმა ბანკებს შემოსავლების დადასტურების გარეშე სესხების გაცემა აუკრძალა. შესაბამის პერიოდებში დეფოლტების დონის გარკვეული გაუმჯობესება ამ ფაქტორების გავლენითაცაა განპირობებული. ასევე, სესხის დეფოლტის დადგომას ბუნებრივია გარკვეული დრო სჭირდება, თუმცა ამ პორტფელის მოკლე ვადიანობიდან გამომდინარე, 9 თვეში დეფოლტების მატერიალური წილი ვლინდება, ამიტომ, თუნდაც 2020 წლის მაჩვენებელი ვალიდურია და დიდად აღარ შეიცვლება.

16 დიაგრამაზე სვეტი გვიჩვენებს ქვედა ღერძზე მოცემული PTI ზღვრებში მოქცეული მსესხებლებიდან რამდენმა პროცენტმა მოითხოვა სესხის რესტრუქტურისაცია.

კარგი ინდიკატორია¹⁷, 2021 წლის ივნისის მდგომარეობით, იპოთეკური სესხების პორტფელის განაწილების მიხედვით 50 პროცენტზე მაღალი PTI-ის მქონე მსესხებლებში ფინანსური სირთულეების მქონეთა წილი არაპროპორციულად მაღალია (იხ. დიაგრამა B2.2). პასუხისმგებლიანი დაკრედიტების რეგულაციით, იპოთეკის მსესხებლისთვის, რომელთა ყოველთვიური შემოსავალი 1,000 ლარზე მეტია, სესხის მომსახურების მაქსიმალური ზღვარი სწორედ ყოველთვიური შემოსავლის 50 პროცენტია. აღნიშნული ლიმიტი საერთაშორისო პრაქტიკასთან თანხვედრაშია და ახლა, უკვე COVID-19 შოკის პირობებში, ადგილობრივი გამოცდილებითაც შესაძლოა შეფასდეს როგორც გონივრული სტანდარტი. აღსანიშნავია, რომ სავალუტო რისკების მიმართ მოწყვლადობის შესამცირებლად, რეგულაციით უცხოური ვალუტის სესხებისთვის უფრო მკაცრი, PTI-ის 30 პროცენტიანი შეზღუდვაა დაწესებული. განვლილი შოკებისას აშშ დოლარისა და ევროს მიმართ ლარის გაცვლითი კურსის მაღალი მერყეობის გათვალისწინებით, 20 პროცენტული პუნქტის ბუფერი PTI-ში ასევე გონივრულად შეიძლება შეფასდეს. საგულისხმოა, რომ პანდემიის პირობებში, დოლარიზებულ იპოთეკურ პორტფელში PTI-ის თითოეულ განაწილებაზე რესტრუქტურირბაციები ლარის სესხების მაჩვენებელს მატერიალურად აღემატებოდა. ეს მიუთითებს, რომ მსესხებლისთვის, მიუხედავად საწყისი PTI-სა, ასევე გამონვევა ხდება კურსის გამო სესხის მომსახურების ხარჯების დაუგეგმავი ზრდა, რაც სავალუტო რისკისთვის გემოაღნიშნული ბუფერის დაწესების წინაპირობაა.

ეროვნული ბანკი მომავალშიც გააგრძელებს რეგულაციების გავლენის შეფასებას, რაოდენობრივი მოთხოვნების კალიბრაციასა და შესაბამის ანალიტიკურ მონაცემთა სრულყოფას. მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტების გამოყენებისას ყოველთვის მხედველობაშია მისაღები, რომ მაკროფინანსური გარემო სწრაფად იცვლება და შესაძლოა ცალკეული რაოდენობრივი მოთხოვნები ახალს გამონვევებზე მოსარგებად გადახედვას საჭიროებდეს. ისეთ სტანდარტებზე, როგორც PTI-ის ზღვარია, აუცილებელია გონივრული ბალანსის დაცვა რათა არც სესხებზე ხელმისაწვდომობა შეიზღუდოს და არც ჭარბი რისკები დაგროვდეს. ამიტომ რეგულაციების გავლენის შეფასება და რეკალიბრაცია უწყვეტი პროცესია. ამ კუთხით შემდგომი პროგრესისთვის, ასევე მნიშვნელოვანია ანალიტიკური შესაძლებლობების განვითარება, მათ შორის, მონაცემთა სრულყოფა. მაგალითად, გემოთ მოყვანილ შეფასებებში მსესხებლის PTI-ის მაჩვენებელი გამოყენებულია მიმდინარე მდგომარეობით, მაშინ როდესაც არანაკლებ ინფორმაციული იქნება იგივე გამოკვლევა სესხის გაცემის ან რესტრუქტურირბაციის მომენტში დაფიქსირებული PTI მაჩვენებლით. ასევე, მსესხებლისა და სესხის სხვა მახასიათებლების (საპროცენტო განაკვეთი, ვადიანობა, გაცემის თარიღი) გათვალისწინებით კომპლექსური ანალიზი, დინამიკაში მონიტორინგი. სწორედ ამ მიზნით მიმდინარე წლიდან იქმნება საკრედიტო რეესტრი, რომელიც სებ-ის ანალიტიკური შესაძლებლობებს რადიკალურად გააუმჯობესებს.

17 პანდემიის პირობებში კრედიტორები პროაქტიულად სთავაზობდნენ მსესხებლებს რესტრუქტურირბაციას, დროებით გადავადებას და სხვა საშუალებათა შესაძლებლობებს, ამიტომ რისკის სტანდარტული საზომი, როგორცაა დეფოლტი და ვადაგადაცილება შენატანზე, ამ პერიოდში ნაკლებად ფიქსირდებოდა.

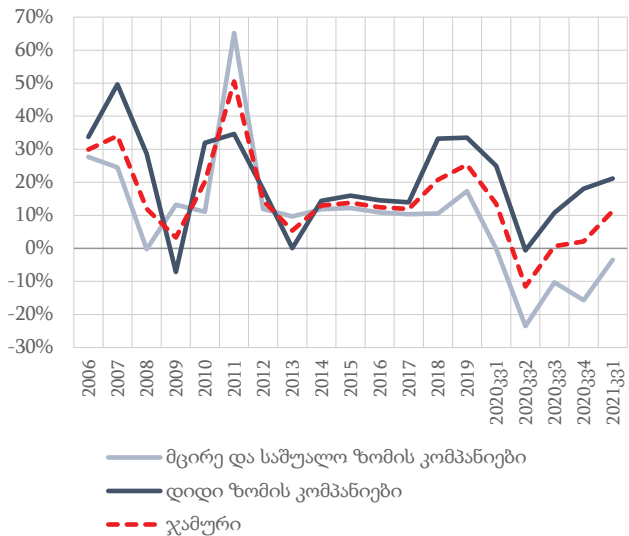
არაფინანსური კომპანიების მიმოხილვა

2021 წლის პირველ ნახევარში, საბაზრო განწყობის გაუმჯობესების კვალდაკვალ, არაფინანსურ კომპანიებში შემოსავლების აღდგენის ტენდენცია გამოიკვეთა. თუმცა, საქმიანობის აღდგენის ტემპი ჯერ კიდევ სუსტია მცირე და საშუალო ზომის კომპანიებში, ისევე როგორც მასპინძლობისა და უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული საქმიანობების სექტორებში. კომპანიების ფინანსური მდგრადობისთვის საფრთხის შემცველია პანდემიის პერიოდში გამრდილი ვალის ტვირთი. არსებული რისკების მიმართ კომპანიების მონყვლადობას ასევე განაპირობებს მათი მნიშვნელოვანი დამოკიდებულება დაფინანსების საგარეო წყაროებზე, მოკლევადიანი ვალის მნიშვნელოვანი ხვედრითი წილი და ვალდებულებების მაღალი დოლარიზაცია. პანდემიის პირობებში კომპანიების საკრედიტო რისკის მრდის მიუხედავად, მათ ფინანსურ რესურსზე წვდომა შეუნარჩუნდათ, რაც დიდწილად ეროვნული ბანკისა და მთავრობის მიერ გატარებულმა მხარდაჭერმა ღონისძიებებმა და კომერციული ბანკების მიერ სესხებზე შეთავაზებულმა საშუალო პერიოდებმა განაპირობა. საქმიანობის აღდგენის პერიოდში კომპანიების დაფინანსების მთავარი წყარო საბანკო სესხები იქნება. ამ პირობებში საბანკო ფინანსური ინსტიტუტების გამონვევაა შეძლონ იმ სიცოცხლისუნარიანი კომპანიების იდენტიფიცირება, რომელთა დროებითი ფინანსური სირთულეები მხოლოდ პანდემიას უკავშირდება, და უზრუნველყონ ფინანსურ რესურსზე ამ კომპანიების მოთხოვნის დაკმაყოფილება. შედეგად, კომპანიები ხელს შეუწყობენ ეკონომიკის გაჯანსაღებასა და დასაქმების მრდას და ამავდროულად შეინარჩუნებენ ფინანსურ მდგრადობას საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში.

პანდემიის პირობებში შემოსავლების მნიშვნელოვანი კლების შემდეგ, არაფინანსურ კომპანიებში გაჯანსაღების სანყისი ნიშნები გამოიკვეთა. თუმცა, საქმიანობის აღდგენის ტემპები განსხვავებულია კომპანიების ზომისა და სექტორების მიხედვით. 2021 წლის პირველ ნახევარში პანდემიის გავრცელების შემაკავებელი შეზღუდვების ეტაპობრივი მოხსნისა და ვაქცინაციის მზარდი ტემპის კვალდაკვალ, მომხმარებელთა განწყობა გაუმჯობესდა და მოთხოვნა გაიზარდა. მოთხოვნის მრდა შეინიშნება როგორც ადგილობრივ, ასევე საგარეო ბაზრებზე. არსებულ გარემოში ეფექტიანად ოპერირებისთვის კომპანიებმა საკუთარი ბიზნეს მოდელები უსაფრთხოების არსებულ მოთხოვნებს მოარგეს. შედეგად, არაფინანსური კომპანიების ბრუნვამ მრდის ტენდენცია შეიძინა, რაც განსაკუთრებით თვალსაჩინოა დიდი ზომის სანარმოებში (იხ. დიაგრამა II.15). აღდგენის დინამიკა შედარებით სუსტია მცირე და საშუალო ზომის სანარმოებში. ეს განპირობებულია ერთი მხრივ, მცირე და საშუალო ზომის კომპანიების მაღალი კონცენტრაციით პანდემიის ძლიერი გავლენის სექტორებში, ხოლო მეორე მხრივ, კომპანიების ამ ჯგუფში ბაზრის დაბალი დივერსიფიკაციითა და რისკების მართვის შედარებით შეზღუდული შესაძლებლობით.

კომპანიების საქმიანობის აღდგენის დინამიკა

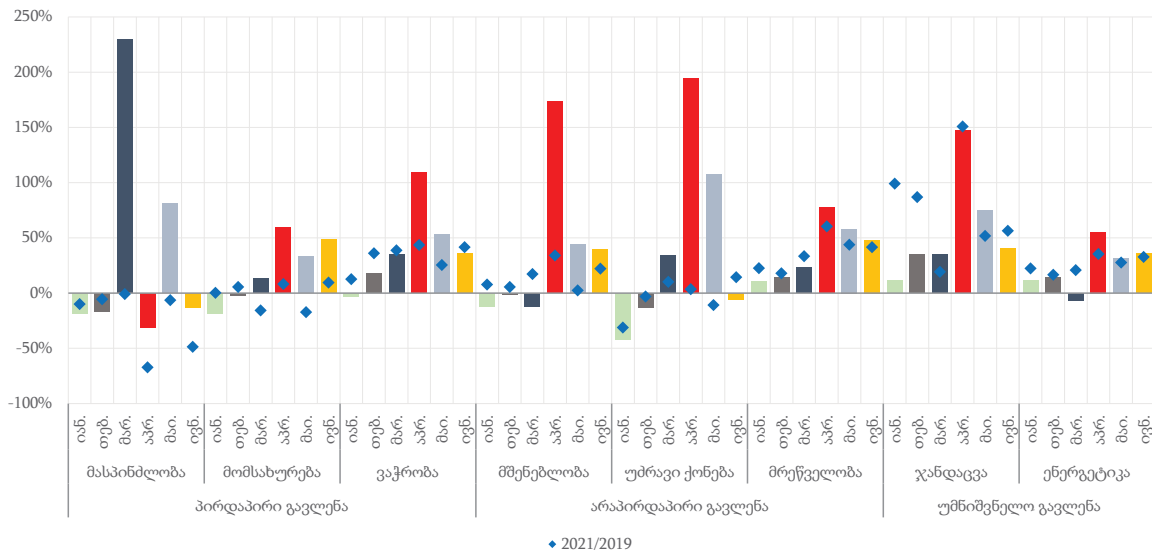
დიაგრამა II.15. ბრუნვების წლიური მრდა კომპანიების ზომის მიხედვით



წყარო: საქსტატი.

განსხვავებულია პანდემიის პირდაპირი და არაპირდაპირი გავლენის სექტორებში (იხ. დიაგრამა II.16). მიმდინარე წლის პირველ ნახევარში შემოსავლების აღდგენის დადებითი ტენდენცია შეინიშნება მომსახურების, ვაჭრობის, მშენებლობისა და მრეწველობის დარგებში. მასპინძლობისა და უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული საქმიანობების სექტორებში კი გაჯანსაღების ნათელი სურათი ჯერ არ იკვეთება. იმდამუვებით, რომეპიდემიოლოგიური ვითარება დასტაბილურდება, საბაზრო განწყობა კიდევ

დიაგრამა II.16. დღგ-ის გადამხდელი კომპანიების ბრუნვის ცვლილება შერჩეული სექტორების მიხედვით 2021/2020



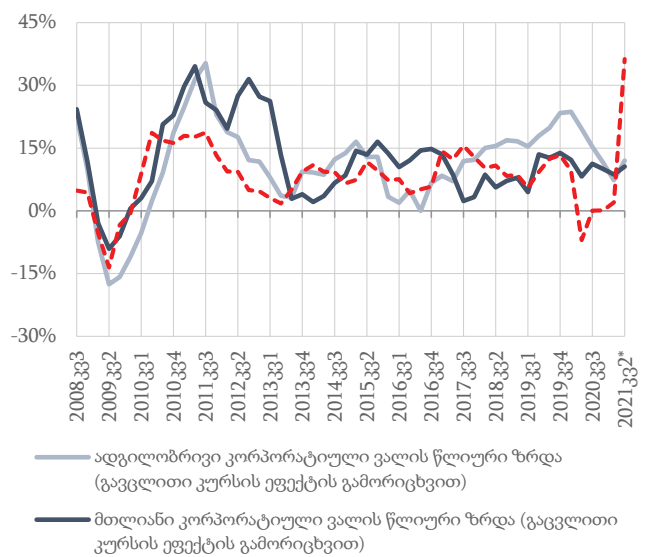
წყარო: შემოსავლების სამსახური.

უფრო გაუმჯობესდება და საერთაშორისო ტურისტული ნაკადები ეტაპობრივად აღდგება. ეს კი კომპანიების შემოსავლების აღდგენას განაპირობებს, რაც, თავის მხრივ, საინვესტიციო აქტივობასა და დასაქმების ზრდას შეუწყობს ხელს. შედეგად, არსებული დადებითი დინამიკა შინამეურნეობების სექტორსაც გადაეცემა და ეკონომიკის აღდგენისა და გაჯანსაღების პროცესს დააჩქარებს.

პანდემიის პერიოდში არაფინანსურ კომპანიებში ვალის ტვირთი მნიშვნელოვნად გაიზარდა, რაც მათი ფინანსური მდგრადობისთვის საფრთხის შემცველია. 2020 წლის დასაწყისიდან კომპანიების მიერ სავალო დაფინანსების მოზიდვის ტემპი შენედა. შემცირება შეინიშნება კომპანიების როგორც ადგილობრივი, ასევე მთლიანი ვალის ზრდის ტემპებში (იხ. დიაგრამა II.17). მიუხედავად ამისა, აღნიშნულ პერიოდში კომპანიების ვალის ზრდა ნომინალური მშპ-ის ზრდას მნიშვნელოვნად აღემატებოდა, რამაც ვალის ტვირთის ზრდა გამოიწვია. შესაბამისად, კომპანიების მთლიანი ვალის ნომინალურ მშპ-თან ფარდობა, რომელიც ვალის ტვირთის ერთ-ერთი გავრცელებული საზომია, გრძელვადიან ტრენდს დაშორდა (იხ. დიაგრამა II.18). ვალის გაზრდილი ტვირთი საფრთხეს უქმნის კომპანიების ფინანსურ მდგრადობას. კერძოდ, თუკი კომპანიების შემოსავლები დროულად ვერ აღდგება, ისინი ვალის მომსახურების სირთულეების წინაშე აღმოჩნდებიან, რაც ზოგიერთ შემთხვევაში შესაძლოა გადახდისუნარიანობით დასრულდეს.

2020 წლის განმავლობაში, კომპანიების დაკრედიტების შედარებით დაბალი ზრდის პირობებში, ვალის ტვირთის ზრდა მნიშვნელოვნად ნომინალური მშპ-ის ნულოვანმა ზრდამ და მყარ ვალუტებთან ლარის გაუფასურებამ განაპირობა (იხ. დიაგრამა II.19). ვალის ტვირთზე გაცვლითი კურსის მნიშვნელოვანი გავლენა კომპანიების ვალის მაღალი დოლარიზაციითაა გამოწვეული და არაჰეჯირებული კორპორატიული მსესხებლებისთვის უცხოურ ვალუტაში მოზიდულ ვალდებულებებთან დაკავშირებულ რისკებზე ცხა-

დიაგრამა II.17. ნომინალური მშპ-ისა და კომპანიების ვალის ზრდა



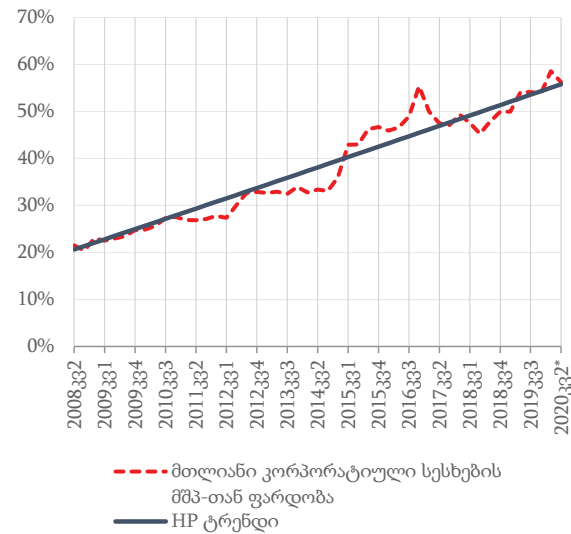
* წინასწარი შეფასება

წყარო: სებ, საქსტატი.

დად მეტყველებს. 2021 წლის მეორე კვარტალში მთლიანი შიდა პროდუქტის მაღალმა ზრდამ და ლარის გამყარებამ კომპანიების ვალის ტვირთის გარკვეულწილად შემსუბუქება განაპირობა. კომპანიების მთლიანი ვალის მშპ-თან ფარდობა გრძელვადიან ტრენდს დაუბრუნდა. თუმცა, იმის გათვალისწინებით, რომ ეკონომიკის აღდგენის პერსპექტივასთან დაკავშირებით მაღალი გაურკვევლობა ნარჩუნდება, მომდევნო პერიოდებში მოსალოდნელზე სუსტი ეკონომიკური ზრდის შემთხვევაში კომპანიების ვალის ტვირთი შესაძლოა კიდევ უფრო გაიზარდოს. ამგვარად, ეკონომიკის გაჯანსაღებასთან დაკავშირებული გაურკვევლობის პირობებში, კომპანიების ვალის გამზრდილ ტვირთთან დაკავშირებული ფინანსური მდგრადობის რისკები კვლავ საყურადღებოა.

გამზრდილი ვალის ტვირთის პირობებში განსაკუთრებით საყურადღებოა კომპანიების დამოკიდებულება საგარეო დაფინანსების წყაროებზე და მოკლევადიანი ვალის მნიშვნელოვანი ხვედრითი წილი დაფინანსების სტრუქტურაში. ბოლო წლებში გლობალურ ფინანსურ ბაზრებზე წვდომის გაუმჯობესებასთან ერთად გაიზარდა კომპანიების დამოკიდებულება საგარეო დაფინანსების წყაროებზე (იხ. დიაგრამა II.20). აღნიშნულ ტენდენციას, ვალდებულებების დივერსიფიკაციისა და იაფი რესურსების სარგებელთან ერთად, თან ახლავს გამზრდილი მონყვლადობა გლობალური ფინანსური პირობების ცვლილების მიმართ. განვითარებადი და მზარდი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისთვის მიმდინარე პერიოდში ფინანსური პირობების გამკაცრების რისკი გამოიკვეთა. აღნიშნულ რისკს გლობალური ეკონომიკის არათანაბარი გაჯანსაღება და განვითარებული ქვეყნების მიერ მონეტარული პოლიტიკის მოსალოდნელზე სწრაფი ნორმალიზაციის შესაძლებლობა განაპირობებს.¹⁹ მიუხედავად იმისა, რომ კომპანიების უცხოური დაფინანსების ნაწილი ხელსაყრელი პირობებით გაცემული კომპანიათაშორისი სესხებია, ფინანსური პირობების გამკაცრების შემთხვევაში მათ საგრძნობლად შეეზღუდებათ წვდომა საგა-

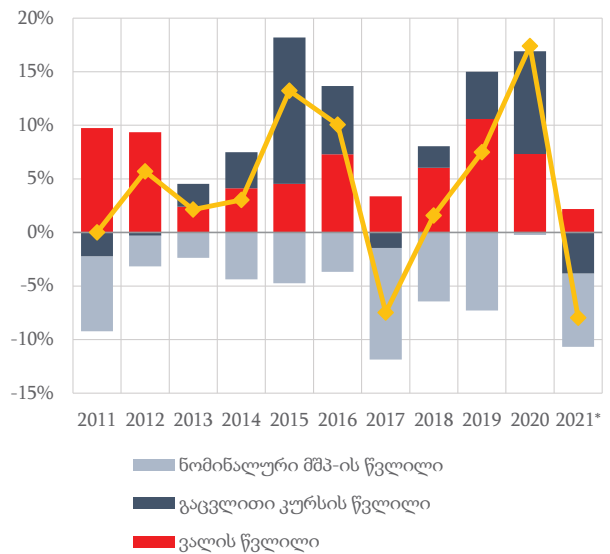
დიაგრამა II.18. კომპანიების მთლიანი ვალის მშპ-თან ფარდობა და მისი გრძელვადიანი ტრენდი¹⁶



*საპროგნოზო მონაცემი

წყარო: სებ, საქსტატი.

დიაგრამა II.19. კომპანიების მთლიანი ვალის მშპ-თან ფარდობის წლიური ცვლილების დეკომპოზიცია (ნომინალური მშპ-ის პროცენტი)



*წლის პირველი ნახევრის წინასწარი შეფასება

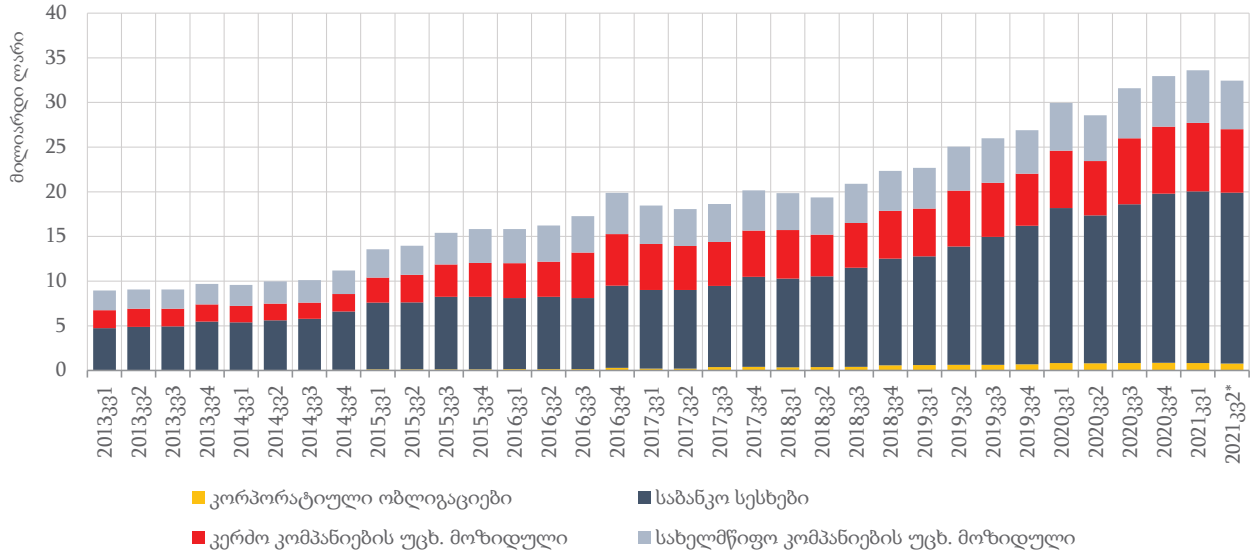
წყარო: სებ, საქსტატი.

რეო დაფინანსების წყაროებზე. ეს კი, კომპანიების დაფინანსების სტრუქტურაში მოკლევადიანი ვალის მნიშვნელოვანი წილის გათვალისწინებით, ვალის რეფინანსირების რისკებს ნარმოშობს. აღსანიშნავია, რომ ვალდებულებების სტრუქტურაში მოკლევადიანი ვალის ხვედრითი წილი შედარებით მაღალია დიდი ზომის კომპანიებში (იხ. დიაგრამა II.21), რომლებისთვისაც ასევე მაღალია საგარეო

18 კომპანიების მთლიანი ვალის მშპ-თან ფარდობის ტრენდი შეფასებულია HP ფილტრის გამოყენებით, რომელშიც სიგლუვის პარამეტრის მნიშვნელობაა 400 000.

19 იხ. გლობალური ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში, აპრილი 2021 <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2021/04/06/global-financial-stability-report-april-2021>

დიაგრამა II.20. კომპანიების მთლიანი ვალის შემადგენლობა

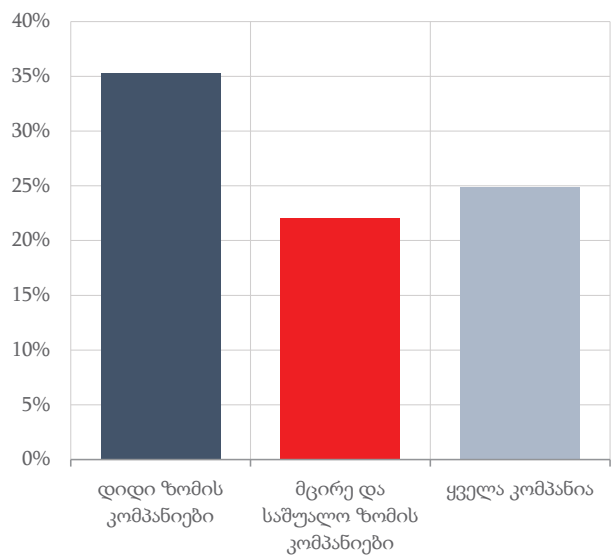


წყარო: სებ.

დაფინანსების წყაროებზე დამოკიდებულება. კომპანიების ვალის რეფინანსირების რისკი განსაკუთრებით საყურადღებოა პანდემიის პერიოდში, რადგან დროებით შემცირებული შემოსავლების პირობებში სიცოცხლისუნარიანი კომპანიების ფუნქციონირებისთვის ფინანსურ რესურსზე უწყვეტი წვდომა არსებითია.

პანდემიის პერიოდში კომპანიების მოწყვლადობა გაცვლითი კურსის რისკის მიმართ ცხადად გამოვლინდა, რაც ვალდებულებებში უცხოური ვალუტით მოზიდული სახსრების მაღალმა ხვედრითმა წილმა განაპირობა. კომპანიების დაფინანსების სტრუქტურაში კვლავ მაღალია უცხოურ ვალუტაში მოზიდული ვალის წილი. 2021 წლის პირველ ნახევარში კომპანიების მთლიანი ვალის დოლარიზაციამ დაახლოებით 75 პროცენტი შეადგინა. შესაბამისად, აღნიშნული რისკის არასათანადო ჰეჯირების პირობებში, გაცვლითი კურსის მერყეობის მიმართ კომპანიების ვალის ტვირთი მაღალი მგრძობელობით ხასიათდება. პანდემიის პერიოდში, რომელსაც მყარი ვალუტების მიმართ ლარის გაუფასურება ახლდა თან, კომპანიებს მნიშვნელოვნად გაეზარდათ უცხოურ ვალუტაში მოზიდული ვალის მომსახურების ხარჯი. შედეგად, კომპანიების გარკვეული ნაწილი ვალის მომსახურების სირთულეების წინაშე აღმოჩნდა და ვალის რესტრუქტურირაცია მოახდინა. აღსანიშნავია, რომ პანდემიის თანმხლები ეკონომიკური კრიზისის პირობებში ვალის რესტრუქტურირა-

დიაგრამა II.21. მოკლევადიანი ვალის მედიანური წილი მთლიან ვალში კომპანიების ზომის მიხედვით (2017-2019 წლების საშუალო)*



* მოკლევადიანი ვალი მოიცავს კომპანიების ერთ წლამდე ვადიანობით ნასესხებ სახსრებს.

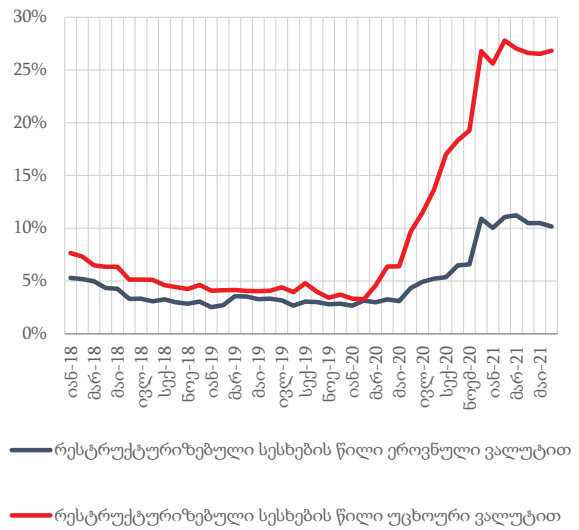
წყარო: SARAS,²⁰ ავტორთა გამოთვლები.

ცია გაიზარდა ლარში მსესხებელ კომპანიებშიც, თუმცა უცხოურ ვალუტაში დაფიქსირებული რესტრუქტურირაციის მნიშვნელოვნად მაღალი მაჩვენებელი სწორედ გაცვლითი კურსის რისკის მიმართ მაღალ მოწყვლადობაზე მეტყველებს (იხ. დიაგრამა II.22).

20 ბუღალტრული აღრიცხვის, ანგარიშგებისა და აუდიტის ზედამხედველობის სამსახური.

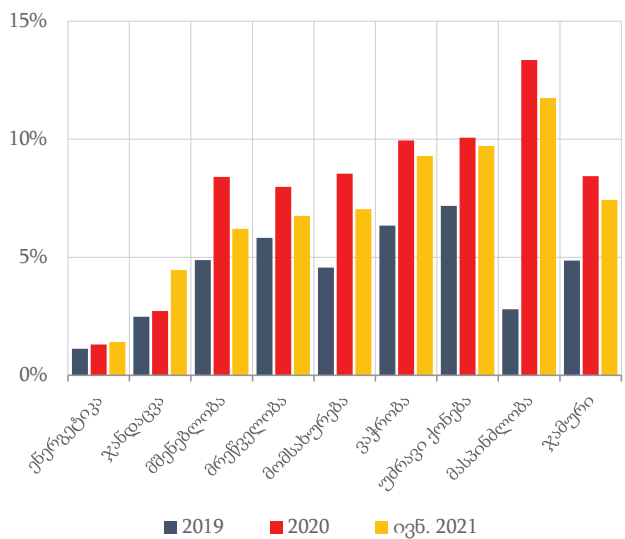
კომპანიების ვალის მახასიათებლებთან დაკავშირებული მოწყვლადობების ფონზე, პანდემიის პირობებში გაუარესებულმა ეკონომიკურმა გარემომ კორპორატიული მსესხებლების საკრედიტო რისკის ზრდა განაპირობა. 2020 წლის განმავლობაში კომპანიებში გაიზარდა როგორც ვალის რესტრუქტურირების შემთხვევები, ასევე უმოქმედო სესხების წილი (იხ. დიაგრამა II.22-23). საკრედიტო რისკის ზრდა განსაკურებით შესამჩნევი იყო პანდემიის მიმართ მაღალი მოწყვლადობის მქონე იმ სექტორებში, რომლებიც 2020 წლის ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშში²¹ წარმოდგენილი ანალიზის შედეგად გამოვლინდა. მათ შორისაა მასპინძლობის, გრძელვადიანი მოხმარების საქონლით ვაჭრობისა და უძრავი ქონების სექტორები (იხ. დიაგრამა II.23). გაზრდილი საკრედიტო რისკი უარყოფითად აისახება კომპანიების ფინანსური რესურსების ხელმისაწვდომობასა და საბაზრო საპროცენტო განაკვეთებზე. იმისათვის რათა, პანდემიასთან დაკავშირებული დროებითი სირთულეების პირობებში, ჯანსაღმა კომპანიებმა საწარმოო პროცესებისა და სამუშაო ადგილების შენარჩუნება შეძლონ, მნიშვნელოვანია უწყვეტი წვდომა ფინანსურ რესურსებზე. სწორედ ამ მიზანს ემსახურებოდა ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული ლიკვიდობის მხარდაჭერის ღონისძიებები, სესხების მომსახურებაზე კომერციული ბანკების მიერ შეთავაზებული საშეღავათო პერიოდები და საქართველოს მთავრობის მიერ განხორციელებული მიზნობრივი სექტორული მხარდაჭერის პროგრამები.

დიაგრამა II.22. რესტრუქტურირებული სესხების წილი კომპანიებზე გაცემულ მთლიან საბანკო სესხებში ვალუტების მიხედვით



წყარო: სებ.

დიაგრამა II.23. კომპანიების უმოქმედო სესხების წილი მთლიან სესხებში შერჩეული სექტორების მიხედვით



წყარო: სებ.

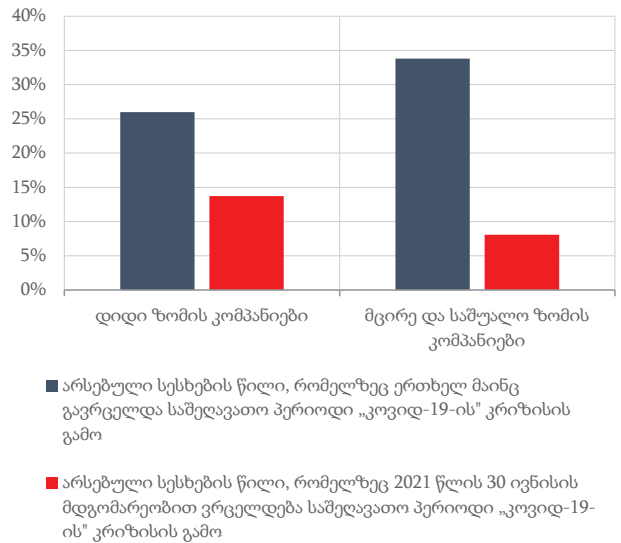
21 იხილეთ https://nbg.gov.ge/fm/პუბლიკაციები/ანგარიშები/ფინანსური_სტაბილურობის_ანგარიში/2020/finstability-report-geo-f1f96d60.pdf?v=vrt4x

ეკონომიკის გაჯანსაღების საწყისი ნიშნების გამოკვეთასთან ერთად, კომპანიების მნიშვნელოვან ნაწილს შემოსავლები გარკვეულწილად აღუდგა. შესაბამისად, ისინი სესხებზე საშელავათო პერიოდის რეჟიმიდან ეტაპობრივად გამოდიან. იმ კომპანიების მნიშვნელოვანმა ნაწილმა, რომლებმაც ერთხელ მაინც ისარგებლეს სესხებზე საშელავათო პერიოდით, მიმდინარე მდგომარეობით სესხების მომსახურება განაახლა (იხ. დიაგრამა II.24). ამასთან, კომპანიები, რომლებიც კვლავ სარგებლობენ სესხებზე საშელავათო პერიოდით, ამ შეღავათს კომერციული ბანკების მხრიდან ინდივიდუალური და დეტალური ანალიზის შედეგად იღებენ. აღნიშნული დინამიკა ე.წ. ზომბი კომპანიების ჩამოყალიბების დაბალ რისკებზე მიუთითებს.²² ზოგადად, კრიზისის პერიოდში ამ ტიპის კომპანიების ჩამოყალიბების რისკები იზრდება. ისინი პოტენციურად მომგებიანი ახალი კომპანიებისთვის ფინანსური რესურსების ხელმისაწვდომობას ამცირებენ და ამგვარად ეკონომიკის გაჯანსაღების პროცესს აფერხებენ. კომერციული ბანკების მხრიდან საშელავათო პერიოდის გასაგრძელებლად კორპორატიული მსესხებლების დეტალური ანალიზი შესაძლო ზომბი კომპანიების გამოვლენის ალბათობას ზრდის, და, შესაბამისად, ბანკს საშუალებას მისცემს რესურსები უფრო ეფექტიანად გადაამისამართოს.

მიმდინარე წლის დასაწყისიდან კომპანიებისთვის საბანკო დაკრედიტების პირობები დასტაბილურდა და მოსალოდნელია, რომ ეკონომიკის გაჯანსაღების პერიოდში საბანკო დაკრედიტება მათი დაფინანსების მთავარი წყარო იქნება. პანდემიის პერიოდში კომპანიებს დაფინანსების საბაზრო წყაროებზე წვდომა შეუმცირდათ. ადგილობრივი სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, რომელიც ბოლო წლებში მნიშვნელოვანი ზრდით ხასიათდებოდა, კორ-

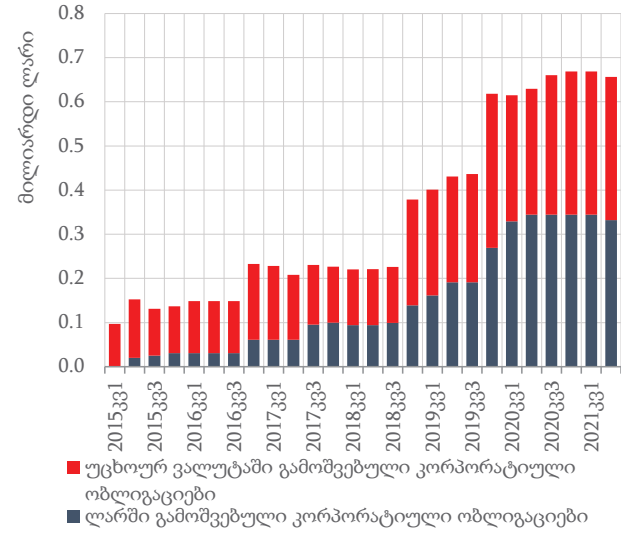
²² ზომბი კომპანიები არამომგებიანი და არამდგრადი ბიზნეს მოდელის მქონე კომერციული სუბიექტებია, რომლებიც სხვადასხვა საშელავათო და მხარდაჭერის პროგრამების მეშვეობით ახერხებენ ფუნქციონირებას. ასეთი კომპანიების ჩამოყალიბების რისკები პოსტ-პანდემიურ პერიოდში დეტალურად განხილულია ევროპის ცენტრალური ბანკის (ECB) 2021 წლის მაისის ფინანსური სტაბილურობის მიმოხილვაში (გვ. 92-99).

დიაგრამა II.24. საშელავათო პერიოდით მოსარგებლე კორპორატიული სესხების წილი (2021 წლის 30 ივნისის მდგომარეობით)



წყარო: სებ.

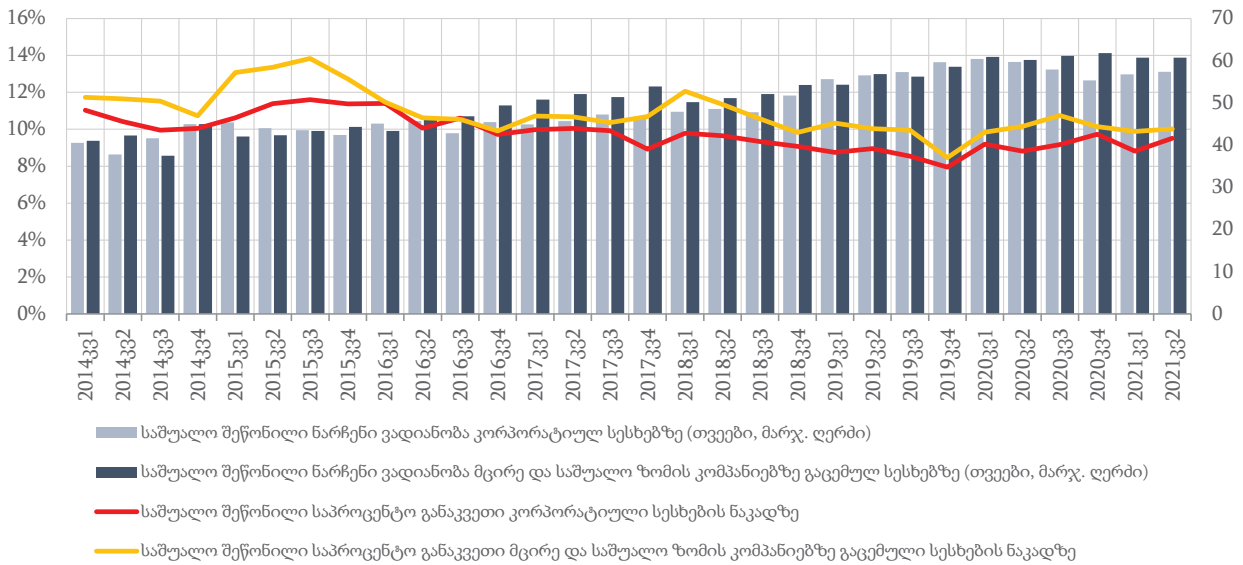
დიაგრამა II.25. ადგილობრივ ბაზარზე საჯარო შეთავაზებით გამოშვებული კორპორატიული ობლიგაციები (ნაშთი)



წყარო: სებ.

პორატიული ობლიგაციების გამოშვება შეუმცირდა (იხ. დიაგრამა II.25). აღნიშნული ტენდენცია გლობალური კაპიტალის ბაზრებზე არსებული ვითარების მსგავსია და მაღალი გაურკვევლობის პირობებში ინვესტორთა მხრიდან რისკებზე გაზრდილ მგრძობიარობას ასახავს, განსაკუთრებით განვითარებადი და ზრდადი ეკონომიკების ქვეყნებში. ამ პირობებში კომპანიებისთვის ფინანსურ რესურსზე მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად გაზრდილია საბანკო დაფი-

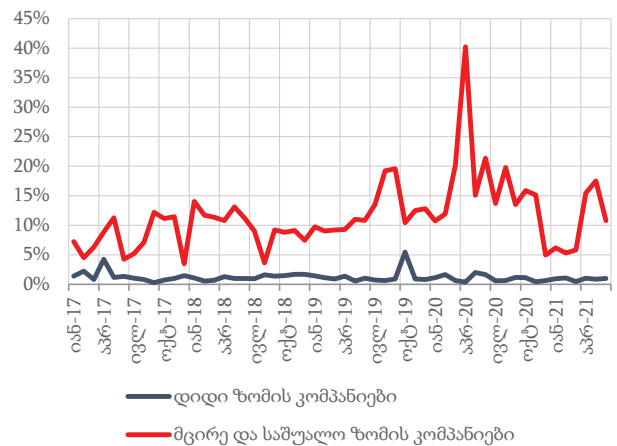
დიაგრამა II.26. კომპანიებზე გაცემული საბანკო სესხების ნარჩენი ვადიანობა და საპროცენტო განაკვეთები



წყარო: სებ.

ნანსების როლი. ადგილობრივმა საბანკო სისტემამ პანდემიით გამოწვეულ რისკებს წარმატებით გაართვა თავი და კომპანიების დაფინანსებას განაგრძობს. კომპანიების საბანკო დაფინანსების საშუალო ვადიანობა მნიშვნელოვნად არ შეცვლილა, ხოლო საპროცენტო განაკვეთები თავდაპირველი ზრდის შემდეგ დასტაბილურდა (იხ. დიაგრამა II.26). გარდა ამისა, მიმდინარე პერიოდში შემცირებულია უარყოფილი სასესხო განაცხადების წილი, რომელიც 2020 წლის განმავლობაში მნიშვნელოვნად იყო გაზრდილი, განსაკუთრებით მცირე და საშუალო ზომის კომპანიებისთვის (იხ. დიაგრამა II.27). როგორც საკრედიტო პირობების კვლევიდან²³ ირკვევა, 2020 წლის განმავლობაში ბანკების მიერ კორპორატიული მსესხებლებისთვის საკრედიტო პირობების გამკაცრება ძირითადად სასესხო პორტფელის ხარისხს, ეკონომიკურ ტენდენციებსა და რისკის აღქმას უკავშირდებოდა. მიმდინარე წლიდან, გაურკვევლობის შემცირებისა და ეკონომიკის გაჯანსაღების კვალდაკვალ, მოსალოდნელია, რომ კომპანიების დაფინანსებაში საბანკო დაკრედიტების წილი გაიზრდება. ამ პირობებში საბანკო ფინანსური ინსტიტუტების გამომწვევაა შეძლონ იმ სიცოცხლისუნარიანი კომპანიების იდენტიფიცირება, რომელთა დროებითი ფინანსური სირთულეები მხოლოდ პანდე-

დიაგრამა II.27. უარყოფილი სასესხო განაცხადების წილი



წყარო: სებ.

მიას უკავშირდება, და უზრუნველყონ ფინანსურ რესურსზე ამ კომპანიების მოთხოვნის დაკმაყოფილება. შედეგად, კომპანიები ხელს შეუწყობენ ეკონომიკის გაჯანსაღებასა და დასაქმების ზრდას ფინანსურ მდგრადობასთან დაკავშირებული საშუალოვადიანი პერიოდის რისკების ზრდის გარეშე.

23 იხ. <https://nbg.gov.ge/financial-stability/credit-conditions-survey>

კომპანიების მოწყვლადობის ანალიზი

მაკრო-ფინანსური გარემოს შესაძლო გაუარესების შემთხვევაში კომპანიების ვალის მომსახურების უნარი ქვეითდება, თუმცა მათი ფინანსური მდგრადობის რისკები არსებითად არ იზრდება. COVID-19 პანდემიასთან დაკავშირებული მაკრო-ფინანსური შოკების გავლენა არაფინანსურ კომპანიებზე გარკვეულწილად უკვე აისახა. ამ პირობებში განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია კომპანიების ფინანსური მდგრა-

დობის შეფასება მაკროეკონომიკური გარემოს შესაძლო დამატებითი გაუარესების შემთხვევაში. შერჩეული შოკების კომპანიების ვალის მომსახურების უნარზე მოსალოდნელი გავლენა მგრძობიარობის ანალიზის გამოყენებით შეფასდა. შოკების სიდიდეები მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარების ნაწილში განხილული ზომიერი სტრესის სცენარს შეესაბამება (იხ. ცხრილი II.1).

ცხრილი II.2. მაკრო-ფინანსური შოკები კომპანიების მოწყვლადობის ანალიზისთვის

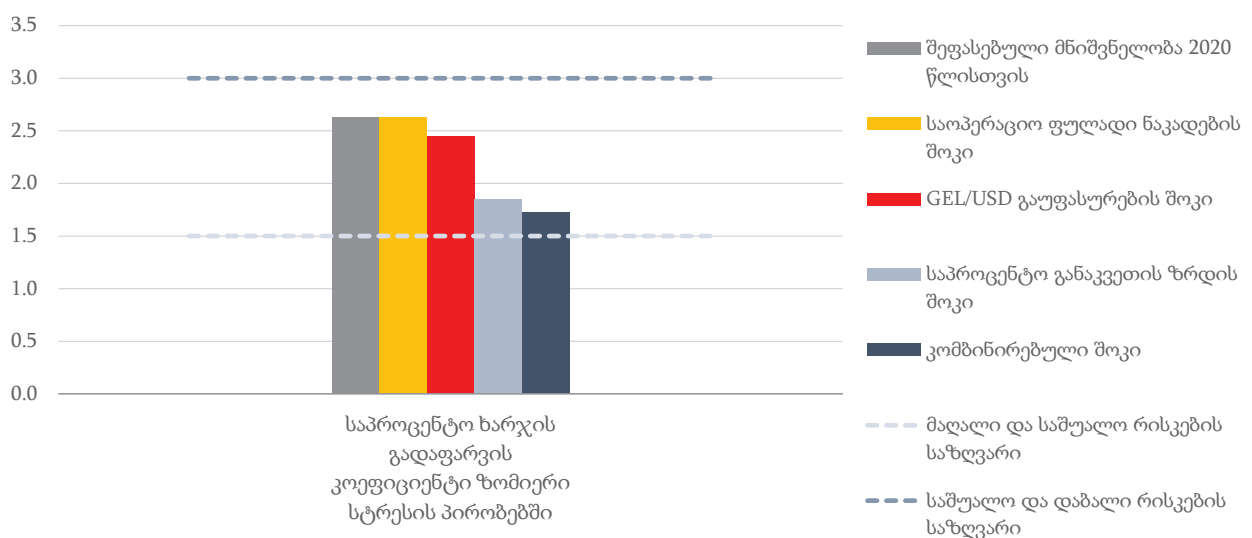
	საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის ზრდის შოკი	ლარი/დოლარი გაცვლითი კურსის გაუფასურების შოკი	საოპერაციო ფულადი ნაკადების შემცირების შოკი*
ზომიერი სტრესი	4%	10%	0%

* მოცემულ ანალიზში საოპერაციო ფულად ნაკადებს ასახავს EBITDA.

დიაგრამა II.28-ზე ნაჩვენებია კომპანიების მედიანური საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტის²⁴ შეფასება როგორც 2020 წლისთვის, ასევე დამატებითი სტრესის შემთხვევაში თითოეული შერჩეული შოკისა და მათი ერთობლივი ზემოქმედების პირო-

ბებში. მედიანური საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტის შეფასება 2020 წლის მდგომარეობით 2.6-ის ტოლია, რაც Standard & Poor's კორპორაციული მეთოდოლოგიის²⁵ მიხედვით საშუალო რისკის კატეგორიას მიეკუთვნება. კომპანიების

დიაგრამა II.28. მგრძობიარობის ანალიზი: შერჩეული შოკების გავლენა კომპანიების საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის მედიანურ კოეფიციენტზე



წყარო: SARAS, ავტორთა შეფასებები.

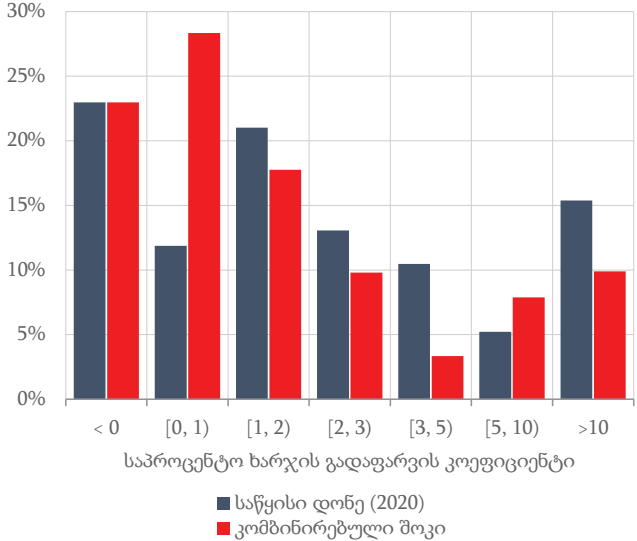
24 საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტი წარმოადგენს EBITDA-ს თანაფარდობას მთლიან საპროცენტო ხარჯთან.

25 Standard & Poor's. (2013). RatingsDirect®: Corporate Methodology.

ვალის მომსახურების უნარზე ყველაზე ძლიერი უარყოფითი გავლენა საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის ზრდის შოკს აღმოაჩნდა. პანდემიის სანყის ეტაპზე განხორციელებული მრავალმხრივი მხარდაჭერი ზომების მეშვეობით აღნიშნული შოკის სიდიდე არამატერიალური იყო. თუმცა, ახალი სტრესის შემთხვევაში, მხარდაჭერის დამატებითი რესურსების შეზღუდულობის პირობებში, კომპანიების ვალის მომსახურების უნარი შესაძლოა მნიშვნელოვნად გაუარესდეს. აღსანიშნავია, რომ საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტი შერჩეული შოკების ერთობლივი ზემოქმედების პირობებშიც საშუალო რისკის კატეგორიაში რჩება.

ცენტრალურ ტენდენციასთან ერთად ასევე მნიშვნელოვანია განვიხილოთ ზომიერი სტრესის სცენარის გავლენა კომპანიების საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტის განაწილებაზე. შერჩეული შოკების რეალიზაციის შედეგად, როდესაც კომპანიები საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტის ქვედა ინტერვალებში გადაინაცვლებენ, მათი ვალის მომსახურების უნარი უარესდება. როდესაც კოეფიციენტის მნიშვნელობა ერთზე ნაკლები ხდება, კომპანიების საოპერაციო საქმიანობიდან მიღებული ფულადი ნაკადები ვალის მომსახურებისთვის საკმარისი აღარ არის. ერთეულოვანი ნიშნულის ქვედა ინტერვალებში მყოფი კომპანიების დავალიანებას რისკის ქვეშ მყოფ ვალს (debt at risk) უწოდებენ. აღნიშნულ ინტერვალებში მოხვედრისას კომპანიების საკრედიტო რისკი მკვეთრად იზრდება, რაც შესაძლებელია სისტემურ პრობლემებში გადაიზარდოს, რადგან კომპანიების დაფინანსების მნიშვნელოვან წყაროს საბანკო სექტორი წარმოადგენს. როგორც ანალიზიდან ირკვევა, ზომიერი სტრესის დროს, შერჩეული შოკების ერთობლივი ზემოქმედების პირობებში, რისკის ქვეშ მყოფი ვალის კატეგორია მნიშვნელოვნად იზრდება (იხ. დიაგრამა II.29). კერძოდ, აქტივების ზომის გათვალისწინებით, იმ კომპანიების ხვედრითი წილი, რომელთა საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტი ერთზე ნაკლებია, 35-დან (2020 წლის მდგომარეობით) 50 პროცენტამდე იზრდება. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ კომპანიების ვალის ნაწილი კომპანიათაშორისი სესხებია,

დიაგრამა II.29 კომპანიების საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტის განაწილება აქტივების წონების გათვალისწინებით



წყარო: SARAS, ავტორთა შეფასებები.

რომლებიც შეღავათიანი პირობებითაა მოზიდული და გარკვეულ შემთხვევებში დეფაქტო საკუთარ კაპიტალს წარმოადგენს. შესაბამისად, აღნიშნული მგრძობიარობის ანალიზის შედეგები სტრესის გავლენას გარკვეულწილად გადაჭარბებულად ასახავს, თუმცა მონაცემთა შეზღუდულობის პირობებში უფრო სანდო შეფასების მიღება შეუძლებელია.

ამგვარად, ზომიერი სტრესის სცენარში მაკროფინანსური ფაქტორების გაუარესებისა და კომპანიების ვალის მახასიათებლებთან დაკავშირებული მონყვლადობების რეალიზაციის შედეგად ვალის მომსახურების სირთულეების წინაშე მდგომი კომპანიების წილი 15 პროცენტული პუნქტით გაიზრდება და 50 პროცენტს²⁶ მიაღწევს. აღნიშნული სიდიდის საკრედიტო რისკის რეალიზაციას მნიშვნელოვანი სტრესის გამოწვევა შეუძლია, რასაც მძიმე შედეგები შეიძლება ახლდეს როგორც ფინანსური სისტემისთვის, ასევე მთლიანად ეკონომიკისთვის. შესაძლო სტრესის გავლენის შესამსუბუქებლად კომპანიებმა აქტიურად უნდა მართონ საბაზრო და ლიკვიდობის რისკები, რაც განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია მათი ფინანსური მდგრადობისთვის.

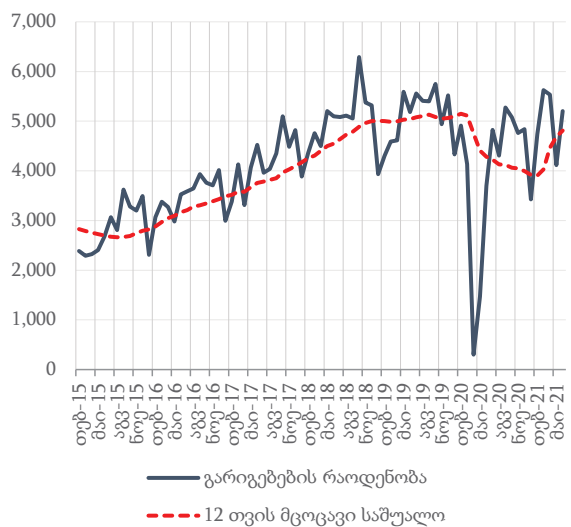
26 აქტივების მიხედვით შეწონილი წილი.

უძრავი ქონების სექტორის ანალიზი

COVID-19 პანდემიით გამოწვეული კრიზისის შედეგად გაზრდილი რისკების მიუხედავად, უძრავი ქონების ბაზარზე გაჯანსაღების ტენდენცია შეინიშნება. ეკონომიკური აქტივობის აღდგენის კვალდაკვალ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა იზრდება. ამასთან, მოთხოვნის ზრდისა და ბაზარზე გაურკვევლობის შემცირების შედეგად, უძრავი ქონების ფასები სტაბილურობას ინარჩუნებს, რასაც ხელი შეუწყო ერთი მხრივ, რეცესიამდე ბაზრის მდგრადმა მდგომარეობამ და მეორეს მხრივ, მთავრობის მიერ გატარებულმა ღონისძიებებმა. გარდა ამისა, მიუხედავად პანდემიით გამოწვეული კრიზისისა და ბაზარზე არსებული გაურკვევლობისა, მრავალბინიანი საცხოვრებელი უძრავი ქონების აშენებაზე გაცემული ნებართვები გაიზარდა, რაც საშუალოვადიან პერიოდში უძრავი ქონების მინოდების სტაბილურობას შეუწყობს ხელს.

ეკონომიკური აქტივობის აღდგენის კვალდაკვალ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა იზრდება. მიმდინარე წელს უძრავი ქონების ბაზარზე მოთხოვნის ზრდის მაღალი ტემპი ფიქსირდება. კერძოდ, 2021 წლის პირველი 6 თვის განმავლობაში თბილისში განხორციელებული ტრანზაქციები 2020 წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით 55 პროცენტით გაიზარდა, ხოლო 2019 წლის შესაბამის მონაცემს 1 პროცენტით ჩამორჩება (იხ. დიაგრამა II.30). აღსანიშნავია, რომ 2020 წელს მთავრობის მიერ გატარებულმა ღონისძიებებმა, კერძოდ, იპოთეკური სესხების სუბსიდირების პროგრამამ ახალაშენებულ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა წაახალისა. 2020 წლის მეორე ნახევარში განხორციელებული ტრანზაქციებიდან პირველადი გაყიდვების წილმა დაახლოებით 40 პროცენტი შეადგინა. ამავდროულად, მთლიანი ტრანზაქციების ღირებულების 50 პროცენტზე მეტი იპოთეკური სესხებით დაფინანსდა. აღსანიშნავია, რომ სუბსიდირების პროგრამის ამონურვის შემდეგ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა სტაბილურობას კვლავ ინარჩუნებს, რასაც 2021 წლის მეორე კვარტალში, წინა კვარტალთან შედარებით, უძრავ ქონებაზე გაზრდილი ხელმისაწვდომობაც ეხმარება (იხ. დიაგრამა II.31). ამასთანავე, გაზრდილია მომხმარებელთა ნდობის ინდექსი²⁷, რაც დადებითად მოქმედებს უძრავი ქონების მოთხოვნის ზრდაზე. თუმცა, კაპიტალიზაციის ინდექსი, რომელიც უძრავი ქონების, როგორც საინვესტიციო აქტივის, მიმზიდველობის საზომია, 2021 წლის მეორე კვარტალში, მიუხედავად წინა კვარტალთან

დიაგრამა II.30. ტრანზაქციების რაოდენობა უძრავი ქონების ბაზარზე



წყარო: საჯარო რეესტრი.

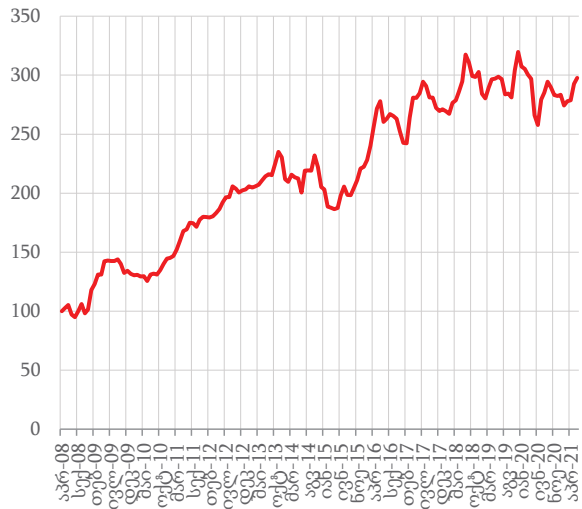
შედარებით მცირედით გაუმჯობესებისა, 2019 წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, საშუალოდ კვლავ შემცირებული რჩება. ეს, თავის მხრივ, ქირაზე მოთხოვნის შემცირებითაა განპირობებული. კერძოდ, ტურისტული ნაკადების მკვეთრი შემცირებისა და სასწავლო პროცესის ონლაინ რეჟიმში გადასვლის შედეგად, შემცირებულია მოთხოვნა გასაქირავებელ საცხოვრებელ უძრავ ქონებაზე, რაც ქირის ფასის შემცირებაში აისახა. შესაბამისად, კაპიტალიზაციის კოეფიციენტი შემცირებულია (იხ. დიაგრამა II.32). მოსალოდნელია, რომ ტურისტული ნაკადების ზრდისა და საუნივერსიტეტო სასწავლო პროცესის ჩვეულ რეჟიმში დაბრუნებასთან ერთად, გასაქირავებელ საცხოვრებელ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა გაიზრდება, რაც, თავის მხრივ, ქირის ფასის მატებასა და, შესაბამისად, კაპიტალიზაციის კოეფიციენტის ზრდაშიც აისახება.

27 <https://iset-pi.ge/en/indexes/5-consumer-confidence-index/3003-cci-a-significant-perhaps-fragile-rebound-in-confidence>

2020 წელს უძრავი ქონების საინვესტიციო მიმზიდველობის შემცირებამ საცხოვრებელ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა, განსაკუთრებით ბათუმში, შეამცირა, თუმცა 2021 წლიდან ტენდენცია უმჯობესდება. ბათუმის საცხოვრებელ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნის მნიშვნელოვანი ნაწილი საინვესტიციო ხასიათისაა, რაც მნიშვნელოვანწილად ტურისტული შემოდინებებით განისაზღვრება. აღნიშნული, აჭარის რეგიონს ტურისტული ნაკადების შემცირების მიმართ განსაკუთრებით მოწყვლადს ხდის. პანდემიის პირობებში საჰაერო და სახმელეთო გადაადგილებაზე შემოღებულმა შეზღუდვებმა ტურისტული ნაკადები მკვეთრად შეამცირა. შედეგად, ბათუმში უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა მნიშვნელოვნად შემცირდა, რაც უძრავი ქონების ფასების კლებაშიც აისახა. თუმცა, 2021 წელს ტურისტული ნაკადების ზრდისა და შეზღუდვების შემცირებასთან ერთად, უძრავ ქონებაზე მოთხოვნის ზრდა შეინიშნება. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ ბოლო წლებში ბათუმში მაღალია საცხოვრებელი უძრავი ქონების მშენებლობის ტემპი, რაც შესაძლოა უძრავი ქონების ჭარბი მიწოდების რისკს წარმოადგენდეს. გარდა ამისა, არარეზიდენტებს, რომლებიც ბათუმში გაცემული იპოთეკური სესხების მესამედს ფლობენ, დეფოლტის უფრო მაღალი ალბათობა აქვთ, ვიდრე რეზიდენტებს, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც მეზობელი ქვეყნები ასევე განიცდიან პანდემიით გამოწვეულ ეკონომიკურ რეცესიას. ეროვნული ბანკის მიერ გასული წლიდან არარეზიდენტებისთვის სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტის 70 პროცენტზე დაწესება, სწორედ არარეზიდენტების მხრიდან ფინანსური სტაბილურობისთვის წარმოქმნილ რისკების შემცირებას ისახავს მიზნად.

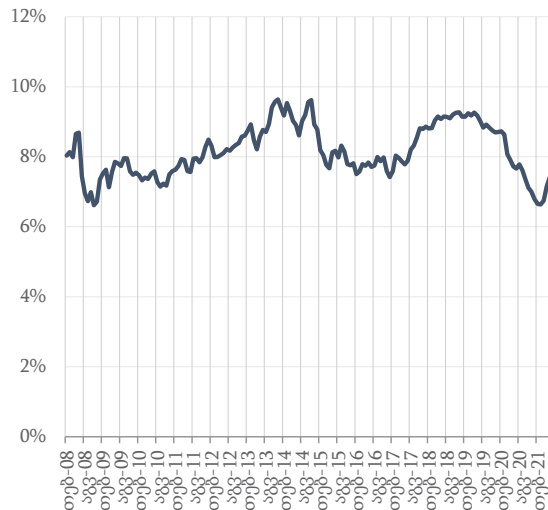
უძრავი ქონების ბაზარზე, მიუხედავად პანდემიით გამოწვეული კრიზისისა და გაურკვევლობისა, მრავალბინიანი საცხოვრებლების მშენებლობაზე გაცემული ნებართვების რაოდენობა გაიზარდა, რაც უძრავი ქონების მიწოდების სტაბილურობას შეუწყობს ხელს. 2012 წლიდან მშენებლობის ნებართვების რაოდენობა არსებითად გაიზარდა. 2018 წელს მიღებული სამშენებლო რეგულაციის შედეგად, 2018-2020 წლებში, წინა წლებთან შედარებით, გაცემული ნებართვების რაოდენობა შემცირდა. კერძოდ, 2019 წელს 2017 წელთან შედარებით

დიაგრამა II.31. საცხოვრებელი სახლის ხელმისაწვდომობის ინდექსი (2008=100)²⁸



წყარო: სებ, ავტორთა გამოთვლები.

დიაგრამა II.32 კაპიტალიზაციის ინდექსი (ქირის ფასთან ფარდობა)



წყარო: სებ.

რებით გაცემული ნებართვების ოდენობა 30 პროცენტით შემცირდა, ხოლო 2020 წელს, 2019 წელთან შედარებით, მიუხედავად, გაზრდილი გაურკვევლობისა, გაცემული ნებართვების ოდენობა 11 პროცენტით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა II.33). მოსალოდნელია, რომ აღნიშნული ტენდენცია ხელს შეუწყობს დეველოპერების მიერ ბოლო წლებში აშენებული და მშენებლობის პროცესში მყოფი ბინების გაყიდვას და უძრავი ქონების სტაბილურ მიწოდებას წაახალისებს.

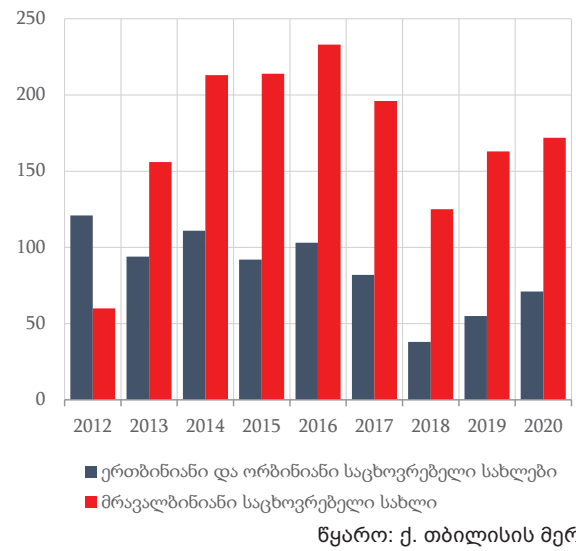
28 საცხოვრებელი სახლის ხელმისაწვდომობის ინდექსი ხელფასისა და ყოველთვიური გადასახდელის ფარდობაა. ინდექსი საშუალო ხელფასის, უძრავი ქონების ფასების, იპოთეკური სესხის ვადიანობისა და საპროცენტო განაკვეთის გათვალისწინებით გამოითვლება.

მოთხოვნის ზრდისა და ბაზარზე გაურკვეველობის შემცირების შედეგად, უძრავი ქონების ფასები სტაბილურობას ინარჩუნებს. 2008 წლის კრიზისისგან განსხვავებით, COVID-19 პანდემიით გამოწვეული კრიზისის წინა პერიოდში უძრავი ქონების ბაზარზე ე. წ. „ფასების ბუშტი“ არ შეინიშნებოდა, ბაზრის კაპიტალიზაციის მაჩვენებელიც სტაბილური იყო (იხ. დიაგრამა II.34). ზემოთ ჩამოთვლილი ფაქტორების, მშენებლობის ხარჯების ზრდის და მთავრობის მიერ გატარებული ღონისძიებების შედეგად, მიუხედავად შოკის სიმძიმისა, უძრავი ქონების ფასების მნიშვნელოვანი კორექტირება არ მომხდარა. 2021 წლის მეორე კვარტალში, 2020 წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, უძრავი ქონების ლარში გამოხატული ფასი საშუალოდ 1 პროცენტით გაიზარდა, ხოლო დოლარში გამოხატული ფასი საშუალოდ 5 პროცენტით შემცირდა.

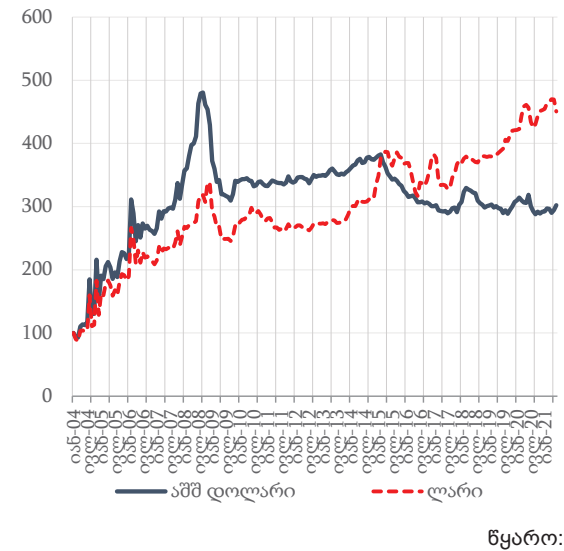
ბიზნეს ციკლის აღმავალ ფაზაში გადასვლასთან ერთად მოსალოდნელია, რომ კომერციულ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა გაიზარდება, თუმცა უფრო ნაკლებად ვიდრე ეს კრიზისამდე პერიოდში იყო. მონაცემების სიმცირის გამო, კომერციული უძრავი ქონების ფასების ტენდენციის შეფასება რთულია. თუმცა კრიზისის დროს ეკონომიკური აქტივობის მკვეთრად შემცირებამ, დისტანციურად მუშაობაზე გადასვლამ და ონლაინ გაყიდვების გააქტიურებამ კომერციული უძრავი ქონების ფასი და ქირის ღირებულება შეამცირა. ეკონომიკური აქტივობის ზრდის კვალდაკვალ კომერციულ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა გაიზარდება. თუმცა მოსალოდნელია, რომ კომერციულ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა, სხვა სექტორებთან შედარებით, უფრო ნელი ტემპით აღდგება, რადგან პანდემიამ საოფისე კულტურა გარკვეულწილად შეცვალა და ონლაინ ვაჭრობის განვითარებას შეუწყობ ხელი.

საბანკო პორტფელში სამშენებლო და უძრავი ქონების სექტორებზე გაცემული სესხების წილი 2008 წლის კრიზისამდე არსებულ დონეზე უფრო მაღალია. თუმცა საბანკო პორტფელის დეკომპოზიციის ნაკლებად რისკიანი სესხების სასარგებლოდ შეიცვალა. 2021 წლის ივნისში, 2008 წელთან შედარებით, მთლიან საბანკო პორტფელში იპოთეკური სესხების წილი 9 პროცენტული პუნქტით მაღალია, ხოლო სამშენებლო სექტორზე გაცემული სესხები 2

დიაგრამა II.33. გაცემული ნებართვების რაოდენობა



დიაგრამა II.34. საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასის ინდექსი



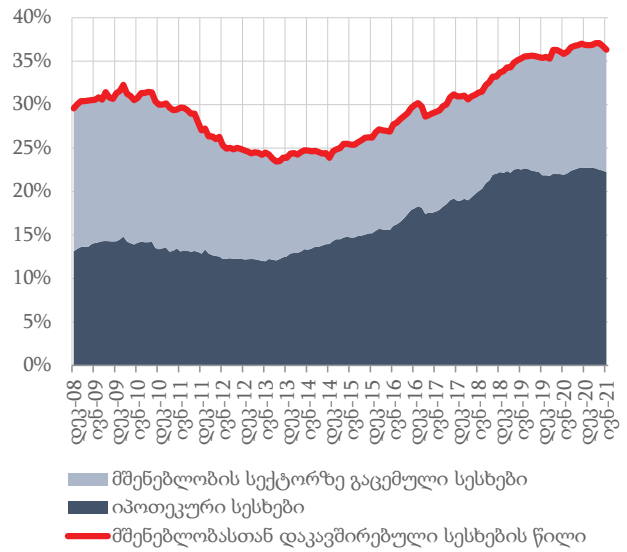
პროცენტული პუნქტით დაბალი (იხ. დიაგრამა II.35). აღსანიშნავია, რომ სამშენებლო სექტორზე გაცემულ სესხებთან შედარებით, იპოთეკური სესხები, რომლებიც უფრო გრანულარულია²⁹, ნაკლები რისკიანობით ხასიათდება. თუმცა, მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ სამშენებლო და უძრავი ქონების სექტორებზე გაცემული სესხების მაღალი დოლარიზაცია ფინანსური სტაბილურობისთვის რისკის შემცველია. კერძოდ, 2021 წლის ივნისში აშშ დოლარით გაცემულ იპოთეკურ სესხებში უმოქმედო სესხების წილი, 2020 წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, 3 პროცენტული პუნქტით, 8

²⁹ იგულისხმება, რომ იპოთეკური სესხები სხვადასხვა მახასიათებლების მქონე მრავალ შინამეურნეობაზეა გაცემული.

პროცენტამდე, გაიზარდა, ხოლო ევროთი გაცემული იპოთეკური სესხებისთვის 6 პროცენტული პუნქტით, 8 პროცენტამდე, გაიზარდა. რაც შეეხება ლარით გაცემულ იპოთეკურ სესხებს, 2021 წლის ივნისში 2020 წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, უმოქმედო სესხების წილი 2 პროცენტული პუნქტით, 3 პროცენტამდე, გაიზარდა. ამასთან, სამშენებლო სექტორზე უცხოური ვალუტით გაცემულ სესხებში უმოქმედო სესხების წილი 2021 წლის ივნისში, კრიზისამდელ პერიოდთან შედარებით, 2.5 პროცენტული პუნქტით, 7 პროცენტამდე, გაიზარდა. აღსანიშნავია, რომ დედოფარობის ღონისძიების გატარებისა და ეროვნული ბანკის მიერ სესხის უზრუნველყოფისა და მომსახურების კოეფიციენტების ზღვრების დანესების შედეგად, შინამეურნეობების მონყვლადაც უცხოური ვალუტის მიმართ შემცირდა, ხოლო იპოთეკური საკრედიტო პორტფელის ხარისხი მატერიალურად გაუმჯობესდა.

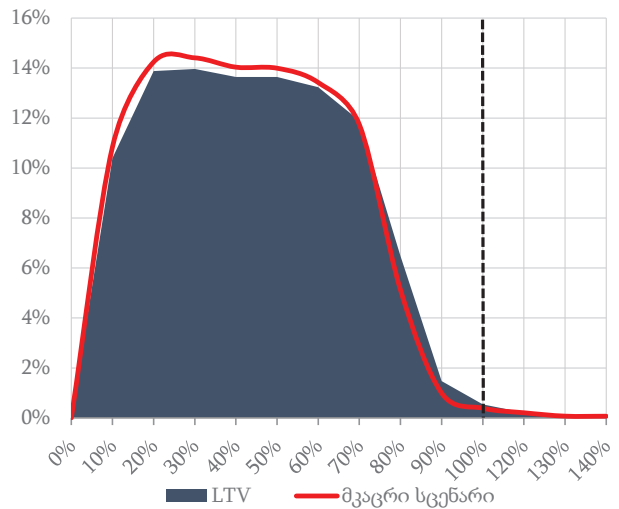
ზომიერი რისკ სცენარის³⁰ პირობებში, სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტის განაწილება მნიშვნელოვნად არ იცვლება, ხოლო მკაცრი სცენარის შემთხვევაში, 3 პროცენტით გაიზარდება იპოთეკური სესხების წილი, რომელთა სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი 100 პროცენტს აჭარბებს. კერძოდ, თუ ეროვნული ვალუტა აშშ დოლართან და ევროსთან მიმართებით 15 პროცენტით გაუფასურდება, ხოლო უძრავი ქონების ეროვნულ ვალუტაში გამოხატული ფასები 3 პროცენტით გაიზარდება, უცხოური ვალუტით გაცემული იპოთეკური სესხების 9 პროცენტს სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი 100 პროცენტზე მეტი ექნება, რაც საბაზო სცენართან შედარებით 6 პროცენტით მეტია (იხ. დიაგრამა II.37). აღსანიშნავია, რომ ზომიერი რისკ სცენარის შემთხვევაში, საბაზო სცენართან შედარებით, უცხოური ვალუტით გაცემული იპოთეკური სესხების დამატებით უმნიშვნელო ნაწილი სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტის 100 პროცენტს გადააჭარბებს. ეროვნული ვალუტით გაცემული იპოთეკური სესხებისთვის სესხის უზრუნველყოფის განაწილება, როგორც ზომიერი, ისე მკაცრი რისკ სცენარის შემთხვევაში, მნიშვნელოვნად არ იცვლება (იხ. დიაგრამა II.36). აქედან გამომდინარე, უცხოური ვალუტით გაცემული სესხები შედარებით უფრო მაღალი რის-

დიაგრამა II.35. უძრავი ქონების ბაზართან დაკავშირებული სესხები



წყარო: სებ.

დიაგრამა II.36. სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტის განაწილება ეროვნული ვალუტით გაცემული იპოთეკური სესხებისთვის მკაცრი სცენარის შემთხვევაში

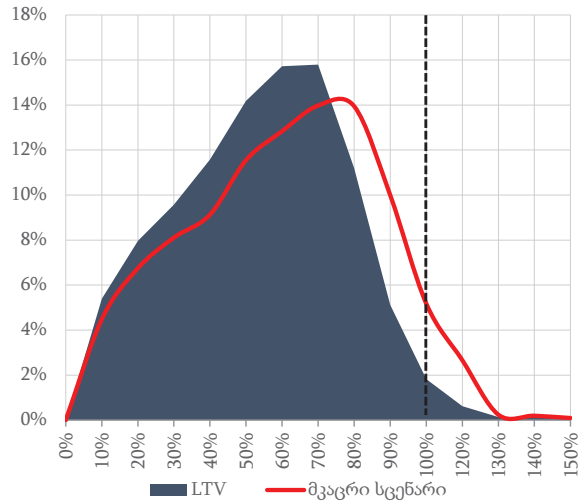


წყარო: სებ.

30 იხ. ქვეთავი „მკაცრო-ფინანსური რისკსცენარები“.

კის შემცველია. აღნიშნული რისკის შესამცირებლად საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა 2019 წლიდან სესხის უზრუნველყოფის მაქსიმალური კოეფიციენტი უცხოურ ვალუტაში გაცემული იპოთეკური სესხებისთვის 70 პროცენტის ოდენობით განსაზღვრა, ხოლო ეროვნული ვალუტით გაცემული სესხებისთვის 85 პროცენტის ოდენობით. ამასთან, იგივე დებულების პრინციპების მიხედვით, დაგირავებული უძრავი ქონება მხოლოდ რისკებისგან დაცვის დამატებითი რგოლია და სესხის დაბრუნების მთავარი წინაპირობა მსესხებლის გადახდისუნარიანობაა.

დიაგრამა II.37 სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტის განაწილება უცხოური ვალუტით გაცემული იპოთეკური სესხებისთვის მკაცრი სცენარის შემთხვევაში



წყარო: სებ.

III. ფინანსური სექტორი

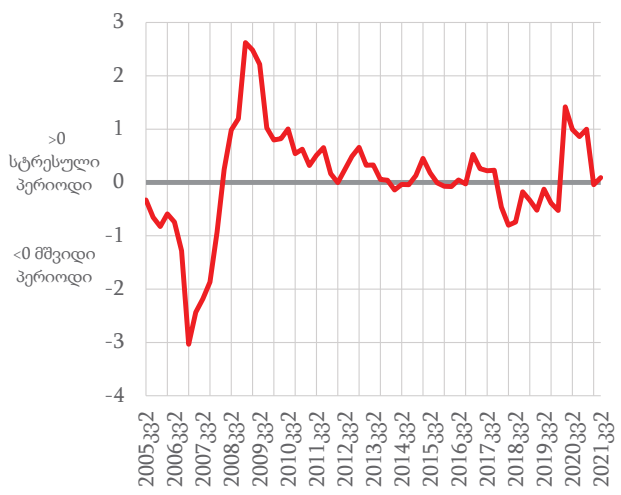
ფინანსური სექტორის მიმოხილვა

საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკის შედეგად, ფინანსური სისტემა მდგრადობას ინარჩუნებს და ეკონომიკის შეუფერხებლად დაკრედიტებას პანდემიის პირობებში 2021 წელსაც აგრძელებს. COVID-19-ის გავრცელების შედეგად გამოწვეული ეკონომიკური რეცესიის ეფექტი დიდწილად სესხების ხარისხზე უკვე ასახულია და კომერციულ ბანკებს შესაბამისი დანაკარგების რეზერვი შექმნილი აქვთ. მოსალოდნელია, რომ ბანკების მნიშვნელოვანი ნაწილი კრიზისის დასაწყისში გამოთავისუფლებულ კაპიტალის ბუფერებს მიმდინარე წელს აღიდგენს, ხოლო კრიზისამდე არსებულ კაპიტალის ადეკვატურობის მაჩვენებელს სექტორი 2022 წელს დაუბრუნდება.

საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკის შედეგად ფინანსურმა სექტორმა პანდემიით გამოწვეული შოკის საკმაოდ მძიმე ფაზა წარმატებით განვლო. 2020 წლის პირველ ნახევარში, COVID-19-ის გამო, ფინანსური სტრესის ინდექსი (FSI)³¹ საშუალოდ ერთი სტანდარტული გადახრით გაიზარდა, ხოლო, 2020 წლის მეორე ნახევრიდან დასტაბილურება დაიწყო და 2021 წლის განმავლობაში მცირდება (იხ. დიაგრამა III. 1). ფინანსური სტრესის ინდექსის შემცირება საბანკო სისტემაში არსებული სტრესის დონის მნიშვნელოვან კლებაზე მიუთითებს. ინდექსის აღნიშნული კლება განპირობებულია საბანკო სისტემაში აქტივების ხარისხის, მომგებიანობის, კაპიტალისა და ლიკვიდობის მაჩვენებლების გაუმჯობესებით, რაც, მოცემული სექტორის მდგრადობას ზრდის.

მოსალოდნელია, რომ 2021 წელს სესხების ზრდა ნომინალური მშპ-ს ზრდის თანაზომიერი იქნება. 2020 წელს COVID-19-ის გავრცელების ფონზე საკრედიტო აქტივობა შენეულა და, 2020 წლის ბოლოს, სესხების ზრდის ტემპმა (კურსის ეფექტის გამორიცხვით) 9 პროცენტი შეადგინა, რაც 2019 წლის

დიაგრამა III. 1. ფინანსური სტრესის ინდექსი (საშუალოდან გადახრა)



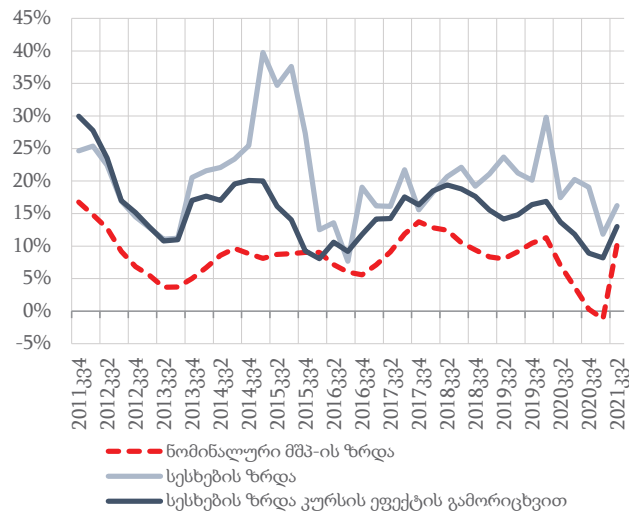
წყარო: სგბ.

ანალოგიურ მაჩვენებელზე 8 პროცენტული პუნქტით ნაკლებია (იხ. დიაგრამა III. 2). 2021 წელს გაზრდილი ეკონომიკური აქტივობის ფონზე საკრედიტო აქტივობაც გაიზარდა და არსებული ტენდენციის შენარჩუნების შემთხვევაში, მოსალოდნელია, რომ 2021 წლის ბოლოს სესხების ზრდა 18 პროცენტის მიდამოში იქნება.

31 იქიდან გამომდინარე, რომ საქართველოს საფინანსო სექტორში საბანკო სისტემას 90 პროცენტზე მეტი წილი უკავია, ინდექსი ძირითადად აერთიანებს საბანკო სექტორის მომგებიანობის, საპროცენტო სპრედის, კაპიტალისა და აქტივების ხარისხის მაჩვენებლებს. ინდექსი აგებულია ცვლადების სტანდარტიზაციითა და შემდეგ მათი შენონვით.

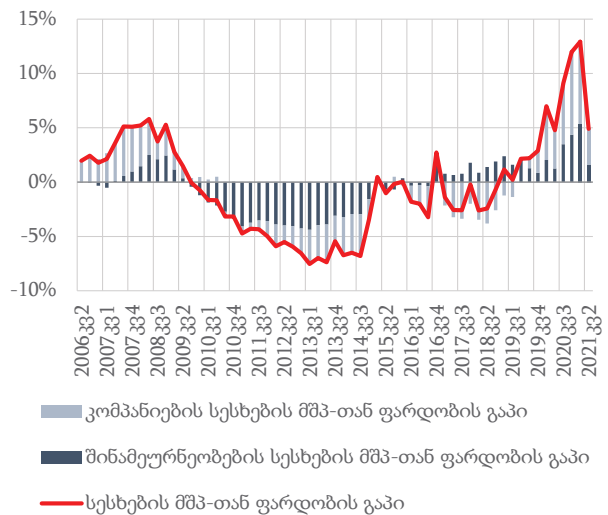
სესხების³³ მშპ-თან ფარდობა ტრენდს³⁴ მნიშვნელოვნად აღემატება, რაც მსესხებლების ვალის ტვირთისა და მოწყვლადობის ზრდას ასახავს. სესხების ფარდობა მთლიან შიდა პროდუქტთან (მშპ) მიმართებით გრძელვადიან ტრენდს კვლავ აჭარბებს, რაც წინა პერიოდებში მაღალი საკრედიტო ზრდისა და გაცვლითი კურსის ეფექტს ასახავს (იხ. დიაგრამა III. 3). 2020 წლის ბოლოს სესხების მშპ-თან ფარდობის წლიური ზრდის დაახლოებით ნახევარი გაცვლითი კურსის ცვლილებით იყო გამოწვეული (იხ. დიაგრამა III. 4). სწორედ აღნიშნული ეფექტი განაპირობებს შინამეურნეობებისა და კორპორატიული სექტორის ვალის ტვირთის მნიშვნელოვან ზრდას. საგულისხმოა ისიც, რომ საქართველოში სესხების მშპ-თან ფარდობის არსებული დონე მსგავსი ქვეყნების მაჩვენებლებს აღემატება, რაც ვალის მაღალი ტვირთისა და მოწყვლადობის დამატებითი მანიშნებელია (იხ. ჩანართი 1). ეკონომიკური აქტივობის აღდგენასთან ერთად მოსალოდნელია, რომ გაპი ეტაპობრივად დაიხურება და გრძელვადიან პერიოდში სესხების მშპ-თან ფარდობა ტრენდს დაუახლოვდება.

დიაგრამა III.2. ნომინალური მშპ-სა³² და სესხების წლიური ზრდა



წყარო: სებ.

დიაგრამა III.3. სესხების მშპ-თან ფარდობის გაპი (%)



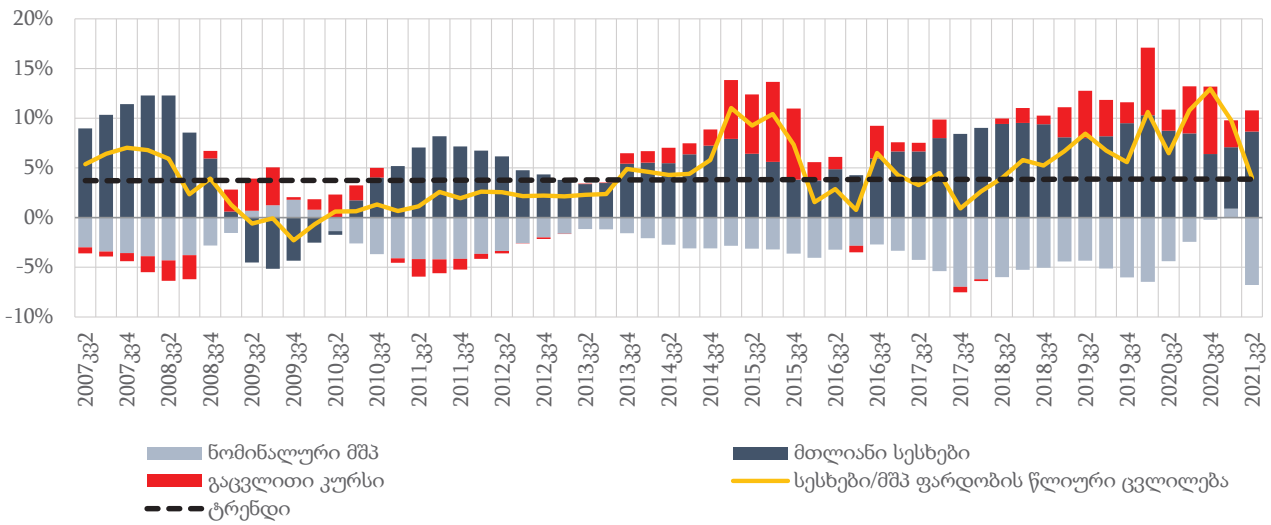
წყარო: სებ.

32 ნომინალური მშპ დათვლილია ბოლო 4 კვარტალის მონაცემების გათვალისწინებით.

33 სესხები მოიცავს ბანკების, მიკროსაფინანსო ორგანიზაციებისა და სესხის გამცემი სუბიექტების მიერ გაცემულ სესხებსა და, ასევე, კომპანიების მიერ ადგილობრივად გამოშვებულ ობლიგაციებს.

34 სესხების მშპ-თან ფარდობის ტრენდი მეფასებულია HP ფილტრით ბაზელის მეთოდოლოგიის მიხედვით ($\lambda=400\ 000$).

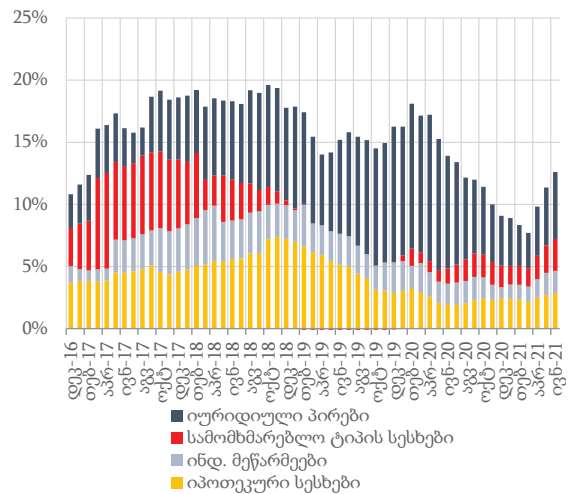
დიაგრამა III.4. სესხების მშპ-თან ფარდობის წლიური ცვლილების დეკომპოზიცია (%)



წყარო: სებ.

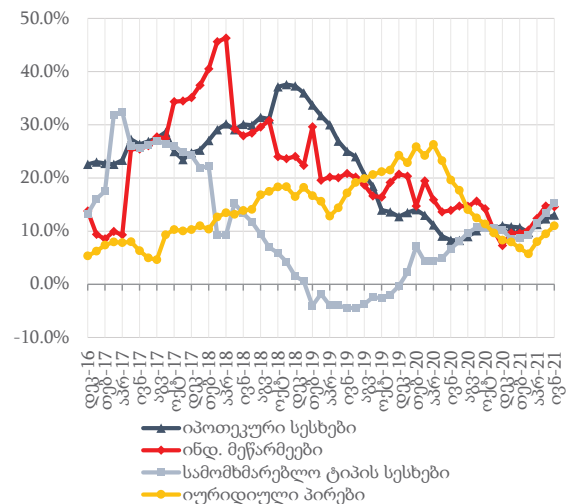
2021 წელს ბანკების მიერ გაცემული სესხების ზრდაში ბიზნეს სესხების წვლილი იზრდება. 2021 წლის ივნისში მთლიანი სესხების წლიურმა ზრდამ 12.5 პროცენტი შეადგინა, რაშიც ბიზნეს სესხების წვლილი 7.2 პროცენტული პუნქტი იყო (იხ. დიაგრამა III. 5). 2020 წელს პანდემიის გავრცელების შემდეგ იურიდიული პირების დაკრედიტება მნიშვნელოვნად შენედა, თუმცა 2021 წლის მეორე კვარტალიდან ბიზნეს სესხებზე მოთხოვნა გაიზარდა. ასევე, გაზრდილია სამომხმარებლო და იპოთეკური სესხების ზრდის ტემპი. 2021 წლის ივნისში წლიურმა ზრდამ, შესაბამისად, 15 და 13 პროცენტი შეადგინა (იხ. დიაგრამა III. 6).

დიაგრამა III.5. საბანკო სესხების წლიური ზრდის ტემპის დეკომპოზიცია (კურსის ეფექტის გამორიცხვით)



წყარო: სებ.

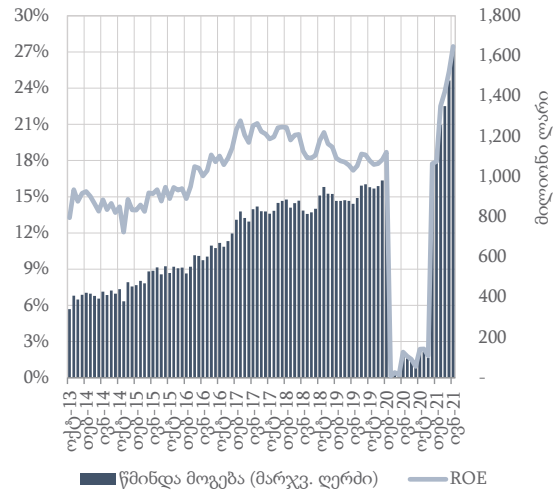
დიაგრამა III.6. საბანკო სესხების წლიური ზრდის ტემპი (კურსის ეფექტის გამორიცხვით)



წყარო: სებ.

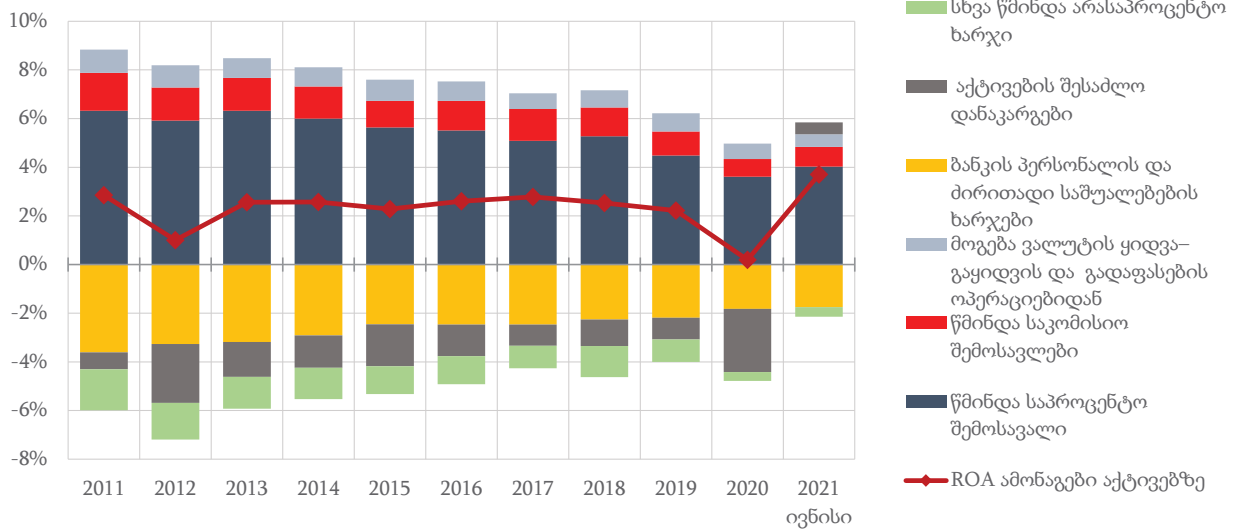
საბანკო სისტემამ 2020 წელი მცირე, თუმცა მაინც დადებითი მოგებით დაასრულა, ხოლო 2021 წლის პირველ ნახევარში მომგებიანობა სოლიდურ დონეზე ნარჩუნდება. წლის დასაწყისიდან მომგებიანობის არსებული ტენდენციის შენარჩუნების შემთხვევაში მოსალოდნელია, რომ კაპიტალზე უკუგება 2021 წლის ბოლოს 25 პროცენტს გადააჭარბებს (იხ. დიაგრამა III. 7). მომგებიანობის ზრდას მაღალი საკრედიტო აქტივობა და სესხების შესაძლო დანაკარგების რეზერვების შემცირება უწყობს ხელს, რაც 2020 წელს რეზერვების წინასწარ შექმნითაა განპირობებული და დროებითია. ძლიერი მომგებიანობა ბანკებისთვის პოტენციური შოკების მიმართ მნიშვნელოვან ბუფერს წარმოადგენს და კაპიტალის შევსების უმთავრესი წყაროა. თუმცა მნიშვნელოვანია, რომ ფინანსურმა ინსტიტუტებმა მოკლევადიანი მოგების მიღების მიზნით ზედმეტი რისკი არ დააგროვონ.

დიაგრამა III.7. საბანკო სექტორის მომგებიანობა³⁵



წყარო: სებ.

დიაგრამა III.8. საბანკო სექტორისთვის აქტივებზე უკუგების დეკომპოზიცია

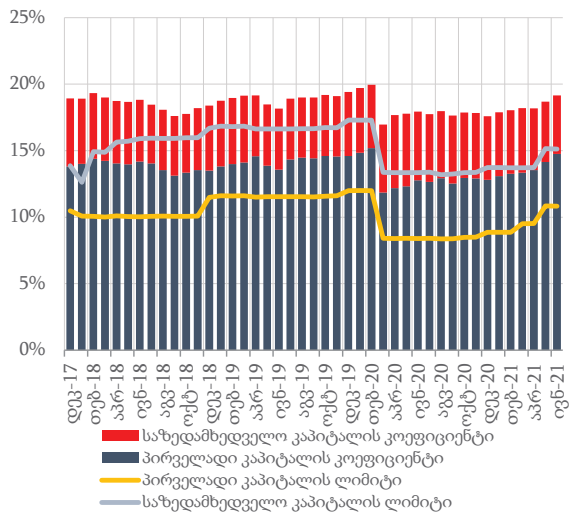


წყარო: სებ.

35 დათვლილია ბოლო 12 თვის მონაცემების მიხედვით.

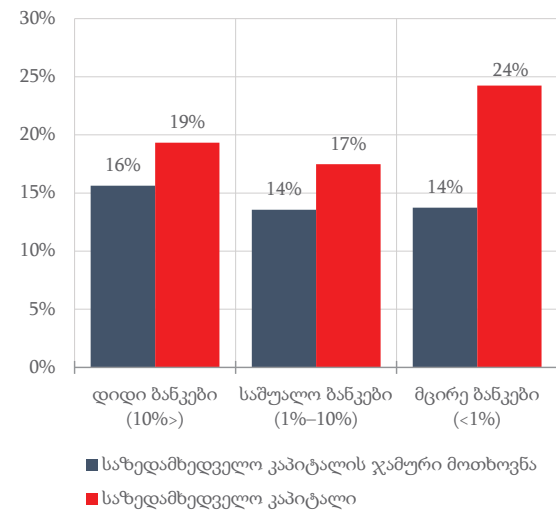
საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ დროთა განმავლობაში დაწესებული საზედამხებდველო მოთხოვნებისა და ისტორიულად არსებული სტაბილური მომგებიანობის შედეგად, საბანკო სისტემას, 2021 წლის პირველი ნახევრისთვის, სოლიდური ბუფერები აქვს დაგროვებული. 2020 წელს საბანკო სექტორი პანდემიით გამოწვეულ რეცესიას კაპიტალის მაღალი დონით შეხვდა, რაცერთი მხრივ, განპირობებული იყო ბოლო 10 წლის განმავლობაში დაფიქსირებული სტაბილური მომგებიანობით, ხოლო მეორე მხრივ, კაპიტალის დამატებითი მოთხოვნების დაწესებით. კერძოდ, ბანკებს, მინიმალური მოთხოვნების გარდა, დამატებით კომბინირებული (კონსერვაციის, სისტემურობისა და კონტრციკლური) და პილარ 2-ის ფარგლებში არსებული (არაჰეჯირებული სავალუტო საკრედიტო რისკის, საკრედიტო პორტფელის კონცენტრაციის რისკის, წმინდა სტრეს-ტესტების და ეროვნული ბანკის მიერ რისკების შეფასების საერთო პროგრამის ფარგლებში დაწესებული წმინდა GRAPE) ბუფერების დაცვა მოეთხოვებათ. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ COVID-19-ის გამოწვევაზე საპასუხოდ კაპიტალის მოთხოვნების შემცირების მიუხედავად, სისტემის დონეზე კაპიტალის მიმდინარე კოეფიციენტები პანდემიამდე არსებულ მოთხოვნებსაც კი აღემატება (იხ. დიაგრამა III. 9). ამავდროულად, 2021 წლის პირველი ნახევრისათვის, ბანკების უმეტესობა სოლიდურ ბუფერებს კვლავ ინარჩუნებს (იხ. დიაგრამა III. 10), რაც, საჭიროების შემთხვევაში, მათ COVID-19-თან დაკავშირებული დარჩენილი გაურკვევლობის ეფექტურად გადალახვასა და ეკონომიკის შეუფერხებლად დაკრედიტებაში დაეხმარება.

დიაგრამა III.9. კაპიტალის ადეკვატურობა საბანკო სექტორში (ბანკელ III)



წყარო: სებ.

დიაგრამა III.10. კაპიტალის ადეკვატურობის განაწილება საბანკო სექტორში



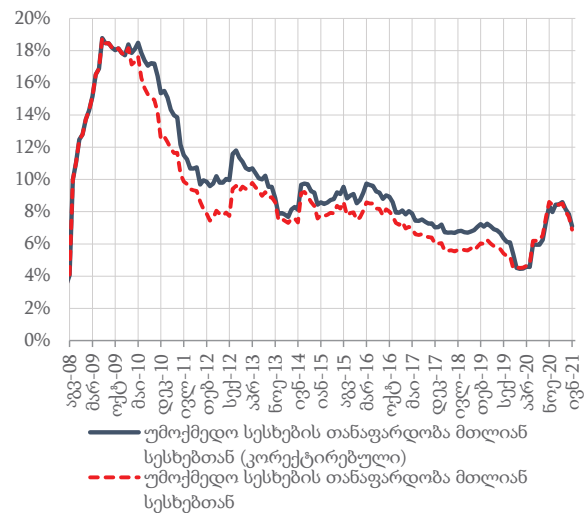
წყარო: სებ.

COVID-19-ით გამოწვეული უარყოფითი შოკის საპასუხოდ, 2020 წლის მარტში, ეროვნულმა ბანკმა საბანკო სისტემას კაპიტალის მოთხოვნები შეუმსუბუქა, თუმცა, იქიდან გამომდინარე, რომ შოკის ძირითადი ფაზა უკვე გადალახულია, ეროვნული ბანკი გამოთავისუფლებული კაპიტალის ბუფერების მოთხოვნის აღდგენას 2022 წლიდან ეტაპობრივად დაიწყებს. COVID-19-ით გამოწვეული უარყოფითი შოკების გავლენის შესამცირებლად და საკრედიტო აქტივობის მხარდასაჭერად ეროვნულმა ბანკმა კაპიტალის მოთხოვნები დროებით შეამცირა, რის შედეგადაც, საბანკო სექტორის კონტრაციკლურ ქცევას შეუწყო ხელი. იქიდან გამომდინარე, რომ პანდემიისგან გამოწვეული შოკის ძირითადი ფაზა უკვე გადალახულია და ეკონომიკური ზრდა საკმაოდ მაღალ ნიშნულზეა, გამოთავისუფლებული ბუფერების მოთხოვნის აღდგენა ეტაპობრივად მოხდება. კერძოდ, ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის გადაწყვეტილებით,³⁶ 2022 წლიდან, სავალუტო საკრედიტო რისკის (CICR) ბუფერის განაკვეთის აღსადგენად ბანკებს ერთი წელი მიეცემათ, ხოლო კონსერვაციის ბუფერის მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად კი, ორი წელი. ამასთან, როგორც დაგეგმილი იყო, მიმდინარე წლის მარტში ძირითად პირველად კაპიტალსა და პირველად კაპიტალზე კონცენტრაციის ბუფერისა და წმინდა GRAPE ბუფერის გაზრდილი განაკვეთები ამოქმედდა, ხოლო წლის ბოლოს დაგეგმილია სისტემურობის ბუფერის განაკვეთის ზრდაც. უნდა აღინიშნოს, რომ კომერციული ბანკების ნაწილმა უკვე აღიდგინა კაპიტალის გამოთავისუფლებული მოთხოვნები და, შესაბამისად, მათთვის კაპიტალის განაწილებაზე არსებული შეზღუდვები მოიხსნება, იმ პირობით, რომ აღნიშნული, ბიზნესის ჩვეულ პირობებში, აღდგენილი მოთხოვნების დარღვევას არ გამოიწვევს და ბანკს კაპიტალის მენეჯმენტში გათვალისწინებული ექნება ბუფერების ამოქმედება, ბუფერების გადანაწილება და სხვა მოსალოდნელი ფაქტორები (მაგ. აქტივების ზრდა). ბანკებში არსებული კაპიტალის დონისა და მოსალოდნელი მომგებიანობის გათვალისწინებით, გამოთავისუფლებული კაპიტალის ბუფერების მოთხოვნის აღდგენა

36 <https://nbg.gov.ge/financial-stability/committee>

საკრედიტო აქტივობაზე მნიშვნელოვან გავლენას არ მოახდენს. როგორც მოსალოდნელი იყო, COVID-19-ის შედეგად, უმოქმედო სესხების წილი გაიზარდა, თუმცა ეკონომიკის აღდგენასთან ერთად, აღნიშნული მაჩვენებელი, სავარაუდოდ, ეტაპობრივად შემცირდება. ამასთან, კომერციულ ბანკებს შესაბამისი რეზერვები უკვე შექმნილი აქვთ. ბოლო რამდენიმე წლის განმავლობაში სესხების ხარისხი გაუმჯობესების ტენდენციით ხასიათდებოდა, თუმცა პანდემიის შედეგად, 2020 წლის ბოლოს, წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, უმოქმედო სესხების წილი მთლიან პორტფელში 3.9 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა და 8.4 პროცენტს მიაღწია (იხ. დიაგრამა III. 11). უმოქმედო სესხები 2021 წლის პირველ ნახევარში 6.9 პროცენტამდე შემცირდა, რასაც სესხების ზრდამაც შეუწყო ხელი (იხ. დიაგრამა III. 12). აღსანიშნავია, რომ კომერციულ ბანკების მიერ მოსალოდნელი საკრედიტო დანაკარგებისთვის შექმნილი რეზერვი ადეკვატურ დონეზეა და 2021 წლის ივნისში აღნიშნული რეზერვის უმოქმედო სესხებთან ფარდობამ 80 პროცენტი შეადგინა (იხ. დიაგრამა III. 13).

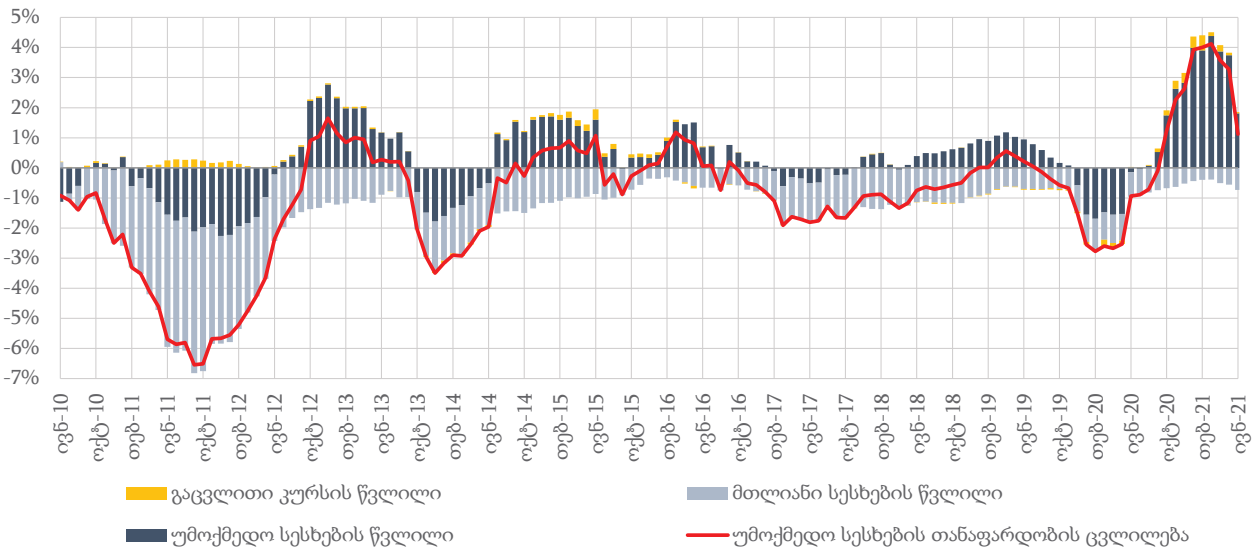
დიაგრამა III.11. უმოქმედო სესხების³⁷ წილი საბანკო სესხებში



წყარო: სებ.

37 სებ-ის მეთოდოლოგიის მიხედვით, მოიცავს არასტანდარტულ, საექვო და უიმედო სესხის კატეგორიებს.

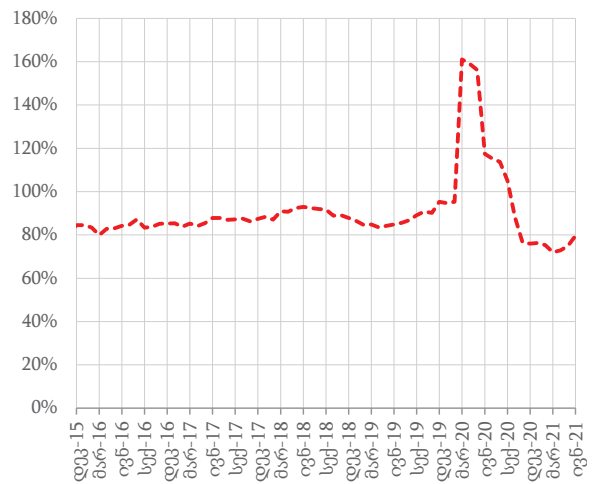
დიაგრამა III.12. კორექტირებული³⁸ უმოქმედო სესხების წილის წლიური ცვლილების დეკომპოზიცია



წყარო: სებ.

საშეღავათო პერიოდი სესხების მხოლოდ მცირე ნაწილზე ვრცელდება, რაც იმის მა-ნიშნებელია, რომ გადავადების ეფექტი, დიდწილად, უკვე ასახულია უმოქმედო სესხებზე. კომერციული ბანკების მიერ სესხების გადავადების პროგრამებმა შინამეურნეობები და კომპანიები სესხის მომსახურებასთან დაკავშირებულ მყისიერ ფინანსურ სირთულეებს აარიდა. სესხების სამთვლიანი გადავადების პირველი ეტაპი 2020 წლის მარტში დაიწყო და ყველა იმ მსესხებელს შეეხო, ვისაც შეღავათით სარგებლობა სურდა. 2020 წლის ივლისიდან, გადავადების ინდივიდუალურად შეთავაზება კი იმ მსესხებლებისთვის ხდებოდა, რომელთაც შემოსავალი შეუმცირდათ ან დაკარგეს და სესხის მომსახურების სირთულე შეექმნათ. შედეგად, ეკონომიკის აღდგენის კვალდაკვალ, საშეღავათო პერიოდის მქონე სესხების წილი მნიშვნელოვნად შემცირდა და ივნისში 7 პროცენტი შეადგინა (იხ. დიაგრამა III. 14). შესაბამისად, ამ კუთხით უმოქმედო სესხების დამატებით მნიშვნელოვანი ზრდა არაა მოსალოდნელი.

დიაგრამა III.13. უმოქმედო სესხების გადაფარვის კოეფიციენტი³⁹

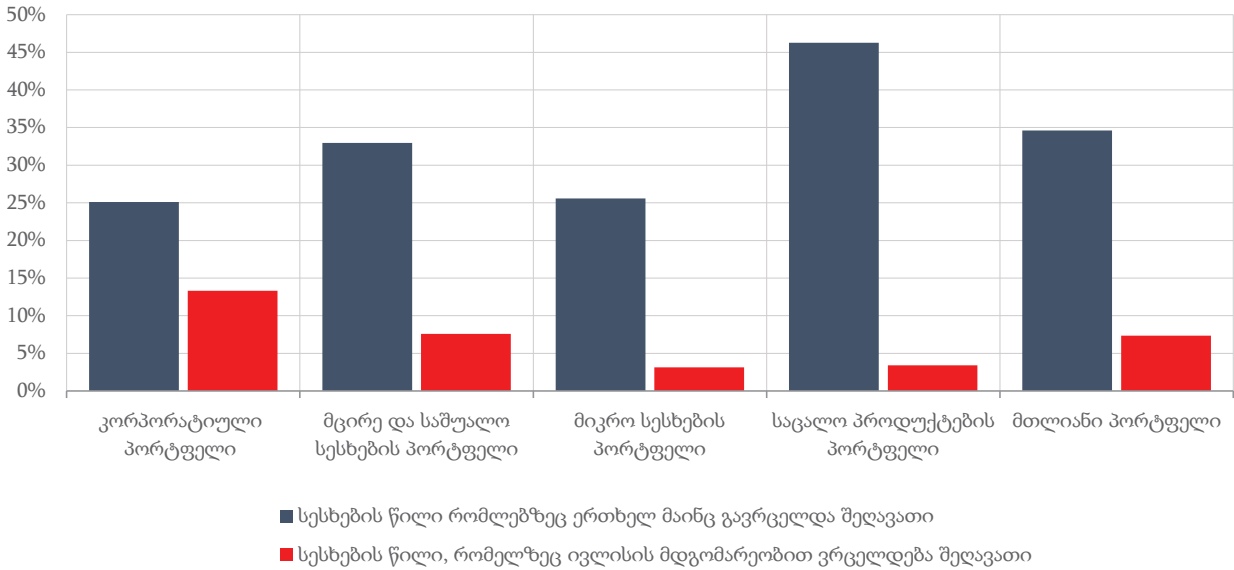


წყარო: სებ.

38 კორექტირებული უმოქმედო სესხების მაჩვენებელი ითვალისწინებს ბოლო 12 თვის განმავლობაში განხორციელებულ სესხების ჩამონერებასა და ამოღებებს.

39 სესხების შესაძლო დაკანარგების რეზერვის ფარდობა უმოქმედო სესხებთან.

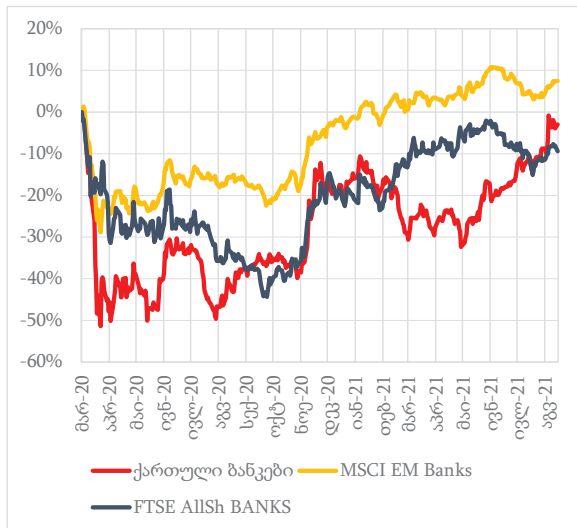
დიაგრამა III. 14. გადავადებული სესხების წილი.



წყარო: სებ.

პანდემიის ფონზე შემცირების შემდეგ, გლობალური ტენდენციების მსგავსად, ბირჟებზე ქართული ბანკების აქციების საბაზრო ფასებმაც აღდგენა დაიწყო. ბანკების აქციების საბაზრო ფასები მათი ფინანსური მდგომარეობის, მათ შორის, ალტერნატივებთან შედარებით მოსალოდნელი მომგებიანობისა და პოტენციური რისკების ერთგვარი შეჯამებაა. პანდემიის შედეგად გაზრდილმა გაურკვევლობამ, რისკის პრემიის მატებამ, სარეზერვო ვალუტებთან მიმართებაში ლარის ურისკო საპროცენტო განაკვეთის ზრდამ, გაცვლითი კურსის მერყეობამ და შემცირებულმა მომგებიანობამ აქციების ფასებზე მნიშვნელოვანი ნეგატიური გავლენა მოახდინა. თუმცა, 2020 წლის მეორე ნახევრიდან, ბირჟებზე ფინანსური სექტორის გლობალური ტენდენციების მსგავსად, ქართული ბანკების აქციების ფასებმა აღდგენა დაიწყო და პანდემიამდე არსებულ ფასს დაუახლოვდა. აღნიშნულ დინამიკას ბანკების გაუმჯობესებულმა ფინანსურმა მონაცემებმა, მათ შორის სოლიდურმა მომგებიანობამ, მოსალოდნელზე მაღალმა საკრედიტო აქტივობამ, 2021 წლის მეორე კვარტალში ეკონომიკური ზრდის დაჩქარებამ და ეროვნული ვალუტის გამყარებამ შეუწყო ხელი (იხ. დიაგრამა III. 15). ბირჟებზე დალისტული ბანკებისთვის ბირჟა კაპიტალზე წვდომის კრიტიკული კომპონენტია, ამიტომ ამ კუთხით პოზიტიური დინამიკა სისტემის მდგრადობას ამაღლებს.

დიაგრამა III.15. აქციის ნორმალიზებული ფასები⁴⁰

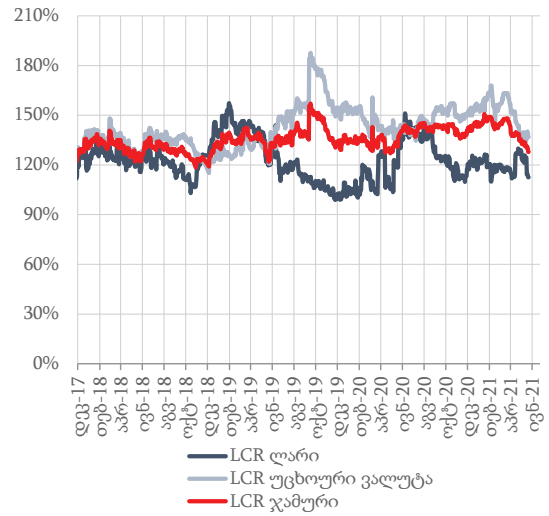


წყარო: ბლუმბერგი, სებ.

40 ქართული ბანკებისთვის ინდექსი შეწონილია სააქციო კაპიტალის მიხედვით. მონაცემები ნორმალიზებულია და ასახავს 2020 წლის 2 მარტის ფასებთან პროცენტულ ცვლილებას.

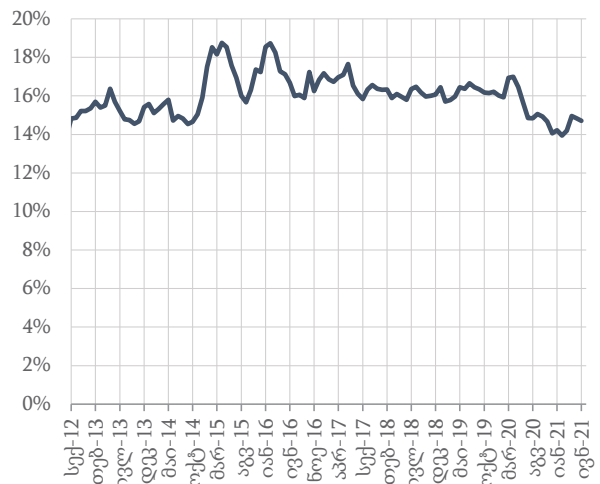
2020 წელს, COVID-19-ის პირობებში ლიკვიდობის რისკების ზრდის მიუხედავად, ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული ღონისძიებების მეშვეობით, კომერციული ბანკები ლიკვიდობის სოლიდურ ბუფერებს ინარჩუნებენ. პანდემიას ბანკები დაფინანსების სტაბილური წყაროთი და ლიკვიდობის სოლიდური ბუფერებით შეხვდნენ, რასაც წინა პერიოდში ლიკვიდობის გადაფარვისა (LCR) და წმინდა სტაბილური დაფინანსების (NSFR) კოეფიციენტების დაწესებამ შეუწყო ხელი. ამასთან, პანდემიის საწყის გავრცელებასთან დაკავშირებულ ლიკვიდობის პოტენციურ რისკებზე რეაგირებისთვის საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა მნიშვნელოვანი ღონისძიებები გაატარა.⁴¹ შედეგად, 2020 წლის პირველი ნახევრისთვის ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტმა (LCR) პანდემიამდე არსებულ დონეს გადააჭარბა (იხ. დიაგრამა III. 16). მიმდინარე პერიოდში, ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტი, როგორც ადგილობრივ, ისე უცხოურ ვალუტაში, მინიმალურ მოთხოვნას მნიშვნელოვნად აღემატება. წმინდა სტაბილური დაფინანსების კოეფიციენტი (NSFR) ბოლო 1 წლის განმავლობაში 130 პროცენტის ფარგლებში ნარჩუნდება, რაც დაფინანსების სტაბილურობაზე მიუთითებს. ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ 2020 წლის განმავლობაში არარეზიდენტი პირების დეპოზიტების წილი 2.1 პროცენტული პუნქტით შემცირდა, თუმცა მიმდინარე წლის განმავლობაში მცირედით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა III. 17). იქიდან გამომდინარე, რომ ამ ტიპის დეპოზიტებისთვის დამატებითი ლიკვიდობის მოთხოვნაა დაწესებული და ვადიანი დეპოზიტების წილი ამ ტიპის დეპოზიტებში მაღალია, ბანკებისთვის ლიკვიდობის რისკები ამ კუთხით მინიმალურია (იხ. ჩანართი 3).

დიაგრამა III.16. ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტი (LCR) საბანკო სექტორისთვის⁴²



წყარო: სებ.

დიაგრამა III.17. არარეზიდენტების დეპოზიტების წილი



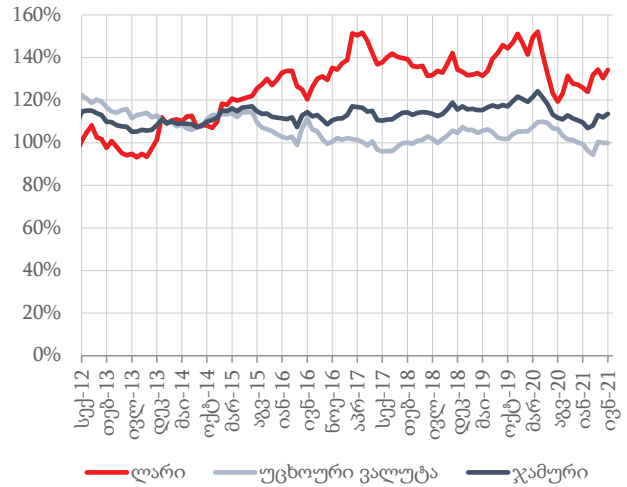
წყარო: სებ.

41 იხილეთ ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში 2020.

42 ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტის მინიმალური მოთხოვნა ლარში 75 პროცენტია, ხოლო უცხოურ ვალუტაში და ასევე ჯამურად 100 პროცენტი.

ლარის სესხების მდგრადი ზრდისთვის საბანკო სექტორში ლარის დეპოზიტების მეტად მოზიდვაა საჭირო, რათა დაფინანსების სხვა წყაროებზე დამოკიდებულება შემცირდეს. 2020 წლის ბოლოს ლარის სესხების დეპოზიტებთან თანაფარდობა, წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, მნიშვნელოვნად შემცირდა, რაც, ძირითადად, დეპოზიტების ზრდით იყო განპირობებული. თუმცა 2021 წლის ივნისის მდგომარეობით ეს მაჩვენებელი მაინც მაღალ დონეზე ნარჩუნდება და 134 პროცენტს შეადგენს (იხ. დიაგრამა III. 18). აღნიშნული იმაზე მიანიშნებს, რომ ბანკებს სესხებზე გაზრდილი მოთხოვნის დაკმაყოფილება, ნაწილობრივ, ნასესხები სახსრებით მოუწევთ⁴³. ეს უკანასკნელი კი, დეპოზიტებთან შედარებით დაფინანსების ნაკლებად სტაბილურ წყაროდ მიიჩნევა. ნიშანდობლივია, რომ, თუ არ ჩავთვლით ეროვნული ბანკიდან მონეტარული პოლიტიკის ოპერაციების ფარგლებში მიღებულ სახსრებს, ქართული ბანკების ნასესხები რესურსის დიდი ნაწილი გრძელვადიანია და ძირითადად მშობელი კომპანიიდან ან საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებიდან ფინანსდება, რაც ლიკვიდობის რისკებს ამცირებს. აღსანიშნავია, რომ მიმდინარე წლის ივლისიდან, ლარის დეპოზიტების ზრდის ნასახალისებლად, უცხოური ვალუტით მოზიდული სახსრებისთვის მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების ნორმა კომერციული ბანკისებთვის ინდივიდუალურად, დეპოზიტების დოლარიზაციის მიხედვით განისაზღვრება, რაც ლარის დეპოზიტე-

დიაგრამა III.18. სესხების დეპოზიტებთან ფარდობის კოეფიციენტი



წყარო: სგბ.

ბის ბაზარზე კონკურენციის გააქტიურებას შეუწყობს ხელს.⁴⁴ უცხოური ვალუტის შემთხვევაში სესხების დეპოზიტებთან ფარდობა სტაბილურად 100-110 პროცენტის ფარგლებშია. ამავდროულად, ეროვნული ვალუტის სესხებთან შედარებით, ნასესხები სახსრები უფრო გრძელვადიანია. შესაბამისად, მოცემული სესხების დაფინანსება შედარებით მდგრადი წყაროთი ხორციელდება და ამ კუთხით, უცხოური ვალუტის ლიკვიდობის რისკები მცირეა. იმის გათვალისწინებით, რომ ეროვნული ბანკს ლარის ლიკვიდობის მინოდებაში მეტი მოქნილობა აქვს, უცხოური ვალუტის ფონდირების სტაბილურობა მნიშვნელოვანია.

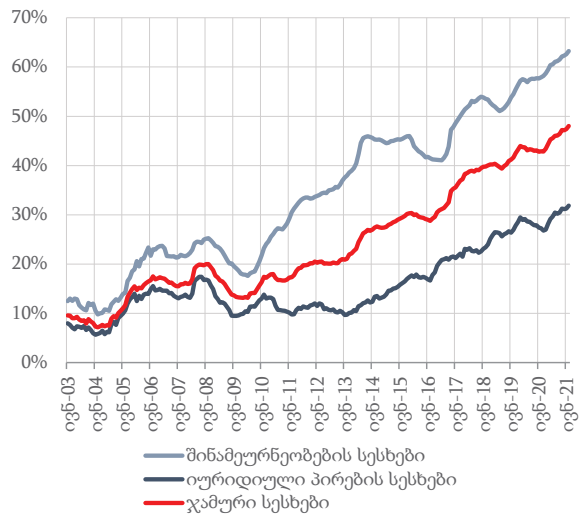
43 გასათვალისწინებელია, რომ სააქციო კაპიტალი სრულად ლარშია დენომინირებული, შესაბამისად ეროვნულ ვალუტაში, უცხოურ ვალუტასთან შედარებით, სესხების დეპოზიტებთან ფარდობა ბუნებრივად უფრო მაღალი იქნება.

44 <https://bit.ly/3kPqO6M>

მიუხედავად საგრძნობი შემცირებისა, დოლარიზაცია ფინანსური სექტორისთვის კვლავ ერთ-ერთ მთავარ გამონწვევად რჩება. ბოლო პერიოდში სესხების ლარიზაცია მზარდია. 2021 წლის ივნისში, წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, ეს მაჩვენებელი 5 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა და 48 პროცენტს მიაღწია (იხ. დიაგრამა III. 19). იმის გათვალისწინებით, რომ მსესხებლების დიდი ნაწილი არაჰეჯირებულია, პანდემიის შედეგად გამონწვეულმა გაცვლითი კურსის გაუფასურებამ ბანკები გაზრდილი საკრედიტო რისკის წინაშე დააყენა, რაც უცხოურ ვალუტაში უმოქმედო სესხების ზრდაშიც აისახა. უნდა აღინიშნოს, რომ გაცვლითი კურსიდან მომდინარე საკრედიტო რისკის მითიგაციისთვის, კომერციული ბანკები დამატებით სავალუტო საკრედიტო რისკის ბუფერს იცავენ. საყურადღებოა ის ფაქტიც, რომ, მიუხედავად უცხოურ დეპოზიტებზე შედარებით დაბალი საპროცენტო განაკვეთებისა, დეპოზიტების დოლარიზაცია საკმაოდ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება, განსაკუთრებით ფიზიკური პირების დეპოზიტებში. იმის გათვალისწინებით, რომ ლევერიჯის კოეფიციენტი მინიმალურ მოთხოვნას მნიშვნელოვნად აღემატება (იხ. დიაგრამა III. 20), სესხებში დოლარიზაციის შემცირებით, სხვა ფაქტორების უცვლელობის პირობებში, ბანკებს ლევერიჯის და, შესაბამისად, დაკრედიტების გაზრდის შესაძლებლობა ექნებათ.

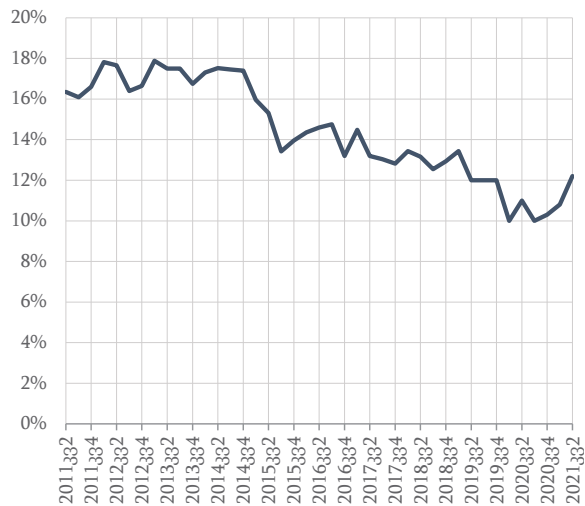
ბოლო პერიოდში ცვლადი საპროცენტო განაკვეთით გაცემული სესხების წილი იზრდება. აღნიშნული ბანკების საპროცენტო რისკს ამცირებს, თუმცა, საპროცენტო განაკვეთების შესაძლო მატების შემთხვევაში საკრედიტო რისკს ზრდის, განსაკუთრებით უცხოურ ვალუტაში. 2021 წლის ივნისის მდგომარეობით, საბანკო სისტემაში ცვლადი საპროცენტო განაკვეთის სესხების წილმა ლარში 91, ხოლო დოლარსა და ევროში, შესაბამისად, 63 და 89 პროცენტი შეადგინა. უნდა აღინიშნოს, რომ ადგილობრივი საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება ლოკალურ ბიზნეს ციკლთან უფრო მეტადაა თანხვედრაში, რაც საკრედიტო რისკს ადგილობრივ ვალუტაში მნიშვნელოვნად ამცირებს. ამასთან, დღეს მსოფლიოში დოლარისა და ევროს საპროცენტო განაკვეთები ისტორიულად დაბალ დონეზე ნარჩუნდება. შესაბამისად, უცხოური საპ-

დიაგრამა III.19. ლარიზაციის დონე ფიქსირებული გაცვლითი კურსით



წყარო: სებ.

დიაგრამა III.20. საბანკო სექტორის სააქციო კაპიტალის ფარდობა აქტივებთან



წყარო: სებ.

როცენტო განაკვეთების შესაძლო მატების შემთხვევაში, ბანკებს საკრედიტო რისკი ადგილობრივთან შედარებით უცხოურ ვალუტაში მეტად ეზრდებათ, რადგან უცხოური საპროცენტო განაკვეთების ცვლილება საქართველოს ეკონომიკურ ციკლთან, უმეტესწილად, კავშირში არ არის.

საბანკო სექტორში კონცენტრაციის მაღალი დონე ნარჩუნდება, თუმცა საპროცენტო სპრედიების შემცირების ტენდენციის გათვალისწინებით, აღნიშნული ბაზარზე კონკურენციას არ ზღუდავს. ერთი მხრივ, მაღალი კონცენტრაციის დროს, სისტემურად მნიშვნელოვან ბანკებს შეუძლიათ ეფექტიანობის გაუმჯობესება და აქტივების მეტად დივერსიფიკაცია. მეორე მხრივ,

აღნიშნული შესაძლებელია დაკავშირებული იყოს დაბალ კონკურენციასთან. თუმცა საქართველოს შემთხვევაში, ბოლო წლების განმავლობაში, საპროცენტო სპრედები შემცირებით ხასიათდება. შესაბამისად, შეიძლება ჩაითვალოს, რომ შედარებით მაღალი კონცენტრაცია ამ შემთხვევაში არაკონკურენტულ გარემოს არ განაპირობებს. უნდა აღინიშნოს, რომ მიმდინარე პერიოდში „კრედო ბანკმა“ „ფინკა ბანკი“ შეიძინა, რაც, მასშტაბის ეკონომიის ზრდის პარალელურად, კონკურენციას შეუწყობს ხელს. თეორიული თვალსაზრისით, მაღალმა კონცენტრაციამ შესაძლოა „მორალური რისკის“ (Moral Hazard) პრობლემა გაამწვავოს და სისტემურად მნიშვნელოვან ბანკებს მოლოდინი შეუქმნას, რომ მნიშვნელოვანი ფინანსური სირთულეების შემთხვევაში მთავრობა და ეროვნული ბანკი დაეხმარება და აქედან გამომდინარე ჭარბი რისკების აღებისკენ უბიძგოს. სწორედ სისტემური რისკების შემცირების მიზნით, ეროვნულმა ბანკმა სისტემურად მნიშვნელოვან ბანკებს კაპიტალის დამატებითი ბუფერები დაუწესა.⁴⁵ მოსალოდნელია, რომ საოპერაციო საქმიანობის ეფექტიანობისა და მომსახურების ციფრულ პლატფორმებზე ხელმისაწვდომობის ზრდა საბანკო სექტორში კონკურენციის ზრდასა და კონცენტრაციის შემცირებას შეუწყობს ხელს.

ფინანსური ინოვაციების განვითარების ხელშეწყობა, რომლებიც ნაკლებად ხარჯიანია და მომხმარებელზეა მორგებული, ფინანსურ სექტორში კონკურენციას წაახალისებს. ფინანსურ სექტორში ინოვაციური ტექნოლოგიებისა და ჯანსაღი კონკურენციის წახალისების მიზნით, ეროვნულმა ბანკმა [ფინანსური ინოვაციების ოფისი](#) შექმნა, რომელიც ფინანსური ტექნოლოგიების ინოვატორთა საზოგადოებასა და ეროვნულ ბანკს შორის კომუნიკაციის საშუალებას წარმოადგენს. სწორედ აღნიშნულის ფარგლებში იქნა განხილული [ღია ბანკინგის](#) საკითხი, რომელზეც ეროვნულმა ბანკმა და საქართველოს საბანკო ასოციაციამ საერთო სტანდარტების შექმნაზე ერთობლივი მუშაობა დაიწყო. აღსანიშნავია ისიც, რომ ეროვნულმა ბანკმა რეგულირების ლაბორატორიის ჩარჩო განავითარა, რომელიც ინოვაციური პროდუქტის ან სერვისის რე-

ალურ რეჟიმში გამოცდის და ტესტირების საშუალებას იძლევა. აგრეთვე, ეროვნულმა ბანკმა [ციფრული ბანკის ლიცენზირების პრინციპები](#) გამოაქვეყნა. ქართულ ფინანსურ სექტორში ციფრული ბანკის სახით ახალი მოთამაშეების შემოსვლა ციფრული ეკოსისტემებისა და ინოვაციური ბიზნეს მოდელების განვითარებასა და თავისუფალი კონკურენციის გაზრდას შეუწყობს ხელს. ახალი ფინანსური ტექნოლოგიების გამოყენების ხელშეწყობისათვის, საგადახდო სისტემის ეფექტიანობისა და ფინანსური ჩართულობის გაუმჯობესების მიზნით, ასევე განიხილება ცენტრალური ბანკის ციფრული ვალუტის (CBDC), ციფრული ლარის გამოშვება. ის უკეთესად მოერგება ციფრულ ეკონომიკას და გაზრდის ეკონომიკური პოლიტიკის ეფექტიანობას, თუმცა, გასათვალისწინებელია, რომ ასეთ მასშტაბურ ცვლილებას თან რისკებიც სდევს (იხ. ჩანართი 4).

მიუხედავად პანდემიისა, კიბერ უსაფრთხოების დარღვევისგან და IT მომსახურების შეფერხებისგან მომავალი საოპერაციო დანაკარგები საბანკო სექტორში მნიშვნელოვნად არ გაზრდილა. COVID-19-ის გავრცელების სანყისი ეტაპიდან მოყოლებული, გლობალური მასშტაბით, კიბერ შეტევები ფინანსურ სექტორზე სხვა სექტორებთან შედარებით უფრო მეტად გაიზარდა.⁴⁶ უნდა აღინიშნოს, რომ მუშაობის დისტანციურ რეჟიმზე გადასვლისა და ციფრული სერვისების გამოყენების ზრდის მიუხედავად, ქართულ ფინანსურ სისტემაში კიბერ-რისკები მნიშვნელოვნად არ გაზრდილა, თუმცა, ფიქსირდებოდა „ფიშინგისა“ და DDoS (მომსახურების განაწილებული უარყოფა) სახის შეტევის მცირე რაოდენობის მცდელობები. უნდა აღინიშნოს, რომ გლობალურად კიბერ შეტევების მატება, გარკვეულწილად, საქართველოსაც უზრდის რისკებს ამ მიმართულებით, ამიტომ საბანკო სექტორს, კიბერ-უსაფრთხოების დადგენილი საზედამხედველო მოთხოვნების ფარგლებში, კიბერ-უსაფრთხოების კონტროლის მექანიზმების დანერგვა და რეგულარული შეფასება მოეთხოვება. 2020 წელს, საქართველოს კომერციული ბანკების მთლიანმა საოპერაციო დანაკარგმა 29.6 მილიონი ლარი შეადგინა, ხოლო დანაკარგების მოვლენათა რაოდენობა წინა

45 დეტალები იხილეთ: <https://nbg.gov.ge/financial-stability/systemic-buffer>.

46 <https://www.bis.org/publ/bisbull37.htm>.

წელთან შედარებით 19 პროცენტით შემცირდა. ამასთან, 2020 წელს, წლიური მთლიანი საოპერაციო დანაკარგების შეფარდება ბაზელ 2-ის მიხედვით, მთლიან დათვლილ შემოსავალთან 1.1 პროცენტს შეადგენდა. გლობალური მატების ფონზე კიბერ-შეტევების რისკები საყურადღებოა. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია, რომ ფინანსური სისტემა აღნიშნულ რისკებს მომზადებული დახვდეს.

არასაბანკო საფინანსო დაწესებულებები COVID-19-თან დაკავშირებულ გამოწვევებს კაპიტალისა და ლიკვიდობის მაღალი მაჩვენებლებით შეხვდნენ და 2021 წელსაც სოლიდურ ბუფერებს ინარჩუნებენ. საქართველოში ფორმალურ ფინანსურ მომსახურებაზე მოსახლეობის ხელმისაწვდომობა მსოფლიოში ერთ-ერთი ყველაზე მაღალია,⁴⁷ შესაბამისად, დაბალია მოთხოვნა ჩრდილოვან საფინანსო მომსახურებაზე. ფორმალურ ფინანსურ მომსახურებაზე ხელმისაწვდომობის კუთხით მნიშვნელოვანია არასაბანკო საფინანსო სექტორის როლიც, რომელიც, ბოლო პერიოდში გატარებული საზედამხედველო ღონისძიებების შედეგად, პანდემიისგან გამონვეულ მდგომარეობას მომზადებული შეხვდა. 2021 წლის პირველი ნახევრის მდგომარეობით, მოცემული სექტორის აქტივები 2 მლრდ ლარამდეა, საიდანაც უდიდესი წილი - 1.5

მლრდ ლარი - მიკროსაფინანსო ორგანიზაციებს ეკუთვნით. მიუხედავად პანდემიისა, უნდა აღინიშნოს, რომ წინა წლის ივნისში მიკროსაფინანსო ორგანიზაციებმა სესხების შესაძლო დანაკარგებისათვის საერთო რეზერვი შექმნეს, რაც იმავე პერიოდის სესხების მთლიანი პორტფელის 5 პროცენტს შეადგენდა. 2021 წლის ივნისის მდგომარეობით, მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების სასესხო პორტფელის ხარისხი გაუმჯობესდა და უმოქმედო სესხების წილი 6.5 პროცენტის ფარგლებში ნარჩუნდება. საგულისხმოა ისიც, რომ სესხების დოლარიზაცია მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების სასესხო პორტფელში მნიშვნელოვნად შემცირდა და 7 პროცენტის ფარგლებშია. მიმდინარე მდგომარეობით, აღნიშნულ ორგანიზაციებში კაპიტალის ადეკვატურობა 35 პროცენტს შეადგენს, რაც დანაკარგების გასაწესებლად მნიშვნელოვან ბუფერს წარმოადგენს. ამასთან, 2018 წელს ამოქმედებული რეგულაციისა და COVID-19-ის გამო ეროვნული ბანკის მიერ ლიკვიდობის მხარდამჭერი ინსტრუმენტების ამოქმედების შედეგად, მიკროსაფინანსო ორგანიზაციებს ლიკვიდობის მაღალი ბუფერები აქვთ, რაც მათ მომხმარებლებისათვის ფინანსური სერვისების სტრესის არსებობის პირობებშიც შეუფერხებლად მიწოდებაში დაეხმარება.

47 წყარო: <https://data.imf.org/?sk=E5DCAB7E-A5CA-4892-A6EA-598B5463A34C&slid=1460043522778>

ჩანართი 3. არარეზიდენტების დეპოზიტების სტრუქტურა საქართველოს საბანკო სექტორში.

არარეზიდენტების არასაბანკო დეპოზიტები საქართველოს საბანკო სექტორში 2021 წლის ივნისის ბოლოს მდგომარეობით 5 მლრდ ლარს აღემატება და მთლიანი არასაბანკო დეპოზიტების 15 პროცენტს აღწევს. მათი 89 პროცენტი უცხოურ ვალუტაშია დენომინირებული, ხოლო 79 პროცენტი ფიზიკური პირებისაა.

ამ ტიპის დაფინანსებაზე ჭარბი დამოკიდებულების პრევენციის მიზნით, საქართველოს ეროვნული ბანკი არარეზიდენტების დეპოზიტებისთვის ლიკვიდობის დამატებით მოთხოვნას ინარჩუნებს. არარეზიდენტების დეპოზიტების მაღალი წილის მქონე ბანკებში დამატებითი ლიკვიდობის საჭიროება ამ ტიპის დეპოზიტების პორტფელის მოზიდვის სტიმულს ამცირებს, რაც, შესაბამისად, ბოლო წლებში არარეზიდენტების დეპოზიტების წილის დასტაბილურებაში გამოიხატა. დადებით ფაქტორს წარმოადგენს ის ფაქტი, რომ მათი დიდი ნაწილი, კერძოდ, 48 პროცენტი, ვადიანი ტიპის დეპოზიტებია, საიდანაც 55 პროცენტი გამოუთხოვადი სადეპოზიტო სერტიფიკატია, რაც ლიკვიდობის კუთხით დადებით ფაქტორს წარმოადგენს.

საქართველოს ეროვნული ბანკი ანალიზისა და რისკების შეფასებისათვის პერიოდულად ახორციელებს ბანკებისგან არარეზიდენტების დეპოზიტების დეტალური ინფორმაციის გამოთხოვას უმსხვილესი დეპოზიტარების ჯგუფების მიხედვით. ბოლო მსგავსი ანალიზი 2021 წლის 28 თებერვლის მონაცემებზე დაყრდნობით ჩატარდა.

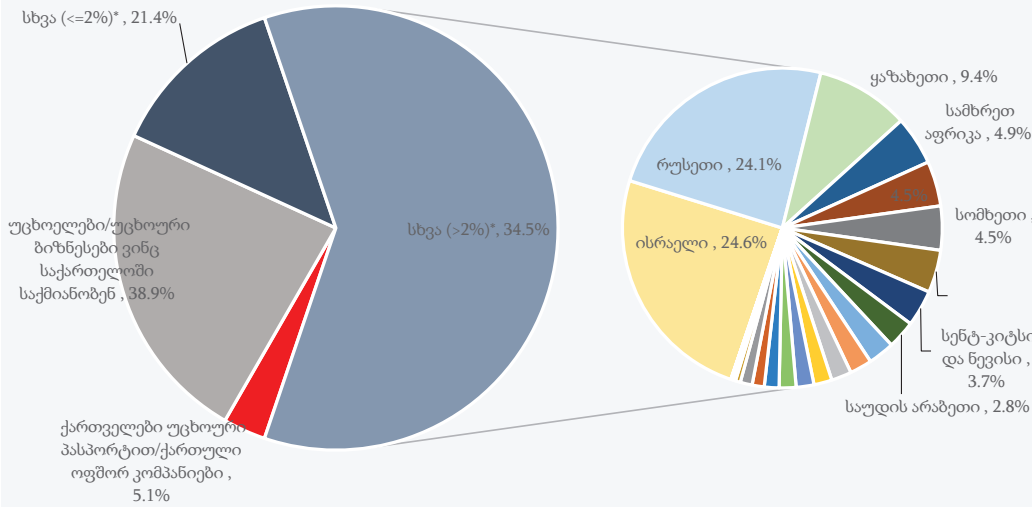
ანალიზის მიზნებისთვის არარეზიდენტი დეპოზიტარების შერჩევა ოთხი ტიპის ჯგუფად დაიყო:

1. ქართველები უცხოური პასპორტით ან ოფშორულ ზონებში რეგისტრირებული ქართული კომპანიები;
2. უცხოელები ან უცხოური ბიზნესები, რომლებიც საქართველოში საქმიანობენ;
3. დანარჩენი არარეზიდენტები, რომლებიც საქართველოში არა მაღალი საპროცენტო სარგებლის მიღების მიზნით, არამედ სავარაუდოდ უსაფრთოების მიზნით ათავსებდნენ დეპოზიტებს. პირობითად აღებულია 2 პროცენტამდე საპროცენტო სარგებლის მქონე დეპოზიტები;
4. დანარჩენი დეპოზიტები, რომლებიც განთავსებულია საქართველოში სავარაუდოდ მაღალი საპროცენტო განაკვეთის მიღების მიზნით. პირობითად აღებულია 2 პროცენტზე მეტი საპროცენტო სარგებლის მქონე დეპოზიტები.

როგორც დიაგრამა B3.1-დან ჩანს, არარეზიდენტების დეპოზიტების უმეტესი წილი, 39 პროცენტი, მეორე ჯგუფს, საქართველოში მომუშავე უცხოელებსა და უცხოურ ბიზნესებს უკავია. ასევე მნიშვნელოვანი წილი აქვს მეოთხე ჯგუფს, 35 პროცენტი, რომელიც ყველაზე რისკიან ხასიათს ატარებს, რადგან ეს დეპოზიტარები თანხების განთავსებას შედარებით მაღალი საპროცენტო განაკვეთების მქონე ქვეყნებში ახდენენ მაღალი სარგებლის მიღების მიზნით და ფინანსური სისტემის რისკების ზრდისას მათი გადინების საფრთხე დიდია.

„*სხვა (<=2%)“ გულისხმობს მესამე ტიპის ჯგუფს, ანუ არარეზიდენტების დეპოზიტებს, რომლებიც საქართველოში მაღალი საპროცენტო სარგებლის

დიაგრამა B3.1 შერჩევაში არარეზიდენტების დეპოზიტების განაწილება ტიპებისა და ქვეყნების მიხედვით, თებერვალი 2021



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი.

მიღების მიზნით არ ათავსებენ დეპოზიტებს. „*სხვა (>2%)“ გულისხმობს მეოთხე ტიპის ჯგუფს, იმ დეპოზიტარების სახსრებს, რომელთა მიზანიც მაღალი სარგებლის მიღებაა.

იგივე დიაგრამა აჩვენებს, რომ მეოთხე ჯგუფის დეპოზიტარების სტრუქტურა ქვეყნების მიხედვით საკმაოდ დივერსიფიცირებულია, რაც რისკიანობის კუთხით დადებითი ფაქტორია.

ანალიზის დაჯგუფების მიხედვით, პირველი ტიპის დეპოზიტებში შედიან ქართველები ან ქართული ოფშორ კომპანიები. აღნიშნული ჯგუფი ლიკვიდობის კუთხით მცირე რისკების მატარებელია, რადგან მათ საქართველოსთან მჭიდრო კავშირები აქვთ და მათი დეპოზიტების გადინება ფინანსური სისტემის მდგრადობის რისკების ზრდისას ნაკლებად მოსალოდნელია. მეორე ტიპის დეპოზიტართა ჯგუფს მიეკუთვნებიან უცხოელები და უცხოური ბიზნესები, რომლებსაც საქართველოს საბანკო სექტორთან კავშირი თავიანთი საქმიანობის საჭიროებებიდან გამომდინარე აქვთ. ამ ტიპის დეპოზიტებიც ლიკვიდობის კუთხით ნაკლებ საფრთხეს წარმოადგენს, რადგან საოპერაციო საქმიანობიდან გამომდინარე ისინი ამ კავშირებს სტრესის დროსაც შეინარჩუნებენ. მესამე ტიპის არარეზიდენტები არიან დარჩენილი დეპოზიტარები, რომლებსაც 2 პროცენტზე დაბალი სარგებელი ერიცხებათ და, შესაბამისად, მათი მიზანი მაღალი საპროცენტო სარგებლის მიღება არაა, რაც მეოთხე ტიპის ჯგუფთან შედარებით ნაკლები რისკის მატარებელია. მათი უმეტესობა არის ქვეყნებიდან, რომლებშიც ქართული ბანკები საქმიანობას ჯგუფის წევრი კომპანიების საშუალებით ახორციელებენ. ესენია: დიდი ბრიტანეთი, კვიპროსი, აზერბაიჯანი, ისრაელი და ა.შ.

ყველა დანარჩენი არარეზიდენტების დეპოზიტები ერთიანდება მეოთხე ჯგუფში, რომელთა ძირითადი მიზანი მაღალი სარგებლის მიღების მიზნით თანხების განთავსებაა. შესაბამისად, ფინანსური სიძნელების პერიოდში ამ თანხების გადინების რისკი ყველაზე მაღალია. ამასთან, ამ მენაბრეებს, როგორც წესი, საბანკო ანგარიშები მათ წარმოშობის ქვეყნებშიც აქვთ, რაც, სურვილის შემთხვევაში, თანხის გადარიცხვის პროცესს ტექნიკურადაც აადვილებს. საგულისხმოა, რომ მათი 93 პროცენტი ფიზიკური პირებია.

როგორც ფიზიკური, ასევე იურიდიული პირების თანხები სრულად ვადიანი ტიპის ანაბრებზეა განთავსებული, რაც ლიკვიდობის რისკებს მნიშვნელოვნად ამცირებს. ვადიანი ტიპის დეპოზიტებში ასევე მრავლადაა სადეპოზიტები სერტიფიკატები, რომლებიც გამოუთხოვადი ტიპისაა და დამატებით დადებით ფაქტორს წარმოადგენს.

ჩატარებულმა ანალიზმა აჩვენა, რომ ბოლო წლების განმავლობაში არარეზიდენტების დეპოზიტებიდან მომდინარე რისკები არ გაზრდილა. ეს დეპოზიტები წარმოშობის ქვეყნების მიხედვით კვლავ დივერსიფიცირებული რჩება, მათი უმეტესობა ვადიანი ტიპის ანაბრებზეა განთავსებული, ხოლო არარეზიდენტების რისკიანი ნაწილი ვადიანია, რაც ლიკვიდობის რისკებს მნიშვნელოვნად ამცირებს. არსებულ რისკებს დღევანდელი ლიკვიდობის მოთხოვნები ეფექტურად ასახავს.

მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარები

ფინანსური სექტორის მდგრადობის შეფასება სხვადასხვა მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარების პირობებში ფინანსური სტაბილურობის ანალიზის მნიშვნელოვანი კომპონენტია. მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარები წინა თავებში განხილულ რისკებსა და მონაცემებს ეფუძნება. მაკროპრუდენციული პოლიტიკის წინაშე არსებული ალტერნატივების სრულ-ფასოვანი შეფასებისთვის, მომდევნო სამი წლის განმავლობაში ადგილობრივ ეკონომიკასა და ფინანსურ სისტემაზე რისკ-სცენარების გავლენა გაანალიზდა.

გლობალური და რეგიონული მაკრო-ფინანსური გარემოს არახელსაყრელი განვითარებით გამოწვეული რისკების გამოვლენის მიზნით განხილულია ორი რისკ-სცენარი. პირველი რისკ-სცენარი ითვალისწინებს უფრო მეტად მოსალოდნელ და ზომიერად საზიანო შედეგებს, ხოლო მეორე ასახავს ნაკლებად მოსალოდნელ, თუმცა შესაძლო, მწვავე სტრესს. ეს მიდგომა საშუალებას იძლევა ადგილობრივი ეკონომიკის მდგომარეობა სხვადასხვა ხარისხის სტრესის პირობებში გაანალიზდეს და შოკების შესაძლო არაპროპორციული ეფექტები გამოვლინდეს. რისკ-სცენარები შედარებულია საბაზო სცენართან, რომელიც 2021 წლის აგვისტოში ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებულ [მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშზე](#) დაფუძნებული.

ზომიერი რისკ-სცენარი გლობალურად COVID-19-ის საწინააღმდეგო ვაქცინაციის პროცესის შეფერხებებს განიხილავს. შედეგად, საზოგადოებრივი იმუნიტეტის გამომუშავება და ეკონომიკის აღდგენა გვიანდება, განსაკუთრებით განვითარებადი და მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებში. აღნიშნულ ქვეყნებში, არასაკმარისი ვაქცინაციის პირობებში, პანდემიის გავრცელების არსებული ტემპი მიმდინარე წლის განმავლობაში ნარჩუნდება, რაც საერთაშორისო გადაადგილების აღდგენას აფერხებს. ეს კი უარყოფითად აისახება ისეთი მაკროეკონომიკური ინდუსტრიების გაჯანსაღებაზე, როგორცაა ტურიზმი.

განვითარებულ ქვეყნებში ვაქცინაციის შედარებით მაღალი ტემპი მომხმარებელთა განწყობას აუმჯობესებს და პანდემიის პერიოდში გადავადებული მოთხოვნა ინფლაციურ მენოლას ქმნის. აღნიშნული ინფლაციური წნეხების საპასუხოდ განვითარებულ ქვეყნებში მონეტარული პოლიტიკა მოსალოდნელზე ადრე მკაცრდება, რაც განვითარებადი და ზრდადი ეკონომიკის ქვეყნებს გამკაცრებული ფინანსური პირობების სახით გადაეცემა. ამ უკანასკნელი ქვეყნების ჯგუფში ფინანსური

პირობების გამკაცრებას ასევე განაპირობებს ეკონომიკის აღდგენასთან დაკავშირებული მოლოდინების გაუარესება და რისკების არიდებისკენ ზრდადი მიდრეკილება. ვაქცინაციის შეფერხებების აღმოფხვრის შემდეგ განვითარებად ქვეყნებში მოლოდინები და საბაზრო განწყობა ეტაპობრივად უმჯობესდება. აღნიშნულ ქვეყნებში ეკონომიკის გაჯანსაღება 2022 წლის მეორე ნახევრიდან იწყება.

ზომიერ რისკ-სცენარში რეგიონის ქვეყნებში ეკონომიკის აღდგენასთან დაკავშირებული მოლოდინების გაუარესება ტურისტულ ნაკადებთან ერთად სავაჭრო და საინვესტიციო ნაკადებსაც ამცირებს. გაუარესებული განწყობისა და მოსალოდნელზე სუსტი ფუნდამენტური ფაქტორების ფონზე, ქვეყნის რისკის პრემია იზრდება და ადგილობრივი ვალუტა უფასურდება. შედეგად, უცხოურ ვალუტაში მსესხებლებისთვის ვალის ტვირთი იზრდება.

აღნიშნულ სცენარში, სუსტ საგარეო მოთხოვნას თან ერთვის შიდა მოთხოვნის შემცირება. შინამეურნეობები და კომპანიები გაუარესებული მოლოდინებისა და ვალის გაზრდილი ტვირთის ფონზე სამომხმარებლო და საინვესტიციო დანახარჯებს ამცირებენ. ფინანსურ მდგრადობასთან დაკავშირებული რისკების მქონე კომპანიების ნაწილი შემცირებული შემოსავლებისა და ვალის მომსახურების გაზრდილი ხარჯის გამო გადახდისუნარიანობის პრობლემის წინაშე დგება და ბაზრიდან გადის. შედეგად, უმუშევრობა იზრდება და შემცირებული შემოსავლების პირობებში შინამეურნეობებიც ვალის მომსახურების სირთულეების წინაშე დგებიან. მზარდი საკრედიტო რისკი სესხებზე ხელმისაწვდომობას აუარესებს და ეკონომიკის გაჯანსაღების პროცესს კიდევ უფრო აფერხებს. ამავდროულად, გაზრდილი სახელმწიფო ვალის პირობებში შეზღუდულია ეკონომიკის დამატებითი ფისკალური მხარდაჭერის რესურსი. შედეგად, მიმდინარე წლის ბოლოს და 2022 წლის პირველ ნახევარში რეალური

მშპ-ის სუსტი ზრდა ფიქსირდება. ეკონომიკური ზრდა დადებით დინამიკას 2022 წლის მეორე ნახევრიდან იძენს.

ზომიერი რისკ-სცენარის მიხედვით, მომავალ ეკონომიკურ ზრდასთან და ტურიზმის სექტორის აღდგენასთან დაკავშირებით გაუარესებული მოლოდინები მიმდინარე წელს უძრავი ქონების ფასებზე დადამავალ მენოლას ქმნის. თუმცა, აღნიშნულ ეფექტს მშენებლობის გაზრდილი შუალედური დანახარჯები გადაწონის. მომდევნო წლებში, უძრავი ქონების ფასების ზრდას ძირითადად მოლოდინების გაუმჯობესება და მოთხოვნის ზრდა განაპირობებს.

ზომიერი რისკ-სცენარის პირობებში, ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით მოქმედი სუსტი მოთხოვნის გავლენას გაცვლითი კურსის გაუფასურების თანმხლები იმპორტირებული ინფლაცია და შუალედური ხარჯების ზრდა გადაწონის. შედეგად, 2021 და 2022 წლების განმავლობაში მთლიანი ინფლაცია მიზნობრივ დონეზე მაღლა ნარჩუნდება. ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში ინფლაციის მიზნობრივ ნიშნულზე მაღლა შენარჩუნება ინფლაციური მოლოდინების ზრდის რისკებს წარმოშობს. ინფლაციურ მოლოდინებზე საპასუხოდ მონეტარული პოლიტიკა საბაზო სცენართან შედარებით მკაცრდება, უფრო დიდხანს რჩება გამკაცრებულ რეჟიმში და შოკის მიწურვასთან ერთად ეტაპობრივად შერბილდება. ზომიერი რისკ-სცენარის სამწლიანი პერიოდში მშპ-ის ზრდის ჯამური ვარდნა, საბაზო სცენართან შედარებით, 4 პროცენტული პუნქტის ტოლია.

მკაცრ რისკ-სცენარში გათვალისწინებულია გლობალურად კორონავირუსის ახალი შტამების გავრცელება და მათი მდგრადობა არსებული ვაქცინების მიმართ. აღნიშნულ ჰიპოთეტურ სცენარში კორონავირუსის მუტაციებით გამოწვეული პანდემიის მძლავრი ტალღა მიმდინარე წლის მეორე ნახევარში იწყება და მისი გავრცელების შესაკავებლად ეკონომიკურ აქტივობასა და გადაადგილებაზე მკაცრი შეზღუდვების ხელახლა შემოღებას იწვევს. ამასთან, იზრდება გაურკვეველობა პანდემიის ხანგრძლივობასთან და გლობალურ ეკონომიკაზე მის გავლენასთან დაკავშირებით. პანდემიის განვლილი ტალღების საპასუხოდ განვითარებულ ქვეყნებში შერბილებული მონეტარული პოლიტიკისა და გამოყენებული ფისკალური რესურსის გათვალისწინებით,

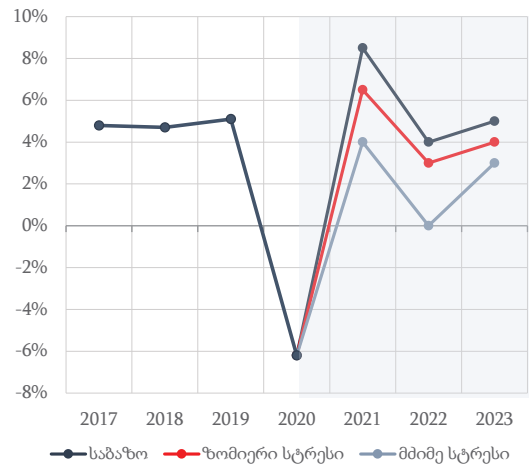
ეკონომიკის დამატებითი მხარდაჭერის ინსტრუმენტები შეზღუდულია. გაუარესებული მოლოდინებისა და მაღალი გაურკვეველობის ფონზე, გლობალურ ფინანსურ ბაზრებზე რისკების გადაფასება ფინანსური პირობების გამკაცრებას და საინვესტიციო აქტივების ღირებულების მკვეთრ ვარდნას იწვევს. გადაადგილებისა და ეკონომიკური აქტივობის შეზღუდვა ნავთობპროდუქტებზე მოთხოვნის შემცირებას განაპირობებს და ნავთობის ფასის კლებაში აისახება.

მკაცრი რისკ-სცენარის პირობებში, განსაკუთრებით მძიმე მდგომარეობაში მცირე ღია ეკონომიკის მქონე განვითარებადი ქვეყნები აღმოჩნდებიან. აღნიშნული ქვეყნები ერთი მხრივ რისკების გადაფასების გამო კაპიტალის მასობრივ გადინებას განიცდიან, ხოლო მეორე მხრივ საერთაშორისო ვაჭრობისა და ტურისტული ნაკადების გახანგრძლივებული ვარდნის გამო სავალუტო შემოდინებების აღდგენას ვერ ახერხებენ. შედეგად, მათი სუვერენული რისკის პრემია იზრდება და ადგილობრივი ვალუტები მკვეთრად უფასურდება. ნავთობის ფასის შემცირების გათვალისწინებით ეკონომიკური ვითარება ნავთობის ექსპორტიორ ქვეყნებში დამატებით უარესდება.

აღნიშნულ სცენარში, სუსტ საგარეო მოთხოვნას თან ახლავს შიდა მოთხოვნის მნიშვნელოვანი შემცირება, რაც შინამეურნეობებისა და კომპანიების მკვეთრად გაუარესებული მოლოდინებითა და გაზრდილი ვალის ტვირთითაა განპირობებული. შედეგად, მიმდინარე წლის მეოთხე კვარტალში ადგილობრივი ეკონომიკა რეცესიულ მდგომარეობას უბრუნდება. მსესხებელთა მკვეთრად გაუარესებული ფინანსური მდგომარეობისა და ვალის გაზრდილი ტვირთის გათვალისწინებით, ფინანსური სისტემა მნიშვნელოვან დანაკარგებს განიცდის და საკრედიტო პირობების გამკაცრებით, თავის მხრივ, ეკონომიკურ დაღმასვლას დამატებით ამძაფრებს. მოსალოდნელი შემოსავლების კლება და მაღალი გაურკვეველობა უძრავი ქონების ბაზარზე აქტივობას მნიშვნელოვნად ამცირებს. გახანგრძლივებული და მაღალი გაურკვეველობის შემცველი ვარდნის პერიოდი ეკონომიკის პოტენციური ზრდის გაუარესებას იწვევს. საწარმოო კაპიტალი მცირდება და გრძელვადიანი უმუშევრობა იზრდება, რაც სამუშაო ძალის პროფესიული უნარების დაქვეითებას განაპირობებს. აღნიშნულის გათვა-

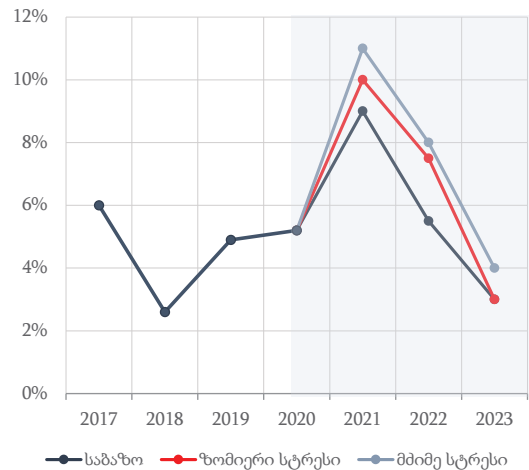
ლისწინებით, კრიზისის შემდგომ პერიოდში ეკონომიკის გაჯანსაღების ტემპი სუსტი იქნება. მკაცრი რისკ-სცენარის პირობებში, შემცირებული მოთხოვნის დისინფლაციური ეფექტი ზომიერ რისკ-სცენართან შედარებით სუსტია, რადგან მოთხოვნის კლებას ეკონომიკის პოტენციური ზრდის გაუარესება ახლავს თან. მეორე მხრივ, გაცვლითი კურსის მნიშვნელოვანი გაუფასურების გამო უფრო მაღალია ინფლაციის იმპორტირებული კომპონენტი და შუალედური ხარჯების ზრდა. შედეგად, მთლიანი ინფლაცია, ზომიერ რისკ-სცენართან შედარებით, იზრდება. ინფლაციური მოლოდინების მოსათოკად მონეტარული პოლიტიკა კიდევ უფრო მკაცრდება და შემდეგ ეტაპობრივად იწყებს ნეიტრალურ დონესთან დაბრუნებას. მკაცრ რისკ-სცენარში მშპ-ის ზრდის ჯამური ვარდნა საბაზო სცენართან შედარებით 10.5 პროცენტული პუნქტის ტოლია.

დიაგრამა III.21. რისკ-სცენარები: მშპ-ის წლიური ზრდა



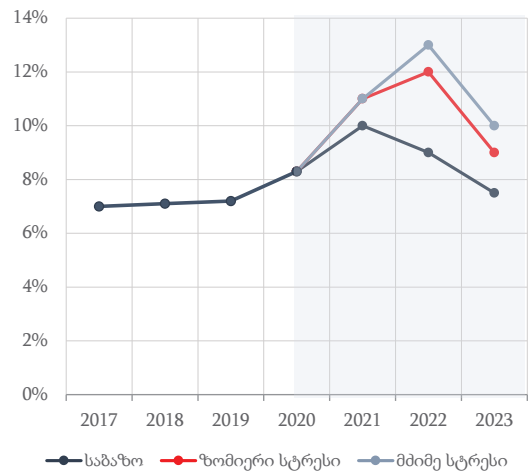
წყარო: სებ.

დიაგრამა III.22. რისკ-სცენარები: საშუალო წლიური ინფლაცია



წყარო: სებ.

დიაგრამა III.23. რისკ-სცენარები: მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (წლის საშუალო)



წყარო: სებ.

ცხრილი III.1. რისკ-სცენარები

ცვლადი	სცენარი	მიმდინარე დონე*	საბაზო სცენარი			ზომიერი რისკ-სცენარი			შკატი რისკ-სცენარი		
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Fed-ის პოლიტიკის განაკვეთი		0.25%	+0.0 პპ	+0.0 პპ	+0.5 პპ	+0.0 პპ	+0.5 პპ	+1.0 პპ	+0.0 პპ	+0.0 პპ	+0.25 პპ
ECB-ის პოლიტიკის განაკვეთი		0%	+0.0 პპ	+0.0 პპ	+0.25 პპ	+0.0 პპ	+0.25 პპ	+0.5 პპ	+0.0 პპ	+0.0 პპ	+0.0 პპ
ქვეყნის სუვერენული რისკის პრემია		2.0%	+0.0 პპ	+0.0 პპ	+0.0 პპ	+2.0 პპ	+1.0 პპ	-2.0 პპ	+3.0 პპ	+2.0 პპ	-2.0 პპ
ლარი/დოლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი (GEL/USD)		3.1	გამყარება 0%	გამყარება 0%	გამყარება 0%	გაუფასურება 10%	გამყარება 5%	გამყარება 0%	გაუფასურება 15%	გაუფასურება 10%	გამყარება 5%
ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი, NEER (1995=100)		254.6	გამყარება 0%	გამყარება 0%	გამყარება 0%	გაუფასურება 6%	გამყარება 3%	გამყარება 0%	გაუფასურება 10%	გაუფასურება 6%	გამყარება 3%
უძრავი ქონების ფასების წლიური ცვლილება (ლარით გამოხატული)		11.7% (2020)	5.0%	5.0%	5.0%	6.0%	5.0%	5.0%	3.0%	2.0%	5.0%
რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა		-6.2% (2020)	8.5%	4.0%	5.0%	6.5%	3.0%	4.0%	4.0%	0.0%	3.0%
უმუშევრობის დონე		18.5% (2020)	+1.0 პპ	-1.0 პპ	-2.0 პპ	+3.0 პპ	-0.0 პპ	-2.0 პპ	+5.0 პპ	+1.0 პპ	-2.0 პპ
სფი ინფლაცია (საშუალო წლიური)		5.2% (2020)	9.0%	5.5%	3.0%	10.0%	7.5%	3.0%	11.0%	8.0%	4.0%
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი**		10.00%	+0.5 პპ	-1.0 პპ	-1.5 პპ	+1.0 პპ	+1.0 პპ	-3.0 პპ	+1.0 პპ	+2.0 პპ	-3.0 პპ

*სცენარებში მოცემულია შესაბამისი მაკრო-ფინანსური ინდიკატორების საშუალო ცვლილება წინა პერიოდთან შედარებით. 2021 წლის მნიშვნელობები ასახავს ცვლილებას მიმდინარე დონესთან შედარებით. მიმდინარე დონე შეესაბამება 2021 წლის 31 ივლისისთვის არსებულ მდგომარეობას, თუკი სხვაგვარად არაა მითითებული.

**მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მიმდინარე დონე ასახავს მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის 2021 წლის 4 აგვისტოს სხდომაზე მიღებულ გადაწყვეტილებას. სცენარებში განაკვეთის ცვლილება წარმოადგენს შესაბამისი წლის განმავლობაში განაკვეთის საშუალო დონის ცვლილებას.

ფინანსური სექტორის მდგრადობა

მოცემულ ქვეთავში განხილულია საბანკო სექტორის მდგრადობის რაოდენობრივი შეფასება ზემოთ აღწერილი მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარების მიხედვით. სტრეს-ტესტის შედეგები აჩვენებს, რომ საბანკო სექტორი სტაბილურობას ყველაზე მკაცრი სცენარის პირობებშიც კი ინარჩუნებს. მიუხედავად იმისა, რომ მკაცრი რისკ-სცენარის დროს საკრედიტო დანაკარგები მკვეთრად იზრდება, საბანკო სისტემა, არსებული ბუფერების წყალობით, შოკების გაძლებასა და კაპიტალის ადეკვატური დონის შენარჩუნებას ახერხებს.

სტრეს-ტესტების მთავარი მიზანი უარყოფითი შოკების მიმართ ბანკების მდგრადობის შეფასებაა. სტრეს-ტესტები ფინანსური სტაბილურობის ანალიზის ჩარჩოს ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ნაწილია. აღნიშნული ინსტრუმენტი ცენტრალურ ბანკებს საშუალებას აძლევს განსაზღვრონ შოკის მითიგაციის გზები და შეიმუშავონ პოლიტიკა, რომელიც სტრესულ პირობებში ფინანსური შუამავლების შეუფერხებელ ფუნქციონირებას ისახავს მიზნად, რაც სტრესის ხანგრძლივობის შემცირებასა და ეკონომიკის სწრაფ აღდგენას უწყობს ხელს. აღსანიშნავია, რომ მოცემული სტრეს-ტესტის შედეგები ჰიპოთეტურ რისკ-სცენარებზეა დაფუძნებული და, შესაბამისად, პირობითია.

საქართველოს ეროვნული ბანკი საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ტექნიკური მისიის მხარდაჭერით განახლებულ “top-down” სტრეს-ტესტის მოდელს იყენებს. 2019-2020 წლებში ტექნიკური მისიის ფარგლებში სტრეს-ტესტის განახლებული მოდელი ითვალისწინებს საკრედიტო რისკის შეფასებას როგორც სექტორულ, ისე სავალუტო ჭრილში, რაც უმოქმედო სესხებზე მაკროეკონომიკური შოკების გავლენის უკეთ შეფასების საშუალებას იძლევა. განახლებული მოდელი ასევე მოიცავს საპროცენტო რისკის ანალიზს ადგილობრივი და უცხოური ვალუტების მიხედვით, აქტივებისა და ვალდებულებების ვალიანობების გათვალისწინებით. სტრეს-ტესტის ჩარჩოს სტრუქტურა საბალანსო და გარესაბალანსო კომპონენტების დეტალური მონიტორინგის საშუალებას იძლევა. უნდა აღინიშნოს, რომ სატელიტური მოდელის განახლება და განვითარება მონაცემების მრავალსაფეხოვან მუდმივად მიმდინარეობს.

რისკ-სცენარები კაპიტალის ადეკვატურობის კოეფიციენტზე მოქმედ ძირითად ფაქტორებზე გავლენის კუთხითაა განხილული. ბანკების მდგრადობის შესაფასებლად კა-

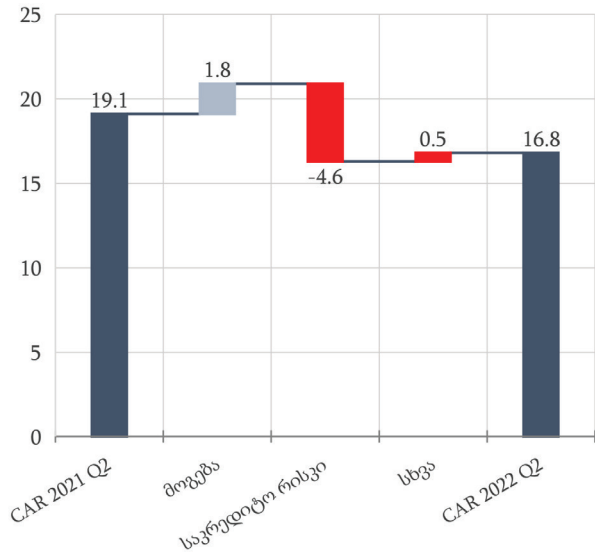
პიტალის კოეფიციენტის საპროგნოზო მნიშვნელობის გაანგარიშება ხდება, რომელიც წარმოადგენს კაპიტალისა და რისკის მიხედვით შენონილი აქტივების საპროგნოზო მნიშვნელობების შეფარდებას. თავის მხრივ, კაპიტალის პროგნოზი მიიღება მიმდინარე კაპიტალისა და პროგნოზირებული წმინდა შემოსავლის ჯამით, რაც შეფასებულ შესაძლო დანაკარგებსაც ითვალისწინებს. ამავე დროს, რისკის მიხედვით შენონილი აქტივების შეფასებისას გაითვალისწინება საკრედიტო დანაკარგებისა და გაცვლითი კურსის მერყეობის შედეგად გამომწვეული აქტივების ცვლილება. ევროპის საბანკო უწყების (European Banking Authority, EBA) მეთოდოლოგიის მსგავსად, სტრეს-ტესტი დაფუძნებულია სტატიკური საბალანსო უწყისის დაშვებაზე, რაც ნიშნავს, რომ სესხებისა და სხვა აქტივების მოცულობა უცვლელია და ბანკების მხრიდან შოკების მიმართ რაიმე ტიპის აქტიური რეაგირება და ბიზნეს მოდელის ცვლილება გამორიცხებულია. სტრეს-ტესტი სამ წლიან პერიოდს მოიცავს და ამ პერიოდში აქტივების ან ვალდებულებების ვალიანობის კორექტირებას არ ითვალისწინებს.

საბაზო და ზომიერ სცენარებში, მიუხედავად დანაკარგებისა, საბანკო სექტორის კაპიტალის კოეფიციენტი მინიმალურ მოთხოვნებს მნიშვნელოვნად აღემატება. საბაზო სცენარის მიხედვით, ეკონომიკის მაღალი ტემპით აღდგენა და გაცვლითი კურსის სტაბილურობა შინამეურნეობებისა და კომპანიების ვალის მომსახურების შესაძლებლობას აუმჯობესებს. შედეგად, საკრედიტო რისკი მცირდება. ამასთან, ბანკები სოლიდურ მომგებიანობას ინარჩუნებენ და სექტორის აგრეგირებული კაპიტალის კოეფიციენტი სამწლიან პერიოდში 20 პროცენტის ფარგლებში ნარჩუნდება, რაც მინიმალურ მოთხოვნაზე საგრძნობლად მაღალია. საბაზო სცენარის მიხედვით, ინდი-

ვიდუალურად, თითოეული ბანკი კაპიტალის ადეკვატურ დონეს ინარჩუნებს. ზომიერი რისკ-სცენარის დროს გაცვლითი კურსის მერყეობა და საპროცენტო განაკვეთის ზრდა შინამეურნეობებისა და ფირმების სესხის მომსახურების შესაძლებლობას აუარესებს, რაც საკრედიტო რისკს ზრდის. თუმცა ბანკების მიერ მიღებული საოპერაციო მოგება დიდწილად ანეიტრალურებს აღნიშნულ რისკს და, შესაბამისად, კაპიტალის ადეკვატურობის კოეფიციენტი უმნიშვნელოდ მცირდება.

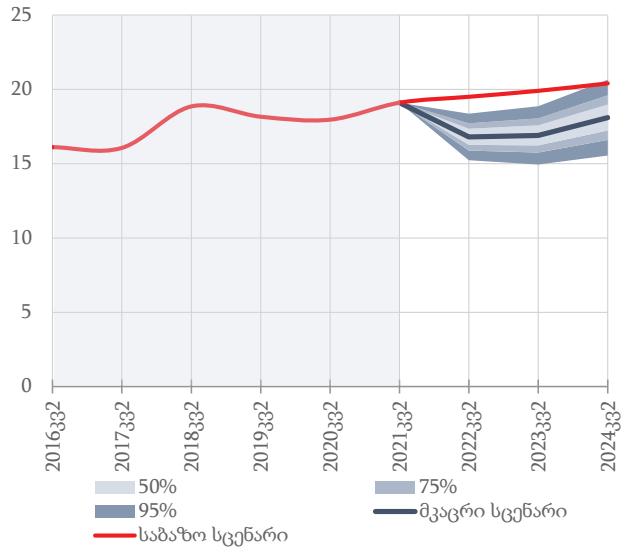
მკაცრი რისკ-სცენარის დროს საბანკო სექტორი მნიშვნელოვან ზარალს განიცდის, თუმცა სისტემის დონეზე კაპიტალის კოეფიციენტი მინიმალურ საზედამხედველო მოთხოვნას აღემატება. აღნიშნული სცენარის დროს, სანყის პერიოდში ეკონომიკური ზრდის აღდგენა ფერხდება, იზრდება რისკის პრემია, გაცვლითი კურსი მაღალ მერყეობას განიცდის და მცირდება საპროცენტო მარჟა. შედეგად მცირდება წმინდა მოგება და ბანკები დიდი ოდენობით საკრედიტო დანაკარგს განიცდიან. ერთი წლის განმავლობაში მიღებული შემოსავალი კაპიტალის კოეფიციენტს 1.8 პროცენტული პუნქტით ზრდის, რაც საკრედიტო დანაკარგების გამო კაპიტალის კოეფიციენტის შემცირების (-4.6 პროცენტული პუნქტი) გადასაფარად საკმარისი არ არის (იხ. დიაგრამა III. 24). შედეგად, მოცემული სცენარის მიხედვით, კაპიტალის კოეფიციენტი მნიშვნელოვნად მცირდება. აღსანიშნავია, რომ მკაცრი რისკ-სცენარის პირობებშიც კი, კაპიტალის არსებული ბუფერები ზარალის მნიშვნელოვანი ნაწილის შთანთქმის საშუალებას იძლევა. მოცემული სცენარის მიხედვით, პირველი წლის ბოლოს ზოგიერთი ბანკი მინიმალური მოთხოვნების დასაკმაყოფილებლად დამატებით კაპიტალს საჭიროებს, თუმცა, მიმდინარე შეფასებით, მფლობელობის არსებული სტრუქტურულიდან გამომდინარე, ბანკებს კაპიტალის შევსების კარგი შესაძლებლობა გააჩნიათ. შესაბამისად, კაპიტალის ჰიპოთეტური დანაკარგები სისტემის სტაბილურობას და მდგრადობას საფრთხეს არ უქმნის. გასათვალისწინებელია ისიც, რომ მოცემულ სცენარში კაპიტალის კოეფიციენტი აღდგენას მეორე წლიდან იწყებს, რასაც აქტივების ხარისხის გაუმჯობესებასთან ერთად, მდგრადი საოპერაციო მომგებიანობაც უწყობს ხელს (იხ. დიაგრამა III. 25).

დიაგრამა III. 24. საზედამხედველო კაპიტალის კოეფიციენტის ცვლილების დეკომპოზიცია საბანკო სექტორისათვის მკაცრი სცენარის პირობებში (%)



წყარო: სებ.

დიაგრამა III. 25. საზედამხედველო კაპიტალის კოეფიციენტი საბაზო და მკაცრი სცენარების დროს (%)



წყარო: სებ.

„შებრუნებული სტრეს-ტესტის“ („reverse stress-testing) მიხედვით, საბანკო სექტორს დამატებით დაახლოებით 3 მლრდ ლარის საკრედიტო დანაკარგების მიტიგაცია შეუძლია. „შებრუნებული სტრეს-ტესტის“ მიზანია შეაფასოს, თუ რამდენად უნდა გაუარესდეს ეკონომიკური პროგნოზები და გაიზარდოს დანაკარგები იმისათვის, რომ კაპიტალის მინიმალური მოთხოვნებთან შედარებით კაპიტალის ბუფერები ამოიწუროს. არსებული კაპიტალის ადეკვატურობის გათვალისწინებით, კაპიტალის ბუფერების

დაახლოებით 6 პროცენტული პუნქტით შემცირება გაანალიზდა, რაც დაახლოებით 3 მლრდ ლარის საკრედიტო დანაკარგებს უტოლდება. აღნიშნული საკრედიტო დანაკარგების მისაღწევად უმოქმედო სესხების კოეფიციენტი უნდა გასამმაგდეს და 20 პროცენტს გადააჭარბოს. მსგავსი ზარალი შესაძლოა სხვადასხვა სცენარით იქნას განპირობებული, თუმცა, მთლიანობაში, რეალური ეკონომიკური დანაკარგი 2021-2022 წლებში 2020 წლის მაჩვენებლის დონეზე უნდა იყოს და თან გაცვლით კურსის მნიშვნელოვანი გაუფასურება და უმუშევრობის ზრდა უნდა ახლდეს. აღსანიშნავია, რომ „შებენიერი სტრეს-ტესტი“, „Top-Down“ სტრეს-ტესტის მსგავსად, არ ითვალისწინებს ბანკების მხრიდან შოკების მიმართ რაიმე ტიპის აქტიურ რეაგირებას და ბიზნეს მოდელის ცვლილებას, რაც მათ შესაძლოა ზარალის მითიგაციაში დაეხმაროს.

ეროვნული ბანკი “Top-Down” და საზედამხედველო “Bottom-Up” სტრეს-ტესტების შედეგებს ერთმანეთს ადარებს და “Bottom-up”-ზე დაყრდნობით, კომერციულ ბანკებს ინდივიდუალურად დამატებით სტრეს-ტესტის ბუფერს უწესებს. “Top-Down” სტრეს-ტესტისგან განსხვავებით, რომელსაც ეროვნული

ბანკი ატარებს, “Bottom-Up” სტრეს-ტესტს კომერციული ბანკები თავად, ეროვნული ბანკისგან მიღებული სცენარებისა და დეტალური მეთოდოლოგიის მიხედვით, ახორციელებენ. მისი შედეგები ფინანსური სექტორის მონაცემების ანალიზისთვის მნიშვნელოვან ინფორმაციას იძლევა და ასევე გამოიყენება საზედამხედველო პროცესში, მათ შორის, პილარ 2-ის ბუფერების ფორმირებისთვის. აღსანიშნავია, რომ მაკროეკონომიკურ პარამეტრებთან ერთად, სცენარი შოკების სექტორულ განაწილებას მოიცავს, რაც ბანკს საშუალებას აძლევს ცალკეული მსესხებლების გადახდისუნარიანობა შეაფასოს და მიღებული შედეგები მსგავსი მახასიათებლის მქონე მსესხებლების ჯგუფზე განაზოგადოს. მოცემული მიდგომა, გარდა იმისა, რომ სიმარტივით გამოირჩევა, საუკეთესოა იმ შემთხვევაში, როდესაც გრძელვადიანი ისტორიული მონაცემები არ მოიპოვება და, შესაბამისად, სტატისტიკური მოდელირება მაღალი რისკით ხასიათდება. საზედამხედველო სტრეს-ტესტების მორიგი რაუნდის ჩატარება მიმდინარე წლის ბოლოსთვის იგეგმება.

ჩანართი 4. ცენტრალური ბანკის ციფრული ვალუტა და სისტემური რისკები.

ცენტრალური ბანკის ციფრულ ვალუტა (CBDC) წარმოადგენს ნაღდი ბანკნოტის ციფრულ ანალოგს და ცენტრალური ბანკის პირდაპირ ვალდებულებას. CBDC აქვს პოტენციური პირდაპირი გადახდების უსაფრთხოება და სიმარტივე, შუამავლის გარეშე, ნაღდი ფულის მსგავსად უზრუნველყოს. ინტერნეტ სივრცესთან მაღალი თავსებადობის გამო, მისი გამოყენების მრავალი პოტენციური ჩნდება და შესაძლოა ახალი ფინანსური სექტორის განვითარების საფუძველიც კი გახდეს. ამისათვის CBDC უნდა იყოს ფართოდ ხელმისაწვდომი, მარტივად გამოყენებადი და იცავდეს მომხმარებლის კონფიდენციალურობას. თუმცა, გარდა დადებითი მხარეებისა, CBDC-ის დანერგვა სხვადასხვა რისკებთან არის დაკავშირებული.

ფინანსური სტაბილურობის ერთ-ერთ რისკი, რომელიც CBDC-თან ასოცირდება, ფინანსური შუამავლობის შემცირების რისკია. CBDC ანგარიშების არსებობის შემთხვევაში, განსაკუთრებით თუ მათზე პროცენტის დარიცხვა ხდება, მოსალოდნელია კომერციულ ბანკებში დეპოზიტების მოცულობის, ანუ ბანკების დაფინანსების და ლიკვიდურობის შემცირება, რაც CBDC-სთან დაკავშირებულ ერთ-ერთ მთავარ პრობლემას წარმოადგენს. აღსანიშნავია, რომ კომერციულ ბანკებში არსებული ლიკვიდობის ცენტრალური ბანკის ციფრულ ბანკნოტებში გადადინება შესაძლოა ფინანსური კრიზისის დროს გამძაფრდეს, რაც სისტემის პროციკლურობას გაზრდის. ნაღდი ფულისგან განსხვავებით, სადაც დიდი რაოდენობის ბანკნოტების ფიზიკური ტარება

მოუხერხებელია, CBDC-ს შემთხვევაში ამის გაკეთება ძალიან იოლი იქნება. ამ რისკის შესარბილებლად ცენტრალური ბანკები სხვადასხვა ზომებს განიხილავენ. იქიდან გამომდინარე, რომ CBDC-ს გამოშვება იგეგმება როგორც ნაღდი ფულის ციფრული ალტერნატივა, შესაძლოა მიზანშეწონილი იყოს CBDC ანგარიშზე ზედა ზღვრის დანესება. ანუ მომხმარებელს საშუალება ექნება CBDC ყოველდღიური ხარჯებისათვის გამოიყენოს, მაგრამ არ შეეძლება კომერციული ბანკიდან CBDC ანგარიშზე გარკვეულ თანხაზე მეტი დეპოზიტის გადმოიტანა. კიდევ ერთ ალტერნატივაა დიფერენცირებული რეგრესული პროცენტის დარიცხვის გამოყენება, რაც ხელს შეუშლის დიდი თანხების CBDC-ს აკუმულირებას. ასევე, განიხილება კომერციული ბანკებისათვის ლიკვიდობის მინოდების ახალი მექანიზმები, რაც ცენტრალურ ბანკს CBDC-ს მიმართულებით წამოსული ლიკვიდობის კვლავ ბანკებში ჩაბრუნების საშუალებას მისცემს.

ასევე, ნათელია, რომ ფინანსური სტაბილურობისთვის CBDC-სთან დაკავშირებული კიბერუსაფრთხოების რისკი არსებობს. ქვეყანაში, სადაც ცენტრალური ბანკის ციფრული ვალუტაა დანერგილი და ფართოდ გავრცელებული, მისი ოპერირების შეფერხება ფინანსური სისტემის დესტაბილიზაციას გამოიწვევს. აღნიშნული რისკის მითიგაცია შესაძლოა მოხდეს განაწილებული რეესტრის ტექნოლოგიის (DLT) გამოყენებით, რომელიც მეტადაა დაცული კიბერ შეტევებისაგან, ვიდრე ტრადიციული ცენტრალიზებული მონაცემთა ბაზები. CBDC-ს გარშემო განვითარებულმა დეცენტრალიზებულმა ფინანსების არქიტექტურამ და სმარტ-კონტრაქტებმა, შეიძლება ასევე კიბერ-რისკების მიმართ მონყვლადობა გაზარდოს, განსაკუთრებით იქ, სადაც დაცული CBDC ქსელი სხვა ციფრული ეკონომიკის ქსელებს ეხება. მნიშვნელოვანია, აღნიშნული შეხების წერტილები იყოს მაქსიმალურად დაცული,⁴⁸ და დაინერგოს გამჭვირვალე სისტემა, სადაც სმარტ-კონტრაქტების დამოუკიდებელი აუდიტი ნახალისდება.

აღსანიშნავია, რომ CBDC დაგვიანებით დანერგვა შესაძლოა მნიშვნელოვანი სტრატეგიული რისკი აღმოჩნდეს, რამაც არა მარტო ფინანსური სისტემის განვითარება შეანელოს, არამედ დოლარიზაცია და ასოცირებული სისტემური რისკები გაზარდოს. ამჟამად სხვა ქვეყნების ცენტრალური ბანკების მიერ CBDC ტექნოლოგიის კვლევისა და დანერგვის მხრივ ინტენსიური სამუშაოების მიმდინარეობს. ასევე, ე.წ. კერძო სტაბილური მონეტები ფართოდ გავრცელებას პოულობს და მისი გამოყენება რეგულირებად ფინანსურ სექტორში უფრო მისაღები ხდება. მაგალითად, საბანკო სექტორში კრიპტოაქტივების საზედამხედველო ჩარჩო, რომლებზედაც საერთაშორისო კონსულტაცია მიმდინარეობს, სტაბილურ მონეტებს, სხვა კრიპტოაქტივებთან შედარებით, მნიშვნელოვან უპირატესობას ანიჭებს და მისმა ამოქმედებამ შესაძლოა საბანკო სექტორში აღნიშნულ აქტივებს ფართო კარი გაუღოს.⁴⁹ აღნიშნულის ფონზე შესაძლოა არაციფრული ეროვნული ვალუტები, სხვა ინტერნეტ სივრცეზე ოპტიმიზირებულ, ტოკენიზირებულ ვალუტებთან შედარებით, არაკონკურენტულები აღმოჩნდნენ, რამაც მომხმარებლების უფრო მოხერხებულ და ფუნქციურ ვალუტის გამოყენებაზე გადართვა გამოიწვიოს. აღნიშნული როგორც მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას, ასევე საგარეო შოკებისადმი მონყვლადობას გაზრდის.

CBDC-ს განვითარებამ შესაძლოა ასევე სხვა სისტემური რისკების მნიშვნელობაც წარმოაჩინოს. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია მისი განვითარება, საწყის ეტაპზე, კონტროლირებად გარემოში მოხდეს, სადაც მუდმივად მოხდება რისკების კვლევა და მათი მითიგაციის გზების ძიება.⁵⁰

48 აღნიშნულის მაგალითია: <https://chain.link/>

49 <https://www.bis.org/bcbs/publ/d519.htm>

50 საქართველოს ეროვნული ბანკისათვის აღნიშნულ კონტროლირებად გარემოს რეგულირების ლაბორატორიის ჩარჩო წარმოადგენს.

IV. ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკა და რეკომენდაციები

საქართველოში ფინანსური სისტემის მდგრადი ფუნქციონირების მხარდაჭერა და ფინანსური სტაბილურობის ხელშეწყობა ეროვნული ბანკის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფუნქციაა. სწორედ ამ მიზნით, ეროვნულმა ბანკმა წინა წლებში რიგი მაკროპრუდენციული და მიკროპრუდენციული ზომები გაატარა. აღნიშნული ზომებისა და პანდემიის პერიოდში ეროვნული ბანკის მიერ განხორციელებული ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკის შედეგად ფინანსურმა სექტორმა პანდემიით გამოწვეული შოკის განსაკუთრებით მძიმე ეტაპი წარმატებით გაიარა. ეკონომიკის გაჯანსაღებასთან ერთად, შერბილდა ფინანსური სტრესი და ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის გადანყვეტილებით ბანკებმა კრიზისის დროს გამოთავისუფლებული ბუფერების აღდგენა დაიწყეს. ბუფერების აღდგენისა და ეკონომიკის გაჯანსაღების შედეგად მდგრად დონესთან დაახლოვებული ვალის ტვირთის ფონზე, კონტრციკლური ბუფერის ცვლილების აუცილებლობა არ იკვეთება. შესაბამისად, სებ-ი მას უცვლელად, 0 პროცენტზე ტოვებს. ეროვნული ბანკი ვითარებას მუდმივ რეჟიმში აკვირდება და აქტიურად განაგრძობს მუშაობას ფინანსური სისტემის მდგრადობის ხელშესაწყობად.

ეროვნული ბანკის მიერ პანდემიამდე გატარებული მაკროპრუდენციული და მიკროპრუდენციული ზომებისა და პანდემიის დაწყების შემდეგ შემუშავებული ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკის შედეგად ფინანსურმა სექტორმა პანდემიით გამოწვეული შოკის განსაკუთრებით მძიმე ეტაპი საკმაოდ წარმატებით გაიარა. პანდემიით გამოწვეულ შოკს ბანკები მომზადებულები შეხვდნენ. წინა წლებში ეროვნული ბანკის მიერ კაპიტალის დამატებითი მოთხოვნების დაწესებამ და ბანკების მიერ მიღებულმა მოგებამ მათ აღნიშნულ შოკთან გასამკლავებლად საკმარისი ბუფერების დაგროვების საშუალება მისცა. ამასთან, კრიზისამდელ პერიოდში შინამეურნეობების ჭარბვალიანობისა და სესხების დოლარიზაციის შემცირების მიზნით გატარებულმა მაკროპრუდენციულმა ზომებმა ბანკების აქტივების ხარისხის მდგრადობა უზრუნველყო. აქვე აღსანიშნავია ბანკების დაფინანსების წყაროების სტაბილურობა და სოლიდური ლიკვიდობის ბუფერი, რასაც პანდემიამდელ პერიოდში ლიკვიდობის გადაფარვისა (LCR) და წმინდა სტაბილური დაფინანსების (NSFR) კოეფიციენტების დაწესებამ შეუწყო ხელი. პანდემიის დაწყებასთან ერთად ეროვნულმა ბანკმა მნიშვნელოვნად გააფართოვა ლარის ლიკვიდობის მინორების ინსტრუმენტები. ასევე შემუშავდა

საზედამხედველო გეგმა, რომლის ფარგლებში ბანკებს კაპიტალის ბუფერების ნაწილი გამოუთავისუფლდათ. ამასთან, პანდემიასთან დაკავშირებული შესაძლო დანაკარგებისთვის ბანკებმა წინმსწრებად შექმნეს რეზერვები. გატარებულმა ღონისძიებებმა COVID-19 პანდემიით გამოწვეული შოკის მიმართ საქართველოს ფინანსური სისტემის მდგრადობა უზრუნველყო. ფინანსურმა სისტემამ შოკის მძიმე ფაზა ეფექტურად განვლო და ეკონომიკის დაკრედიტებას წარმატებით განაგრძობს.

ეკონომიკურ გაჯანსაღებასთან და ფინანსური სტრესის შერბილებასთან ერთად, ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის გადანყვეტილებით კრიზისის დროს გამოთავისუფლებული ბუფერების აღდგენა იწყება. კომიტეტის გადანყვეტილებით, 2020 წლის მარტში გამოთავისუფლებული კაპიტალის ბუფერების აღდგენა ეტაპობრივად მოხდება. კაპიტალის ბუფერების მოთხოვნის აღდგენის დაწყების თარიღად 2022 წლის 1 იანვარი განისაზღვრა და აღნიშნული თარიღიდან ბანკებს კაპიტალის მოთხოვნის სრულად დასაკმაყოფილებლად 2 წელი მიეცათ. არაჰეჯირებული სავალუტო საკრედიტო რისკის (CICR) ბუფერის აღდგენის დროდ 2023 წლის 1 იანვარი დაწესდა, ხოლო კაპიტალის კონსერვაციის ბუფერის მოთხოვნის დასაკ-

მაყოფილებლად კი ბანკებს ვადა 2024 წლის 1 იანვრამდე მიეცათ. აქვე აღსანიშნავია, რომ ბანკებში უკვე არსებული კაპიტალის ბუფერების დონისა და მოსალოდნელი მომგებიანობის გათვალისწინებით, ბუფერების აღდგენა საკრედიტო აქტივობაზე მნიშვნელოვნად არ იმოქმედებს. ამასთან, მიმდინარე პროგნოზით, ბანკებს საშუალება ექნება აღნიშნული ბუფერები ვადაზე ადრეც აღადგინონ. ასეთ შემთხვევაში კაპიტალის გადანაწილებაზე არსებული შეზღუდვები მოიხსნება, იმ პირობით, რომ აღნიშნული, ბიზნესის ჩვეულ პირობებში, აღდგენილი მოთხოვნების დარღვევას არ გამოიწვევს და ბანკს კაპიტალის მენეჯმენტში გათვალისწინებული ექნება ბუფერების ამოქმედება, ბუფერების გადანაწილება და სხვა მოსალოდნელი ფაქტორები (მაგ. აქტივების ზრდა). ისევე როგორც სხვა ტიპის პროგნოზების შემთხვევაში, აქაც ნარჩუნდება პროგნოზების გარშემო არსებული მაღალი გაურკვევლობა, რაც პანდემიის განვითარების დინამიკასა და ვაქცინაციის ეფექტურად განხორციელებაზეა დამოკიდებული.

საქართველოს ეროვნული ბანკის ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტი კონტრციკლურ ბუფერს უცვლელად, 0 პროცენტზე ინარჩუნებს. 2021 წლის აგვისტოს მონაცემებით სესხების წლიურმა ზრდამ, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით, 15.3% შეადგინა. აღნიშნულ ზრდაში მნიშვნელოვანი წვლილი ბიზნეს სესხებმა შეიტანა. ამასთან, სესხების მთლიან შიდა პროდუქტთან (მშპ) ფარდობა მის გრძელვადიან ტრენდს კვლავ აჭარბებს, თუმცა წინა კვარტალთან შედარებით, სესხების მშპ-თან ფარდობის გაპი მნიშვნელოვნად შემცირდა, რაც მაღალი ეკონომიკური ზრდისა და გაცვლითი კურსის გამყარების ეფექტს ასახავს. გლობალური ვითარების გაუმჯობესებისა და საქართველოს ეკონომიკის გაჯანსაღების ფონზე რეალური მშპ-ს ზრდა მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა, რაც ვალის ტვირთის მდგრად დონესთან დაახლოებას უწყობს ხელს. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ წინა პერიოდში გამოთავისუფლებული კაპიტალის ბუფერები 2022 წლის პირველი იანვრიდან ეტაპობრივად უნდა აღდგეს, რაც გარკვეულწილად კონტრციკლურ როლსაც შეითავსებს. შესაბამისად, მიმდინარე პერიოდში კონტრციკლური ბუფერის ცვლილების აუცილებლობა არ იკვეთება.

ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული ღონისძიებების ფონზე დოლარიზაცია მნიშვნელოვნად შემცირდა, თუმცა ეს უკანასკნელი და მასთან დაკავშირებული სტრუქტურული რისკები ფინანსური სექტორისთვის ერთ-ერთ მთავარ გამოწვევად რჩება. უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ სესხს თან ახლავს ერთი მხრივ, გაცვლითი კურსის რისკი, ხოლო მეორე მხრივ, საპროცენტო რისკი. განსაკუთრებით საყურადღებოა გაცვლითი კურსის რისკი უცხოურ ვალუტაში სესხების მაღალი წილისა და გაცვლითი კურსის გაზრდილი მერყეობის პირობებში. ამას თან ახლავს მსოფლიო ბაზარზე აშშ დოლარსა და ევროზე ისტორიულად დაბალი საპროცენტო განაკვეთები, რაც საშუალოვადიან პერიოდში საპროცენტო რისკს მეტად საყურადღებოს ხდის. აღნიშნულის ფონზე ფინანსური დოლარიზაცია არაპეტირებული მსესხებლებისა და, ზოგადად, ფინანსური სისტემის მდგრადობის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენს.

ეროვნული ბანკი განაგრძობს ზომების მიღებას დოლარიზაციის მაღალი დონით გამოწვეული სტრუქტურული რისკების შესამცირებლად. ეროვნულმა ბანკმა ფინანსური დოლარიზაციის შემცირების მიზნით რიგი მაკროპრუდენციული და მიკროპრუდენციული ზომები გაატარა და მათ შორისაა ვალუტების მიხედვით განსხვავებული სარეზერვო მოთხოვნების დანესება. მიმდინარე წელს აღნიშნულ წესში დამატებითი ცვლილებები იქნა შეტანილი. 2021 წლის 6 ივლისიდან უცხოური ვალუტით მოზიდული სახსრებისათვის მინიმალური სარეზერვო ნორმა თითოეული ბანკისთვის ინდივიდუალურად, მათი დეპოზიტების დოლარიზაციის შესაბამისად, განისაზღვრება⁵¹. უცხოური ვალუტით მოზიდული სახსრებისათვის მინიმალური სარეზერვო ნორმა 10-დან 25 პროცენტის ფარგლებში იმერყევებს და ბანკის დეპოზიტების დოლარიზაციის კოეფიციენტის მატებასთან ერთად გაიზრდება. აღნიშნული ცვლილების დაცვა 2021 წლის 5 აგვისტოდან დაიწყო და იგი დეპოზიტების დოლარიზაციის შემცირებას შეუწყობს ხელს. დოლარიზაციის მაღალი დონით გამოწვეულ სტრუქტურული რისკების შერბილებას ემსახურება სავალუტო საკრედიტო რისკის ბუფერიც, რომლის ნა-

51 [ცვლილებები კომერციული ბანკებისთვის მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნის წესში](#)

ნილიც (2/3) გასულ წელს დროებითი საზღვარსაღარო გეგმის ფარგლებში იქნა გაუქმებული, რათა ბანკებს პოტენციური ზარალის განეიტრალება და ბიზნეს საქმიანობის ნორმალურად გაგრძელება შეძლებოდათ. ეკონომიკის გაჯანსაღებასთან ერთად, სავალუტო საკრედიტო რისკის ბუფერიც აღდგა, რომლის დასაცავად ბანკებს ვადა 2023 წლის პირველ იანვრამდე მიეცათ. ასევე აღდგენილია ლიკვიდობის გადაფარვის განსხვავებული კოეფიციენტები ადგილობრივი და უცხოური ვალუტებისთვის.

ეროვნული ბანკი განაგრძობს საზღვარსაღარო მანდატის ეფექტიანად შესრულებას და საზღვარსაღარო სტრატეგიის განახლებულ 2021 წლის ვერსიას აქვეყნებს. საზღვარსაღარო სტრატეგიის პირველი დოკუმენტი გასულ წელს გამოქვეყნდა და იგი მომდევნო სამი წლის (2020-2022 წ.წ.) სტრატეგიულ პრიორიტეტებს მოიცავს. სტრატეგიის დოკუმენტის მიზანია ინვესტორებისთვის, საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებისთვის, სარეიტინგო კომპანიებისთვის, მოსახლეობისა და სხვა დაინტერესებული მხარეებისთვის საზღვარსაღარო პრიორიტეტებსა და გეგმებზე ინფორმაციის ხელმისაწვდომობას შეუწყოს ხელი. საზღვარსაღარო პრიორიტეტები აღნიშნული 3 წლის მანძილზე უცვლელი რჩება. მიუხედავად ამისა, ეროვნული ბანკი საზღვარსაღარო პრიორიტეტების ამოცანებისა და შესრულების ვადებში შესული ცვლილებების ასახვის მიზნით, ეროვნული ბანკის საზღვარსაღარო სტრატეგიას ყო-

ველწლიურად აახლებს, რაც თავის მხრივ, ეროვნული ბანკის საზღვარსაღარო მანდატისა და მისიის ეფექტურად შესრულებას ემსახურება.

ეროვნული ბანკი ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობის მუდმივ მონიტორინგს და ფინანსური სისტემის მდგრადობის ხელშეწყობად მუშაობას განაგრძობს. ეროვნული ბანკი ვითარებას მუდმივ რეჟიმში აკვირდება და ქვეყნის ეკონომიკაზე COVID-19 პანდემიის გავლენის შესამცირებლად და ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად მის ხელთ არსებულ ყველა ინსტრუმენტს გამოიყენებს. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ვაქცინის სხვადასხვა ვარიანტების შექმნამ და მათი მასიური წარმოების ზრდამ ნაწილობრივ ნათელი მოჰფინა ჯანდაცვისა და ეკონომიკის პერსპექტივებს, თუმცა მაღალი გაურკვევლობა კვლავ წარჩუნდება როგორც პანდემიის დასრულების ვადებთან დაკავშირებით, ასევე პანდემიის ეკონომიკურ და ფინანსურ სექტორზე ზეგავლენის შეფასებისას. თუმცა დღევანდელი პროგნოზით სავარაუდოა, რომ შოკის ზეგავლენა ფინანსურ სექტორზე დიდწილად უკვე ასახულია და მიმდინარე ტენდენციის შენარჩუნების შემთხვევაში კომერციული ბანკები 2021 წელს სოლიდური მოგებით დახურავენ. ფინანსური სექტორის მდგრადობას ეროვნული ბანკი რიგი მაკროპრუდენციული და მიკროპრუდენციული ინსტრუმენტებით უზრუნველყოფს (იხ ცხრილი 3). მდგრადია არასაბანკო სექტორიც, რომელსაც ასევე აქვს დაწესებული პრუდენციული მოთხოვნები.

ცხრილი 3. ეროვნული ბანკის მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტები

ინსტრუმენტი	განაკვეთი	პერიოდი
კონტრაციკლური ბუფერი	0%	18.12.2017
სისტემურობის ბუფერი სს "თიბისი ბანკი" სს "საქართველოს ბანკი" სს "ლიბერთი ბანკი"	2.5% 2.5% 1.5%	31.12. 2021
კონსერვაციის ბუფერი	2.5%	01.01. 2024
პილარ 2-ის ბუფერები ძირითადი პირველადი კაპიტალის პილარ 2-ის მოთხოვნები კონსოლიდირებული ინტერვალი პირველადი კაპიტალის პილარ 2-ის მოთხოვნები კონსოლიდირებული ინტერვალი საზედამხედველო კაპიტალის პილარ 2-ის მოთხოვნები კონსოლიდირებული ინტერვალი	1.7% 1% - 4% 2.3% 1.3% - 5.4% 4.6% 2.9% - 13.3%	30.06.2021-სთვის 30.06.2021-სთვის 30.06.2021-სთვის 30.06.2021-სთვის 30.06.2021-სთვის 30.06.2021-სთვის
საზედამხედველო კაპიტალის ჯამური მოთხოვნები (ბუფერების ჩათვლით) მათგან, ძირითადი პირველადი კაპიტალის მოთხოვნები (ბუფერების ჩათვლით)	11.1% - 21.3% 5.7% - 11.2%	30.06.2021-სთვის ⁵²
ლევერიჯის კოეფიციენტი	5%	26.09.2018
სესხის მომსახურების კოეფიციენტი (PTI) სესხი უცხოური ვალუტით (გარდა იმ შემთხვევისა, თუ შემოსავალი იმავე ვალუტაშია) ყოველთვიური წმინდა შემოსავალი <1000 ლ ყოველთვიური წმინდა შემოსავალი >=1000 ლ სესხი ლარით (ან უცხოური ვალუტით თუ მსესხებლის შემოსავალი იმავე ვალუტაშია) ყოველთვიური წმინდა შემოსავალი <1000 ლ ყოველთვიური წმინდა შემოსავალი >=1000 ლ	20% 30% 25% 50%	15.04.2020 15.04.2020
სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი (LTV) ეროვნული ვალუტით გაცემულ სესხებზე უცხოური ვალუტით გაცემულ სესხებზე	85% 70%	01.01.2019 01.01.2019
ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტზე (LCR) მოთხოვნა ყველა ვალუტა (კუმულატიური) ეროვნული ვალუტა უცხოური ვალუტა	100% 75% 100%	01.09.2017 01.09.2017 01.09.2017
წმინდა სტაბილური დაფინანსების კოეფიციენტი (NSFR)	100%	01.09.2019
შეზღუდვები ღია სავალუტო პოზიციებზე	საზედამხედველო კაპიტალის 20%	20.07.2006
სარეზერვო მოთხოვნები ეროვნული ვალუტა ერთ წლამდე ვადიანობის ნასესხებ სახსრებზე უცხოური ვალუტა ერთ წლამდე ვადიანობის ნასესხებ სახსრებზე ერთიდან ორ წლამდე ვადიანობის ნასესხებ სახსრებზე,	5% 10-25% 10-15%	25.07.2018 05.08.2021 05.08.2021
შეზღუდვები უცხოური ვალუტის სესხებზე	200 000 ლარის ქვემოთ ⁵³	22.12.2018

52 ბანკების ნაწილს ნებაყოფლობით აღდგენილი აქვთ COVID-19-თან დაკავშირებით ეროვნული ბანკის მიერ დაწესებული შეღავათების ფარგლებში შემსუბუქებული კაპიტალის მოთხოვნები (კონსერვაციის ბუფერი და C1CR ბუფერის 2/3)

53 შეზღუდვა დადგენილია საქართველოს პარლამენტის მიერ



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

სამართველო, თბილისი 0114, სანაპიროს 2

(995 32) 2 406 406

info@nbg.ge; www.NBG.ge