



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში 2026



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში

2026

წინასიტყვაობა

ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში (FSR) საქართველოს ეროვნული ბანკის ყოველწლიური გამოცემაა. ანგარიშში წარმოდგენილია ფინანსურ სისტემაში არსებული მოწყვლადობებისა 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 2026 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

ზვიად გამსახურდიას სანაპირო #1

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

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

| ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში 2025

 მოკლე შეჯამება	9
 I. მაკროფინანსური გარემო და ტენდენციები.....	14
 II. ფინანსური სტაბილურობის რისკები და მონეველადობა	24
საგარეო მონეველადობა	24
შინამეურნეობების სექტორის ანალიზი	33
არაფინანსური კომპანიების მიმოხილვა.....	38
უძრავი ქონების სექტორის ანალიზი	59
 III. ფინანსური სექტორი	73
ფინანსური სექტორის მიმოხილვა.....	73
მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარები.....	85
ფინანსური სექტორის მდგრადობა (“Top-Down” სტრეს ტესტი)	90
 IV. ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკა და რეკომენდაციები ..	98
ჩანართი 1. არაფინანსური კომპანიების ფინანსური მდგომარეობის ანალიზი Piotroski F-score-ის გამოყენებით.....	54
ჩანართი 2. უძრავი ქონების ბაზრის რისკის რუკა	65
ჩანართი 3. საქართველოს საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების შეფასების ანალიზი	68
ჩანართი 4. საქართველოს საპენსიო სისტემა	92

მოკლე შეჯამება

დროთა განმავლობაში ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული მაკრო-პრუდენციული და მიკროპრუდენციული პოლიტიკის შედეგად ფინანსური სექტორი მდგრადია და ეკონომიკის დაკრედიტებას წარმატებით განაგრძობს. ბანკების ფინანსური მაჩვენებლები ჯანსაღ დონეზე ნარჩუნდება, რასაც ხელს უწყობს ძლიერი ეკონომიკური აქტივობა, ეროვნული ვალუტის გამყარება და ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული ღონისძიებები. საბანკო სექტორი კარგად კაპიტალიზებულია და ლიკვიდობის სოლიდურ ბუფერებს ფლობს. ჯანსაღია საკრედიტო აქტივობაც, რომელიც ეკონომიკის თანაზომიერად იზრდება. სესხების ზრდაში მნიშვნელოვანი წილი კვლავ ბიზნეს სესხებზე მოდის. ძლიერი ეკონომიკური აქტივობის ფონზე, სესხების მშპ-თან ფარდობა ტრენდს ქვევით ნარჩუნდება, რის შედეგადაც ფარდობის გაპი წელსაც უარყოფითია. თუმცა აღსანიშნავია, რომ მდგრადი საკრედიტო აქტივობისა და ეკონომიკური ზრდის ნორმალიზების ფონზე აღნიშნული ფარდობა ეტაპობრივად დაუახლოვდება მის გრძელვადიან დონეს. შესაბამისად, მიმდინარე ეტაპზე კაპიტალის კონტრციკლური ბუფერის ციკლური კომპონენტის ცვლილების საჭიროება არ იკვეთება. ამასთან, საბანკო სექტორი განაგრძობს კაპიტალის კონტრციკლური ბუფერის ნეიტრალური კომპონენტის დაგროვებას. 2023 წელს ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტმა ნეიტრალური (საბაზო) განაკვეთი ერთ პროცენტზე დააწესა, რომლის დაგროვება ბანკების მიერ ეტაპობრივად ხორციელდება. მიმდინარე ეტაპზე აღნიშნული ბუფერი 0.75 პროცენტს შეადგენს. ყოველივე ზემოთ აღნიშნული ქვეყნის ფინანსური სისტემის სიტანსაღეზე მიუთითებს. მდგრადია არასაბანკო სექტორიც, რომელსაც ასევე აქვს დაწესებული პრუდენციული მოთხოვნები.

საქართველოს საგარეო სექტორიდან მომდინარე ფინანსური სტაბილურობის რისკები კვლავ საყურადღებო რჩება. საქართველო, როგორც მცირე ზომის ღია ეკონომიკა, გლობალური ეკონომიკური და ფინანსური ტენდენციების მიმართ მოწყვლადობით ხასიათდება. აღნიშნულს ხელს უწყობს საქართველოსთვის დამახასიათებელი ისეთი სტრუქტურული გამოწვევები, როგორიცაა დოლარიზაციის მაღალი დონე, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი და საერთაშორისო ფინანსურ ნაკადებზე მნიშვნელოვანი დამოკიდებულება. ბოლო წლებში აღნიშნული მაჩვენებლების გაუმჯობესების ფონზე შემცირებულია მოწყვლადობა საგარეო სექტორის მიმართ, თუმცა კვლავ საყურადღებო დონეზე ნარჩუნდება. შესაბამისად, ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტი და მისგან გამომდინარე გეო-პოლიტიკური გაურკვევლობა, ენერგომატარებლების ფასების მერყეობა და გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობები საქართველოს ეკონომიკისთვის გამომწვევას წარმოადგენს. თუმცა მაღალპროდუქტიული სექტორების გაფართოება და ძლიერი შიდა მოთხოვნა მაღალი ეკონომიკური ზრდის შენარჩუნებას უწყობს ხელს. ამავდროულად საყურადღებოა ისეთი საგარეო ფაქტორები, როგორებიცაა სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური აქტივობის შენელება და საგარეო მოთხოვნისა და ტურისტული ნაკადების შესაძლო შემცირება. აღნიშნული რისკები სუვერენული რისკის პრემიის ზრდაში, კაპიტალის გადინებაში, ვალის მდგრადობის გაუარესებასა და სავალუტო მერყეობაში შეიძლება აისახოს,

რაც საქართველოსთვისაც საყურადღებოა.

შინამეურნეობების დაკრედიტების სტანდარტები ჯანსაღია, შესაბამისად სესხების ხარისხიც კარგია. აღნიშნულს სესხის უზრუნველყოფისა და სესხის მომსახურების კოეფიციენტების ჯანსაღი განაწილებაც ადასტურებს. თუმცა, მაღალია შინამეურნეობების საკრედიტო აქტივობა. ზრდის განსაკუთრებულად მაღალი ტემპით სამომხმარებლო სესხები ხასიათდება. აღნიშნული, ერთი მხრივ, ამ სექტორში კრედიტზე კარგ ხელმისაწვდომობაზე მიუთითებს, თუმცა, მეორე მხრივ, რისკიანი გარემო-პირობების ფონზე გაზრდილი სესხის მომსახურების ტვირთის შემთხვევაში, შესაძლოა ფინანსური სტაბილურობის რისკის მატარებელი იყოს. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ შინამეურნეობების დოლარიზაცია, რაც ფინანსური სტაბილურობის რისკების მნიშვნელოვან წყაროს წარმოადგენს, ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული გრძელვადიანი დედოლარიზაციის პოლიტიკის შედეგად შემცირებას განაგრძობს, თუმცა არაპეჭირებული მსესხებლების სავალუტო რისკი კვლავ საყურადღებოა.

მსოფლიოში არსებული გეოპოლიტიკური დაძაბულობის შედეგად გაზრდილი გაურკვევლობის მიუხედავად, არაფინანსური კომპანიების ბრუნვები ზრდას სტაბილური ტემპით განაგრძობს. მთლიანობაში, არაფინანსური კომპანიების სეგმენტი მდგრადობას ინარჩუნებს, თუმცა გარკვეულ სექტორებში, როგორცაა მასპინძლობის, მრეწველობის, მშენებლობისა და ჯანდაცვის სექტორები, სესხების ხარისხობრივი მაჩვენებლების მცირე გაუარესება შეინიშნება. კომპანიების დაფინანსებაში საბანკო სესხების წილი კვლავ მზარდია. ამასთან, საგარეო დაფინანსების წილის შემცირების მიუხედავად, არაფინანსური კომპანიების სეგმენტის მთლიანი ვალის დოლარიზაცია მცირედით გაიზარდა, რაც ძირითადად ადგილობრივი ვალის, კერძოდ საბანკო სესხების, დოლარიზაციის ზრდის კვალობაზე მოხდა. მიმდინარე წლის პირველი ნახევრისთვის, არაფინანსური კომპანიების საბანკო სესხების ზრდაში შენელება შეინიშნება, თუმცა იგი კვლავ აღემატება სხვა ევროპის ქვეყნების უმრავლესობის სესხების ზრდის ტემპს. აღნიშნულის გათვალისწინებით, უკანასკნელი წლების განმავლობაში მაღალი ეკონომიკური ზრდის ფონზე, კომპანიების ვალის ტვირთი, როგორც სესხების ნომინალურ მშპ-თან ფარდობა, კვლავ ჩამოუვარდება მის გრძელვადიან დონეს. რეგიონში არსებული მაღალი გაურკვევლობის ფონზე, გლობალური და ადგილობრივი ფინანსური პირობების გამკაცრება ახლად გაცემული სესხების საპროცენტო განაკვეთების ზრდაში აისახა. საქართველოს არაფინანსური კომპანიების ცვალებად განაკვეთიანი სესხების მზარდი წილი როგორც ადგილობრივ, ისე უცხოურ ვალუტაში, აღნიშნულის მიმართ მოწყვლადობას ზრდის. 2024 წლის მდგომარეობით, არაფინანსური კომპანიების უმრავლესობაში მომგებიანობა სტაბილურ დონეზე შენარჩუნდა, ლიკვიდობა გაუმჯობესდა, ხოლო გადახდისუნარიანობა ადეკვატური იყო. გლობალურად სავაჭრო და ფინანსურ პირობებთან დაკავშირებით გაზრდილი გაურკვევლობის ფონზე, კომპანიების ვალდებულებების მაღალი დოლარიზაცია სეგმენტში არსებულ რისკებზე მიუთითებს. თუმცა, კომპანიების მოწყვლადობის ანალიზის მიხედვით, ზომიერი სტრესის შემთხვევაში კომპანიების ვალის მომსახურების უნარი კვლავ ჯანსაღ დონეზე ნარჩუნდება, ხოლო მათი ფინანსური მდგრადობის რისკები არსებითად არ იზრდება.

უძრავი ქონების ბაზარი მდგრადობას ინარჩუნებს. უძრავი ქონების ბაზარი ნორმალიზებას განაგრძობს და ფასების წლიური ზრდა წინა პერიოდთან შედარებით შენელებულია. თუმცა ტრანზაქციების დინამიკაზე დაყრდნობით ბოლო ერთ წლის მანძილზე საცხოვრებელი უძრავი ქონების ბაზარი

როგორც თბილისში, ასევე ბათუმში მაღალი აქტივობით გამოირჩეოდა. აღნიშნულს ხელს უწყობდა იპოთეკურ სესხებზე საპროცენტო განაკვეთების შემცირება და ხელფასების ზრდა, რამაც გაზარდა უძრავი ქონების ხელმისაწვდომობა და დადებითად აისახა უძრავი ქონების გაყიდვებზე. რაც შეეხება მინოდების მხარეს, 2024-2025 წლებში გაცემული სამშენებლო ნებართვების რაოდენობა და ფართობი 2023 წელთან შედარებით შემცირდა, რაც უძრავი ქონების ბაზარზე მინოდების ნორმალიზების ნიშანია. თუმცა აქვე ისიც უნდა აღნიშნოს, რომ აღნიშნული შემცირება ძლიერი საბანკო ეფექტის ასახვაცაა და 2025 წელს გაცემული ნებართვების ფართობი კვლავ მნიშვნელოვნად აჭარბებს 2022 წლის ანალოგიურ მაჩვენებლებს. ამასთან, როგორც მოსალოდნელი იყო, ერთჯერადი ფაქტორებით გამოწვეული მკვეთრი ზრდის შემდეგ, ქირის ფასის ინდექსი წელსაც შემცირდა და მის გრძელვადიანი ტრენდს ჩამოცდა. ქირის ფასის შემცირებამ, თავის მხრივ, კაპიტალიზაციის ინდექსის კლება გამოიწვია, რაც ქირის ღირებულების უძრავი ქონების ფასთან ფარდობას წარმოადგენს და უძრავი ქონების, როგორც საინვესტიციო აქტივის, მიმზიდველობის საზომია. შემცირების მიუხედავად, კაპიტალიზაციის მაჩვენებელი პანდემიამდე არსებულ დონესთან ახლოს ნარჩუნდება, შესაბამისად, უძრავი ქონება კვლავ მიმზიდველ საინვესტიციო აქტივს წარმოადგენს. თუმცა უძრავი ქონების ქირის ფასის მსგავსი ტენდენციის გახანგრძლივება შესაძლოა უძრავი ქონების საინვესტიციო მიმზიდველობაზე უარყოფითად აისახოს. საბანკო პორტფელში სამშენებლო და უძრავი ქონების სექტორებზე გაცემულ სესხების ხარისხი კარგია. აღნიშნულ სესხებში მნიშვნელოვანი წილი იპოთეკურ სესხებზე მოდის, რომლის ზრდის ტემპი ბოლო დროინდელი დაჩქარების მიუხედავად მდგრადი დონის ფარგლებში ნარჩუნდება. საყურადღებოა უძრავი ქონების დეველოპმენტზე გაცემული სესხების დინამიკა, რომლიც 2024 წლის აპრილში განსაკუთრებით მაღალი ზრდის ტემპით ხასიათდებოდა. გასულ წელს აღნიშნული სესხების ზრდის ტემპი დასტაბილურდა, თუმცა 2026 წლის ივნისის მდგომარეობით მცირედი დაჩქარება კვლავ შეინიშნება. ზოგადად, უძრავი ქონების სექტორი მოწყვლადია მაკროეკონომიკური შოკების მიმართ, საბანკო პორტფელში კი უძრავი ქონების სექტორთან დაკავშირებულ სესხებს მნიშვნელოვანი წილი აქვს. შესაბამისად, გაზრდილი გაურკვევლობის და ზოგადად უძრავი ქონების ბაზრის რისკიანობის გამო, აღნიშნული სექტორის მუდმივ მონიტორინგს განსაკუთრებული ყურადღება ენიჭება.

ეროვნული ბანკის მიერ განხორციელებული ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკის შედეგად ფინანსური სექტორი მდგრადია და ეკონომიკის დაკრედიტებას 2026 წელსაც შეუფერხებლად განაგრძობს. გასული წლის მსგავსად, საბანკო სისტემა მაღალკაპიტალიზებული, ლიკვიდური და მომგებიანია. ფინანსური სტრესის ინდექსი (FSI) კვლავ დაბალ დონეზეა. აღნიშნული, ერთი მხრივ განპირობებულია საბანკო სექტორის კაპიტალის ადეკვატურობის, ლიკვიდობისა და სესხების ხარისხის ჯანსაღი მაჩვენებლებით, ხოლო, მეორე მხრივ, გაცვლითი კურსის სტაბილურობითა და რისკის პრემიის შემცირებით. ამასთან, უმოქმედო სესხების წილი მთლიან სასესხო პორტფელში დაბალ დონეზე ნარჩუნდება. სტრეს ტესტის შედეგების მიხედვით, საბანკო სისტემა მდგრადობას მკაცრი სცენარის პირობებშიც ინარჩუნებს. მიუხედავად შემცირებისა, დოლარიზაცია კვლავ რჩება ფინანსური სექტორის მნიშვნელოვან გამონკვევად. ბოლო პერიოდში გატარებული მაკროპრუდენციული ზომების გათვალისწინებით, მოსალოდნელია, რომ დოლარიზაციის შემცირების ტენდენცია გაგრძელდება, მისგან მომდინარე რისკები კი შერბილდება.

ფინანსური სისტემის მდგრადობის ზრდისკენ მიმართული ძალისხმევა უწყვეტი პროცესია. ეროვნული ბანკი ვითარებას მუდმივ რეჟიმში აკვირდება და გლობალურად შექმნილი რთული გეოპოლიტიკური ვითარებით გამომწვეული პოტენციური საფრთხეების ქვეყნის ეკონომიკაზე გავლენის შესამცირებლად და ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად მის ხელთ არსებულ ყველა ინსტრუმენტს გამოიყენებს. ბოლო წლებში საბანკო სისტემამ წარმატებით გადალახა მრავალმხრივი გლობალური თუ რეგიონალური გამოწვევა. საბანკო სექტორი აქტივების მაღალი ხარისხითა და ჯანსაღი ფინანსური მაჩვენებლებით ხასიათდება. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ მაღალი გაურკვევლობა კვლავ ნარჩუნდება საგარეო რისკების, გლობალური ფინანსური პირობების, ენერგეტიკული ბაზრების არასტაბილურობისა და გეოპოლიტიკური კონფლიქტების, და მათი ეკონომიკურ და ფინანსურ სექტორზე ზეგავლენის შეფასებისას. ეროვნული ბანკი განაგრძობს ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობის მუდმივ მონიტორინგს, საშინაო და საგარეო რისკების შეფასებასა და ფინანსური სექტორის მდგრადობის რიგი მაკროპრუდენციული და მიკროპრუდენციული ინსტრუმენტებით უზრუნველყოფას.

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

ფინანსური სტაბილურობის მთავარი რისკები	
გეოპოლიტიკური კონფლიქტების შესაძლო გახანგრძლივებისა და ესკალაციის რისკები. მაღალ დონეზე ნარჩუნდება რუსეთ-უკრაინის ომსა და ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე გეოპოლიტიკურ კონფლიქტებთან დაკავშირებული რისკები, რაც როგორც გლობალურად, ისე ქვეყნის სავაჭრო პარტნიორებში მაკროეკონომიკურ მოწყვლადობას ზრდის. ძლიერი საგარეო შემოდინებების ფონზე ლარი გამყარებულ პოზიციას ინარჩუნებს, თუმცა გაცვლითი კურსის მიმართულებით არსებული რისკები საყურადღებოა. ერთ-ერთ მნიშვნელოვან რისკს რეგიონში არსებული გეოპოლიტიკური გარემოს შესაძლო გაუარესება წარმოადგენს. დაძაბულობის ესკალაციამ შესაძლოა გააუარესოს ინვესტორთა განწყობა და ქვეყნის სუვერენული რისკის გადაფასება გამოიწვიოს. გაზრდილ რისიკიანობას კაპიტალის გადინება მოჰყვება, რაც ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურების წნეხს წარმოქმნის. ამასთან, აღსანიშნავია საგარეო შემოდინებების ეტაპობრივი ნორმალიზაცია, რაც მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის პირობებში, ლარის გაცვლით კურსზე გაუფასურების მიმართულებით ზეწოლას გაზრდის. აღნიშნული რისკების მატერიალიზაცია, ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის პირობებში, გაზრდის უცხოური ვალუტის სესხების მომსახურების ტვირთს და, შესაბამისად, საკრედიტო პორტფელის ხარისხზეც უარყოფითად აისახება.	
ნამყვანი ცენტრალური ბანკების მიერ მონეტარული პოლიტიკის შესაძლო გამკაცრება. ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტით გამოწვეულმა ენერგორესურსების ფასების ზრდამ ინფლაციური წნეხი კვლავ გააძლიერა და ნამყვან ცენტრალურ ბანკებს მონეტარული პოლიტიკის ხელახალი გამკაცრებისკენ უბიძგა. კონფლიქტით განპირობებული ენერგო შოკის გახანგრძლივების შემთხვევაში, შესაძლებელია მონეტარული პოლიტიკის დამატებითი გამკაცრება ან მისი გამკაცრებულ ფაზაში უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნება. ეს უკანასკნელი, თავის მხრივ, დამატებით შეანელებს გლობალურ ეკონომიკურ ზრდას და გაზრდის გლობალური ფინანსური სტაბილურობის რისკებს. აღნიშნული ფაქტორები ფინანსური ბაზრების მხრიდან რისკების გადაფასებას გამოიწვევს და ფინანსური პირობების გამკაცრებაში აისახება. შედეგად, განვითარებადი და მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებს საგარეო დაფინანსების წყაროებზე წვდომა შეეზღუდებათ და საგარეო ვალის ტვირთი გაეზრდებათ. ამასთან, კაპიტალის გადინების ფონზე ეროვნული ვალუტების გაუფასურება უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული საგარეო ვალის ტვირთს გაზრდის, რაც ფინანსური პირობების გამკაცრების ფონზე ვალის მომსახურებას კიდევ უფრო გაართულებს.	

ფინანსური სტაბილურობის მთავარი რისკები					
უძრავი ქონების ბაზრის აქტივობის ციკლური კორექტირება. ბოლო წლების მანძილზე უძრავი ქონების ბაზარზე მნიშვნელოვნად გაზრდილი აქტივობა თავდაპირველად ქვეყანაში გაზრდილი მიგრაციის, ხოლო მოგვიანებით, ძლიერი ადგილობრივი ეკონომიკური ზრდის ასახვას წარმოადგენდა. აღნიშნულ პერიოდში ძლიერ მოთხოვნას თან ახლდა გაზრდილი მიწოდებაც, რამაც გაცემული ნებართვების მნიშვნელოვანი მატება განაპირობა. მიუხედავად მიწოდების ეტაპობრივი ნორმალიზებისა, 2025 წლის მონაცემებით გაცემული ნებართვების მოცულობა მნიშვნელოვნად აჭარბებს 2022 წლის მსგავს მაჩვენებელს. ამ უკანასკნელის მაღალ დონეზე შენარჩუნება მოთხოვნის ციკლური შემცირების შემთხვევაში შესაძლოა ჭარბი მიწოდების რისკების შემცველი იყოს. აღსანიშნავია, რომ მოთხოვნა უძრავი ქონების ბაზარზე მნიშვნელოვანწილად ციკლური ხასიათისაა. ამასთან მოთხოვნის ნაწილი საგარეო სექტორიდან მოდის. შესაბამისად, მაკროეკონომიკური რისკების მატერიალიზაციის ფონზე, რეგიონში ეკონომიკური აქტივობის მნიშვნელოვანი შემცირების შემთხვევაში, ამ სექტორებში სამუშაო ძალისა და ინვესტიციების ჭარბმა კონცენტრაციამ შეიძლება უმუშევრობის მკვეთრი ზრდა და ვალის მომსახურების სირთულეები გამოიწვიოს, რაც უარყოფითად აისახება ფინანსურ სტაბილურობაზე.					
საგარეო ფაქტორების გაუარესება. ახლო აღმოსავლეთში კონფლიქტის შესაძლო გახანგრძლივება ან მისი ესკალაცია ზრდის ენერგომატარებლების ფასების არასტაბილურობის რისკს, რაც განსაკუთრებით მძაფრად აისახება საქართველოს იმ წამყვან სავაჭრო პარტნიორებზე, რომლებიც ენერგორესურსების იმპორტზე არიან დამოკიდებული და, შესაბამისად, მათ ეკონომიკურ ზრდას ანელებს. ამასთან, რეგიონში დაძაბულობის ესკალაციის რისკი ზრდის ზოგად გაურკვევლობას, რაც სავაჭრო და ლოგისტიკურ ჯაჭვების რღვევასა და ინვესტიციების შემცირებაში აისახება. შედეგად, ეკონომიკური აქტივობის შენელების პირობებში ეს ქვეყნები ნაკლებ მოთხოვნას ქმნიან საქართველოდან განხორციელებულ ექსპორტზე, რაც უშუალოდ აისახება ქვეყნის საგარეო ვაჭრობაზე. ამავდროულად, პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური მდგომარეობის გაუარესებამ შესაძლოა შეამციროს ფულადი გზავნილები, რაც დამატებით დაანელებს შიდა მოხმარებასა და ქვეყნის ეკონომიკურ ზრდას. გაუარესებული მოლოდინების პირობებში კი ფინანსურმა სექტორმა შესაძლოა საკრედიტო პირობები გაამკაცროს, რაც ეკონომიკურ სირთულეებს დამატებით გაამძაფრებს.					
1 = უმნიშვნელო რისკი, 6 = მთავარი რისკი. ისრის მიმართულება მიუთითებს რისკის ცვლილებაზე გასულ წელთან შედარებით					
≥1	≥2	≥3	≥4	≥5	≥6

I. მაკროფინანსური გარემო და ტენდენციები

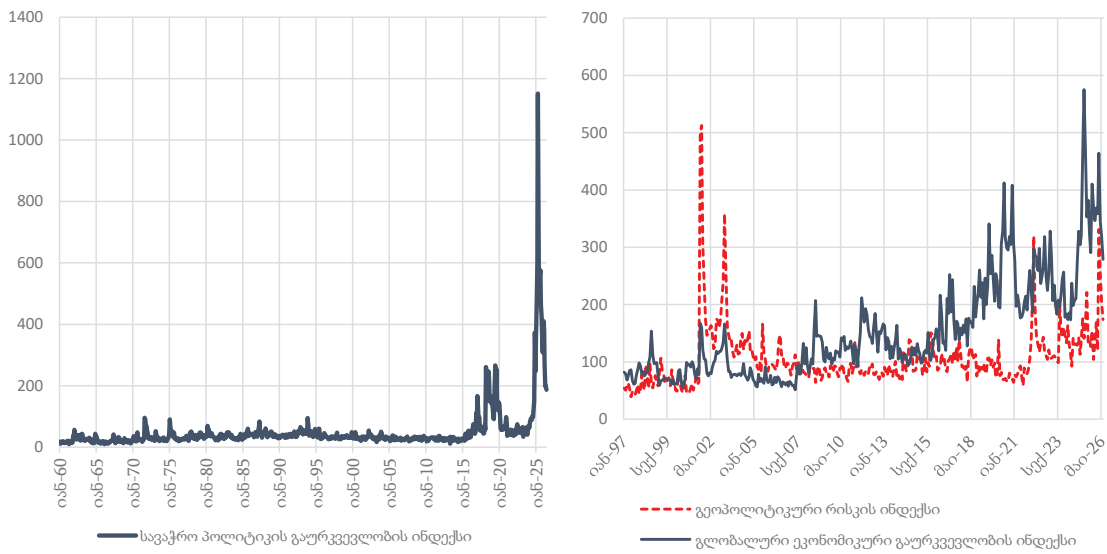
ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე ომმა 2026 წელს გლობალური ეკონომიკა მაღალი გაურკვევლობის წინაშე დააყენა. ირანის კონფლიქტით გამოწვეულმა მიწოდების შოკმა ნავთობის ფასების მკვეთრი ზრდა და გლობალური მიწოდების ჯაჭვის წნეხის ინდექსის (GSCPI) ბოლო 30 წლის მაქსიმუმამდე ზრდა გამოიწვია. კონფლიქტის ზეგავლენა ფინანსურ ბაზრებზე თავდაპირველად ხანმოკლე აღმოჩნდა და განწყობები სწრაფად აღდგა, თუმცა სექტემბერში ომის გამწვავებამ და ნავთობის ფასების ხელახალმა ზრდამ საკრედიტო სპრედების ზრდა და ფინანსური პირობების განმეორებითი გამკაცრება გამოიწვია. სსფ-ს ივლისის პროგნოზებით, გლობალური ინფლაცია 2026 წელს 4.7, ხოლო 2027 წელს 3.9 პროცენტამდე გაიზრდება, თუმცა ეს პროგნოზი კონფლიქტის შემდგომ გამწვავებას არ ითვალისწინებს. აქედან გამომდინარე, მოსალოდნელია ინფლაციის პროგნოზების გაუარესება. ამასთან, ნავთობის შოკს სტაგფლაციური ხასიათი აქვს და გლობალურ ზრდაზე უარყოფითად აისახება, თუმცა კერძო სექტორის მდგრადობამ და ხელოვნურ ინტელექტში განხორციელებულმა ინვესტიციებმა ეკონომიკურ ზრდას შეუწყო ხელი. გამკაცრებული ფინანსური პირობები და გაზრდილი ვადიანობის პრემია დამატებით წნეხს უქმნის ისედაც მაღალი ვალის დონის მქონე ეკონომიკებს, რასაც გლობალური სახელმწიფო ვალის ზრდაც უწყობს ხელს. აღნიშნული ფაქტორები ადგილობრივი მაკროფინანსური გარემოსთვის საფრთხეების შემცველია, თუმცა ჯერ კიდევ ძლიერი შიდა მოთხოვნისა და მომსახურებაზე ორიენტირებული, ნაკლებად იმპორტინტენსიური სექტორების ზრდის ფონზე, საქართველოს ეკონომიკის მოსალოდნელი ზრდა 2026 წელს მაღალ, 6.5 პროცენტიან დონეზე ნარჩუნდება.

ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე ომმა გლობალური ეკონომიკის მერყევი, თუმცა მდგრადი ზრდა გამოწვევების წინაშე დააყენა. სავაჭრო ტარიფებისა და გეოპოლიტიკური დაძაბულობის ფონზე, 2025 წელი მაღალი გაურკვევლობით ხასიათდებოდა, რაც გლობალურ ეკონომიკაზეც აისახა. გასული წლის აპრილის დასაწყისში აშშ-ს მიერ გამოცხადებულმა სავაჭრო ტარიფებმა რისკის ინდექსების მკვეთრი ზრდა და პროგნოზების გაუარესება გამოიწვია. კერძოდ, მნიშვნელოვნად გაიზარდა გეოპოლიტიკური რისკის ინდექსი, ხოლო სავაჭრო და ეკონომიკური გაურკვევლობის ინდექსებმა ისტორიულ მაქსიმუმს მიაღწიეს (იხ. დიაგრამა I.1). შედეგად, 2025 წლის აპრილში საერთაშორისო სავალუტო ფონდმა (სსფ) გლობალური ზრდის პროგნოზი 0.5 პროცენტული პუნქტით, 2.8 პროცენტამდე შემცირა. თუმცა, წლის ბოლოსთვის ზრდამ 3.3 პროცენტი შეადგინა.

მიუხედავად გაუარესებული მოლოდინებისა, გლობალურმა ეკონომიკამ მოსალოდნელზე მაღალი მდგრადობა გამოავლინა, რაც რამდენიმე ძირითადი მიზეზით იყო

განპირობებული. პირველ რიგში, მოლაპარაკებების შედეგად, სავაჭრო ტარიფების რეალური ზომა იმაზე მცირე აღმოჩნდა, ვიდრე თავიდან ვარაუდობდნენ. ამასთან, ტარიფების ამოქმედების მოლოდინში, ბიზნესებისა და შინამეურნეობების მხრიდან მოხმარებისა და ინვესტიციების წინსწრებით ზრდამ (front-loading), მოკლევადიან ეკონომიკურ აქტივობას შეუწყო ხელი. აღსანიშნავია ისიც, რომ კომპანიებმა გაზრდილი ხარჯები მარჟების შემცირებაში ასახეს, რამაც ტარიფების ინფლაციური წნეხი შეამცირა. სავაჭრო ტარიფებით გამოწვეულ იმპორტირებულ ინფლაციაზე დადებითად იმოქმედა აშშ დოლარის შესუსტებამაც, რამაც მონეტარული პოლიტიკის შერბილებისთვის სივრცე გააჩინა. პარალელურად გაუმჯობესდა ხელოვნურ ინტელექტთან (AI) დაკავშირებული პროდუქტიულობის ზრდის მოლოდინები, რამაც ამ სექტორში ინვესტიციებისა და ტექნოლოგიური კომპანიების აქციების ფასების ზრდა, და კორპორაციული სპრედების შევიწროება გამოიწვია. აღნიშნულმა ფაქტორებმა ხელი შეუწყო ფინანსური პირობების შერბილებას.

დიაგრამა I.1. გლობალური გაურკვევლობის ინდექსები



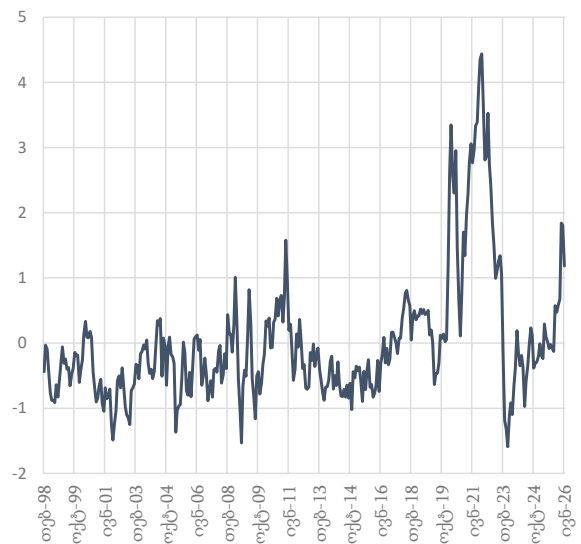
წყარო: Caldara et al.; Policy Uncertainty.

გაუმჯობესებული რისკის მადის, ხელსაყრელი ფინანსური პირობებისა და გაცვლითი კურსის შემცირებული მერყეობის შედეგად განვითარებად ქვეყნებში ფინანსური ნაკადები გაიზარდა. სავაჭრო დაძაბულობის შემსუბუქების, AI ინვესტიციების ბუმისა და კერძო სექტორის მდგრადობის ფონზე, გლობალური ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი 2026 წლის იანვარში ზრდის მიმართულებით გადაიხედა. თუმცა თებერვლის ბოლოს ახლო აღმოსავლეთში ომის დაწყებამ პროგნოზების მორიგი გაუარესება გამოიწვია.

ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე ომმა მიწოდების ჯაჭვების რღვევა და მიწოდების შოკი გამოიწვია. ირანში მიმდინარე კონფლიქტის შედეგად ნავთობისა და გაზის, და დაკავშირებული პროდუქტების, მათ შორის სასუქების, ფასები მნიშვნელოვნად გაიზარდა. ევროპული ბრენტის ფასის წლიურმა ზრდამ მარტში 51.4, ხოლო აგვისტოში 34 პროცენტი შეადგინა, რაც ჰორმუზის სრუტის დაკეტვისა და სანავთობო ინფრასტრუქტურის დაზიანების შედეგია. გლობალური მიწოდების ჯაჭვის წნეხის (GSCPI) ინდექსმა ბოლო 30 წლის განმავლობაში, COVID-19 პანდემიის გამორიცხვით, ყველაზე მაღალ ნიშნულს მიაღწია (იხ. დიაგრამა I.2). წარმოების შეჩერება და მიწოდების ჯაჭვების შეფერხება ინფლაციურ შოკს წარმოადგენს და განსაკუთრებით საყურადღებოა ნავთობის იმპორტიორი ქვეყნებისთვის. ინფლაციუ-

რი დინამიკის გათვალისწინებით, გადაიხედა მონეტარული პოლიტიკის ტრაექტორია, განსაკუთრებით ევროპაში, რომელიც მეტადაა დამოკიდებული იმპორტირებულ ნავთობზე. შედეგად, მოსალოდნელია შერბილების ან უცვლელად დატოვების ნაცვლად, ქვეყნების ნაწილმა მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება დაიწყო.

დიაგრამა I.2. გლობალური მიწოდების ჯაჭვის წნეხის (GSCPI) ინდექსი

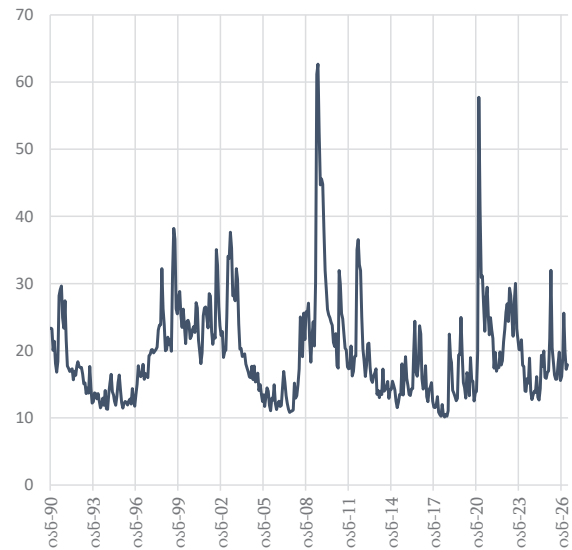


წყარო: FRED.

კონფლიქტის თავდაპირველი გავლენა ფინანსურ ბაზრებზე ხანმოკლე აღმოჩნდა; მიუხედავად ჯერ კიდევ მაღალი გაურკვევლობისა, ბაზრის განწყობა სწრაფად აღდგა, რაც ინვესტორების მხრიდან გეოპოლიტიკური რისკების არასათანადო შეფასებაზე შეიძლება მიუთითებდეს. ახლო აღმოსავლეთში კონფლიქტის დაწყებამ და ინფლაციურმა შოკმა გლობალური ფინანსური პირობების გაუარესება და ვადიანობის პრემიის ზრდა გამოიწვია, რაც სახაზინო ფასიანი ქაღალდების განაკვეთების ზრდაში აისახა. შემცირდა რისკის მაღა, რასაც აქტივების ფასების ვარდნა მოჰყვა. აშშ დოლარი, რომელიც 2025 წელს გაუფასურებული იყო, გამყარდა, რაც გაზრდილი რისკიანობის პერიოდში უსაფრთხო ვალუტაზე მოთხოვნის ზრდასა და სხვა ქვეყნებთან შედარებით, ამერიკის ენერგო-შოკების მიმართ მდგრადობას ასახავს. აღსანიშნავია, რომ ზოგადად, მოთხოვნის შოკის პირობებში ინვესტორები რისკიან აქციებს ყიდიან და ფულს სამთავრობო ობლიგაციებში აბანდებენ, რადგან ეს უკანასკნელი შედარებით უსაფრთხოდ ითვლება. თუმცა, ჰორმუზის სრუტის ჩაკეტვასა და შედეგად გამოწვეულ მიწოდების შოკს აქციებისა და ობლიგაციების ღირებულების ერთდროული ვარდნა მოჰყვა, რაც ამცირებს რისკების გადაზღვევის შესაძლებლობას.

მიუხედავად მაღალი გაურკვევლობისა, ფინანსურ ბაზრებზე განწყობები მალევე გაუმჯობესდა, რაც ფინანსურ მაჩვენებლებშიც აისახა. ივნისის ბოლოსთვის ფინანსური პირობები ხელსაყრელ დონეზე ნარჩუნდებოდა, ხოლო ომის დაწყების პერიოდში გაზრდილი საკრედიტო სპრედები შემცირდა. ამასთან, ომის ადრეულ ეტაპზე გამყარებული დოლარი ნაწილობრივ შესუსტდა, რაც რისკის მაღის აღდგენით იყო განპირობებული. ჯერ კიდევ მაღალი გაურკვევლობის მიუხედავად, აქციების ფასები მაღალ დონეზე ნარჩუნდებოდა, რაც კონფლიქტის დასრულებასთან და ხელოვნურ ინტელექტთან დაკავშირებული პოზიტიური მოლოდინებისა ასახავს. ივნისში, აპრილთან შედარებით, მნიშვნელოვნად შემცირდა VIX¹ ინდექსი, რომელიც ამერიკული აქციების ფასების მოსალოდნელ

დიაგრამა I.3. CBOE VIX ინდექსი



წყარო: FRED.

მერყეობას ზომავს (იხ. დიაგრამა I.3). ეს ინვესტორთა მხრიდან ოპტიმისტურ განწყობაზე, და არსებულ რისკებსა და ბაზრის განწყობებს შორის გარკვეულ დისბალანსზე მიუთითებდა. აღნიშნული მაჩვენებლები მცირედით გაუარესდა სექტემბერში, როცა კონფლიქტის გამწვავება და ნავთობის ფასების ზრდა უარყოფითად აისახა როგორც აქციების ფასებზე, ისე საკრედიტო სპრედებზე და ფინანსური პირობების გამკაცრება გამოიწვია. საერთო ჯამში, ომის დასრულებასთან დაკავშირებული გაურკვევლობა და კონფლიქტის შესაძლო გამწვავებით გამოწვეული მაკროფინანსური რისკები ჯერ კიდევ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება.

ნავთობის, გაზისა და სასუქების ფასების და გეოპოლიტიკური რისკის ზრდამ ინფლაციის დაჩქარება და ინფლაციური მოლოდინების გაუარესების რისკები გამოიწვია. აპრილ-ივნისში კონფლიქტის მოგვარების მიმართულებით გადადგმული ნაბიჯების, მიწოდების ჯაჭვების სამომავლო რღვევის ალბათობის შემცირების, ნავთობის მიწოდების მოსალოდნელი ზრდისა და შესუსტებული მოთხოვნის შედეგად, ნავთობის ფასები შემცირდა და ომამდე დონეს დაუბრუნდა. თუმცა, ივლისში კონფლიქტი გამწვავდა და სექტემბერში მიწოდების მხრიდან რისკები კიდევ უფრო გაიზარდა, რამაც ნავთობის ფასების პირვანდელ მოლოდინებთან შედარებით მნიშვნელოვანია ზრდა გამოიწვია. ნავთობის მიწოდების

1 Chicago Board Options Exchange Volatility Index (CBOE VIX)

ასეთი მასშტაბის ვარდნა საკმაოდ დიდ შოკს წარმოადგენს გლობალური ეკონომიკისთვის და აღნიშნული შოკის ეფექტის სრულ ამოწურვას, წარმოების სრულად აღდგენასა და ნავთობის ბაზარზე წონასწორობის მიღწევას გარკვეული დრო დასჭირდება. იქიდან გამომდინარე, რომ ბუნებრივი აირის წარმოების აღდგენა ნავთობთან შედარებით მეტ ტექნიკურ სირთულეებთან არის დაკავშირებული, ხოლო რეზერვების დონე შედარებით მცირეა, მოსალოდნელია, რომ მიმდინარე კონფლიქტის გავლენა ბუნებრივი აირის ფასებზე კიდევ უფრო ძლიერი იქნება. ასევე საყურადღებოა სასუქებისა და პლასტმასების ფასების მნიშვნელოვანი ზრდა, რაც პირდაპირ აისახება საკვები პროდუქტების ფასების ზრდაში და დაბალი შემოსავლის მქონე ქვეყნებისთვის განსაკუთრებით დიდ წნეხს წარმოადგენს. შესაბამისად, სსფ-ს ივლისის პროგნოზებით, ინფლაცია 2026 წელს 4.7, ხოლო 2027 წელს 3.9 პროცენტს შეადგენს, რაც წინა წლის ოქტომბრის პროგნოზებთან შედარებით 1 და 0.5 პროცენტული პუნქტით არის გაზრდილი (იხ. დიაგრამა I.4). უკრაინის მიერ რუსეთის ნავთობგადამამუშავებელი ქარხნების დაზიანება და ირანის კონფლიქტის გამწვავება აღნიშნულ პროგნოზებში გათვალისწინებული არ არის. ეს კიდევ მეტად ამძაფრებს ინფლაციურ რისკებს და პროგნოზების ზრდის მიმართულებით გადახედვის ალბათობას ზრდის.

ქვეყნების ჭრილში ინფლაციის მოსალოდნელი დინამიკა განსხვავებულია და სპეციფიკურ ფაქტორებზე, მათ შორის ქვეყნის ენერგო დამოკიდებულების დონეზე, ინფლაციური მოლოდინების მართვის ეფექტიანობასა და გაცვლითი კურსის დინამიკაზე იქნება დამოკიდებული. მიუხედავად იმისა, რომ ივნისში ამერიკაში ენერგოპროდუქტებზე გაზრდილი ფასების ეკონომიკაზე გადაცემა შეზღუდული იყო, ხოლო მომსახურების ინფლაცია კლებით ხასიათდებოდა, ავვისტოში საბაზო ინფლაცია მოსალოდნელზე მეტად გაიზარდა, რამაც მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება გამოიწვია. სექტემბერში ნავთობის ფასების ხელახალი ზრდის ფონზე, ინფლაციური რისკები კიდევ უფრო გაიზარდა, რაც ინფლაციის 2027 წლის ბოლოსთვის მიზნობრივ დონესთან დაახლოების პერსპექტივას ბუნდოვანს ხდის. ევროპის

დიაგრამა I.4. გლობალური ინფლაციის პროგნოზი



წყარო: მსოფლიო ეკონომიკური მიმოხილვა (WEO).

ნავთობდამოკიდებულების გათვალისწინებით, ინფლაცია ზრდას განაგრძობს და 2028 წლამდე მიზნობრივ დონეზე მაღლა შენარჩუნდება. ჩინეთში ომამდე დეფლაციური ციკლი იყო. ნავთობის შოკის შედეგად, მწარმოებელთა ფასების ინდექსი მაისში 3.9 პროცენტამდე გაიზარდა. თუმცა, სუსტი ადგილობრივი მოთხოვნის გათვალისწინებით, სამომხმარებლო ფასების ინდექსი დაბალ დონეზე შენარჩუნდება.

კონფლიქტის დეესკალაციასა და მიწოდების ჯაჭვის აღდგენასთან დაკავშირებული გაურკვევლობის ფონზე, ინფლაციური რისკები კვლავ საყურადღებოა. ნედლეულისა და შუალედური პროდუქტების გაძვირებამ და მიწოდების ჯაჭვში არსებულმა შეფერხებებმა, შესაძლოა ინფლაციური წნეხი წარმოქმნას მაშინაც კი, როდესაც ნავთობის ფასები და ენერგომომარაგება ნორმალიზდება, რაც გრძელვადიან რისკებს ქმნის. ამასთან, გასათვალისწინებელია, რომ მაშინ როცა ნავთობის ფასის ზრდა მცირე ზომის და მოკლევადიანია, აღნიშნული შოკი შესაძლოა არც კი გადაეცეს პროდუქციის ფასს და მხოლოდ კომპანიების მარჟების კლება გამოიწვიოს, თუმცა დიდი და გრძელვადიანი ენერგომოკები მეორე რაუნდის ეფექტებს იწვევს და სხვა პროდუქციის ფასებზეც აისახება. ბოლო წლებში არსებული მაღალი ინფლაციური გარემო საზოგადოებაში ინფლაციისადმი მგრძნობელობას ზრდის და მოლოდინების

მართვას ართულებს. ამასთან, ინფლაციური მოლოდინების გაძლიერების შემთხვევაში დასაქმებულებმა შესაძლოა მოსალოდნელი ფასების ზრდის საპირწონედ ხელფასების ზრდა მოითხოვონ, რაც ხელფასი-ფასის სპირალის წარმოქმნას შეუწყობს ხელს და ინფლაციას უფრო ხისტს გახდის. რისკების გამწვავების შემთხვევაში არსებობს კაპიტალის განვითარებულ ქვეყნებში, განსაკუთრებით აშშ-ში გაძლიერების რისკი, როგორც ეს ომის დასაწყისშიც გამოჩნდა, რამაც შესაძლოა დოლარის გამყარება და განვითარებად ქვეყნებში ადგილობრივი ვალუტის მერყეობა გამოიწვიოს. შედეგად, აღნიშნულ ქვეყნებში იმპორტირებული ინფლაცია შესაძლოა მეტად გაიზარდოს.

მეორე მხრივ, არსებობს ფაქტორები, რომლებმაც შესაძლოა შეარბილონ ინფლაციური რისკები. ივნისის შუაში, აშშ-ირანის მემორანდუმის ფარგლებში, ჰორმუზის სრუტის დროებითმა გახსნამ ნავთობის ფასებზე კლების მიმართულებით იმოქმედა, რასაც დაგროვილი მარაგების ხარჯვაც დაემატა. თუმცა ივლისის დასაწყისში, კომერციულ გემებზე თავდასხმების ფონზე, შეთანხმება ჩაიშალა და სრუტე ფაქტობრივად კვლავ ჩაიკეტა, რის შედეგადაც ნავთობის ფასები ხელახლა გაიზარდა. შესაბამისად, ინფლაციური რისკების შერბილება მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული კონფლიქტის დეესკალაციასა და სრუტეში მიწოდების სტაბილურ აღდგენაზე; მათი გახანგრძლივების შემთხვევაში, ენერგორესურსების მაღალი ფასების მეორადი ეფექტები საბაზო ინფლაციაზეც შესაძლოა გადავიდეს. იმ შემთხვევაში თუ კონფლიქტი მალევე დასრულდება, ენერგორესურსების ფასების ზრდამ შესაძლოა ვერ მოასწროს საბაზო ინფლაციაზე ფართომასშტაბიანი გავლენის მოხდენა, რის გამოც მეორადი ეფექტები შედარებით სუსტი იქნება. ამასთან, სამუშაო ბაზრის ინდიკატორების შერბილება ხელს უწყობს ხელფასების ზრდის ნორმალიზაციას, რაც ამცირებს ხელფასი-ფასის სპირალის განვითარების, და შედეგად, ინფლაციური წნეხის ალბათობას. აღსანიშნავია, რომ ბოლო წლების განმავლობაში ბევრ ქვეყანაში ენერგოინტენსიურობა შემცირდა, რაც მათ ენერგორესურსების ფასების მერყეობის მიმართ ნაკლებად მოწყვლადს ხდის.

ნავთობის შოკი სტაგფლაციური ხასიათის რისკებს შეიცავს, რაც გლობალური ზრდისთვის შემაფერხებელი შეიძლება გახდეს. სავაჭრო შეზღუდვების მიუხედავად გლობალური ეკონომიკური ზრდა და ვაჭრობა მდგრადი აღმოჩნდა და 2025 წლის ბოლოს თითქმის დაუბრუნდა ტარიფების დანესებად მოსალოდნელ დონეს. ზრდას ხელი შეუწყო როგორც მოლაპარაკებების შედეგად შემცირებულმა ტარიფებმა, ასევე კომპანიებისა და შინამეურნეობების მიერ ტარიფების ამოქმედებამდე გაზრდილმა მოხმარებამ და სავაჭრო ნაკადების გადანაცობამ. განსაკუთრებით აღსანიშნავია ჩინეთსა და ამერიკას შორის ვაჭრობის ორმხრივი ვარდნა და ორივე ქვეყნის მხრიდან ექსპორტის სხვა აზიური ქვეყნებით ჩანაცვლება, რაც უკვე წლების განმავლობაში მიმდინარეობს და რამაც ექსპორტის მდგრადობა უზრუნველყო. განვითარებულ ქვეყნებს ასევე დაეხმარა ხელოვნურ ინტელექტთან დაკავშირებული ინვესტიციების ზრდა. თუმცა, ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე ომმა კიდევ ერთხელ გაუსვა ხაზი გლობალური ეკონომიკისთვის მიწოდების ჯაჭვების შეუფერხებლად ფუნქციონირების მნიშვნელობას. განადგურებული ინფრასტრუქტურის სრულად აღდგენას შესაძლოა წლები დასჭირდეს, რაც აფერხებს არაერთი მნიშვნელოვანი რესურსის მიწოდებას და ზრდის ტრანსპორტირების ხარჯებს. ზრდისთვის შემაფერხებელი ფაქტორია მონეტარული პოლიტიკის შერბილების გადავადებაც. ფინანსური პირობების გამკაცრების შემთხვევაში შესაძლოა გაუარესდეს მომხმარებელთა და ბიზნეს განწყობები, რაც მოხმარებასა და ინვესტიციებს შეამცირებს.

კონფლიქტის გახანგრძლივება წარმოების შეფერხებებთან და სტაგფლაციურ რისკებთან არის დაკავშირებული. ამ პროცესში განსაკუთრებით დაზარალებულნი აზიის ქვეყნები, სადაც ნავთობისა და გაზის დიდი ნაწილი სწორედ ჰორმუზის სრუტის გავლით ხვდება. მიწოდების შოკს უარყოფითი ეფექტი აქვს ეკონომიკური ზრდის თითქმის ყველა კომპონენტზე. გეოპოლიტიკური რისკების ფონზე რეალური შემოსავლისა და მსყიდველუნარიანობის შემცირების შედეგად მოსალოდნელია მოხმარების ვარდნა. ამასთან, მცირდება ინვესტიციებიც. კერძოდ, ენერგოპროდუქტების ფასების

ზრდა ამცირებს მომგებიანობას, ხოლო გამკაცრებული ფინანსური პირობები კი ზრდის ინვესტიციების დაფინანსების ხარჯებს. მაღალ გაურკვევლობას ან კონფლიქტის გახანგრძლივებას შესაძლოა ახალი ინვესტიციების კლება ან გადავადება მოჰყვეს. ხელოვნური ინტელექტის მიმართულებით განხორციელებულ ინვესტიციებს ეკონომიკაზე დადებითი ეფექტი ჰქონდა. თუმცა, მიწოდების ჯაჭვების რღვევას შესაძლოა ტექნოლოგიურ სექტორში შეფერხებები მოჰყვეს, რაც, ერთი მხრივ, შეამცირებს ინვესტიციებსა და ეკონომიკურ ზრდას, ხოლო, მეორე მხრივ, ფინანსური სტაბილურობისთვის დამატებით რისკებს შექმნის. ამასთან, მნიშვნელოვნად იცვლება ვაჭრობის დინამიკა. იმპორტზე დამოკიდებული ქვეყნებისთვის იმპორტი ძვირდება, რაც შემცირებული მსყიდველუნარიანობის ფონზე მეტად ამცირებს მოხმარებას. ექსპორტზე ორიენტირებული ქვეყნებისთვის კი მცირდება საგარეო მოთხოვნა, რაც ასევე უარყოფითად აისახება ზრდაზე. სსფ-ს პროგნოზებით, 2026 წელს შემცირდება როგორც საქონლის, ისე სერვისების ექსპორტი, თუმცა ვარდნა მეტად გამოხატულია სასაქონლო პროდუქტებზე.

ენერგოპროდუქტების გაძვირება ზრდის სახელმწიფო სუბსიდიების საჭიროებას. ამასთან, გეოპოლიტიკური რისკების შედეგად იზრდება თავდაცვაზე განხორციელებული დახარჯები, გამკაცრებული ფინანსური პირობების ფონზე კი - ვალის ტვირთი. ფისკალური დანახარჯები მოკლევადიან პერიოდში ზრდაზე დადებითად მოქმედებს, თუმცა გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდას ვერ უზრუნველყოფს.

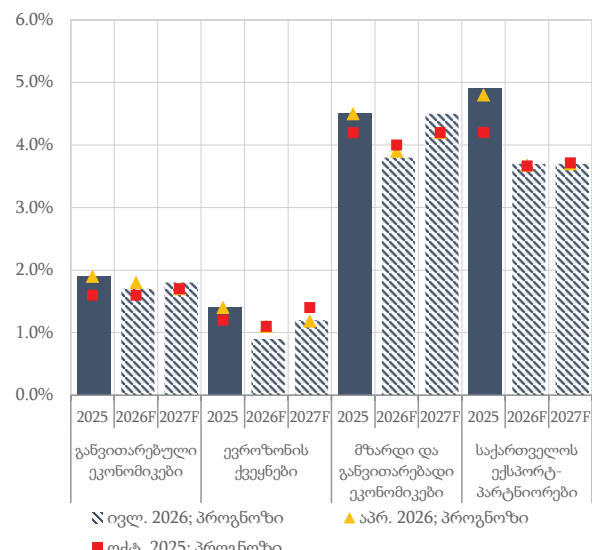
აქვე აღსანიშნავია მსოფლიოში მზარდი ფისკალური ტვირთი. გლობალურმა სახელმწიფო ვალმა 2025 წელს მშპ-ის 94 პროცენტს მიაღწია და 2029 წლისთვის 100 პროცენტს გადააჭარბებს - ერთი წლით ადრე ვიდრე ეს 2025 წლის სავალუტო ფონდის პროგნოზებში იყო ნაგარაუდები. ეს ზრდა ძირითადად მსხვილ ეკონომიკებზე მოდის და გამოწვეულია სოციალური, თავდაცვისა და საპროცენტო ხარჯების ზრდით, რასაც ახლო აღმოსავლეთის კონფლიქტის ფისკალური შედეგებიც ემატება. რეკორდულად მაღალი სახელმწიფო ვალი და გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთები ამცირებს მთავრობების მანევრირების სივრცეს მომავალ

კრიზისებზე რეაგირებისთვის.

მიუხედავად იმისა, რომ უარყოფითი რისკები ჭარბობს, არსებობს პოზიტიური სცენარიც, რომლის შემთხვევაში ომი მოსალოდნელზე მალე რჩება, ჰორმუზის სრუტეში აქტივობა უფრო მალე უბრუნდება ომამდე დონეს, ხოლო AI ინვესტიციები კი ეკონომიკაში სტრუქტურული ცვლილების ხელშეწყობი აღმოჩნდება, რაც გრძელვადიანი ზრდის საწინდარი გახდება.

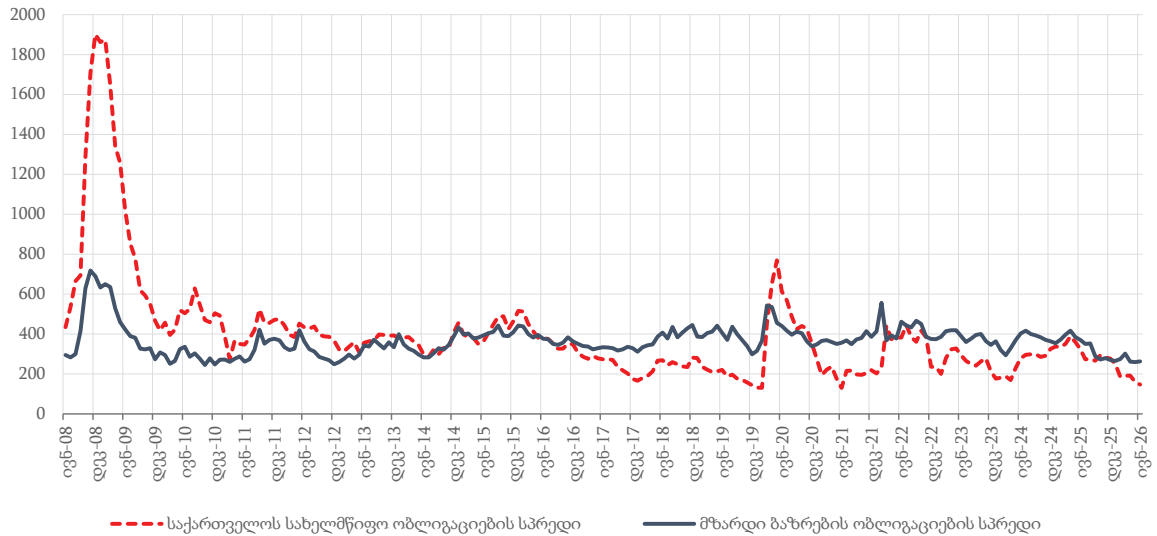
მიმდინარე შოკების გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე არაერთგვაროვანია და ქვეყნებისა და რეგიონების მიხედვით განსხვავდება. ივლისში განვითარებულ ქვეყნებში ზრდის პროგნოზის კლებამ, წინა წლის ოქტომბერთან შედარებით, მხოლოდ 0.2 პროცენტული პუნქტი შეადგინა. ზრდაში დადებითი წვლილი ამერიკამ და იაპონიამ, ხოლო უარყოფითი წვლილი ევროპამ იქონია (იხ. დიაგრამა 1.5). ამერიკაში ზრდას ხელს უწყობს ფისკალური დანახარჯები, 2025 წელს შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის გვიანი გადაცემა და ძლიერი პროდუქტიულობის ზრდა, რაც მოხმარების შესუსტებას, იმიგრაციის შემცირებასა და ტარიფების უარყოფით ეფექტებს ანეიტრალებს. შედეგად, ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი 2026-2027 წლებში 2.3 და 2.1 პროცენტით განისაზღვრება. იაპონიაში პროგნოზები ზრდის მიმართულებით გადანიხედა, რასაც ფისკალურმა სტიმულმა და გაზრდილმა შიდა მოთხოვნამ შეუწყო

დიაგრამა 1.5. ეკონომიკური ზრდა ქვეყნების ჯგუფების მიხედვით



წყარო: მსოფლიო ეკონომიკური მიმოხილვა (WEO).

დიაგრამა 1.6. სახელმწიფო ობლიგაციების სპრედი² (საბაზისო პუნქტი)



წყარო: ბლუმბერგის მონაცემთა ბაზა.

ხელი. ევროკავშირში ზრდა კლების მიმართულებით გადაიხედა, რაც როგორც მორიგი ენერგოკრიზისის, ისე ადგილობრივი ვალუტის გამყარების ეფექტია. ჩინეთის შემთხვევაში, მოკლევადიანი ფაქტორები, როგორებიცაა ფისკალური სტიმული და მოსალოდნელზე მცირე ტარიფები, პროგნოზებს აუმჯობესებს. შემცირდა ახლო აღმოსავლეთისა და ცენტრალური აზიის ქვეყნების ზრდის პროგნოზი, თუმცა კლება არაერთგვაროვანია და მისი მასშტაბი დამოკიდებულია ინფრასტრუქტურის დაზიანების ხარისხსა და ტრანსპორტირებისთვის ჰორმუმის სრუტეზე დამოკიდებულების დონეზე. ირანში ზრდის პროგნოზი 2026 წელს 7.2 პროცენტით, -6.1 პროცენტამდე, გადაიხედა.

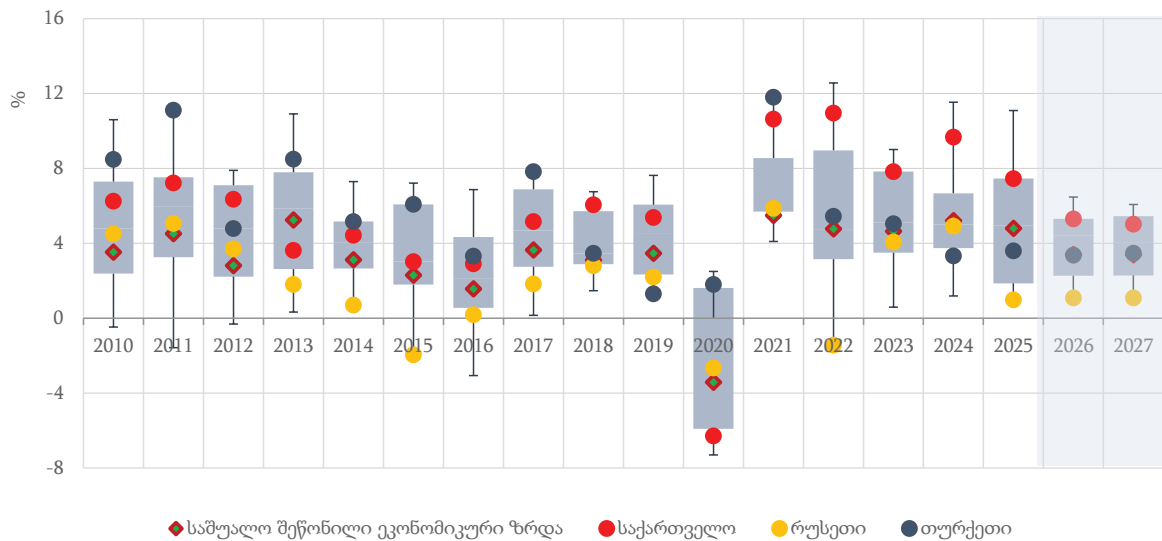
საერთო ჯამში, გლობალურ ეკონომიკურ ზრდასთან დაკავშირებული მაღალი გაურკვევლობა ჯერ კიდევ გამოწვევად რჩება, თუმცა უარყოფითი რისკები დომინირებს. გაზრდილი ფისკალური დანახარჯები ნაწილობრივ დააბალანსებს ინფლაციით გამოწვეულ მოხმარების ვარდნას. თუმცა გლობალური ფინანსური პირობების გამკაცრების შემთხვევაში, სახელმწიფო ვა-

ლისა და მომსახურების ხარჯის ზრდა მძიმე ტვირთად დააწვება ისედაც მაღალი ვალის დონის მქონე ქვეყნებს. მეორე მხრივ, იმ შემთხვევაში თუ სიტუაცია მალე დასტაბილურდება, ზრდის პროგნოზებიც შესაძლოა სწრაფად გადაიხედოს გაუმჯობესების მიმართულებით.

გლობალური ფინანსური სექტორი მიმდინარე შოკს მომზადებული შეხვდა, რაც სტრუქტურული მიზეზებით არის განპირობებული. თუმცა გარკვეული მიმართულებებით არსებული მოწყვლადობა და ფინანსური სტაბილურობის რისკები საყურადღებოა. ბოლო წლებში შინამეურნეობებისა და კომპანიების გაზრდილი დანაზოგები ერთგვარ ბუფერს წარმოადგენს ინფლაციისა და ფინანსური პირობების გამკაცრების წინააღმდეგ. ფინანსური სექტორის კაპიტალისა და ლიკვიდობის მაჩვენებლებიც გაუმჯობესებულია. შოკმა ფინანსურ ბაზრებზე მერყეობა გამოიწვია, თუმცა აქციების ფასების ვარდნა ხანმოკლე აღმოჩნდა და აქტივობა მალევე აღდგა. განვითარებადი ბაზრები რისკის მაღის ცვლილებისადმი განსაკუთრებით მოწყვლადები არიან, თუმცა აღნიშნულ ეპიზოდში კაპიტალის მასიური გადინება არ მომხდარა. ამასთან, მიუხედავად იმისა, რომ ახლო აღმოსავლეთში ომი ჯერ კიდევ არ დასრულებულა, ფინანსურ ბაზრებზე ოპტიმიზმი შეინიშნება, განსაკუთრებით AI ინვესტიციების მიმართულებით. ერთი მხრივ, ხელოვნურ ინტელექტში განეულმა

² 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.

დიაგრამა 1.7. საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის ტემპების განაწილება³



წყარო: ბლუმბერგის მონაცემთა ბაზა..

ინვესტიციებმა ხელი შეუწყო სავაჭრო ტარიფებითა და ნავთობის კრიზისით გამოწვეული უარყოფითი შოკის დაძლევა; თუმცა, ამ სექტორზე გაცემული სესხები და აქციების ფასები მნიშვნელოვნად არის გაზრდილი. სექტორში რისკების მატერიალიზაციის შემთხვევაში აქციები შესაძლოა მყისიერად გადაფასდეს, ხოლო გაცემული სესხები კი გადეთვალისწინდეს, რაც ფინანსური სტაბილურობის რისკებს წარმოქმნის.³

გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთები, გამყარებული დოლარი, იმპორტირებული ინფლაცია და გამკაცრებული ფინანსური პირობები განვითარებადი ქვეყნებისთვის მნიშვნელოვან გამოწვევებს შექმნის, როგორც ვალის მომსახურების, ასევე კაპიტალის შემოდინების მიმართულებით. გეოპოლიტიკური სიტუაციის გაუარესებას შესაძლოა კაპიტალის ბაზრებზე მერყეობა მოჰყვეს, რაც განვითარებადი ქვეყნებიდან კაპიტალის გადინებისა და ადგილობრივი ვალუტების მერყეობის წინაპირობა გახდება. ასევე საყურადღებოა, რომ ხელოვნური ინტელექტის განვითარების პროცესში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები (FDI)

ტექნოლოგიურ სექტორში კონცენტრირდება, რაც ნაკლებად ტექნოლოგიურად განვითარებულ ეკონომიკებში პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ვარდნასა და დაფინანსებაში სავალ ნაკადების წილის ზრდას გულისხმობს. დაფინანსების ასეთი სტრუქტურა რისკის შემცველია აღნიშნული ქვეყნებისთვის, რადგან შოკის შემთხვევაში სავალ ნაკადების გადინება, FDI-სგან განსხვავებით, სწრაფად ხდება.

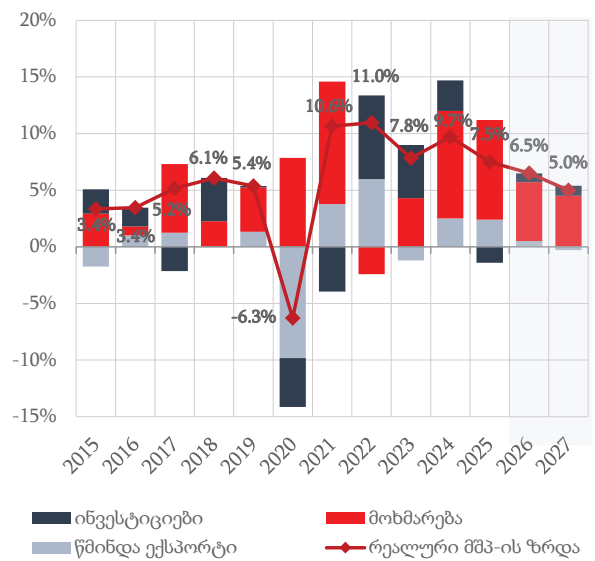
კონფლიქტით გამოწვეული გაზრდილი გაურკვევლობისა და ინფლაციური მოლდინების შედეგად, გლობალური ფინანსური პირობების მეტად გამკაცრების რისკები გაზრდილია. ინფლაციის პირველი ტალღის საპასუხოდ, ცენტრალურმა ბანკებმა უკვე დაიწყეს მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრების მიმართულებით გადახედვა. ამასთან, გაზრდილი გაურკვევლობის ფონზე გაიზარდა ვადიანობის პრემია (term premium), რაც გრძელვადიანი სახელმწიფო ობლიგაციების განაკვეთების ზრდას განაპირობებს. თუმცა ივნისის მონაცემებით, ფინანსური პირობები ჯერ კიდევ შერბილებული იყო (იხ. დიაგრამა 1.6). სექტემბერში მორიგ ინფლაციურ შოკს მონეტარული პოლიტიკისა და ფინანსური პირობების გამკაცრება მოჰყვა. კონფლიქტის გახანგრძლივება და რუსეთში ნავთობწარმოების შეფერხება მონეტარული პოლიტიკის კიდევ მეტად გამკაცრების საჭიროებას გაზრდის, რაც ფინანსურ პირობებზე უარყოფითად აისახება.

3 საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების სია 2024 წლის საქონლის ექსპორტის მონაცემებზე დაყრდნობით გადაიხედა, რაზე დაყრდნობითაც შეირჩა ტოპ 10 სავაჭრო პარტნიორი. საქართველოს ექსპორტში აღნიშნული პარტნიორების წილი გამოყენებულია საშუალო შეწონილი ეკონომიკური ზრდის დასათვლელად.

ფინანსური პირობების გამკაცრება დამატებით წნეხს წარმოქმნის ისედაც მაღალი ვალის მქონე ეკონომიკებისთვის, რაც საყურადღებოა გაზრდილი ფისკალური დეფიციტის, უკვე შემზღუდული ფისკალური სივრცისა და გაზრდილი ვალის პირობებში. ბოლო წლებში არსებულ გეოპოლიტიკურ და მაკროეკონომიკურ შოკებთან გასამკლავებლად ქვეყნების დიდ ნაწილში მნიშვნელოვნად გაიზარდა ფისკალური დანახარჯები, მათ შორის სამხედრო მიმართულებით დაგეგმილი ხარჯი. ამასთან, სანვავზე და ნავთობზე გაზრდილი ფასები კი ზრდის მთავრობის ენერგოსექტორში განეულ დანახარჯებს, რაც სხვა ვალდებულებებთან ერთად მნიშვნელოვნად აწევს ბიუჯეტს. გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკა და სახაზინო ფასიანი ქაღალდების გაზრდილი განაკვეთები ზრდის ვალის მომსახურების ტვირთს, რაც ვალის კიდევ უფრო ძვირად რეფინანსირების საჭიროებას წარმოქმნის. ეს განსაკუთრებით საყურადღებოა იმის გათვალისწინებით, რომ ბევრ ქვეყანაში სამთავრობო ვალის ვადიანობა შემცირებულია, რაც მოკლევადიან დაფინანსებაზე დამოკიდებულებას ზრდის. აღნიშნული რეფინანსირების გაძვირების რისკებს კიდევ უფრო ამძაფრებს.

ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტი და ნავთობის შოკი რეგიონის ქვეყნებზე განსხვავებულად მოქმედებს (იხ. დიაგრამა 1.7). როგორც წესი, ნავთობის ფასების ზრდა დადებითად აისახება ნავთობის ექსპორტიორ ქვეყნებზე, როგორებიცაა რუსეთი და აზერბაიჯანი. სსფ-ს აპრილის პროგნოზების, სასაქონლო ფასების მატებამ რუსეთის 2026 წლის ეკონომიკური ზრდა 0.3 პროცენტული პუნქტით გაზარდა, თუმცა შემდგომ პერიოდში უკრაინის მიერ რუსული ნავთობგადამამუშავებელი ქარხნების დაზიანება რუსული ნავთობპროდუქტების მიწოდებაზე უარყოფითად აისახება. მიუხედავად ნავთობის ფასების ზრდისა, სტრუქტურული შემზღუდვები და სხვა მაკროეკონომიკური პრობლემების ფონზე, რუსეთში ეკონომიკური ზრდა კვლავ შემზღუდულ დონეზე დარჩება. ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტი ყველაზე უარყოფითად თურქეთზე მოქმედებს, სადაც ისედაც მაღალი ინფლაციის ფონზე, მონეტარული პოლიტიკა უკვე გამკაცრებულ დონეზეა. სსფ-ს პროგნოზებით, 2026-2027 წლებში თურქეთში ინფლაცია მაღალ

დიაგრამა 1.8. რეალური მშპ-ის კომპონენტები დანახარჯების მიხედვით



წყარო: სეზ.

ნიშნულზე შენარჩუნდება და 28.6 და 21.4 პროცენტს შეადგენს. გაზისა და ნავთობის ფასების ზრდა უარყოფითად მოქმედებს როგორც ინფლაციაზე, ასევე ეკონომიკურ აქტივობაზე. 2026 წლის ზრდის პროგნოზები კლების მიმართულებით გადაიხედა და 3.4 პროცენტს შეადგენს. აზერბაიჯანის შემთხვევაში ნავთობისა და გაზის ფასების ზრდა აზერბაიჯანის საექსპორტო შემოსავლების ზრდას უწყობს ხელს. სომხეთში სამშენებლო სექტორისა და სამთო მრეწველობის ზრდის შედეგად ეკონომიკური აქტივობა მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. რუსეთ-უკრაინის ომის მსგავსად, ირანის ომის შედეგად გაზრდილი მიგრაცია სომხეთის ეკონომიკაზე დადებითად მოქმედებს, თუმცა მოკლევადიან პერიოდში მოსალოდნელია, რომ ინფლაცია სამიზნე მაჩვენებლის ზევით, ხოლო სავაჭრო ნაკადები შეფერხებული იქნება.

გლობალურად არსებული გამოწვევების მიუხედავად, 2026 წელს რეალური მშპ-ს მოსალოდნელი ზრდა 6.5 პროცენტს შეადგენს, რაც ძლიერი შიდა მოთხოვნითა და მაღალი ეკონომიკური აქტივობით არის განპირობებული. საქართველოს ეკონომიკა განაგრძობს მაღალი ტემპით ზრდას, რასაც დიდწილად მომსახურებაზე ორიენტირებული, შედარებით ნაკლებად იმპორტირებული სექტორები განაპირობებს. წინასწარი მონაცემებით, პირველ კვარტალში საშუალო ზრდამ 9 პროცენტი შეადგინა. თუმცა უარყოფითი საგარეო მოთხოვნის ფონზე ნორ-

მალიზების ნიშნები იკვეთება (იხ. დიაგრამა I.8). კერძოდ, ფასების ზრდის ფონზე მცირდება შინამეურნეობების მსყიდველუნარიანობა. ამასთან, გაზრდილი რეგიონალური გაურკვევლობისა და საერთაშორისო ფრენების გაძვირების შედეგად ტურიზმიდან მისაღები შემოსავლები შემცირდა. საგარეო მოთხოვნაზე უარყოფითად მოქმედებს ფინანსური პირობების გამკაცრებაც, რაც ექსპორტის კლებას გამოიწვევს. თუმცა, აღნიშნულ ფაქტორებს გარკვეულწილად აბალანსებს საქართველოდან სამთო-მეტალურგიული პროდუქციის ექსპორტის ზრდა. ასევე, აღსანიშნავია, რომ საქართველოში სუვერენული რისკის პრემია კვლავ დაბალ დონეზე ნარჩუნდება, რაც ქვეყნის საინვესტიციო მიმზიდველობაზე მიუთითებს.

ხელოვნური ინტელექტის მიმართულებით განხორციელებული ინვესტიციები, მიუხედავად მნიშვნელოვანი პროდუქტიულობის ზრდის პოტენციალისა, შესაძლოა ფინანსური სტაბილურობისთვის მნიშვნელოვან რისკად იქცეს. AI აქტივების მზარდი ფასები ეფუძნება ოპტიმისტური მოგების პროგნოზებს, რომლებიც ითვალისწინებს პროდუქტიულობის სწრაფი ზრდის ფონზე საშუალოვადიანი ეკონომიკური აქტივობის

ძლიერ ზრდას. თუმცა იმ შემთხვევაში თუ ეს მოლოდინები ზედმეტად ოპტიმისტური აღმოჩნდება, ტექნოლოგიურ სექტორში რეალური ინვესტიციები შესაძლოა მკვეთრად შემცირდეს, ხოლო აქციათა ფასები მოულოდნელად გადაფასდეს, რაც ეკონომიკას რამდენიმე არხით შეიძლება გადაეცეს. მათ შორისაა, აქციების ფასების ვარდნის ფონზე უარყოფითი სიმდიდრის ეფექტისა (wealth effect) და გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის შედეგად მოხმარების შემცირება, ტექნოლოგიების ექსპორტიორ ქვეყნებში ვაჭრობისგან მიღებული შემოსავლის კლება და ინვესტიციების გადინება, განსაკუთრებით იმ განვითარებადი ქვეყნებიდან, სადაც ტექნოლოგიური სექტორი განვითარებულია. ამასთან, საყურადღებოა, რომ ამ სექტორში არსებული რისკები წრიული ხასიათისაა: ერთიდაიგივე კომპანიები არიან ერთმანეთის მომხმარებლებიც და ინვესტორებიც, რაც ბაზრის ზომას ბერავს, აქციებს შორის კორელაციებს ზრდის და შედეგად, ბაზრის ერთიანი ვარდნის რისკებს ამძაფრებს. ყოველივე ეს ფინანსური სტაბილურობის რისკებს წარმოქმნის და ყურადღებას საჭიროებს.

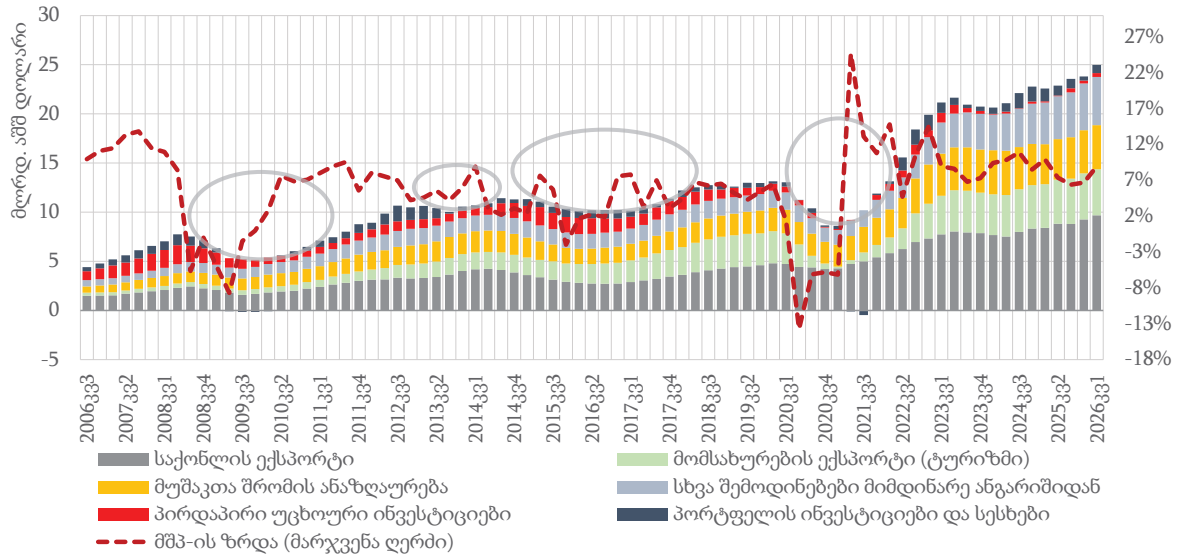
II. ფინანსური სტაბილურობის რისკები და მოწყვლადობა

საგარეო მოწყვლადობა

საქართველო, როგორც მცირე ზომის ღია ეკონომიკა, გლობალური ეკონომიკური და ფინანსური ტენდენციების მიმართ მოწყვლადობით ხასიათდება. შესაბამისად, ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტი და მისგან გამომდინარე გეოპოლიტიკური გაურკვევლობა, ენერგომატარებლების ფასების მერყეობა და გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობები საქართველოს ეკონომიკისთვის გამოწვევას წარმოადგენს. თუმცა სტრუქტურული ცვლილებები და ჯერ კიდევ ძლიერი შიდა მოთხოვნა ხელს უწყობს მაღალი ეკონომიკური ზრდის შენარჩუნებას, რომელიც, ნაკლებად იმპორტინტენსიური და მაღალპროდუქტიული სექტორების წვლილის გამო, ინფლაციური ხასიათის არ ყოფილა. ამავდროულად საყურადღებოა ისეთი საგარეო ფაქტორები, როგორებიცაა სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური აქტივობის შენელება და საგარეო მოთხოვნისა და ტურისტული ნაკადების შესაძლო შემცირება. აღნიშნული რისკები საგარეო მოთხოვნის კლებაში, სუვერენული რისკის პრემიის ცვლილებაში, კაპიტალის ნაკადების მოცულობასა და მიმართულებაში, ვალის მდგრადობასა და სავალუტო მერყეობაში შეიძლება აისახოს, რაც საქართველოსთვისაც საყურადღებოა.

სტრუქტურული ცვლილებებისა და ძლიერი შიდა მოთხოვნის ფონზე, საქართველოში ძლიერი ეკონომიკური ზრდა 2025 წელსაც შენარჩუნდა, თუმცა მაღალი გეოპოლიტიკური რისკებისა და ინფლაციური გარემოს პირობებში, მოსალოდნელია საგარეო შემოდინებებისა და შიდა მოთხოვნის შესუსტება და შედეგად, ეკონომიკური ზრდის ნორმალიზაცია. 2025 წელს ეკონომიკური ზრდა წინა წელთან შედარებით 2.1 პროცენტული პუნქტით შენედა და 7.5 პროცენტი შეადგინა. აღსანიშნავია, რომ მაღალი ეკონომიკური აქტივობა ინფლაციური ხასიათის არ აღმოჩნდა, რაც შედარებით ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიური და მაღალპროდუქტიული სექტორების ზრდით არის განპირობებული. 2026 წლის პირველ კვარტალში ეკონომიკური ზრდა 9 პროცენტი, ხოლო პირველ ხუთ თვეში 7.8 პროცენტი იყო, რაც სტრუქტურულ ცვლილებებთან ერთად, ძლიერმა ადგილობრივმა მოთხოვნამ განაპირობა. შიდა მოთხოვნას სტაბილურმა საკრედიტო აქტივობამაც შეუწყო ხელი, რომელიც მის წონასწორობულ დონესთან, 14-15 პროცენტთან მერყეობს. თუმცა საგარეო მოთხოვნისა და გარკვეულ სექტორებში ზრდის შენელების ფონზე, 2026

წელს ეკონომიკური აქტივობა ეტაპობრივად ნორმალიზდება და 6.5 პროცენტს მიაღწევს. საგარეო მოთხოვნაზე უარყოფითად მოქმედი ფაქტორებია გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობები და რეგიონში მიმდინარე კონფლიქტის ფონზე ტურისტული ნაკადების შესაძლო ვარდნა, რაც პირველ კვარტალში მომსახურების ექსპორტის ზრდის შენელებაში უკვე გამოიხატა. ამასთან, თანდათან მცირდება ზრდაში მშენებლობის სექტორის წვლილი და ეტაპობრივად ნორმალიზდება ICT სექტორის ზრდის ტემპი. თუმცა საგარეო მოთხოვნა მდგრადობას ინარჩუნებს, რაც საექსპორტო საქონლის ფასების ზრდისა და ტურისტული ნაკადების დივერსიფიკაციის ფონზე, საქონლისა და მომსახურების ექსპორტის მაღალ ზრდაში აისახება; შედეგად, იმპორტის ზრდის შენელების პარალელურად, 2026 წლის პირველ კვარტალში სავაჭრო ბალანსი გაუმჯობესდა. მიუხედავად იმისა, რომ მიწოდების ჯაჭვის რღვევით გამოწვეულმა ლითონების გლობალურმა დეფიციტმა და ფასების ზრდამ დადებითად იმოქმედა საქართველოს სამთო-მეტალურგიული პროდუქციის ექსპორტიდან მიღებულ შემოსავალზე, გასათვალისწინებელია, რომ

დიაგრამა II.1. საგადასახდელო ბალანსის შემოღინებები საქართველოში⁴

წყარო: სებ, საქსტატი.

ფასების ზრდა შესაძლოა დროებითი აღმოჩნდეს და ომის დასრულებასთან ერთად ნორმალიზდეს. პირველ კვარტალში გაზრდილია საზღვარგარეთიდან მიღებული შემოსავლები და სწრაფი ფულადი გზავნილებიც, თუმცა ამ მიმართულებით საყურადღებოა ევროპასა და ამერიკაში გამკაცრებული პრომოთი მიგრაციის რეფორმები, რამაც შესაძლოა მნიშვნელოვნად შეზღუდოს საზღვარგარეთ მუშაობისთვის საჭირო ვიზების გაცემა ან/და გაზარდოს დეპორტირების მაჩვენებლები. ამასთან, საზღვარგარეთ დასაქმებულ მიგრანტთა შემოსავლებზე შესაძლოა უარყოფითად იმოქმედოს გამკაცრებული ფინანსური პირობებისა და მიწოდების ჯაჭვის შეფერხებების ფონზე გლობალური ეკონომიკური ზრდის შენელებამაც.

პოსტ-პანდემიური აღდგენისა და უკრაინის ომით გამოწვეული მიგრაციის ეფექტების მიღწევის შედეგად საგადასახდელო ბალანსის შემოღინებების ზრდა შენელდა. თუმცა, ბოლო წლებში სტრუქტურული ცვლილებების, მათ შორის ნაკლებად იმპორტირებული და მაღალპროდუქტიული სექტორების ზრდის, წყალობით, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მნიშვნელოვნად არის შემცირებული და 2025 წელს მშპ-ს 2.6 პროცენტი შეადგინა. აღნიშნულს ხელი შეუწყო როგორც საქონლის ექსპორტის მაღალმა ზრდამ, ასევე მომსახურების

ექსპორტიდან, კერძოდ კი ICT სერვისებიდან მიღებულმა შემოსავლებმა. ამასთან, წინა პერიოდებთან შედარებით, 2022 წლიდან გაზრდილია პორტფელური ინვესტიციების საშუალო წლიური მაჩვენებელი, რაც ინვესტორთა პოზიტიურ განწყობაზე მიუთითებს. თუმცა აღნიშნული შემოღინებები მაღალი მერყეობით ხასიათდება და განწყობების გაუარესებას შესაძლოა კაპიტალის სწრაფი გადინება მოყვეს. ამასთან, 2022-2023 წლებთან შედარებით, მნიშვნელოვნადაა შემცირებული პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, რაც საყურადღებოა (იხ. დიაგრამა II.1). საერთო ჯამში, ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტისა და გლობალურად გამკაცრებული მონეტარული პირობების მიუხედავად, ძლიერი საგარეო მოთხოვნისა და შემოღინებების წყალობით, 2026 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მშპ-ს 3-3.5 პროცენტს შეადგენს.

ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტით გამოწვეული მაღალი გაურკვევლობა საქართველოსთვის ფინანსური სტაბილურობისთვის საყურადღებოა. ირანის ომის დასრულებასთან დაკავშირებული მაღალი გაურკვევლობა ნავთობის ბაზარზე ფასების მერყეობას იწვევს. ბაზარი საკმაოდ სენსიტიურია ყოველდღიური განცხადებებისა და სიგნალების მიმართ, რაც ფასებისა და წარმოების პროგნოზირებას ართულებს. მიუხედავად იმისა, რომ ივლისის დასაწყისში ნავთობის ფასებმა

4 ბოლო ოთხი კვარტალის მცოცავი ჯამის ფარდობა ნომინალურ მშპ-თან.

კლება დაიწყო, კონფლიქტის ხელახალმა გამწვავებამ ფასების მორიგი ზრდა გამოიწვია. კონფლიქტის ესკალაციის რისკები მუდმივად არსებობს, რაც გლობალური ეკონომიკისთვისაც რისკების მატარებელია. საგარეო სექტორში არსებული რისკები საქართველოს ფინანსურ სტაბილურობას რამდენიმე ძირითადი არხით შეიძლება გადაეცეს.

ენერგომატარებლების გაძვირებისა და მიწოდების შეფერხებების ფონზე მსოფლიოში გაუარესდა ინფლაციური მოლოდინები და ბევრ ქვეყანაში მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრების მიმართულებით გადაიხედა. გლობალურად ფასების დონის ზრდას საქართველოს ეკონომიკაზე არაერთგვაროვანი ეფექტი აქვს. საწვავისა და დაკავშირებული პროდუქტების გაძვირებას თან დაერთო ადგილობრივად ელექტროენერგიის ტარიფების მატება, რაც საქართველოში ინფლაციურ შოკს წარმოქმნის. აღნიშნულმა დინამიკამ შესაძლოა მონეტარული პოლიტიკის მეტად გამკაცრების საჭიროება წარმოქმნას და უარყოფითად იმოქმედოს როგორც კომპანიების მომგებიანობაზე, ასევე შინამეურნეოების მსყიდველუნარიანობაზე. თუმცა აღსანიშნავია, რომ ნაკლებად იმპორტინტენსიური ზრდისა და გაცვლითი კურსის სტაბილურობის ფონზე, საქართველოში იმპორტირებული ინფლაციის წილი შედარებით მცირეა. ამასთან, მცირდება ხელფასების ზრდის ტემპი, რაც მაღალი პროდუქტიულობის გათვალისწინებით ამცირებს კომპანიების მიერ პროდუქციის ერთეულზე განეულ ხარჯებს, რაც ასევე ამცირებს ინფლაციურ წნეხს.

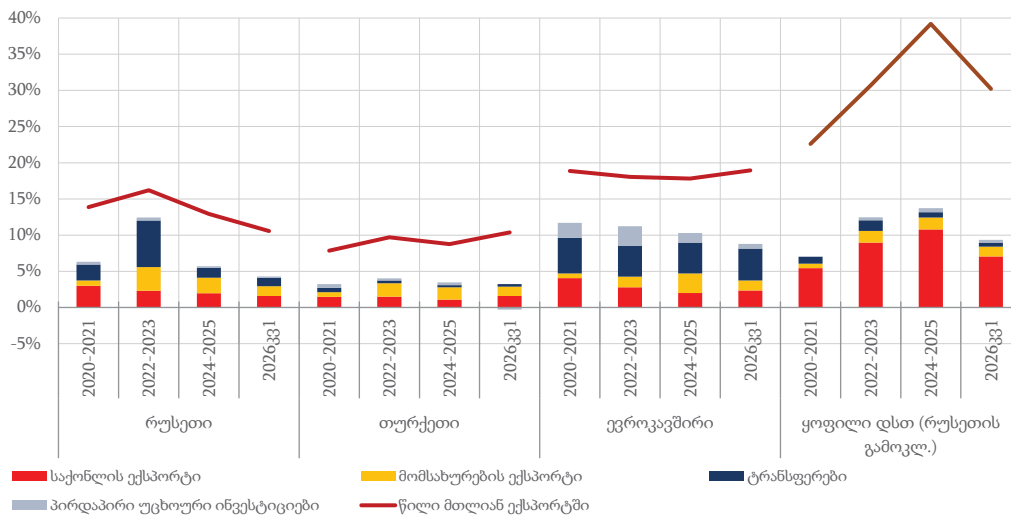
გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობები შეიძლება ადგილობრივი სესხების საპროცენტო განაკვეთებზეც აისახოს და საკრედიტო რისკის პრემია და სესხის მოზიდვისა და მომსახურების ხარჯები გაზარდოს. ენერგომატარებლების ფასებთან დაკავშირებული ინფლაციური წნეხის საპასუხოდ 2026 წლის აპრილში ეროვნულმა ბანკმა მონეტარული პოლიტიკა გაამკაცრა. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ 2025 წლის შუა პერიოდიდან საქართველოში მოკლევადიანი (1-წლიანი) სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების განაკვეთი იზრდებოდა, ხოლო გრძელვადიანი ობლიგაციების (5-

და 8-10 წლიანი) განაკვეთები მცირდებოდა, რამაც ბოლო პერიოდში ვადიანობის სპრედი მნიშვნელოვნად შეამცირა. აღნიშნული ფაქტორები აძვირებს მოკლევადიანი სახსრების მოზიდვისა და მომსახურების ხარჯებს. თუმცა განაკვეთების მსგავსი დინამიკა შეიძლება მიუთითებდეს ინვესტორთა მოლოდინზე, რომ საგარეო შოკი დროებითი ხასიათისაა, ხოლო ინფლაციური მოლოდინები მდგრადი (anchored). შედეგად, გრძელვადიანი პირობების შერბილება ნაწილობრივ აბალანსებს მოკლევადიანი დაფინანსების გაძვირებას. ამასთან, 2025 წლის ბოლოდან საქართველოსა და აშშ-ს 5 წლიანი სამთავრობო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობებს შორის სხვაობა შემცირებულია, რაც ნაწილობრივ აშშ-ს შემოსავლიანობის კლებაზე და ასევე საქართველოს სუვერენული რისკის პრემიის შემცირებაზე შეიძლება მიუთითებდეს. ქვეყანაში რისკის პრემიუმი დაბალ დონეზე ნარჩუნდება, რაც ბოლო წლებში სტაბილური მაკროფინანსური გარემოს გათვალისწინებით, ინვესტიციებზე დადებითად აისახება.

აღსანიშნავია, რომ გლობალურად ინვესტორთა განწყობა ბოლო წლებში გახშირებული შოკების პირობებში სენსიტიურია და რეგიონში გეოპოლიტიკური დაძაბულობის გახანგრძლივებისა და მეორადი ეფექტების გაძლიერების შემთხვევაში, განაკვეთების ზრდამ სახელმწიფოსა და კერძო სექტორის ვალის მომსახურების გაძვირება გამოიწვიოს. ამასთან, განვითარებულ ქვეყნებში გამკაცრებულმა მონეტარულმა პოლიტიკამ ან განწყობების გაუარესებამ შესაძლოა განვითარებადი ქვეყნიდან, მათ შორის საქართველოდან, კაპიტალის გადინებას შეუწყოს ხელი, რაც ადგილობრივ გაცვლით კურსზეც აისახება. მიმდინარე ეტაპზე, აღნიშნული რისკები ნაწილობრივ ბალანსდება დასუსტებული დოლარითა და ადგილობრივად შენარჩუნებული მკაცრი მონეტარული პოლიტიკით. თუმცა, გეოპოლიტიკური დაძაბულობის ესკალაციამ ან უსაფრთხო აქტივებზე მოთხოვნის ზრდამ შესაძლოა დოლარის გამყარებას შეუწყოს ხელი.

საქართველოს ეკონომიკა მნიშვნელოვნადაა დამოკიდებული ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში, ევროკავშირში, რუსეთსა

დიაგრამა II.2. ძირითადი ბაზრების⁵ მიმართ მოწყვლადობა (ნაკადების ფარდობა მშპ-თან)



წყარო: სებ, საქსტატი.

და თურქეთში, არსებულ მაკროფინანსურ გარემოზე. თუმცა ბოლო წლებში გაზრდილია სხვა ქვეყნებიდან შემოდინებების წილი. 2022-2023 წლებში უკრაინაში ომის ფონზე შემოდინებების მკვეთრი ზრდის შემდეგ, 2024 წელს მათი მოცულობა ნორმალიზდა. საბაზო ეფექტის შედეგად, წლიური ზრდის ტემპი დროებით უარყოფითი გახდა, თუმცა 2025 წლიდან შემოდინებები კვლავ მაღალ დონეზე დასტაბილურდა. მთლიან შემოდინებებში აღსანიშნავია რუსეთის, ევროკავშირისა და თურქეთის წილის მცირე კლება და დანარჩენი მსოფლიოს, განსაკუთრებით კიდსთ-ს ქვეყნების, წილის ზრდა. წლის პირველი კვარტალის მონაცემებით, თურქეთის, რუსეთისა და ევროკავშირის წილი მთლიან შემოდინებებში 39.5 პროცენტია, რაც 2020-2025 წლების საშუალო მაჩვენებელს 6.5 პროცენტით ჩამორჩება. 2022 წლიდან მცირდება აღნიშნული ქვეყნების წილი საქონლის ექსპორტში, რომელმაც 29.4 პროცენტს მიაღწია (იხ. დიაგრამა II.2). 2022 წლის ბოლოდან მცირ-

დება ამ ქვეყნების წილი ტურიზმიდან მიღებულ შემოსავლებშიც, რაც ნაწილობრივ პოსტ-პანდემური აღდგენის პერიოდში სხვა ქვეყნებიდან მიღებული შემოსავლების მეტად ზრდით არის განპირობებული.

რუსეთის წილი მთლიან შემოდინებებში უკრაინის ომამდე დონეს დაუბრუნდა. აღსანიშნავია, რომ ბოლო პერიოდში ტრანსფერები, რომლებიც საბაზო ეფექტის გამო 2023 წლიდან წლიურად მცირდებოდა, 2025 წლის ბოლოდან მაღალი ზრდით ხასიათდება. მსგავსი დინამიკაა საქონლის ექსპორტის მიმართულებითაც, სადაც 2026 წლის პირველ კვარტალში წლიურმა ზრდამ 11.9 პროცენტი შეადგინა. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები უმეტესწილად წლიურად კლებადია და მაღალი მერყეობით ხასიათდება. მოგზაურობიდან მიღებული შემოსავლების წლიური ზრდა 2025 წელს საშუალოდ -19 პროცენტს წარმოადგენდა, ხოლო 2026 წლის პირველ კვარტალში შემცირებამ 12.3 პროცენტი შეადგინა.

2022 წლიდან ევროკავშირის წილი მთლიან შემოდინებებში წინა ოთხი წელთან შედარებით დაახლოებით 6 პროცენტით შემცირდა და საშუალოდ 20 პროცენტზე დასტაბილურდა. ევროკავშირში საქონლის ექსპორტის წილი მთლიანი საქონლის ექსპორტში კლებადია და 2016-2017 წლებში საშუალოდ 25 პროცენტიდან ბოლო ორი წლის განმავლობაში 10 პროცენტამდე შემცირდა. განსაკუთრებით საყურადღებოა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მაღალი

5 ყოფილი დსთ-ს ქვეყნებში შედის სომხეთი, აზერბაიჯანი, ბელარუსი, ყაზახეთი, ყირგიზეთი, ტაჯიკეთი და უზბეკეთი. მომსახურების ექსპორტის მონაცემებში ყაზახეთის, ყირგიზეთის, ტაჯიკეთის და უზბეკეთის მონაცემები ხელმისაწვდომია მხოლოდ 2025კვ1-დან. დიდი ბრიტანეთის ევროკავშირიდან გასვლის შემდეგ, ევროკავშირიდან მიღებული შემოდინებები აღარ მოიცავს დიდ ბრიტანეთს. ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლების მონაცემებიდან დიდი ბრიტანეთის გამოსაცალკევებლად გაკეთებულია გარკვეული დამუშავება თითოეული ტურისტის საშუალო დანახარჯების შესახებ.

მერყეობა. ტრანსფერების ზრდა მცირედით შენედა, თუმცა 15 პროცენტს აღემატება. თურქეთის წილი მთლიან შემოდინებებში სტაბილურად 7-8 პროცენტს შეადგენს. უკრაინაში ომის დაწყების შემდგომ პერიოდში საქართველოში შემოდინებების მასშტაბური ზრდა ძირითადად რუსეთიდან ნაკადებით იყო განპირობებული, თუმცა ბოლო ორი წლის განმავლობაში სხვა ქვეყნებიდან შემოდინებების ზრდა მეტად გამოკვეთილია. დანარჩენი ქვეყნების საშუალო წილი 2025-2026 წლებში წინა ათ წელთან შედარებით თითქმის 8 პროცენტით, 64 პროცენტამდე არის გაზრდილი. აღნიშნულ ზრდაში წამყვანი როლი ცენტრალურ აზიაში (ყაზახეთი, ყირგიზეთი, ტაჯიკეთი და უზბეკეთი) საქონლის ექსპორტის ზრდას უკავია. ბოლო წლებში მაღალი ზრდით ხასიათდება ცენტრალური აზიიდან ტრანსფერები, რომელიც 2019 წლამდე 2 პროცენტზე ნაკლებს წარმოადგენდა, ხოლო 2022-2023 წლებში 8 პროცენტს გადააჭარბა და ვიზიტორების რაოდენობა, განსაკუთრებით ჩინეთიდან, ისრაელიდან და ცენტრალური აზიიდან.

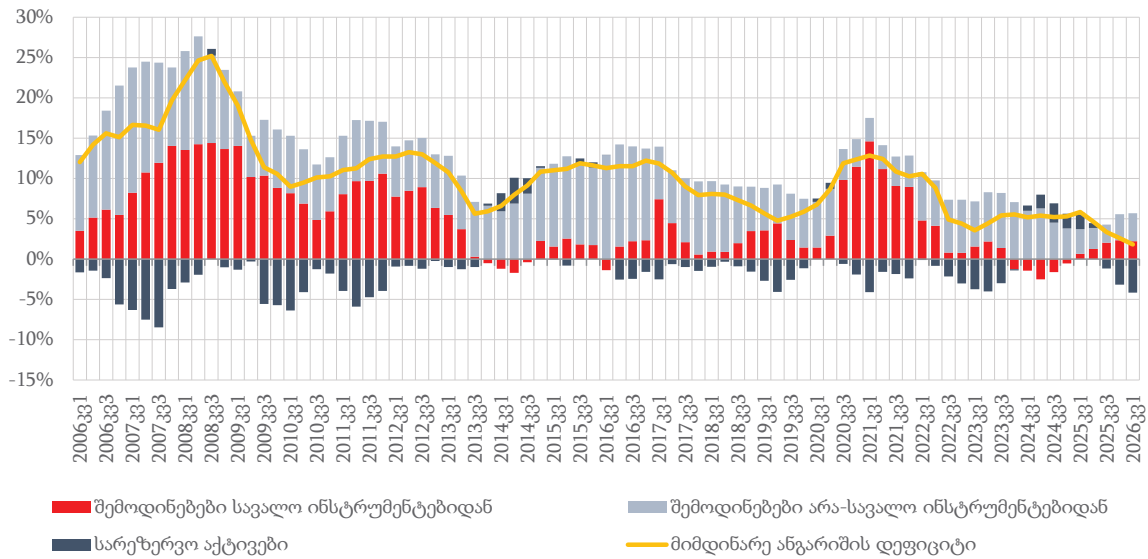
გლობალური სტაგფლაციური შოკი და გამკაცრებული ფინანსური პირობები, საგარეო სექტორის გავლით, საქართველოს ეკონომიკაზეც შეიძლება აისახოს. ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტს საქართველოს მთავარ სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებზე არაერთგვაროვანი ეფექტი აქვს. ერთი მხრივ, ნავთობის იმპორტიორი ქვეყნებისთვის გაზრდილია სტაგფლაციური რისკები, რაც გამკაცრებული ფინანსური პირობების ფონზე ასუსტებს საქართველოს საგარეო მოთხოვნას. თუმცა მეორე მხრივ, ნავთობექსპორტიორი ქვეყნებისთვის, ფასების ზრდა დამატებითი შემოსავლის წყაროა, რაც საგარეო მოთხოვნაზე დადებითად იმოქმედებს. თუმცა სანავთობის ფასების მაღალი მერყეობის გათვალისწინებით, ენერგომატარებლებიდან მიღებული შემოსავალი შესაძლოა მყისიერად შემცირდეს, რაც ნაკლებად დივერსიფიცირებული, ნავთობზე დამოკიდებული ეკონომიკებისთვის რისკების შემცველია. საყურადღებოა რეგიონში არსებული გეოპოლიტიკური სიტუაცია, რომელიც ერთი მხრივ ინფლაციასა და ფინანსურ პირობებზე, ხოლო მეორე მხრივ ტურიზმსა და ინვესტიციებზე უარყოფითად იმოქმედებს. საერთო ჯამში, სავაჭრო პარ-

ტნიორი ქვეყნების ეკონომიკურ პროგნოზებთან დაკავშირებული მაღალი გაურკვევლობა რისკების შემცველია საქართველოს ეკონომიკისთვის.

საგარეო სექტორში არსებული ტენდენციების გათვალისწინებით, მოსალოდნელია, რომ 2026 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მის წონასწორულ დონეზე დაბლა, მშპ-ის 3-3.5 პროცენტის ფარგლებში იქნება. 2025 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მნიშვნელოვნად შემცირდა და 2.6 პროცენტს მიაღწია, რაც დიდწილად მომსახურების ექსპორტის, კერძოდ კომპიუტერული და საინფორმაციო სექტორისა (ICT) და სატრანსპორტო მომსახურების ზრდით იყო განპირობებული. 2025 წლის განმავლობაში მაღალ დონეზე შენარჩუნდა ფულადი შემოდინებებიც. 2026 წლის პირველ კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი დაბალ დონეზე შენარჩუნდა და 3.8 პროცენტი შეადგინა. თუმცა, კონფლიქტის ფონზე ავიაბილეთების გაძვირებისა და ინფლაციური შოკის შედეგად, 2026 წლის პირველ ნახევარში მნიშვნელოვნად შემცირდა ირანიდან, ისრაელიდან და ინდოეთიდან ვიზიტორების რაოდენობა, ხოლო ტურიზმიდან შემოსავლების ზრდის ტემპი 2026 წლის მეორე კვარტალში უარყოფითი გახდა. თუმცა, ახალი ავიაბილეთულების დამატება ნაწილობრივ დააბალანსებს ომის შედეგად შემცირებულ შემოდინებებს. გარდა ამისა, 2026 წელს გაიზარდა საქონლის ექსპორტიდან და მუშაკთა შრომის ანაზღაურებიდან მიღებული შემოსავალი. მიუხედავად იმისა, რომ 2026 წლის პირველ კვარტალში შემცირდა რეექსპორტისთვის განკუთვნილი მსუბუქი ავტომობილების იმპორტი, ძლიერი მოთხოვნის ფონზე, სამომხმარებლო იმპორტი, მსუბუქი ავტომობილების გამორიცხვით გაიზარდა, რასაც ხელი გამყარებულმა ვალუტამაც შეუწყო. საერთო ჯამში, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი ისევ დაბალ დონეზე ნარჩუნდება.

ბოლო წლებში მიმდინარე შოკების ფონზე მნიშვნელოვნად გადაიხედა ქვეყნებს შორის არსებული სავაჭრო ურთიერთობები და გაიზარდა სავაჭრო ნაკადების დივერსიფიკაციის დონე. აღნიშნულ პროცესს შუა დერეფნის როლის მეტად გაძლიერება და შესაბამისად საქართველოში ტრანსპორტისა და ლოგისტიკის სექტორების ზრდა შეიძლება

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



წყარო: სეზ.

მოჰყვება. ეს კი შემოდინებებზე და მიმდინარე ბალანსზე დადებითად იმოქმედებს და პოტენციურ ზრდას შეუწყობს ხელს.

რაც შეეხება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსებას, 2022-2024 წლებში ძირითად წყაროს არა-სავალო ინსტრუმენტებიდან შემოდინებები, კერძოდ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, წარმოადგენდნენ. თუმცა 2025 წლიდან გაიზარდა სავალო ინსტრუმენტების, პორტფელური და სხვა საინვესტიციო ნაკადების, წვლილი დაფინანსებაში. რაც შეეხება სარეზერვო აქტივებს, მათი მოცულობა ბოლო პერიოდში მზარდია (იხ. დიაგრამა II.3).

საგადასახდლო ბალანსის მიმართულებით საყურადღებოა კონფლიქტიდან მომდინარე რისკები. გეოპოლიტიკური სიტუაციის გაუარესებისა და ფრენების მეტად გაძვირების შედეგად ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლები შესაძლოა შემცირდეს, ხოლო სანავის მეტად გაძვირების ფონზე იმპორტზე დანახარჯები გაიზარდოს. ამასთან, ძლიერი შიდა მოთხოვნისა და საკრედიტო აქტივობის დაჩქარებული ზრდის ფონზე საქონლის იმპორტის ზრდამ დეფიციტის ხელახალი გაღრმავების რისკი შესაძლოა შექმნას. სავაჭრო პარტნიორებში, მათ შორის ევროკავშირისა და რეგიონის ქვეყნებში, ეკონომიკური აქტივობის შენელება უარყოფითად იმოქმედებს საქართველოს საგარეო მოთხოვნაზე. ყოველივე ეს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს გაზრდის. დაძაბულობის გახანგრძლივების ან გამწვავების

შემთხვევაში, გაზრდილმა რისკ-პრემიამ და გლობალურად გამკაცრებულმა მონეტარულმა პოლიტიკამ შესაძლოა კაპიტალის გადინებას შეუწყოს ხელი, რაც დეფიციტის დაფინანსებაში სავალო ინსტრუმენტების წილის ზრდას გამოიწვევს.

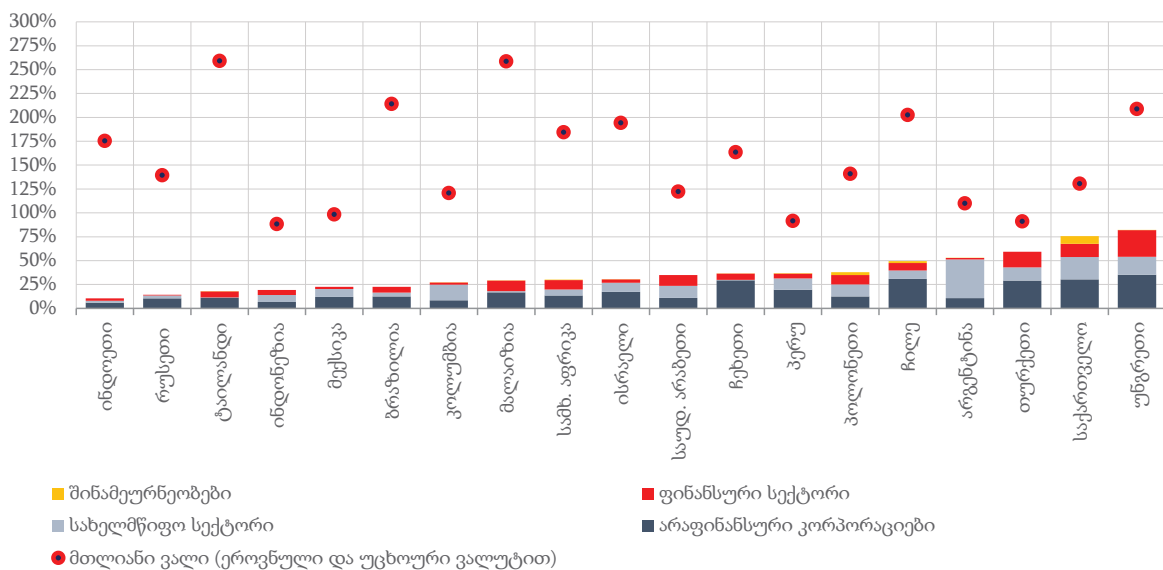
გაურკვევლობისა და გეოპოლიტიკური რისკების ზრდის ფონზე გლობალური ფინანსური პირობები გამკაცრდა, რამაც უარყოფითი გავლენა მოახდინა ვალის დონესა და ვალის მომსახურების ხარჯებზე. ინფლაციური მოკის საპასუხოდ მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებამ გლობალურად ფინანსური პირობების გაუარესება გამოიწვია. ამასთან, გაიზარდა მოკლევადიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების განაკვეთები, რაც ვალის მდგრადობის თვალსაზრისით მსოფლიო ეკონომიკისთვის დამატებით გამოწვევას წარმოადგენს. ინფლაციური წნეხის პირობებში ფინანსური პირობების გამკაცრება აფერხებს გლობალურ ეკონომიკურ ზრდას და უარყოფითად აისახება როგორც შინამეურნეოების, ისე კორპორაციების ფინანსურ მდგომარეობაზე. გაუარესებული მაკროფინანსური გარემო სუვერენული რისკის პრემიუმსაც ზრდის და სესხების გაძვირებას იწვევს. მემოთ აღნიშნული რისკები საყურადღებოა საქართველოსთვისაც, რადგან გაუარესებულ საგარეო სექტორს უცხოური ვალუტით მოზიდული სახსრების გაძვირება, მოკლევადიანი საგარეო ვალის ტვირთის ზრდა და რეფინანსირებასთან დაკავშირებული პრობლემების შექმნა შეუძლია.

გეოპოლიტიკური დაძაბულობისა და ინფლაციის ზრდის ფონზე გაზრდილი ფისკალური დანახარჯების დიდი ნაწილი სწორედ ვალით დაფინანსდა, რის შედეგადაც მსოფლიოში ვალის მშპ-თან ფარდობა 2026 წლის პირველ კვარტალში მნიშვნელოვნად გაიზარდა, რაც განსაკუთრებით საყურადღებოა გაძვირებული სესხების პირობებში. კერძოდ, 2026 წლის პირველ კვარტალში გლობალური ვალის დონე დაახლოებით 4.4 ტრილიონი აშშ დოლარით გაიზარდა და 353 ტრილიონ დოლარს მიაღწია, რაც ძირითადად ამერიკასა და ჩინეთში იყო კონცენტრირებული. განვითარებად ქვეყნებში ვალის ზრდა შედარებით მცირე აღმოჩნდა, თუმცა სექტორულად ყველაზე დიდი მატება სამთავრობო სექტორში დაფიქსირდა, რაც გაზრდილი ფისკალური დანახარჯებით აიხსნება. განვითარებულ ქვეყნებში მთლიანი ვალის მშპ-თან ფარდობა მცირედით შემცირდა, თუმცა აღნიშნულ კლებას განვითარებად ქვეყნებში ზრდა აბალანსებს და საერთო ჯამში გლობალურად ვალის მშპ-თან ფარდობა სტაბილურ დონეზე ნარჩუნდება.

განვითარებადი ეკონომიკების ჯგუფში დინამიკა არაერთგვაროვანი იყო: ნაწილში, მათ შორის რუსეთში, მექსიკასა და ჩეხეთში, 2026 წლის პირველ კვარტალში მთლიანი ვალის მშპ-თან ფარდობა გაიზარდა; ნაწილში კი, კლება დაფიქსირდა. საქართველოს შემთხვევაში მთლიანი ვალის მშპ-თან ფარდობა მცირედით, 0.1 პროცენტული პუნქტით შემცირდა.

საგარეო ვალის სტრუქტურაში უცხოური ვალუტით დენომინირებული სესხის წილი საქართველოში ერთ-ერთი ყველაზე მაღალია. მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოს მთლიანი ვალის მაჩვენებელი სხვა მზარდ ეკონომიკებთან შედარებით გამოკვეთილად მაღალი არაა, უცხოურ ვალუტაში არსებული ვალდებულებების წილი ერთ-ერთი ყველაზე მაღალია (იხ. დიაგრამა II.4). აღსანიშნავია, რომ საქართველოში უცხოური ვალის მშპ-თან ფარდობა თითქმის ყველა ტიპის მსესხებლისთვის აღემატება სხვა ქვეყნების ანალოგიურ მაჩვენებელს. განსაკუთრებით გამოკვეთილია შინამეურნეოების უცხოური ვალუტით დენომინირებული სესხების წილი, რომელიც მიმდინარე პერიოდში დაახლოებით 8 პროცენტს შეადგენს. თუმცა აღსანიშნავია, რომ აღნიშნული მაჩვენებელი დაღმავალი ტრენდით ხასიათდება და 2019 წელთან შედარებით დაახლოებით 5 პროცენტული პუნქტით არის შემცირებული. ასევე, გასათვალისწინებელია, რომ საქართველოს საგარეო ვალის მნიშვნელოვანი ნაწილი საერთაშორისო ფინანსური ინსტიტუტებიდან შეღავათიანი პირობებითაა ნასესხები, რაც ამ ტიპის სესხების მომსახურების საბაზროსთან შედარებით დაბალ ტვირთს გულისხმობს. საგარეო ვალის ხელსაყრელი სტრუქტურის შენარჩუნება და უცხოური ვალუტის ვალის წილის შემცირება მნიშვნელოვანია ვალის მდგრადობისთვის.

დიაგრამა II.4. ქვეყნების შედარება ეკონომიკის სექტორებში არსებული უცხოური ვალუტის ვალის მიხედვით (მშპ-ს %, 2025 IV კვ.)



წყარო: სეზ, საერთაშორისო ფინანსების ინსტიტუტები.

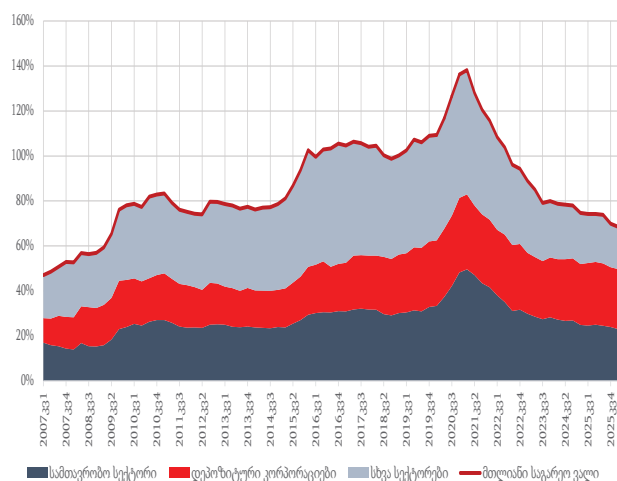
მიუხედავად საგარეო ვალის ნომინალური ზრდისა, საქართველოში საგარეო ვალის მშპ-თან ფარდობა კლებას განაგრძობს და 2026 წლის პირველ კვარტალში 68.5 პროცენტს მიაღწია (იხ. დიაგრამა II.5). ამ დინამიკას მშპ-ის მაღალმა ზრდამ და გამყარებულმა ვალუტამ შეუწყო ხელი. მიუხედავად იმისა, რომ ბოლო წლის განმავლობაში მთლიანი საგარეო ვალი ნომინალურად გაიზარდა, ზრდის უმეტესი ნაწილი გაცვლითი კურსით იყო განპირობებული. სხვა ქვეყნებისგან განსხვავებით, კლებადია სამთავრობო სექტორის საგარეო ვალის ფარდობა მშპ-თან. აღსანიშნავია, რომ ეს მაჩვენებელი პანდემიამდე დონესაც კი ჩამოცდა. ასევე კლებადია უცხოური ვალუტით დენომინირებული ვალის წილი მთლიან საგარეო ვალში, თუმცა ის ჯერ კიდევ მაღალ ნიშნულზე ნარჩუნდება. 2026 წლის პირველ კვარტალში მნიშვნელოვნად შემცირდა უცხოური ვალუტის ვალის წილი მთლიან ვალში და 85.6 პროცენტს გაუტოლდა. თუმცა, უცხოური ვალის წილი მაინც მაღალ დონეზე რჩება, რაც მას გაცვლითი კურსის მერყეობის და გლობალური ფინანსური პირობების გამკაცრებისადმი მოწყვლადს ხდის. აღსანიშნავია, რომ ბოლო წლებში იზრდება მოკლევადიანი (1 წელზე ნაკლები ვადიანობის მქონე) საგარეო ვალის წილი. განახლებული მონაცემებით, 2026 წლის პირველ კვარტალში მოკლევადიანი ვალის წილმა ბოლო 15 წლის მაქსიმუმს, 21.5 პროცენტს მიაღწია, რაც შესადარის ქვეყნებთან შედარებით არც ისე მაღალია, თუმცა მოკლევადიანი სესხების ზრდა და ამავდროულად სესხის დაფინანსების ხარჯების ზრდა რეფინანსირების რისკებს ქმნის.

ისეთი თემები, როგორებიცაა ენერგო-საფრთხოება, თავდაცვა და მოსახლეობის დაბერება, საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში სახელმწიფო ვალის ზრდის წნეხს წარმოქმნის. ახლო ვადიან პერიოდში კი ვალის ტრაექტორია ახლო აღმოსავლეთში განვითარებულ მოვლენებზე იქნება დამოკიდებული. ენერგოდამოკიდებულ ქვეყნებში შოკი ბიუჯეტის დეფიციტისა და ვალის ზრდისკენ უბიძგებს. ჯერჯერობით ომის გავლენა ძირითადად ნავთობსა და დაკავშირებულ პროდუქტებზე აისახა და სხვა სექტორებზე გადაცემა მასშტაბური არ ყოფილა; ფინანსურ ბაზრებზე მყისიერად გაუარესებული სენტიმენტები მალევე აღდგა

და სექტორი მდგრად აქტივობას განაგრძობს. თუმცა იმ შემთხვევაში თუ ინფლაციის მეორადი ეფექტები გაძლიერდება, სიტუაცია შეიძლება შეიცვალოს და სახელმწიფო დაფინანსების საჭიროება მეტად გაიზარდოს. მაღალი ინფლაციური სცენარის განვითარებისა და მიწოდების ჯაჭვების რღვევის შემთხვევაში არსებობს ფისკალური ბალანსის გაუარესების რისკი, რაც საგარეო დაფინანსების წყაროებზე დამოკიდებულებას გაზრდის.

მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოს საგარეო მოწყვლადობის მაჩვენებლების ნაწილი 2024 წელთან შედარებით გაუმჯობესდა, ქვეყნის საგარეო მოწყვლადობის ინდიკატორების ნაწილი რეგიონისა და მზარდი ეკონომიკის ქვეყნების მედიაწერ მაჩვენებელთან შედარებით მაღალი რჩება. 2025 წლის მონაცემების მიხედვით, საქართველოს საგარეო მოწყვლადობის დონე რეგიონისა და მზარდი ეკონომიკების ქვეყნებთან მიმართებით, მეტწილად უცვლელი დარჩა, თუმცა გარკვეული მიმართულებებით, რისკიანობის კლება შეინიშნება. საქართველოს შემთხვევაში გაუმჯობესდა მიმდინარე ანგარიშის მშპ-თან ფარდობის, საგარეო ვალის ექსპორტთან შეფარდებისა და კერძო სექტორის ვალთან დაკავშირებული ინდიკატორები. მოკლევადიანი ვალის რეზერვებთან შეფარდების მაჩვენებელი წინა წლის მსგავსად გაუარესდა, თუმცა აღსანიშნავია, რომ საქართველოში რეზერვების დონე მნიშვნელოვნად არის გაზრდილი, რაც აღნიშნულ ინდიკატორზე დადებითად მოქმედებს. მაღალ დონეზე ნარჩუნდება ისეთი ინდიკატორების რისკიანობა, როგორიცაა

დიაგრამა II.5. საგარეო ვალი (მშპ-ის %)



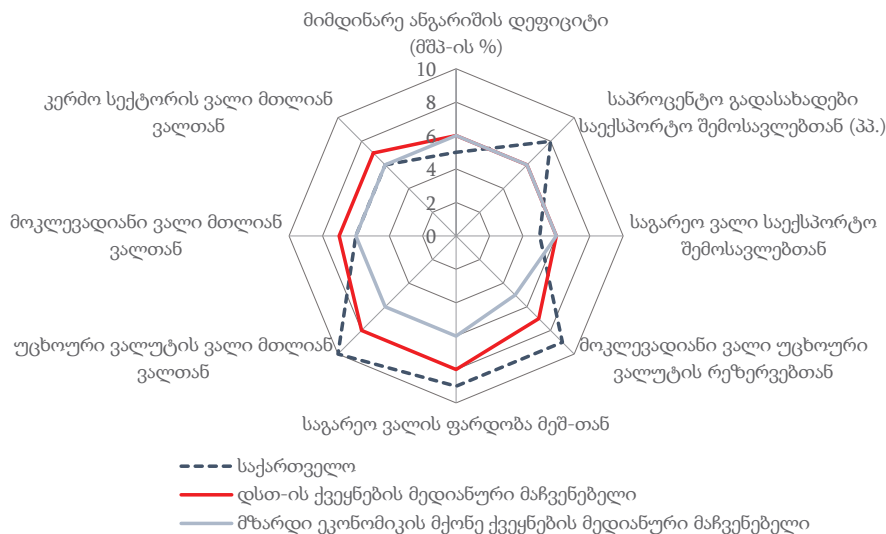
წყარო: სეპ.

საგარეო ვალის მთლიან ეროვნულ პროდუქტთან (მეშ) შეფარდება და უცხოური ვალუტის წილი მთლიან ვალში.

მზარდი ეკონომიკის ქვეყნებში სიტუაცია მნიშვნელოვნად არ შეცვლილა; მცირედით გაიზარდა უცხოური ვალის წილი მთლიან სესხებში, ხოლო მოკლევადიანი ვალის რეზერვებთან ფარდობის ინდიკატორის რისკი-ანობა კი გაუმჯობესდა. სხვა ინდიკატორების რისკის დონე მარშანდელთან შედარებით უცვლელია. ყოფილი დსთ-ს ქვეყნების შემთხვევაში, საქართველოსგან განსხვავებით, რიგი ინდიკატორები გაუარესებულია. კერძოდ, გაიზარდა მოკლევადიანი ვალის რეზერვებთან შეფარდების, საგარეო ვალის მეშ-თან შეფარდების და მოკლევადიანი ვალის წილის რისკიანობის მაჩვენებლები. გაუმჯობესდა საგარეო ვალის ექსპორტთან შეფარდების მაჩვენებელი, რაც საექსპორტო შემოსავლების გაუმჯობესებაზე მიუთითებს.

მიუხედავად განსხვავებული დინამიკისა, საერთო ჯამში საქართველოს საგარეო მოწყვლადობის მაჩვენებლების უმრავლესობა, აღნიშნული ქვეყნების მედიანურ მაჩვენებელთან შედარებით, მაღალია (იხ. დიაგრამა II.6). კერძოდ, საქართველოში შედარებით მაღალია საპროცენტო გადასახადების ფარდობა საექსპორტო შემოსავალთან, უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ვალის წილი მთლიან საგარეო ვალში, საგარეო ვალის ფარდობა მეშ-თან და მოკლევადიანი სესხის უცხოური ვალუტის რეზერვებთან ფარდობა. მაკროფინანსური პირობების გაუარესების, სუვერენული რისკის პრემიის ზრდისა და ფინანსური პირობების გამკაცრების შემთხვევაში, არსებობს მოკლევადიანი ვალის მომსახურების გაძვირების რისკები, რაც ფინანსური სტაბილურობისთვის საყურადღებოა. თუმცა, მშპ-ს, ექსპორტისა და რეზერვების ზრდა ამცირებს ვალის მომსახურებასთან დაკავშირებულ რისკებს.

დიაგრამა II.6. საქართველოს საგარეო სექტორის მოწყვლადობა მზარდ ეკონომიკებთან და დსთ-ის ქვეყნებთან შედარებით⁶, 2025



წყარო: სეზ, სსფ, მსოფლიო ბანკი.

6 რანჟირება დაფუძნებულია შესაბამისი ინდიკატორების განაწილებაზე აღნიშნულ ქვეყნებში. მაღალი რანგი შეესაბამება მაღალ მოწყვლადობას. დსთ-სთვის დათვლილი მედიანა მოიცავს ყოფილ წევრებსაც, მათ შორის მოლდოვას და უკრაინას.

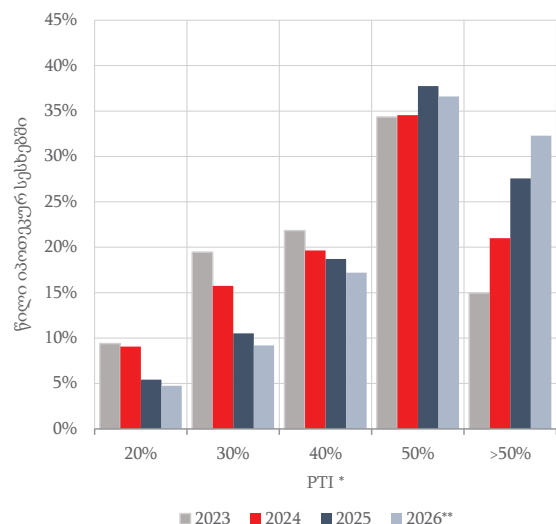
შინამეურნეობების სექტორის ანალიზი

შინამეურნეობების საკრედიტო აქტივობა მაღალია, ხოლო დაკრედიტების სტანდარტები კარგია, რაც სესხის უზრუნველყოფისა და სესხის მომსახურების კოეფიციენტების ჯანსაღი განაწილებებით დასტურდება. წინა წლების მსგავსად, სამომხმარებლო სესხების მრდა განსაკუთრებით მაღალია, თუმცა სტაბილური. რაც შეეხება იპოთეკურ სესხებს, სავარაუდოდ ხელმისაწვდომობის მრდის გამო, იპოთეკური სესხების მრდის ტემპი გაიზარდა. რისკიანი გარემო-პირობების გამო, მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრებულია და მოსალოდნელია, რომ ეს პოზიცია შედარებით ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში შენარჩუნდება, რაც სესხის მომსახურების ტვირთზეც აისახება. ეკონომიკური მრდის მაჩვენებლები კი ხელს უწყობს შრომის ბაზრის დადებით დინამიკას, კერძოდ, საშუალო ხელფასი მრდას განაგრძობს, უმუშევრობის დონე კი სტაბილურ დონეზე ნარჩუნდება. გასათვალისწინებელია, რომ საშუალო ხელფასის მრდის ტემპი, წინა წლებთან შედარებით, შემცირებულია, რაც ამ მაჩვენებლის ნორმალიზებაზე მიუთითებს. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ შინამეურნეობების დოლარიზაცია, რაც ფინანსური სტაბილურობის რისკების მნიშვნელოვან წყაროს წარმოადგენს, ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული გრძელვადიანი დედოლარიზაციის პოლიტიკის შედეგად შემცირებას განაგრძობს.

შინამეურნეობების დაკრედიტების სტანდარტები ჯანსაღია, შესაბამისად სესხების ხარისხიც კარგია. ბოლო წლების განმავლობაში, შინამეურნეობების სესხის უზრუნველყოფისა (LTV) და სესხის მომსახურების კოეფიციენტები (PTI) გაცემული იპოთეკური სესხებისათვის ჯანსაღი განაწილებებით ხასიათდება (იხ. დიაგრამა II.7 & II.8). რაც შეეხება სესხის მომსახურების მხარეს, მსესხებლებს სესხის მომსახურების შემდეგ სხვა ფინანსური საჭიროებებისთვისაც რჩებათ რესურსი. ასევე, უნდა აღინიშნოს, რომ არსებული მაქსიმალური მოთხოვნა სესხის მაქსიმალურ ვადაზე ვრცელდება, ხოლო განაწილება საკონტრაქტო ვადაზე დათვლილი PTI-ისთვის არის წარმოდგენილი, რაც ნიშნავს, რომ ფინანსური სირთულეების არსებობის შემთხვევაში სესხის დაგრძელვადიანების შესაძლებლობაც შინამეურნეობებისათვის პოტენციურ ბუფერს წარმოადგენს.

შრომის ბაზარი დადებითი დინამიკით ხასიათდება, როგორც დასაქმების, ასევე საშუალო შრომის ანაზღაურების მაჩვენებლების გათვალისწინებით. ეკონომიკური მრდა პოზიტიურად აისახა შრომის ბაზრის მაჩვენებლებზე. უმუშევრობის დონე 2024-2025 წლის განმავლობაში სტაბილურად დაბალი დონით ხასიათდებოდა და 2026 წლის მეორე კვარტალის მდგომარეობით, 13.8 პროცენტს შეადგენს. საშუალო ხელფასი კი მრდას განაგრძობს, თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ 2022-2023 წლებში

დიაგრამა II.7. სესხის მომსახურების კოეფიციენტის განაწილება

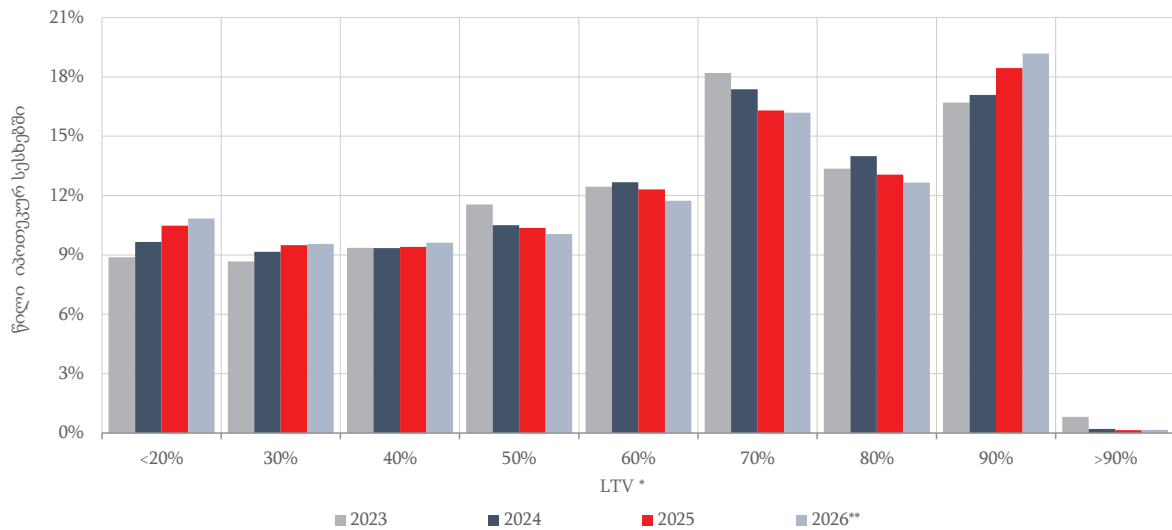


*PTI-ის განაწილება აგებულია წლის განმავლობაში გაცემული სესხების რაოდენობის მიხედვით

** 2026 წლის მაჩვენებელი მოიცავს პირველი და მეორე კვარტალების იპოთეკური სესხების გაცემებს

წყარო: სეპ.

დიაგრამა II.8. სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტის განაწილება



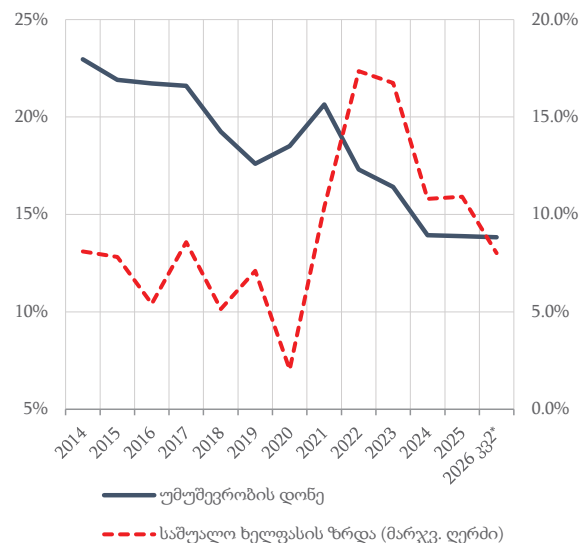
*LTV-ის განაწილება აგებულია წლის განმავლობაში გაცემული სესხების რაოდენობის მიხედვით

** 2026 წლის მაჩვენებელი მოიცავს პირველი და მეორე კვარტალების იმპორტული სესხების გაცემებს

წყარო: სეზ.

საშუალო ხელფასის მკვეთრი ზრდის შემდეგ, მისი ზრდის ტემპი ნორმალიზებულია - 2024-2025 წლების საშუალო მაჩვენებელი 10 პროცენტის მიდამოებში ნარჩუნდებოდა, ხოლო 2026 წლის მეორე კვარტალში საშუალო ხელფასის წლიური ზრდის ტემპი 8 პროცენტს შეადგენდა. შესაბამისად, ბოლო წლებში უმუშევრობისა და ხელფასების დინამიკა დადებითად აისახება შინამეურნეობების ეკონომიკურ კეთილდღეობაზე. მიუხედავად ამისა, უმუშევრობის ანალიზისას გასათვალისწინებელია პრომის ბაზარზე დაკვირვებისას არსებული სტატისტიკური ნაკლოვანებები. საშუალო ხელფასის ანალიზისას კი საყურადღებოა შემოსავლების არათანაბარი განაწილების ეფექტი, სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მონაცემებით, მედიანური ხელფასი მნიშვნელოვნად ჩამორჩება ხელფასის საშუალო მაჩვენებელს.

დიაგრამა II.9. პრომის ბაზრის ინდიკატორები: უმუშევრობის დონე და საშუალო ხელფასის წლიური ზრდა



* 2026 წლის მეორე კვარტალში საშუალო ხელფასის ზრდის მაჩვენებელი გამოთვლილია 2025 წლის მეორე კვარტალის მაჩვენებელთან შედარებით

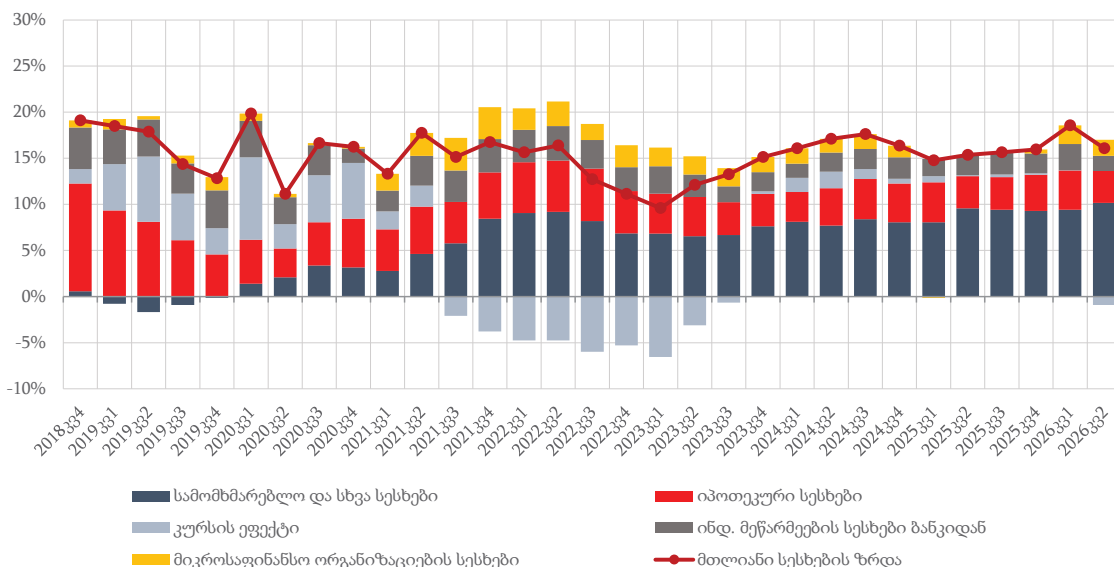
წყარო: საქსტატი.

გლობალურად მაღალი ინფლაციური მოლოდინების ფონზე, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის გამკაცრება შინამეურნეობების სესხის მომსახურების ტვირთზეც აისახება. ახლო აღმოსავლეთში გამწვავებული გეოპოლიტიკური ვითარების გამო ინფლაციური მოლოდინების საპასუხოდ მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის გადაწყვეტილებით, 2026 წლის მაისში, რეფინანსირების განაკვეთი 0.25 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა. მოსალოდნელია, რომ მომატებული ინფლაციური რისკების ფონზე მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებული პოზიცია შედარებით ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში შენარჩუნდება, ხოლო საჭიროების შემთხვევაში, შესაძლებელია მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებაც. მონეტარული პოლიტიკა მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს შინამეურნეობების ვალის ტვირთზე, რადგან მათი საკრედიტო პორტფელის მნიშვნელოვან ნაწილს ცვლადგანაკვეთიანი სესხები წარმოადგენს.

შინამეურნეობების სესხების ზრდა კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება, რაც დიდწილად სამომხმარებლო სესხების მაღალი ზრდითაა გამოწვეული. 2026 წლის მეორე კვარტალში შინამეურნეობების სექტორზე გაცემული სესხების წლიური ზრდა 16.1 პროცენტს შეადგენდა, აღნიშნული ზრდის დეკომპოზიცია წინა წლების მსგავსია და მნიშვნელოვანი წვლილი სამომხმარებლო სესხების ზრდას აქვს (იხ. დიაგრამა II.10), რომელიც კვლავ მაღალი, თუმცა სტაბილურია და 2026 წლის ივნისის

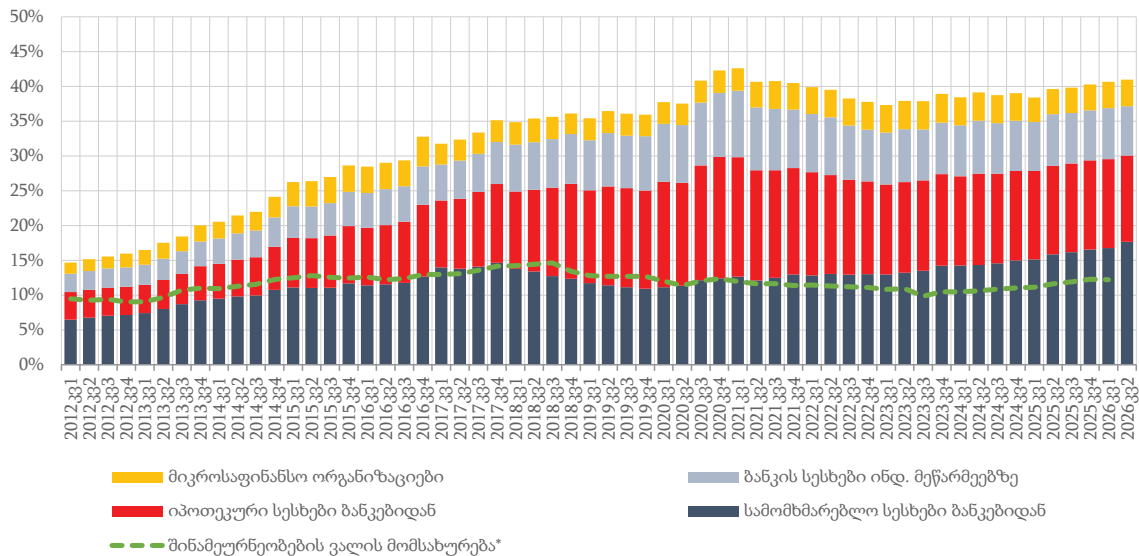
მდგომარეობით 24 პროცენტს შეადგენს. რაც შეეხება იპოთეკურ სესხებს, 2025 წლის მეორე ნახევრიდან ეტაპობრივად გაიზარდა ამ ტიპის სესხების წლიური ზრდის ტემპი და 2026 წლის ივნისში 15 პროცენტი იყო, რაც 5 პროცენტული პუნქტით აღემატება წინა წლის შესაბამის მაჩვენებელს. 2025 წლის განმავლობაში მონეტარული პოლიტიკა უცვლელად ნარჩუნდებოდა, ხოლო 2026 წლის მაისში გამკაცრდა, რაც ნიშნავს, რომ მონეტარული პოლიტიკის მხრიდან იპოთეკური სესხების დამატებითი ზრდის სტიმული არ ყოფილა. აღნიშნული ცვლილება შესაძლოა ბანკების მხრიდან იპოთეკურ სესხებზე ხელმისაწვდომობის ზრდამ და აქტიურმა შეთავაზებებმა განაპირობა. გასათვალისწინებელია, რომ იპოთეკური სესხების პორტფელი მისი გრანულარულობისა და უძრავი ქონებით უზრუნველყოფის გამო ნაკლები რისკის მატარებელია. ასევე, უნდა აღინიშნოს, რომ შინამეურნეობების ჯამური ვალდებულებები კვლავ სტაბილურ დონეზე ნარჩუნდება და 2026 წლის მეორე კვარტალის მდგომარეობით მშპ-ს 41 პროცენტს შეადგენდა (იხ. დიაგრამა II.11), დეკომპოზიციაც სტაბილურია და მნიშვნელოვან კონტრიბუტორებს კვლავ სამომხმარებლო და იპოთეკური სესხები წარმოადგენენ.

დიაგრამა II.10. შინამეურნეობების სესხის წლიური ზრდის დეკომპოზიცია



წყარო: სეპ.

დიაგრამა II.11. შინამეურნეობების ვალის მშპ-თან ფარდობა



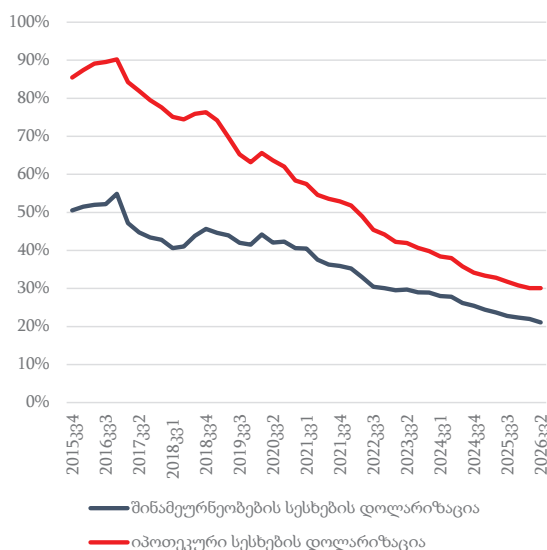
* შინამეურნეობების ვალის მომსახურება (ძირი პლუს პროცენტი)/შინამეურნეობების განკარგავადი შემოსავალი.

წყარო: სეზ.

ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული დედოლარიზაციის გრძელვადიანი პოლიტიკის შედეგად, სავალუტო რისკის მიმართ შინამეურნეობების მოწყვლადობა საგრძნობლად შემცირებულია. უცხოური ვალუტის სესხებზე ლიმიტის ეტაპობრივი ზრდა ეროვნული ბანკის ეფექტიან ინსტრუმენტს წარმოადგენს, რომლის ეტაპობრივი ზრდის შედეგად დოლარიზაცია წლების განმავლობაში საგრძნობლად შემცირდა. შინამეურნეობების სესხების დოლარიზაცია, რაც ფინანსური სტაბილურობისთვის მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენს, შემცირე-

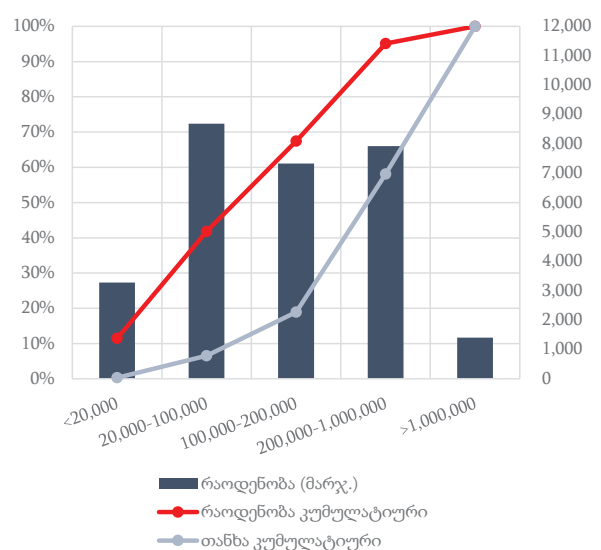
ბას განაგრძობს. დედოლარიზაციის გრძელვადიანი გეგმის ფარგლებში, არაპეჯირებულ მსესხებელთათვის უცხოური ვალუტის სესხის ლიმიტი 2026 წლის 1 ივლისიდან 1 000 000 ლარამდე გაიზარდა. ამ მიმართულებით ამოქმედებული რეგულაციების შედეგად, შინამეურნეობების სესხების დოლარიზაცია 21, ხოლო იპოთეკური სესხების - 30 პროცენტამდე არის შემცირებული. უცხოური ვალუტის მსესხებელთა რაოდენობა 2026 წლის ივნისის მდგომარეობით, 28.6 ათას მსესხებელს (ან მსესხებელთა ჯგუფს) შეადგენს. შედა-

დიაგრამა II.12. შინამეურნეობების სესხების დოლარიზაცია



წყარო: სეზ.

დიაგრამა II.13. უცხოური ვალუტის სასესხო პორტფელის განაწილება, 2026 ივნისი



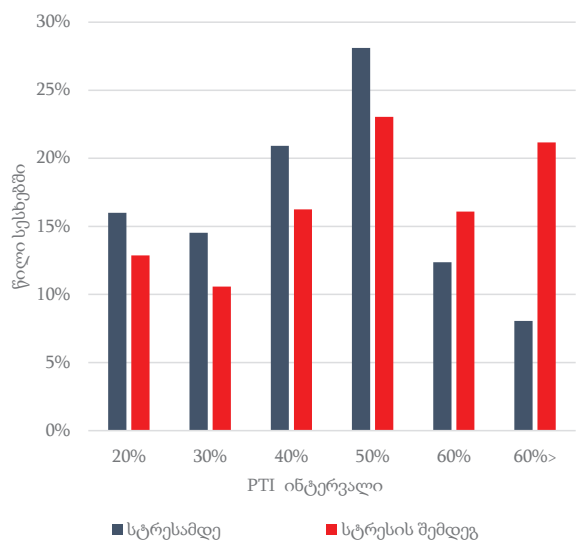
წყარო: სეზ.

რებისთვის, აღნიშნული მსესხებლების რაოდენობა 2016 წლის ბოლოს დაახლოებით 140 ათასს, ხოლო 2020 წლის ივნისში 68 ათასს შეადგენდა. მათი განაწილების ანალიზი კი გვიჩვენებს, რომ ამ ტიპის მსესხებელთა 33 პროცენტს 200 000 ლარზე მეტი დავალიანება აქვთ, რაც უცხოური ვალუტის სესხების ნაშთის 81 პროცენტს შეადგენს. დიდი მოცულობის სესხები კი, როგორც წესი, მაღალშემოსავლიან მსესხებლებზეა გაცემული, რომლებიც ნაკლებად მოწყვლადები არიან (იხ. დიაგრამა II.13).

შინამეურნეობების მოწყვლადობის ანალიზი

ჩატარებულმა მოწყვლადობის ანალიზმა აჩვენა, რომ მკაცრი მაკროეკონომიკური შოკის რეალიზების შემთხვევაშიც კი შინამეურნეობებს სესხის მომსახურების გაგრძელების რესურსი აქვთ. მკაცრი მაკროეკონომიკური სცენარი 2026-2027 წლების განმავლობაში გაცვლითი კურსის კუმულატიურად დაახლოებით 50 პროცენტთან გაუფასურებას ითვალისწინებს, ხოლო დასაქმება და საშუალო ხელფასი, შესაბამისად, 6.6 და 5 პროცენტით მცირდება. მიმდინარე მდგომარეობით, მსესხებელთა 82 პროცენტისათვის სესხის მომსახურების კოეფიციენტი 50 პროცენტზე ნაკლებია. აღნიშნული სცენარის რეალიზების შემთხვევაში კი ასეთ მსესხებელთა წილი 73 პროცენტამდე მცირდება, ხოლო იმ მსესხებელთა წილი, რომელთა სესხის მომსახურების კოეფიციენტი 60 პროცენტს აღემატება, სტრესის რეალიზების შემთხვევაში, 7-დან 16 პროცენტამდე იზრდება (იხ. დიაგრამა II.14).

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



წყარო: სეზ.

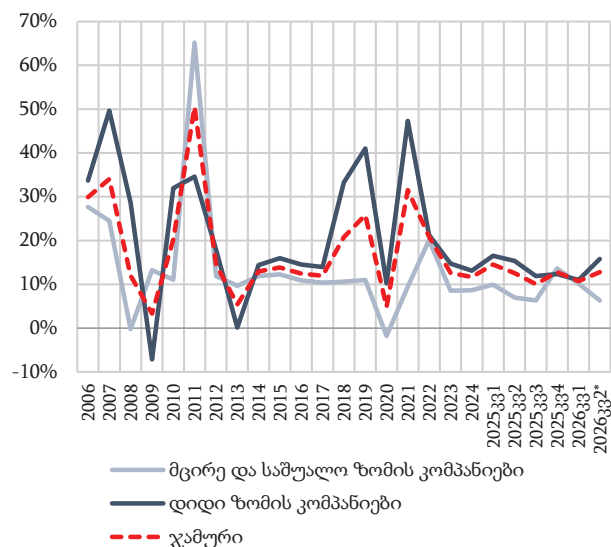
არაფინანსური კომპანიების მიმოხილვა

2026 წლის პირველ ნახევარში, მსოფლიოში არსებული გეოპოლიტიკური დაძაბულობის შედეგად გაზრდილი გაურკვევლობის მიუხედავად, არაფინანსური კომპანიების ბრუნვები მრდს სტაბილური ტემპით განაგრძობს. მთლიანობაში, არაფინანსური კომპანიების სეგმენტი მდგრადობას ინარჩუნებს, თუმცა გარკვეულ სექტორებში, როგორიცაა მასპინძლობის, მრეწველობის, მშენებლობისა და ჯანდაცვის სექტორები, სესხების ხარისხობრივი მაჩვენებლების მცირე გაუარესება შეინიშნება. კომპანიების დაფინანსებაში საბანკო სესხების წილი კვლავ მზარდია. ამასთან, საგარეო დაფინანსების წილის შემცირების მიუხედავად, არაფინანსური კომპანიების სეგმენტის მთლიანი ვალის დოლარიზაცია მცირედით გაიზარდა, რაც ძირითადად ადგილობრივი ვალის, კერძოდ საბანკო სესხების, დოლარიზაციის მრდის კვალობაზე მოხდა. მიმდინარე წლის პირველი ნახევრისთვის, არაფინანსური კომპანიების საბანკო სესხების მრდაში შენელება შეინიშნება, თუმცა იგი კვლავ აღემატება სხვა ევროპის ქვეყნების უმრავლესობის სესხების მრდის ტემპს. აღნიშნულის გათვალისწინებით, უკანასკნელი წლების განმავლობაში მაღალი ეკონომიკური მრდის ფონზე, კომპანიების ვალის ტვირთი, როგორც სესხების ნომინალურ მშპ-თან ფარდობა, კვლავ ჩამოუვარდება მის გრძელვადიან დონეს. რეგიონში არსებული მაღალი გაურკვევლობის ფონზე, გლობალური და ადგილობრივი ფინანსური პირობების გამკაცრება ახლად გაცემული სესხების საპროცენტო განაკვეთების მრდაში აისახა. საქართველოს არაფინანსური კომპანიების ცვალებად განაკვეთიანი სესხების მზარდი წილი როგორც ადგილობრივ, ისე უცხოურ ვალუტაში, აღნიშნულის მიმართ მოწყვლადობას მრდის.

2024 წლის მდგომარეობით, არაფინანსური კომპანიების უმრავლესობაში მომგებიანობა სტაბილურ დონეზე შენარჩუნდა, ლიკვიდობა გაუმჯობესდა, ხოლო გადახდისუნარიანობა ადეკვატური იყო. გლობალურად სავაჭრო და ფინანსურ პირობებთან დაკავშირებით გაზრდილი გაურკვევლობის ფონზე, კომპანიების ვალდებულებების მაღალი დოლარიზაცია სეგმენტში არსებულ რისკებზე მიუთითებს. თუმცა, კომპანიების მოწყვლადობის ანალიზის მიხედვით, ზომიერი სტრესის შემთხვევაში კომპანიების ვალის მომსახურების უნარი კვლავ ჯანსაღ დონეზე ნარჩუნდება, ხოლო მათი ფინანსური მდგრადობის რისკები არსებითად არ იზრდება.

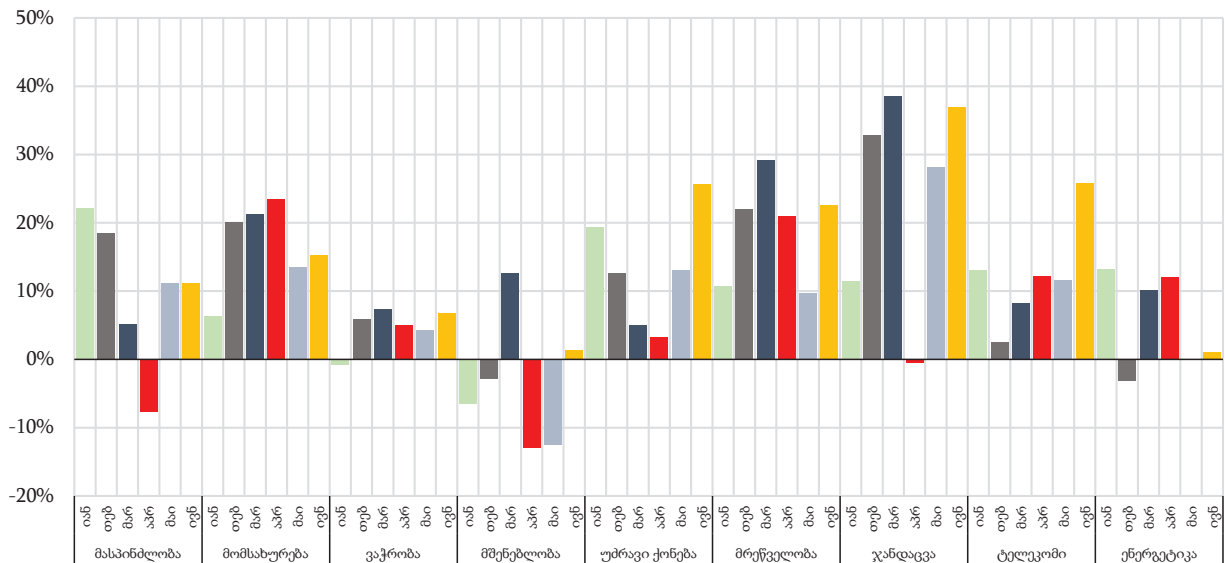
2025 წლის განმავლობაში, კომპანიების ბრუნვების მრდის ტემპის შენელება შეინიშნებოდა, ხოლო 2026 წლის დასაწყისში მრდის ტემპის დასტაბილურება იკვეთება. დიდი ზომის კომპანიების ბრუნვები სტაბილურ მრდის ტემპს ინარჩუნებდნენ; კერძოდ, 2026 წლის პირველ კვარტალში დიდი ზომის ფირმების ბრუნვების წლიურმა მრდამ 11 პროცენტს მიაღწია (იხ. დიაგრამა II.15). ხოლო, მცირე და საშუალო ზომის კომპანიებში, 2025 წლის მეორე ნახევარში, ბრუნვების წლიური მრდის ტემპის დაჩქარების მიუხედავად, 2026 წლის პირველ კვარტალში, მათი ბრუნვების მრდის ტემპი კვლავ შენელდა და 10.1 პროცენტი შეადგინა. 2026 წლის მეორე კვარტალის წინასწარი შეფასებით, არაფინანსური კომპანიების ბრუნვები მცირედით დაჩქარდება, რაც ძირითადად დიდი ზომის კომპანიების მაღალი

დიაგრამა II.15. ბრუნვების წლიური მრდა კომპანიების ზომის მიხედვით



წყარო: საქსტატი.

დიაგრამა II.16. დღგ-ის გადამხდელი კომპანიების ბრუნვის წლიური ცვლილება შერჩეული სექტორების მიხედვით (2026/2025)



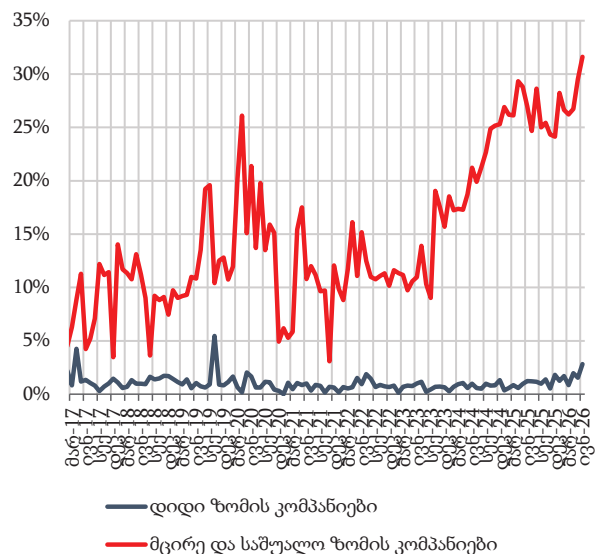
წყარო: შემოსავლების სამსახური.

ზრდის ფონზე ხდება, მაშინ, როცა მცირე და საშუალო კომპანიებისთვის ბრუნვები დამატებით შენელებულია. კერძოდ, 2026 წლის მეორე კვარტალში დიდი ზომის კომპანიებისთვის დაახლოებით 15.8 პროცენტიანი, ხოლო მცირე და საშუალო ზომის კომპანიებისთვის 6.3 პროცენტიანი ზრდა არის მოსალოდნელი.

2026 წლის დასაწყისში, ბრუნვების ზრდა დაფიქსირდა სექტორთა უმრავლესობაში (იხ. დიაგრამა II.16). 2026 წლის პირველ ნახევარში სოლიდური ზრდა შეინიშნება მასპინძლობის, მომსახურების, უძრავი ქონების, მრეწველობის, ჯანდაცვისა და ტელეკომის სექტორებში. ამასთან, 2026 წლის მეორე კვარტალში, სექტორთა უმრავლესობაში ბრუნვების ზრდის ტემპის დაჩქარება დაფიქსირდა. თუმცა ამავე პერიოდში ენერგეტიკის სექტორში ბრუნვების ზრდა შენედა, ხოლო სამშენებლო სექტორში ბრუნვები შემცირდა. ვაჭრობის სექტორი კი 2026 წლის პირველ 6 თვეში შედარებით ზომიერი თუმცა სტაბილური ზრდით ხასიათდებოდა.

ბოლო ერთი წლის განმავლობაში, უარყოფითი სესხების წილი მცირე და საშუალო ზომის კომპანიების სეგმენტში მნიშვნელოვნად არის გაზრდილი (იხ. დიაგრამა II.17). კერძოდ, საგრძნობლად გაზრდილია სესხის გაცემაზე უარყოფების რაოდენობა მცირე და საშუალო ზომის

დიაგრამა II.17. არაფინანსური კომპანიების უარყოფითი სასესხო განაცხადების წილი



წყარო: სეპ.

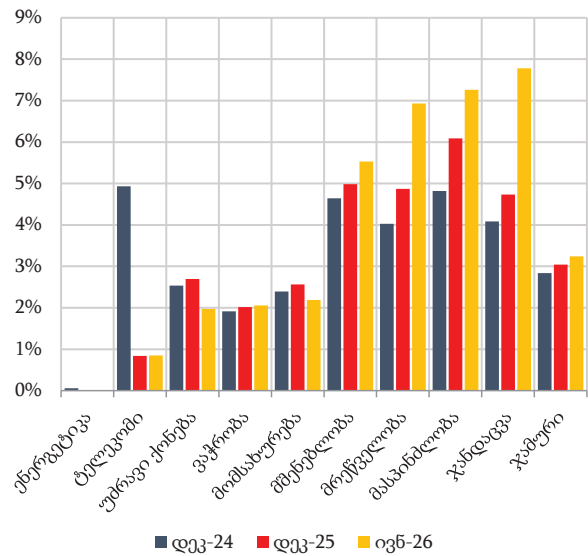
კომპანიების ლარის პორტფელში. 2025 წლის განმავლობაში აღნიშნული მაჩვენებელი გარკვეული მერყეობით ხასიათდებოდა. თუმცა, 2026 წლის ივნისის მდგომარეობითაც, მაღალ ნიშნულზე ნარჩუნდება. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ ბოლო 3 კვარტლის განმავლობაში, ასევე საგრძნობლად გაზრდილია კომპანიებზე გაცემული სესხების რაოდენობა.

2026 წლის ივნისისთვის, არაფინანსური კომპანიების სექტორთა დიდ ნაწილში უმოქმედო სესხების ზრდა შეინიშნება. კერძოდ, მასპინძლობის, სამშენებლო, მრეწველობისა და ჯანდაცვის სექტორებში, ბოლო 3 წლის განმავლობაში, ზრდის დინამიკა ფიქსირდება (იხ. დიაგრამა II.18). მიმდინარე წლის ივნისის მონაცემებზე დაყრდნობით, აღნიშნულ სექტორებში უმოქმედო სესხების წილის, წინა წლებთან შედარებით, მაღალი ზრდა გამოიკვეთა, რაც აღნიშნულ დინამიკას საყურადღებოს ხდის. მიმდინარე მდგომარეობით, მთლიანობაში, არაფინანსური კომპანიების უმოქმედო სესხების წილი 3 პროცენტის ნიშნულს მიდამოში ნარჩუნდება.

ბოლო პერიოდის განმავლობაში სექტორთა უმრავლესობაში მე-2 დონის სესხების წილში ზრდა შეინიშნებოდა. ზოგადად, 1-ლი დონის სესხების მე-2 დონედ გადაკვალიფიცირება შეიძლება გამოწვეული იქნას ფინანსური ინსტრუმენტის პერიოდული გადახდის ვადის გადაცილების, რისკის საწყის დონესთან შედარებით ზრდისა ან ფინანსური ინსტრუმენტის რესტრუქტურის შედეგად. შესაბამისად, მე-2 დონის სესხების მოცულობის ზრდა შესაძლოა სესხების ხარისხის გაუარესებაზე მიუთითებდეს და შემდგომი ჩამოქვეითების, ანუ უმოქმედოდ გარდაქმნის, რისკების შეფასებას საჭიროებდეს. აქვე გასათვალისწინებელია, რომ ყოველ პერიოდში გაცემული ახალი სესხები 1-ლი დონის სესხებად აღირიცხება, შესაბამისად 1-ლი დონის სესხების წილის ზრდა შესაძლოა არა ფინანსური ინსტრუმენტების ხარისხის გაუმჯობესების, არამედ ახალი გაცემების ასახვა იყოს.

2026 წლის ივნისის მდგომარეობით, სესხების ხარისხობრივ მაჩვენებლებზე დაყრდნობით, გარკვეული ზრდა შეინიშნება მე-2 დონის სესხების წილში მომსახურების, მშენებლობის, მრეწველობის, ჯანდაცვის, ტელეკომისა და ენერგეტიკის სექტორებში (იხ. დიაგრამა II.19). აღნიშნული სექტორებიდან 2025 წლის მე-3 კვარტლის ბოლოს, მასპინძლობისა და ტელეკომის სექტორში დიდი მოცულობის მე-3 დონის სესხების ჩამოწერა და 1-ლი დონის სესხების ნაწილის მე-2 დონის სესხებად გადაკვალიფიცირება მოხდა, რაც სესხების ხარისხის გაუარესებაზე მიუთითებს. 2025

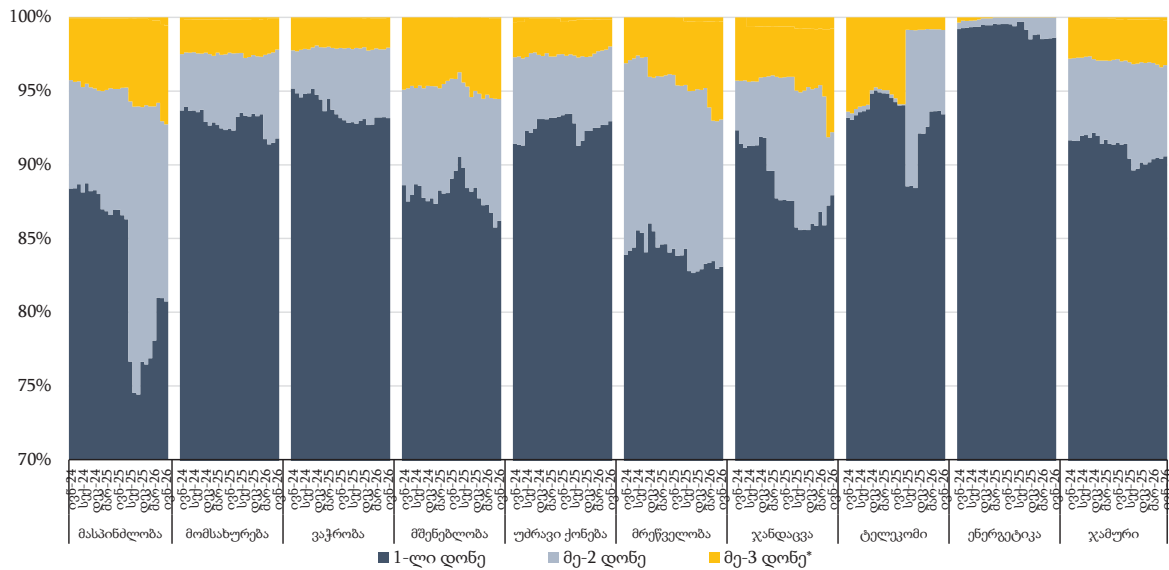
დიაგრამა II.18. არაფინანსური კომპანიების უმოქმედო სესხების წილი მთლიან სესხებში შერჩეული სექტორების მიხედვით



წყარო: სებ.

წლის მე-4 კვარტლის ბოლოს ენერგეტიკის სექტორში მე-2 დონის სესხების მოცულობა უფრო სწრაფად იზრდებოდა 1-ლი დონის სესხებთან შედარებით (იხ. დიაგრამა II.20). აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ აღნიშნულ სექტორში 2026 წლის დასაწყისიდან მე-2 დონის სესხების წილი უცვლელია. 2026 წლის პირველ კვარტალში, ჯანდაცვის სექტორში მე-2 და მე-3 დონის სესხების წილი გაიზარდა, რაც ფინანსური ინსტრუმენტის ხარისხის გაუარესებას გულისხმობს. 2026 წლის მეორე კვარტლისთვის კი სამშენებლო სექტორში შემცირდა 1-ლი დონის სესხების წილი და გაიზარდა მე-2 და მე-3 დონის სესხების წილი.

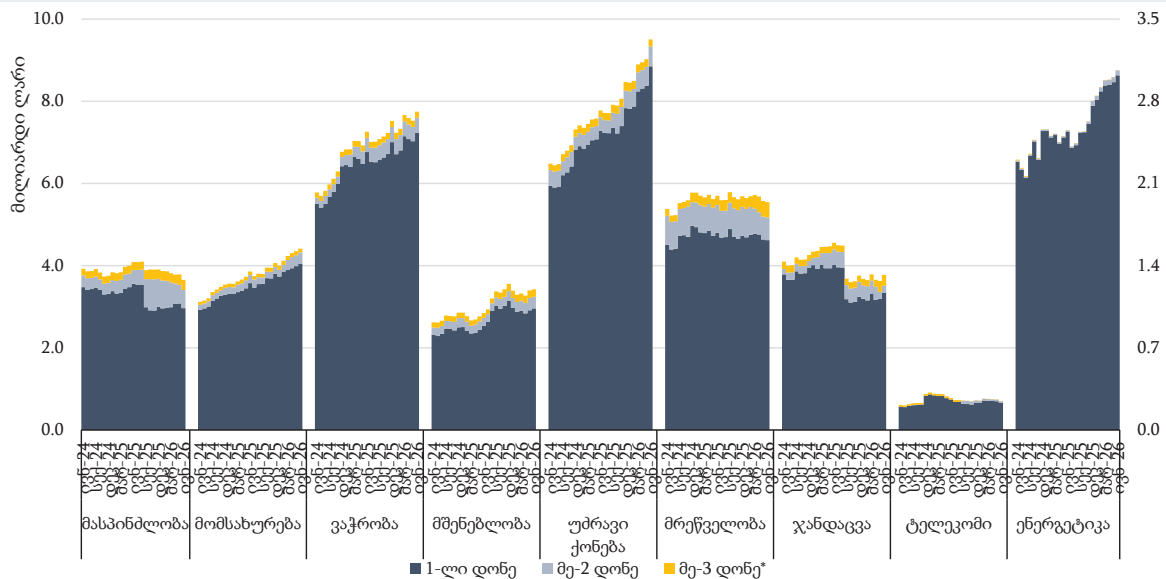
დიაგრამა II.19. არაფინანსური კომპანიების შერჩეულ სექტორებში სესხების წილები ფინანსური ინსტრუმენტის საკრედიტო რისკის დონეების მიხედვით*



* მე-3 დონეში ასევე გაერთიანებულია შეძენილი ან გამოშვებული გაუფასურებული ფინანსური ინსტრუმენტები

წყარო: სეზ.

დიაგრამა II.20. არაფინანსური კომპანიების შერჩეულ სექტორებში სესხების მოცულობა ფინანსური ინსტრუმენტის საკრედიტო რისკის დონეების მიხედვით**



* მე-3 დონეში ასევე გაერთიანებულია შეძენილი ან გამოშვებული გაუფასურებული ფინანსური ინსტრუმენტები

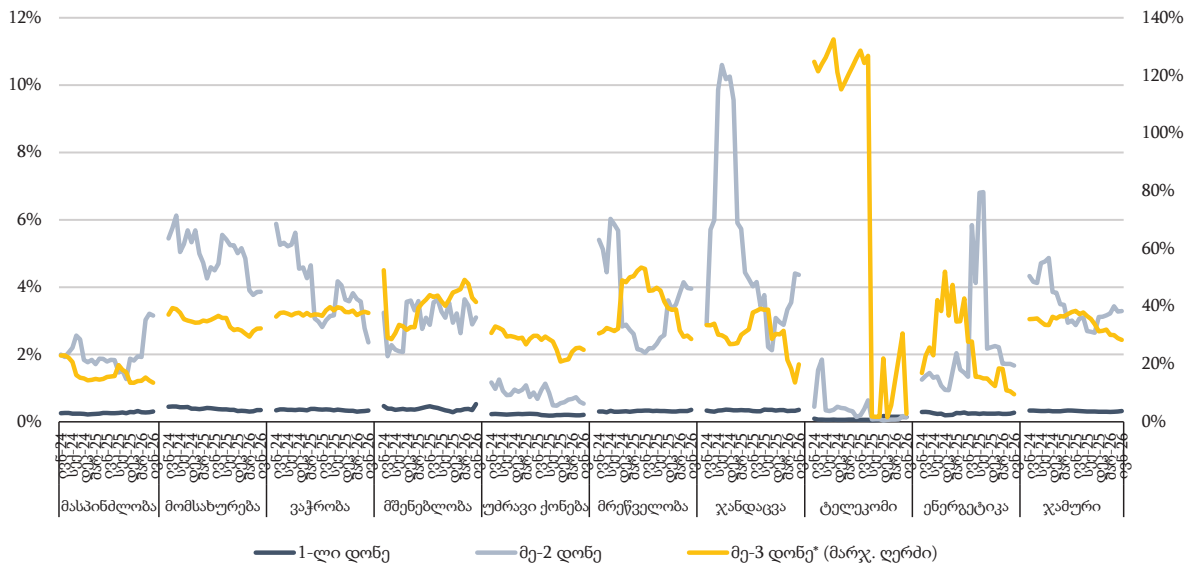
** მშენებლობის, ჯანდაცვის, ტელეკომისა და ენერგეტიკის სექტორები სკალირებულია მარჯვენა ღერძის მიხედვით

წყარო: სეზ.

ბოლო პერიოდში, არაფინანსურ კომპანიებში მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალის ფარდობის კოეფიციენტები სტაბილურ დონეზე ნარჩუნდება, თუმცა სექტორულ ჭრილში გარკვეული განსხვავებები იკვეთება (იხ. დიაგრამა II.21). საყურადღებოა, რომ მთლიანობაში მე-3 დონის სესხების მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალის ფარდობის კოეფიციენტი შემცირდა. კერძოდ, შემცირება შეინიშნებოდა მასპინძლობის, მომ-

სახურების, მრეწველობის, ჯანდაცვისა და ტელეკომის სექტორებში. 2025 წელს მასპინძლობის სექტორში თავდაპირველი მე-3 კატეგორიის სესხების ზრდის საპასუხოდ იმავე წლის მეორე ნახევარში გაიზარდა მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალი, ხოლო შემდგომ პერიოდში სესხების ნაწილის ჩამოწმების პარალელურად მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალის მოცულობა შემცირდა. მომსახურებისა და

დიაგრამა II.21. არაფინანსური კომპანიების მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალის რეზერვებით უმოქმედო სესხების გადაფარვის კოეფიციენტი შერჩეული სექტორების მიხედვით



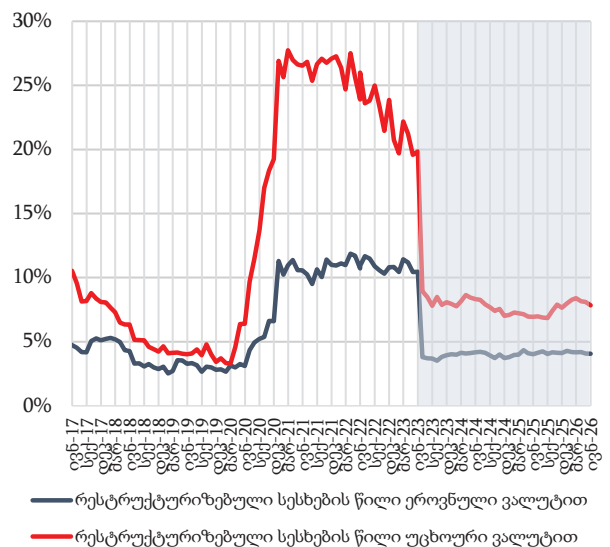
* მე-3 დონეში ასევე გაერთიანებულია შეძენილი ან გამოშვებული გაუფასურებული ფინანსური ინსტრუმენტები

წყარო: სებ.

მრეწველობის სექტორში, 2025 წლის ბოლო კვარტალში, უმოქმედო სესხების ზრდა დაფიქსირდა, რასაც მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალის პროპორციული ზრდა არ მოჰყოლია, შესაბამისად ფარდობის კოეფიციენტი შემცირდა. ჯანდაცვის სექტორში 2025 წლის ბოლოს დიდი მოცულობის სესხები ჩამოინწერა, შესაბამისად მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალი და მისი სესხებთან ფარდობის კოეფიციენტი შემცირდა. ანალოგიურად, 2025 წლის სექტემბერს, დიდი მოცულობის ჩამოინწერა განხორციელდა ტელეკომის სექტორში, რამაც ფარდობის კოეფიციენტი მნიშვნელოვნად შეამცირა. აღსანიშნავია, რომ ენერგეტიკის სექტორში მე-2 დონის სესხების მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალის ფარდობის კოეფიციენტში ვარდა დაფიქსირდა, რაც მე-2 დონის სესხების მნიშვნელოვანი ზრდის კვალობაზე მოხდა. თუმცა აღნიშნულ სექტორში მთლიანი სესხების მოცულობასთან მიმართებაში მე-2 დონის სესხების წილი უმნიშვნელოა.

აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ იმავე პერიოდში მცირედით გაზრდილია უცხოურ ვალუტაში საბანკო სესხებში რესტრუქტურირებული სესხების წილი (იხ. დიაგრამა II.22). საქართველოს ეროვნული ბანკი უწყვეტად აკვირდება ბანკების მხრიდან რისკების მართვის მექანიზმებს, და, საჭიროების შემ-

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

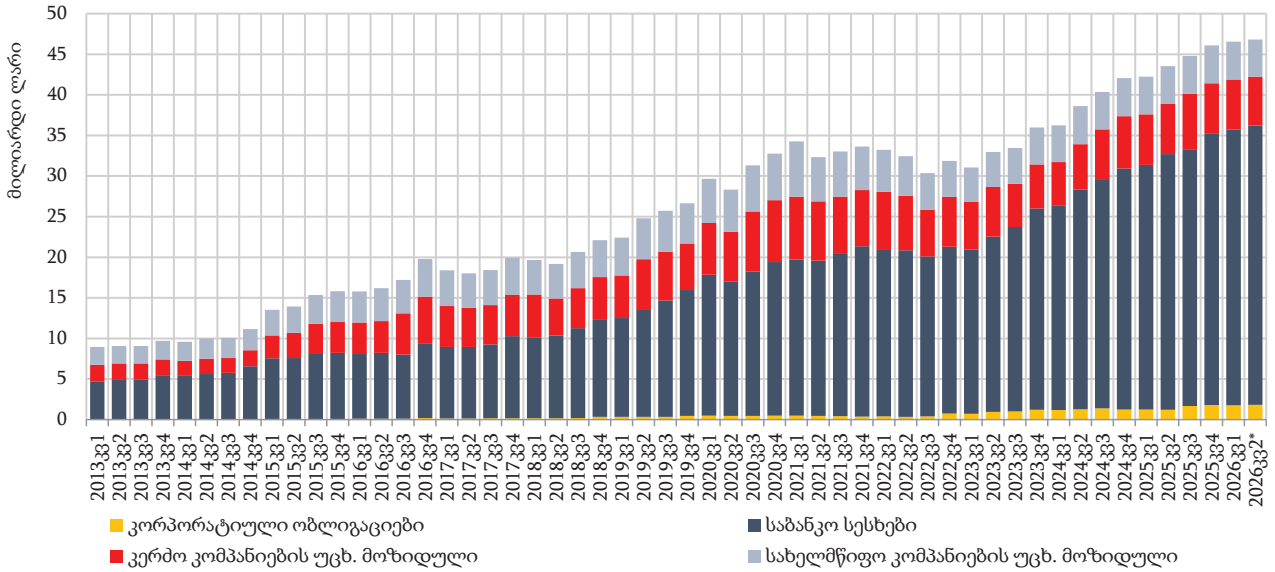


* 2023 წლის ივნისიდან, ფასს ანგარიშგებაზე გადასვლის შედეგად, რესტრუქტურირებული სესხების წილები დათვლილია განახლებული მეთოდოლოგიით

წყარო: სებ.

თხვევაში, გამოიყენებს შესაბამის მაკრო- და მიკროპრუდენციულ ინსტრუმენტებს, რათა უზრუნველყოს ფინანსური სექტორის მედეგობა.

დიაგრამა II.23. არაფინანსური კომპანიების მთლიანი ვალის შემადგენლობა**



* წინასწარი შეფასება

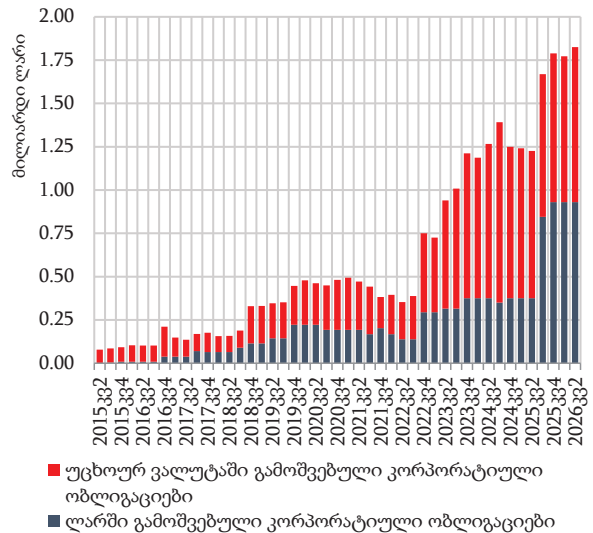
** მონაცემები არ მოიცავს უცხოეთიდან მოზიდულ კომპანიათაშორის სესხებს

წყარო: სებ.

არაფინანსური კომპანიების დაფინანსების სტრუქტურაში ადგილობრივი საბანკო სესხები წილი ზრდას განაგრძობს, ამასთან ბოლო ერთი წლის მანძილზე, ადგილობრივ ბაზარზე გამოშვებული ობლიგაციების წილიც გაიზარდა. აქვე აღსანიშნავია, რომ კომპანიების დამოკიდებულება საგარეო დაფინანსების წყაროებზე შემცირდა. აღნიშნული, კომპანიების მიერ აღებული საგარეო ვალის შემცირების შედეგია. 2026 წლის მეორე კვარტლისთვის, კომპანიების მთლიანი ვალის მოცულობამ 46.8 მილიარდ ლარს გადააჭარბა (იხ. დიაგრამა II.23). ვალის ზრდაში მნიშვნელოვანი წვლილი საბანკო სესხების ზრდას მიუძღვის, რომლის წილმაც მთლიან პორტფელში ასევე ისტორიულ მაქსიმუმს - დაახლოებით 73.5 პროცენტს მიაღწია, რაც წინა წლის მეორე კვარტალთან შედარებით 1.1 პროცენტული პუნქტით მეტია. 2026 წლის პირველი კვარტლის მონაცემებით, არაფინანსური კომპანიების მიერ საგარეო წყაროებიდან მოზიდული დაფინანსების მოცულობა წლიურად 0.5 პროცენტით არის შემცირებული. შესაბამისად, კომპანიების მიერ საგარეო წყაროებიდან მოზიდული დაფინანსების წილი მთლიან ვალში შემცირებას განაგრძობს და 2.3 პროცენტული პუნქტით ნაკლებია წინა წლის ანალოგიურ პერიოდთან შედარებით.

ბოლო ერთი წლის განმავლობაში, ადგი-

დიაგრამა II.24. ადგილობრივ ბაზარზე საჯარო შეთავაზებით გამოშვებული არაფინანსური კომპანიების ობლიგაციები (ნაშთი)



წყარო: სებ.

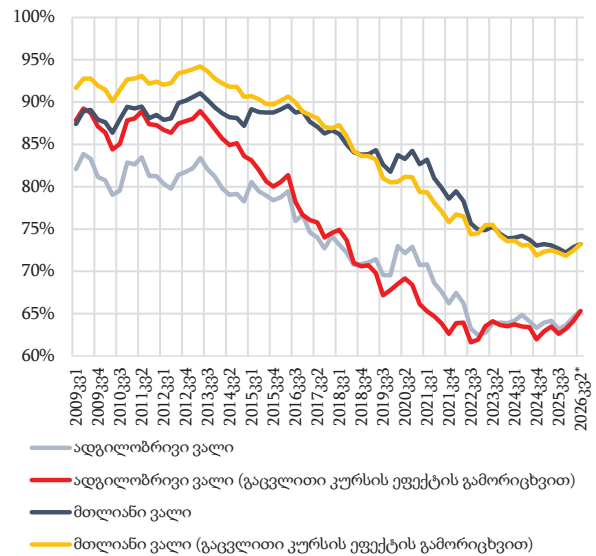
ლობრივი კაპიტალის ბაზრის აქტივობა გაიზარდა, რამაც არაფინანსური კომპანიების ვალის მთლიან პორტფელში ადგილობრივ ბაზარზე გამოშვებული ობლიგაციების წილის ზრდა განაპირობა. კომპანიების მთლიან ვალში ადგილობრივი ობლიგაციების წილი 1.1 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა და 3.9 პროცენტს მიაღწია. ამასთან, 2026 წლის მეორე კვარტლის მდგომარეობით, ადგილობრივ ბაზარზე გამოშვებული ობლიგაციების წილის ზრდის კვალდაკვალ,

უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ობლიგაციების წილი მნიშვნელოვნად შემცირდა, ხოლო ლარში გამოშვებული ობლიგაციების წილი გაიზარდა. ობლიგაციების დოლარიზაცია 49.0 პროცენტამდე შემცირდა, თუმცა აღნიშნული მაჩვენებელი კვლავ საყურადღებოა (იხ. დიაგრამა II.24). აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ადგილობრივ ბაზარზე ობლიგაციების ემიტენტების რაოდენობა გაზრდილია, რაც საქართველოში კაპიტალის ბაზრის ეტაპობრივ განვითარებას ასახავს.

ბოლო პერიოდში, არაფინანსური კომპანიების ადგილობრივი ვალის დოლარიზაციის ზრდა შეინიშნება, ამასთან შენედა მთლიანი ვალის დოლარიზაციის შემცირების ტემპი (იხ. დიაგრამა II.25). ადგილობრივ საკრედიტო პორტფელში საბანკო სესხების დოლარიზაცია მცირედით გაიზარდა, ხოლო ობლიგაციების დოლარიზაცია მნიშვნელოვნად შემცირდა. აღნიშნულის ფონზე, 2026 წლის პირველ ნახევარში, წინა წლის იმავე პერიოდთან შედარებით, კომპანიების შიდა ვალის დოლარიზაცია 1.2 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა (გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით 1.8 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა) და კვლავ მაღალ ნიშნულზე, 65.3 პროცენტზე, ნარჩუნდება. ამასთან, მთლიან პორტფელში საგარეო ვალის წილის შემცირების მიუხედავად, მთლიანი ვალის დოლარიზაცია გაიზარდა. შესაბამისად, საგარეო ვალის გათვალისწინებით, კომპანიების მთლიანი ვალის დოლარიზაცია 73.2 პროცენტს შეადგენს, რაც წინა წლის მაჩვენებელთან შედარებით 0.1 პროცენტული პუნქტით მეტია (გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით 0.7 პროცენტული პუნქტით მეტია). მთლიანობაში, კომპანიების დაფინანსების სტრუქტურაში უცხოურ ვალუტაში მოზიდული ვალის წილი მცირდება, თუმცა კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება, რაც დოლარიზაციის შემცირების მნიშვნელოვნებასა და დედოლარიზაციისკენ მიმართული პოლიტიკის გაგრძელების საჭიროებას ხაზს უსვამს.

გლობალურად სავაჭრო და საფინანსო პირობებთან დაკავშირებით გაზრდილი გაურკვევლობის ფონზე, კომპანიების მნიშვნელოვანი დამოკიდებულება დაფინანსების საგარეო წყაროებზე და ვალდებულებების მაღალი დოლარიზაცია სექტორში არსებულ მოწყვლადობაზე მიუთითებს. აღნიშნული

დიაგრამა II.25. არაფინანსური კომპანიების ვალის დოლარიზაცია**



* წინასწარი შეფასება

** მონაცემები არ მოიცავს უცხოეთიდან მოზიდულ კომპანიებაშორის სესხებს

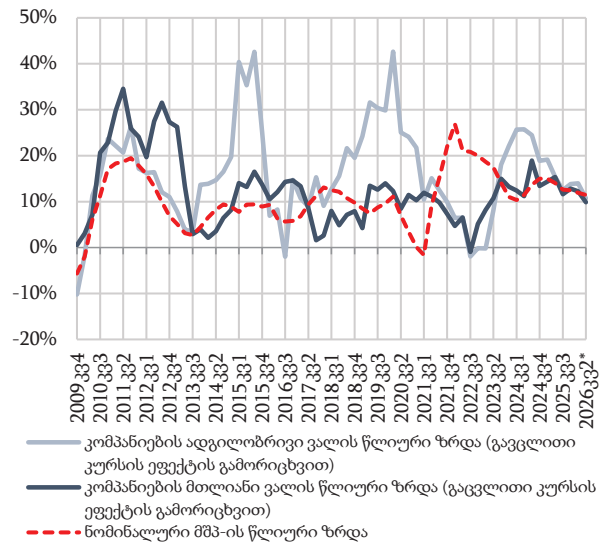
წყარო: სეპ.

რისკის არასათანადო ჰეჯირების პირობებში, კომპანიების ვალის ტვირთი გაცვლითი კურსის მერყეობის მიმართ მაღალი მგრძნობელობით ხასიათდება, რაც არაერთხელ გამოიკვეთა ბოლო ათწლეულის განმავლობაში. სწორედ აღნიშნული რისკების შესამცირებლად, შემოღებულია არაერთი რეგულაცია. ერთ-ერთ ასეთ რეგულაციაში სეპ-ის მიერ განხორციელდა ცვლილებები მიმდინარე წლის მაისში. კერძოდ, აღნიშნული რეგულაციის მაისის განახლების მიხედვით, 2026 წლის 1 ივლისიდან, გამსესხებლებს აეკრძალათ არაჰეჯირებულ მსესხებლებზე უცხოურ ვალუტაში სესხის გაცემა, თუ მათი არსებული სასესხო ნაშთი (ახალი სესხის მოცულობის ჩათვლით) არ აღემატება 1,000,000 ლარის ექვივალენტს⁷.

7 https://nbg.gov.ge/fm/ფინანსური_სტაბილურობა/კომიტეტის_გადანყვეტილებები/geo/2026/fsc-pressrelease-q2-2026-may-geo.pdf.

უკანასკნელ პერიოდში, არაფინანსურ კომპანიებში როგორც ადგილობრივი საბანკო სესხების, ისე უცხოეთიდან მოზიდული დაფინანსების ზრდის ტემპები შენედა, თუმცა მდგრადი დონის მიდამოში ნარჩუნდება. ბოლო პერიოდის განმავლობაში, მაღალი ეკონომიკური ზრდისა და ინფლაციის დაჩქარების პარალელურად, გაზრდილი გაურკვევლობის შედეგად გამკაცრებული ფინანსური პირობების კვალობაზე, ქვეყანაში დაკრედიტების ზრდის ტემპის შენელება გამოიკვეთა. შესაბამისად, არაფინანსური კომპანიების მთლიანი ვალის ზრდის ტემპი ნომინალური მშპ-ის ზრდის ტემპს გაუთანაბრდა (იხ. დიაგრამა II.26). მიმდინარე წლის მეორე კვარტლისთვის, მთლიანი ვალის ტვირთი წლიურად 1.5 პროცენტული პუნქტით შემცირდა. აღნიშნულ ცვლილებაში მნიშვნელოვანი დადებითი წვლილი კვლავ საკრედიტო აქტივობას უკავია, თუმცა ეს ეფექტი ნომინალური მშპ-ის მაღალმა ზრდამ გადაწონა (იხ. დიაგრამა II.27). აღსანიშნავია, რომ, წლიურ ჭრილში, ეროვნული ვალუტის მცირედით გამყარებამ ვალის ტვირთზე შემცირების ეფექტი იქონია. თუმცა, მაღალი დოლარიზაციის კვალობაზე, გაცვლითი კურსის შესაძლო ცვლილების გავლენა ვალის ტვირთზე კვლავ საყურადღებო რჩება და არაპეჯირებული კორპორაციული მსესხებლებისთვის უცხოურ ვალუტაში მოზიდულ ვალდებულებებთან დაკავშირებულ რისკებზე მეტყველებს.

დიაგრამა II.26. ნომინალური მშპ-ისა** და არაფინანსური კომპანიების ვალის წლიური ზრდა

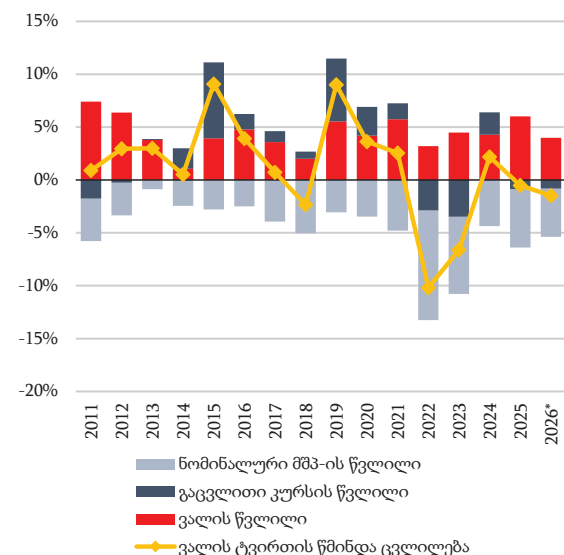


* წინასწარი შეფასება

** იგულისხმება ბოლო 4 კვარტლის ნომინალური მშპ

წყარო: სებ, საქსტატი.

დიაგრამა II.27. არაფინანსური კომპანიების მთლიანი ვალის მშპ-თან ფარდობის წლიური ცვლილების დეკომპოზიცია (ბოლო 4 კვარტლის ნომინალური მშპ-ის პროცენტი)



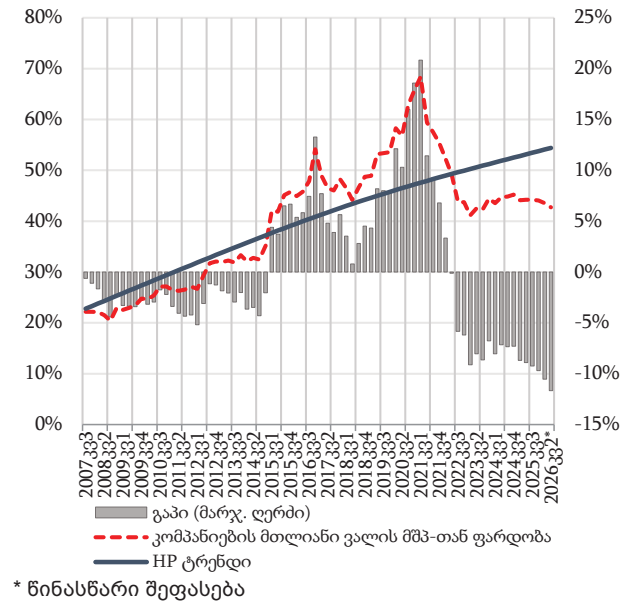
* წლის პირველი ნახევრის წინასწარი შეფასება

წყარო: სებ, საქსტატი.

რეალური ეკონომიკური ზრდის მოსალოდნელზე მაღალ ნიშნულზე შენარჩუნებისა და დაკრედიტების ზრდის ტემპის ნორმალიზების კვალობაზე, არაფინანსური კომპანიების მთლიანი ვალის ტვირთი უფრო მეტად ჩამოუვარდება თავის გრძელვადიან ტრენდს. თუმცა, საქართველოს საბანკო სესხების ნომინალურ მშპ-თან ფარდობა სხვა ევროპის ქვეყნების უმრავლესობას აღემატება. უკვე მეოთხე წელია, რაც კომპანიების მთლიანი ვალის ნომინალურ მშპ-თან ფარდობა, რომელიც ვალის ტვირთის ერთ-ერთი საზომია, თავისი გრძელვადიანი ტრენდის ქვემოთაა (იხ. დიაგრამა II.28). არსებული გაპი, მიმდინარე პერიოდშიც გაიზარდა, თუმცა ეკონომიკური ზრდის ნორმალიზებისა და ინფლაციის შემცირების კვალდაკვალ, მისი აღმოფხვრა საშუალოვადიან პერიოდში არის მოსალოდნელი. ვალის ტვირთის ნეგატიური გაპის მიუხედავად, ქვეყანაში არაფინანსური კომპანიების დაკრედიტების ზრდის ტემპი კვლავ მაღალია. 2026 წლის პირველი კვარტლის მდგომარეობით, საქართველოში არაფინანსური კომპანიების საბანკო სესხების უკანასკნელი 4 კვარტლის საშუალო წლიური ზრდის ტემპი ევროპის ქვეყნების უმრავლესობის ანალოგიურ მაჩვენებელს აღემატებოდა (იხ. დიაგრამა II.29). ამას-

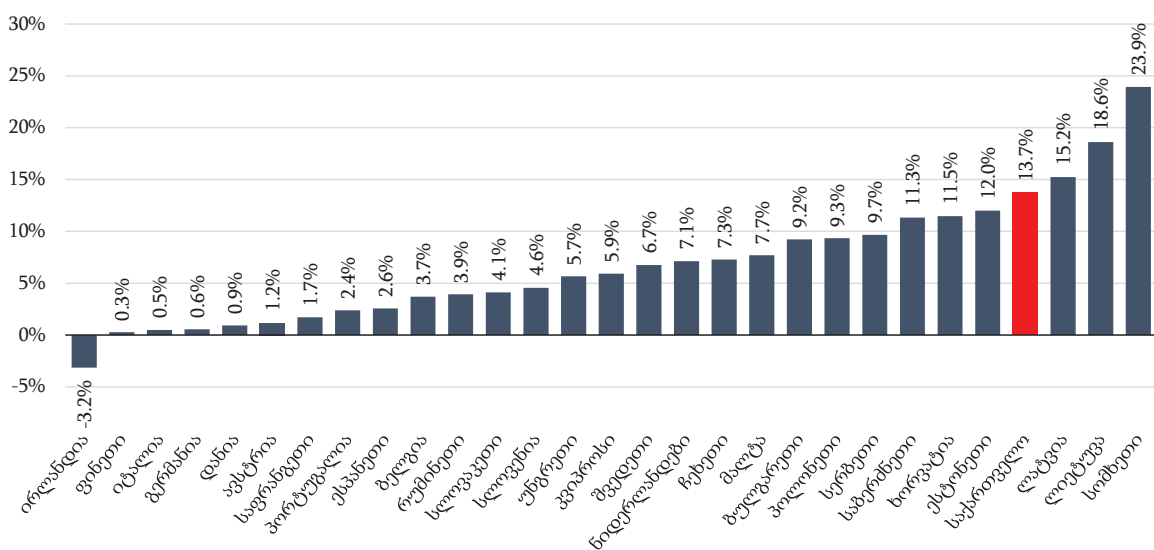
თან, ქვეყანაში მაღალი ეკონომიკური ზრდის შენარჩუნებისა და არაფინანსურ კომპანიებზე გაცემული სესხების ზრდის შენელების მიუხედავად, არაფინანსური კომპანიების საბანკო სესხების ნომინალურ მშპ-თან ფარდობა ევროპის ქვეყნების უმრავ-

დიაგრამა II.28. არაფინანსური კომპანიების მთლიანი ვალის მშპ-თან ფარდობა, მისი გრძელვადიანი ტრენდი⁸ და გაპი



წყარო: სებ, საქსტატი.

დიაგრამა II.29. არაფინანსური კომპანიების საბანკო სესხების ბოლო 4 კვარტლის საშუალო წლიური ზრდა (2025კვ1 - 2026კვ1)



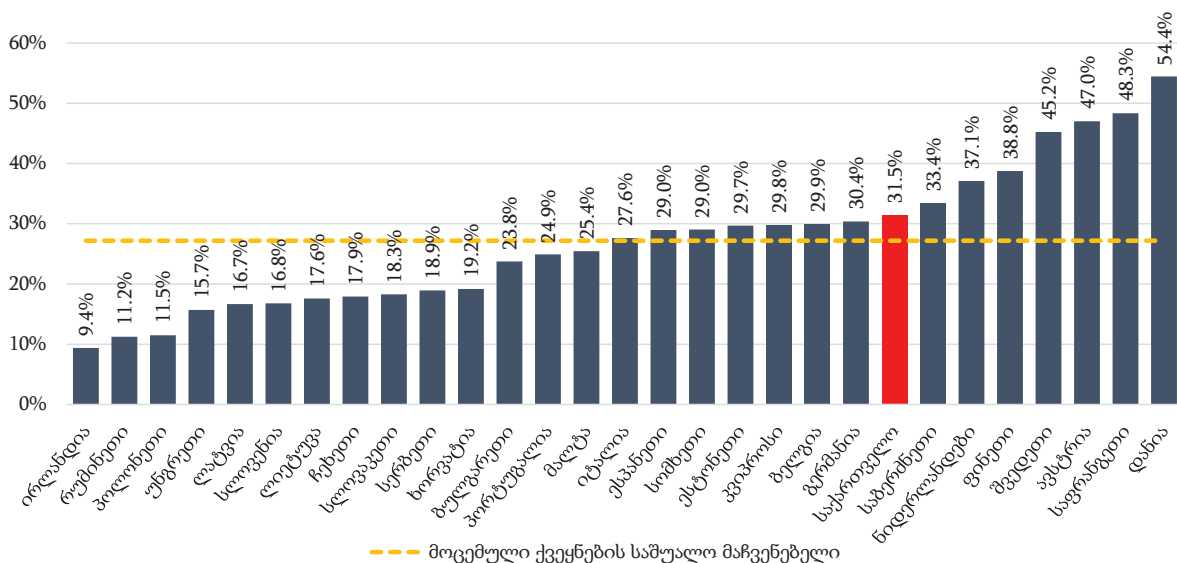
წყარო: სებ, Eurostat.

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

ლესობასთან შედარებით კვლავ მაღალია (იხ. დიაგრამა II.30). აღნიშნული სხვა ევროპის ქვეყნებთან შედარებით, საქართველოს არაფინანსური კომპანიების დაფინანსების სტრუქტურაში საბანკო სექტორის მაღალ როლზე მიუთითებს.

არაფინანსური კომპანიების ადგილობრივ საკრედიტო პორტფელში გრძელვადიანი (ერთ წელზე მეტი ვადიანობის) ცვალებად განაკვეთიანი სესხების წილი კვლავ მაღალ ნიშნულზე ნარჩუნდება. თუმცა, საშუალო შენონილი საპროცენტო განაკვეთებისა და კორპორატიული სესხების ნარჩენი ვადიანობის შემცირების ტენდენციის ფონზე, მიმდინარე პერიოდში, საპროცენტო განაკვეთების შესაძლო ზრდიდან მომდინარე რისკის წნეხი ნაკლებად იკვეთება. 2026 წლის ივნისის მდგომარეობით, გრძელვადიანი ცვალებად განაკვეთიანი სესხების წილმა 56.8 პროცენტს მიაღწია (იხ. დიაგრამა II.31). ცვალებად განაკვეთიანი სესხების მეორე კომპანიების გადახდისუნარიანობა მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული საპროცენტო განაკვეთების დონეზე. გლობალურად და რეგიონში გაზრდილი გაურკვევლობა რისკის პრემიის ზრდასა და ფინანსური პირობების გამკაცრებას იწვევს. განსაკუთრებით საყურადღებოა უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული ცვალებად განაკვეთიანი სესხები, რომელთა საპროცენტო ხარჯი

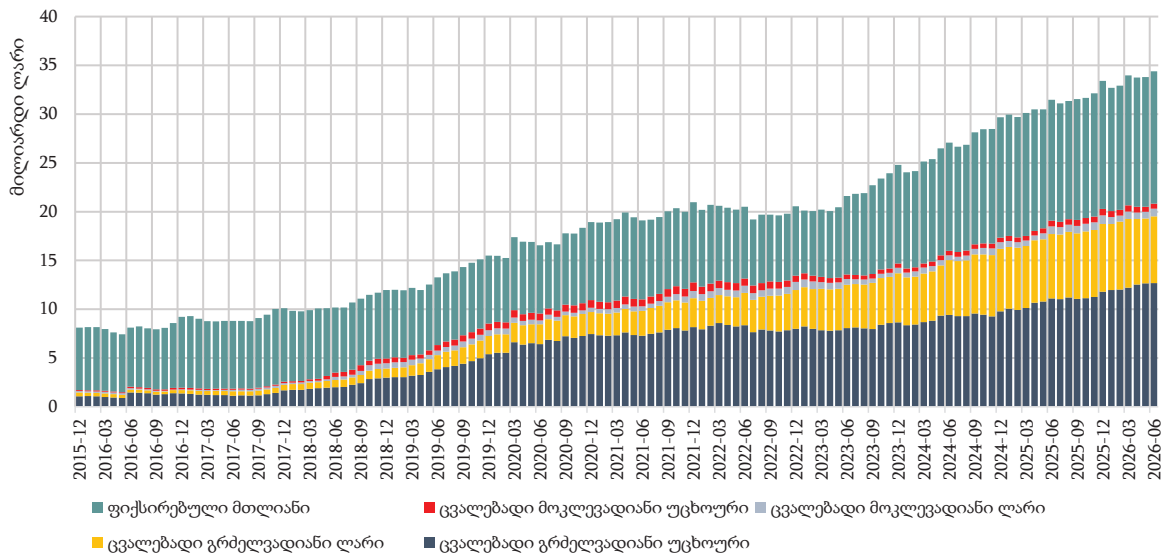
დიაგრამა II.30. არაფინანსური კომპანიების საბანკო სესხების მშპ-თან* ფარდობა (2026 კვ1)



* იგულისხმება ბოლო 4 კვარტლის ნომინალური მშპ

წყარო: სებ, Eurostat.

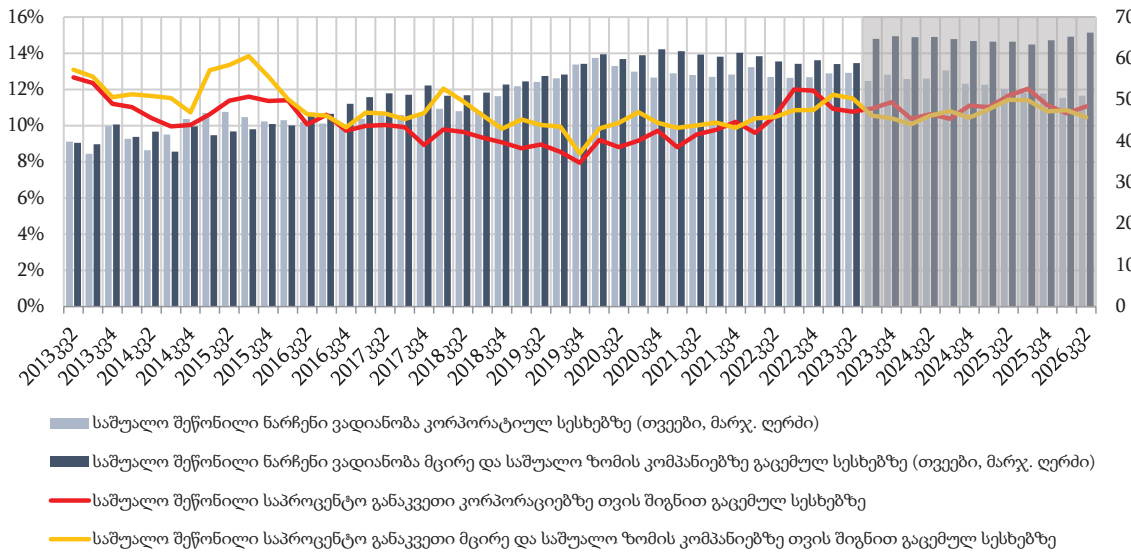
დიაგრამა II.31. არაფინანსურ კომპანიებზე გაცემული სესხების მოცულობის დეკომპოზიცია საპროცენტო განაკვეთის ტიპის მიხედვით



წყარო: სებ.

დიდწილად უცხოურ ფინანსურ ბაზრებზე განისაზღვრება და, დამატებით, გაცვლითი კურსის მერყეობების მიმართ მოწყვლადობით ხასიათდება. მიმდინარე მდგომარეობით, აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემა (Fed) გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმში იმყოფება. ადგილობრივი მონეტარული პოლიტიკაც გამკაცრებულია. ამასთან, 2026 წლის მეორე კვარტალში, არაფინანსური კომპანიებისთვის ახლად გაცემული სესხების საშუალო შეწონილ საპროცენტო განაკვეთებში კორპორაციულ სეგმენტში ზრდის ტენდენცია გამოიკვეთა, თუმცა მცირე და საშუალო სეგმენტში შემცირების ტენდენცია ნარჩუნდება (იხ. დიაგრამა II.32). არაფინანსურ კომპანიებში გადახდისუნარიანობის პრობლემების წარმოქმნის შემთხვევაში, უმოქმედო სესხებისა და რესტრუქტურისაციების მოცულობა და რაოდენობა შეიძლება გაიზარდოს. შესაბამისად ცვალებად განაკვეთიანი სესხების დიდი წილი, გაზრდილი გაურკვევლობისა და ცვალებადი ფინანსური გარემოს პირობებში, საფინანსო სექტორისთვისაც რისკის მატარებელია.

დიაგრამა II.32. არაფინანსურ კომპანიებზე გაცემული საბანკო სესხების ნარჩენი ვადიანობა და საპროცენტო განაკვეთები



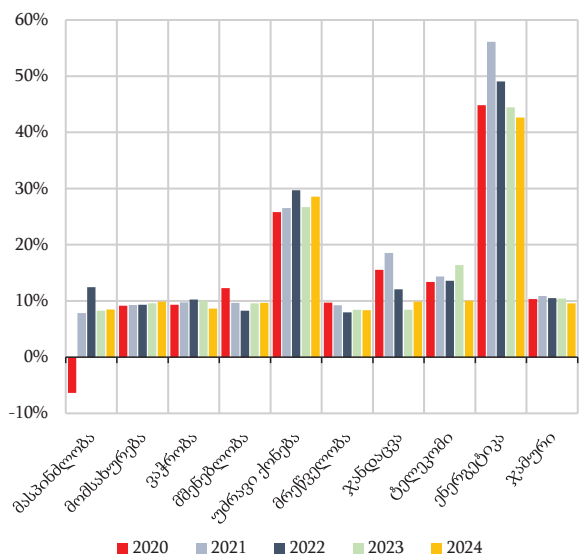
* გრაფიკზე მონიშნული ნაწილი ფინანსური ანგარიშგების ფასს მეთოდოლოგიაზე გადასვლას ასახავს

წყარო: სებ.

2024 წელს, არაფინანსური კომპანიების მომგებიანობა, 2023 წელთან შედარებით, მცირედით შემცირდა, თუმცა კვლავ ჯანსაღ დონეს ინარჩუნებდა. იმავე პერიოდში, ზარალზე გასული კომპანიების წილი მცირედით გაიზარდა და სექტორულ ჭრილში გარკვეული პეტეროგენულობით ხასიათდებოდა. კომპანიის EBITDA⁹ მარჯაუ წარმოადგენს შემოსავლების წილს, რომელიც ფინანსური ვალდებულებების მომსახურებისთვის გამოიყენება. იგი მომგებიანობის მაჩვენებლებს განეკუთვნება. EBITDA მარჯის მედიანურ მონაცემებზე დაყრდნობით, 2024 წელს, წინა წელთან შედარებით, მომგებიანობის ზრდა, უძრავი ქონებისა და ჯანდაცვის სექტორში გამოიკვეთა (იხ. დიაგრამა II.33). ვაჭრობის, ტელეკომისა და ენერგეტიკის სექტორებში მომგებიანობის შემცირება დაფიქსირდა. დანარჩენ სექტორებში კი წინა წლის დონეზე შენარჩუნდა. მთლიანობაში, არაფინანსური კომპანიების 2024 წლის მომგებიანობის მედიანურმა მაჩვენებელმა 9.5 პროცენტს მიაღწია. ამავე პერიოდში ზარალზე გასული კომპანიების წილი მცირედით გაიზარდა და ჯამური მაჩვენებელი 20.4 პროცენტს გაუტოლდა (იხ. დიაგრამა II.34). სექტორულ ჭრილში ზარალზე გასულ კომპანიათა ყველაზე დაბალი წილი, 12.9 პროცენტი, ენერგეტიკის სექტორში დაფიქსირდა. ხოლო

9 EBITDA წარმოადგენს მოგებას პროცენტის, გადასახადების, ცვთისა და ამორტიზაციის დარიცხვამდე.

დიაგრამა II.33. კომპანიების მედიანური EBITDA მარჯაუ სექტორების მიხედვით



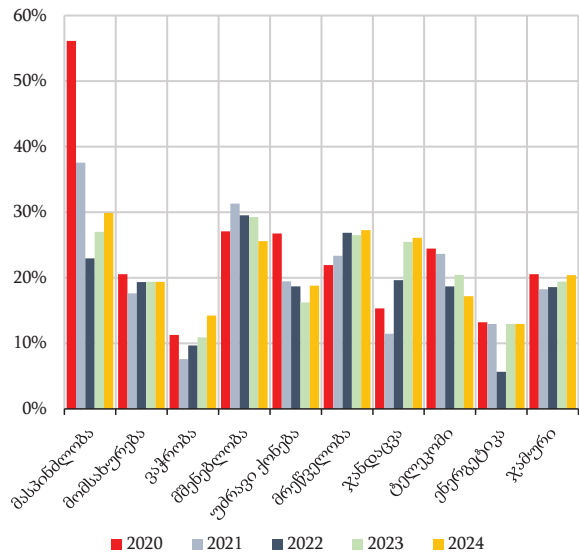
* მაჩვენებლის დაანგარიშებისთვის შერჩეული კომპანიები უცვლელია წლების განმავლობაში
წყარო: SARAS¹⁰, ავტორთა შეფასებები.

ყველაზე მაღალი წილი, 29.9 პროცენტი, მასშინობის სექტორში გამოიკვეთა.

10 ბუღალტრული აღრიცხვის, ანგარიშგებისა და აუდიტის ზედამხედველობის სამსახური.

2024 წელს, არაფინანსური კომპანიების უმრავლესობა გადახდისუნარიანობის ადეკვატურ მაჩვენებლებს ინარჩუნებდნენ, ხოლო კომპანიების დაფინანსების სტრუქტურაში მოკლევადიანი ვალის წილი სტაბილურად დაბალ დონეზე ნარჩუნდებოდა. კომპანიის მთლიანი ვალის EBITDA-სთან ფარდობა გვიჩვენებს, რამდენი პერიოდი დასჭირდება კომპანიას ვალის გასასტუმრებლად მისი დავალიანებისა და მომგებიანობის უცვლელობის პირობებში. შესაბამისად, აღნიშნული მაჩვენებლის დაბალი მნიშვნელობები კომპანიის გადახდისუნარიანობის მაღალ დონეზე მიუთითებს. 2024 წელს, საქართველოში ოპერირებადი კომპანიებისთვის როგორც აგრეგირებულ, ისე სექტორულ დონეზე, ვალის მომსახურების სირთულეები არ იკვეთება (იხ. დიაგრამა II.35). 2024 წელს, წინა წელთან შედარებით, არაფინანსურ კომპანიების უმრავლესობაში მოკლევადიანი ვალის წილი შემცირდა (იხ. დიაგრამა II.36). განსაკუთრებით დიდი შემცირება ფიქსირდება მომსახურების, უძრავი ქონებისა და მრეწველობის სექტორებში, ხოლო მნიშვნელოვანი ზრდა გამოიკვეთა ვაჭრობის, მშენებლობისა და

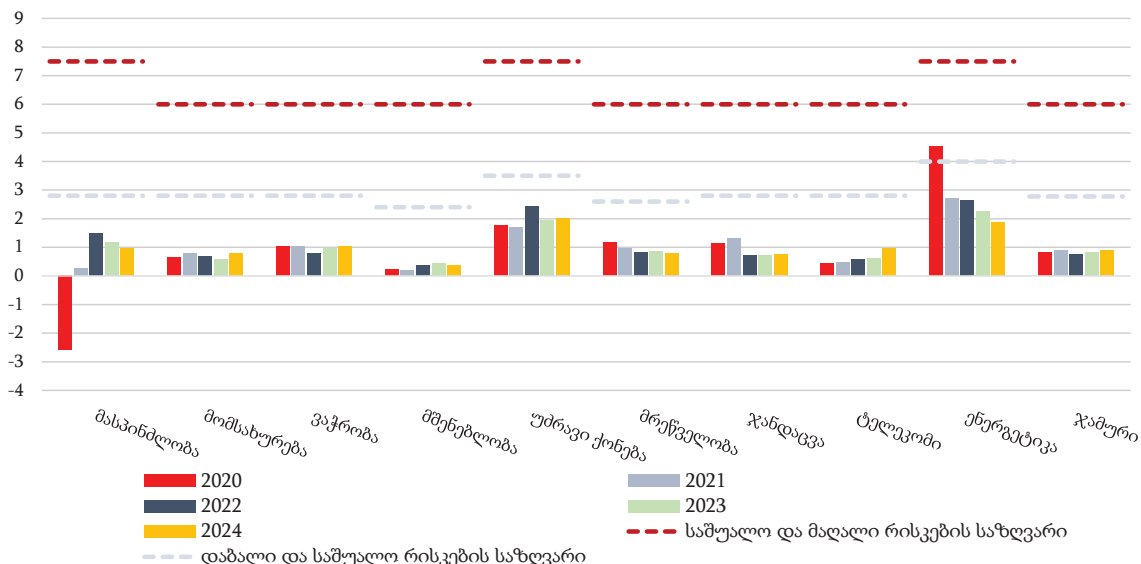
დიაგრამა II.34. ზარალზე გასული კომპანიების წილი სექტორების მიხედვით



* მაჩვენებლის დაანგარიშებისთვის შერჩეული კომპანიები უცვლელია წლების განმავლობაში
წყარო: SARAS, ავტორთა შეფასებები.
ჯანდაცვის სექტორებში.

2024 წელს, არაფინანსური კომპანიების ლიკვიდობა სექტორთა უმეტესობაში გაუმჯობესებულია (იხ. დიაგრამა II.37). ლიკვიდობა განსაზღვრავს კომპანიის უნარს, გაისტუმროს არსებული მოკლევადიანი

დიაგრამა II.35. არაფინანსური კომპანიების მედიანური ვალის ტვირთი სექტორების მიხედვით



* რისკის საზღვრები განსაზღვრულია საკრედიტო რისკის მართვის წესის¹¹ და ფინანსური ინსტრუმენტების რისკის კატეგორიებისა და მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალის განსაზღვრის წესის¹² მიხედვით

** მაჩვენებლის დაანგარიშებისთვის შერჩეული კომპანიები უცვლელია წლების განმავლობაში

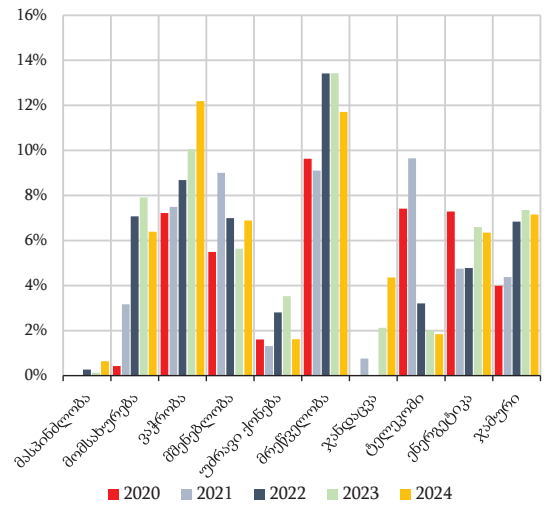
წყარო: SARAS, ავტორთა გამოთვლები.

11 https://nbg.gov.ge/fm/ინდივიდუალურ_სამართლებრივი_აქტები/ნორმატიული_აქტები/საბანკო/2023/284-04.pdf

12 https://nbg.gov.ge/fm/ინდივიდუალურ_სამართლებრივი_აქტები/ნორმატიული_აქტები/საბანკო/2023/საკრედიტო-ზარალის-წესი192-04.pdf

ვალდებულებები. კომპანიის ლიკვიდობის შესაფასებლად გამოიყენება 3 ძირითადი მაჩვენებელი: ნაღდი ფულის კოეფიციენტი, სწრაფი კოეფიციენტი და მიმდინარე კოეფიციენტი¹³. აქედან ნაღდი ფულის კოეფიციენტი ლიკვიდობის ყველაზე მკაცრ საზომს წარმოადგენს. 2024 წლის მდგომარეობით, ნაღდი ფულის კოეფიციენტში მცირედი გაუარესება მასპინძლობის, ვაჭრობისა და ჯანდაცვის სექტორებში ფიქსირდება, გაუმჯობესებაა უძრავი ქონებისა და ენერგეტიკის სექტორებში, ხოლო დანარჩენ სექტორებში პრაქტიკულად უცვლელი მდგომარეობაა. სწრაფი კოეფიციენტის მიხედვით, ლიკვიდობა მასპინძლობისა და ჯანდაცვის სექტორებში გაუარესდა, ხოლო დანარჩენ სექტორებში გაუმჯობესდა. მიმდინარე კოეფიციენტში გაუარესება მხოლოდ მასპინძლობისა და ჯანდაცვის სექტორებში გამოიკვეთა, ხოლო დანარჩენ სექტორებში ლიკვიდობის გაუმჯობესება დაფიქსირდა.

დიაგრამა II.36. არაფინანსური კომპანიების მოკლევადიანი ვალის მედიანური წილი მთლიან ვალში სექტორების მიხედვით*

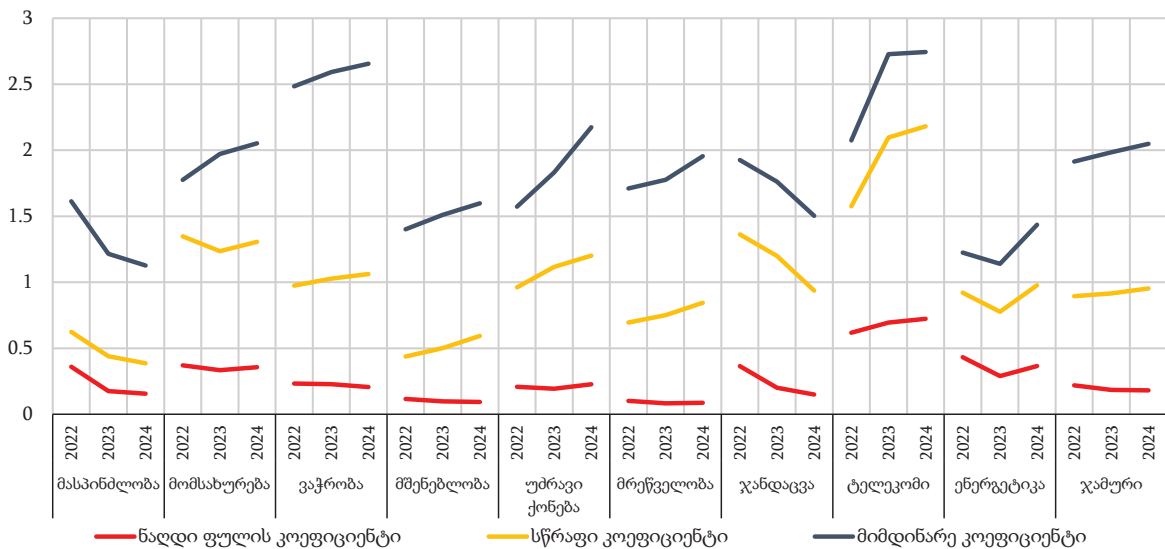


* მოკლევადიანი ვალი მოიცავს კომპანიების ერთ წლამდე ვადიანობით ნასესხებ სახსრებს

** მაჩვენებლის დაანგარიშებისთვის შერჩეული კომპანიები უცვლელია წლების განმავლობაში

წყარო: SARAS, ავტორთა შეფასებები.

დიაგრამა II.37. არაფინანსური კომპანიების ლიკვიდობის მედიანური მაჩვენებლები სექტორების მიხედვით



* მაჩვენებლების დაანგარიშებისთვის შერჩეული კომპანიები უცვლელია წლების განმავლობაში

წყარო: SARAS, ავტორთა გამოთვლები.

13 ნაღდი ფულის კოეფიციენტი დაანგარიშებულია, როგორც კომპანიის ფულადი სახსრების, მათი ექვივალენტებისა და ვაჭრობადი ფასიანი ქაღალდების ჯამის შეფარდება მის მიმდინარე ვალდებულებებთან; სწრაფი კოეფიციენტი მოიცავს ნაღდი ფულის კოეფიციენტში შემავალ ცვლადებს, და მრიცხველში დამატებულია სავაჭრო და სხვა მოკლევადიანი მოთხოვნები; მიმდინარე კოეფიციენტი კი დაანგარიშებულია, როგორც კომპანიის მიმდინარე აქტივების შეფარდება მის მიმდინარე ვალდებულებებთან; იგი სწრაფ კოეფიციენტში შემავალ ცვლადებთან ერთად მრიცხველში კომპანიის მარაგებსაც მოიცავს.

კომპანიების მოწყვლადობის ანალიზი

მაკრო-ფინანსური გარემოს შესაძლო გავარესების შემთხვევაში კომპანიების ვალის მომსახურების უნარი კვლავ ჯანსაღ დონეზე ნარჩუნდება, ხოლო მათი ფინანსური მდგრალობის რისკები არსებითად არ იზრდება. გლობალურად გამკაცრებულ სავაჭრო და ფინანსურ პირობებთან დაკავშირებული მაკრო-ფინანსური შოკების გავლენა არაფინანსურ კომპანიებზე გარკვეულწილად უკვე აისახა. ამ პირობებში განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია კომპანიების ფინანსური მდგრალობის შეფასება მაკროეკონომიკური გარემოს შესაძლო დამატებითი გაუარესების შემთხვევაში. კომპანიების ვალის მომსახურების უნარზე შერჩეული

და. შოკების სიდიდეები მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარების ნაწილში განხილული ზომიერი სტრესის სცენარს შეესაბამება (იხ. ცხრილი II.1).

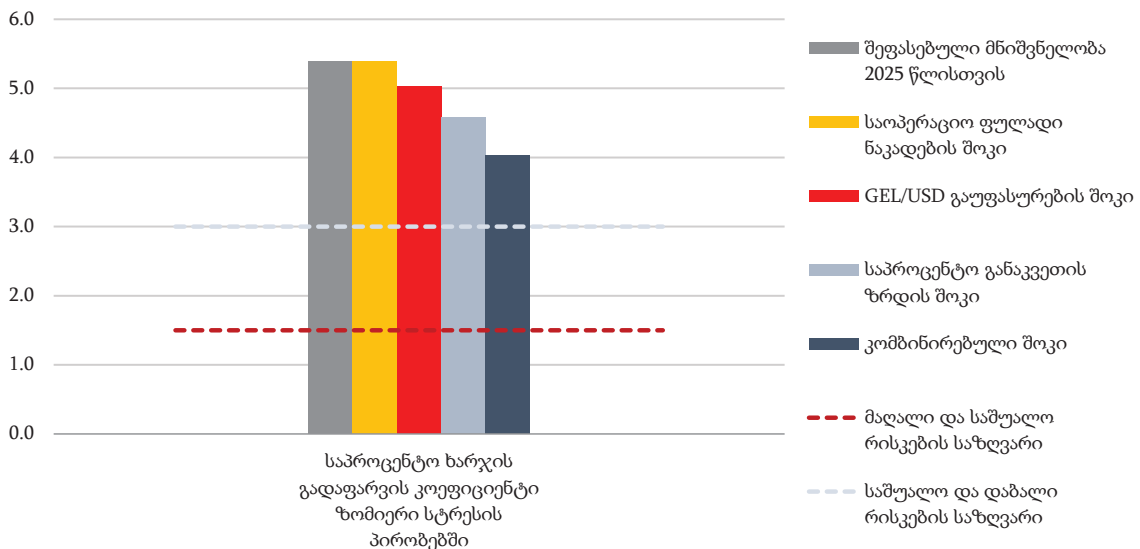
დიაგრამა II.38-ზე ნაჩვენებია კომპანიების მედიანური საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტის¹⁴ შეფასება როგორც 2025 წლისთვის, ასევე დამატებითი სტრესის შემთხვევაში თითოეული შერჩეული შოკისა და მათი ერთობლივი ზემოქმედების პირობებში. მედიანური საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტის შეფასება 2025 წლის მდგომარეობით 5.3-ის ტოლია, რაც Standard & Poor's კორპორაციული მეთოდოლოგიისა¹⁵ და ავტორთა შეფასების მიხედვით დაბალრისკიან კატეგორიას მიე-

ცხრილი II.1. მაკრო-ფინანსური შოკები კომპანიების მოწყვლადობის ანალიზისთვის

	საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის ზრდის შოკი	ლარი/დოლარი გაცვლითი კურსის გაუფასურების შოკი	საოპერაციო ფულადი ნაკადების შემცირების შოკი*
ზომიერი სტრესი	2%	20%	0%

* მოცემულ ანალიზში საოპერაციო ფულად ნაკადებს ასახავს EBITDA.

დიაგრამა II.38. მოწყვლადობის ანალიზი: შერჩეული შოკების გავლენა კომპანიების საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის მედიანურ კოეფიციენტზე



წყარო: SARAS, ავტორთა შეფასებები.

შოკების მოსალოდნელი გავლენა მოწყვლადობის ანალიზის გამოყენებით შეფას-

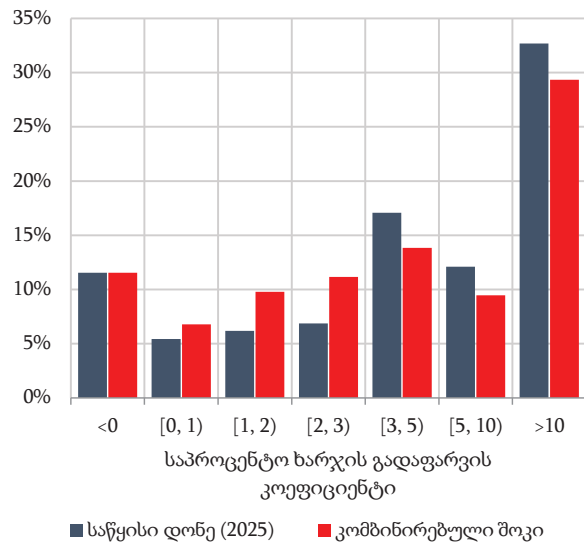
14 საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტი წარმოადგენს EBITDA-ს თანაფარდობას მთლიან საპროცენტო ხარჯთან.

15 &P Global Ratings: Global Nonfinancial Corporate Medians History And Outlook Midyear 2024: https://www.spglobal.com/_assets/documents/ratings/research/101599648.pdf

კუთვნება. კომპანიების ვალის მომსახურების უნარზე ყველაზე ძლიერი უარყოფითი გავლენა საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის ზრდის შოკს აღმოაჩნდა. ამასთან გაცვლითი კურსის შოკმაც მნიშვნელოვანი ეფექტი იქონია. ამის მიუხედავად, აღნიშნული შოკების ინდივიდუალური გავლენა არა მხოლოდ არამატერიალური იყო, არამედ საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტი შერჩეული შოკების ერთობლივი ზემოქმედების პირობებშიც კვლავ დაბალრისკიან კატეგორიაში ხვდება. თუმცა, საშუალო რისკიანობის ზღვართან ახლოს ჩამოდის.

ცენტრალურ ტენდენციასთან ერთად ასევე მნიშვნელოვანია განვიხილოთ ზომიერი სტრესის სცენარის გავლენა კომპანიების საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტის განაწილებაზე აქტივების წონების შესაბამისად. შერჩეული შოკების ერთდროულად 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, საწყისი 2025 წლის დონის შეფასებისას, ვალის მომსახურების სირთულეების წინაშე მდგომი კომპანიების აქტივების წილი 17.0 პროცენტი იყო. ზომიერი სტრესის დროს, შერჩეული შოკების ერთობლივი ზემოქმედების პირობებში, მაკროფინანსური ფაქტორების გაუარესებისა და კომპანიების ვალის მახასიათებლებთან

დიაგრამა II.39. კომპანიების საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტის განაწილება აქტივების წონების გათვალისწინებით



წყარო: SARAS, ავტორთა შეფასებები.

დაკავშირებული მოწყვლადობების რეალიზაციის შედეგად, რისკის ქვეშ მყოფი კომპანიების აქტივების მოცულობა 2 პროცენტული პუნქტით გაიზრდება (იხ. დიაგრამა II.39). კერძოდ, აქტივების ზომის გათვალისწინებით, იმ კომპანიების ხვედრითი წილი, რომელთა საპროცენტო ხარჯის გადაფარვის კოეფიციენტი ერთზე ნაკლებია, 19 პროცენტამდე იზრდება. ამასთან, შოკის შედეგად, რისკის ქვეშ მყოფი ვალის ზღვართან ახლოს არსებული აქტივების წილი მნიშვნელოვნად იზრდება. ეს ყველაფერი აღნიშნული შოკისადმი არაფინანსური კომპანიების გარკვეულ მოწყვლადობაზე მიუთითებს. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ კომპანიების ვალის ნაწილი კომპანიათაშორისი სესხებია, რომლებიც შეღავათიანი პირობებითაა მოზიდული და გარკვეულ შემთხვევებში დე-ფაქტო საკუთარ კაპიტალს წარმოადგენს. შესაბამისად, აღნიშნული მოწყვლადობის ანალიზის შედეგები სტრესის გავლენას გარკვეულწილად გადაჭარბებულად ასახავს, თუმცა მონაცემთა შეზღუდულობის პირობებში უფრო სანდო შეფასების მიღება შეუძლებელია.

ჩანართი 1. არაფინანსური კომპანიების ფინანსური მდგომარეობის ანალიზი Piotroski F-score-ის გამოყენებით

Piotroski F-score არის ფინანსური აღრიცხვის კომპოზიტური ინდიკატორი, რომელიც ცალკეული კომპანიების ფინანსური სიძლიერისა და ოპერაციული მდგომარეობის შესაფასებლად არის შექმნილი. ჯოზეფ პიოტროსკის მიერ შემუშავებული F-score აერთიანებს კომპანიის ფინანსური ანგარიშგებიდან მიღებულ ცხრა ბინარულ სიგნალს, რათა განასხვავოს გაუმჯობესებული ფინანსური ფუნდამენტური მაჩვენებლების მქონე ფირმები გაუარესების ნიშნების მქონე ფირმებისგან. ინდიკატორი განსაკუთრებით სასარგებლოა არაფინანსური კომპანიების ფინანსური მდგომარეობის ანალიზისთვის, რადგან იგი ეყრდნობა სტანდარტულ ფინანსურ ანგარიშგებებში მოცემულ ინფორმაციას და არ საჭიროებს ბაზარზე დაფუძნებულ ცვლადებს, როგორიცაა აქციების ფასები ან საკრედიტო სპრედები.

ფინანსური სტაბილურობის კუთხით, F-score ინფორმაციულია, რადგან ის არ შემოიფარგლება მხოლოდ ფინანსური მდგომარეობის მიმდინარე დონის შეფასებით, არამედ ასახავს კომპანიის ფუნდამენტურ მაჩვენებლებში მიმდინარე ცვლილებებს. ვინაიდან მისი შემადგენელი კომპონენტების ნაწილი წინა პერიოდთან შედარებით განხორციელებულ ცვლილებებს ეფუძნება, აღნიშნული მაჩვენებელი ფუნდამენტური მდგომარეობის გაუმჯობესებისა თუ გაუარესების გამოვლენის საშუალებას იძლევა მაშინაც კი, როდესაც კონკრეტული ფინანსური კოეფიციენტის აბსოლუტური დონე კვლავ დამაკმაყოფილებელ ნიშნულზე ნარჩუნდება. აღნიშნული დინამიკური ბუნება ამ მაჩვენებელს განსაკუთრებით მნიშვნელოვანს ხდის ფინანსური სტაბილურობის ანალიზისთვის, სადაც კომპანიის ბალანსის მაჩვენებლებში მომხდარი ცვლილებები შესაძლოა უფრო მეტ ინფორმაციას იძლეოდეს, ვიდრე რომელიმე ცალკეული მაჩვენებლის დონე.

Piotroski F-score-ის შედარებით მაღალი ქულა მიუთითებს იმაზე, რომ კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის რამდენიმე ასპექტში ერთდროულად შეინიშნება დადებითი ტენდენციები, მაშინ როდესაც დაბალი ქულა მიაჩვენებს მომგებიანობის, ფინანსური ბალანსის სიმტკიცისათვის საოპერაციო ეფექტიანობის ფართომასშტაბიან გაუარესებაზე. შესაბამისად, აღნიშნული მაჩვენებელი შეიძლება გამოყენებულ იქნას როგორც დიაგნოსტიკური ინსტრუმენტი იმ კომპანიების გამოსავლენად, რომლებიც, შესაძლოა, მეტ მდგრადობას გამოხატავენ ან, პირიქით, სულ უფრო მონეცვლადნი ხდებიან ფინანსური სტრესის მიმართ.

F-score-ის მთავარი უპირატესობა მისი მარტივი და გამჭვირვალე სტრუქტურაა. მის თითოეულ კომპონენტს მკაფიო ეკონომიკური ინტერპრეტაცია გააჩნია, ხოლო შეფასების ბინარული მექანიზმი ამ მაჩვენებლის რეპროდუცირებასა და სხვადასხვა კომპანიებსა თუ პერიოდს შორის შედარებას აადვილებს. ფინანსური საქმიანობის რამდენიმე ასპექტის გაერთიანებით, ეს მაჩვენებელი უფრო ფართო შეფასების საშუალებას იძლევა, ვიდრე ცალკე აღებული ფინანსური კოეფიციენტები.

თუმცა, F-score-ს გარკვეული შეზღუდვებიც გააჩნია. პირველი, იგი ექსკლუზიურად საბუღალტრო ინფორმაციას ეფუძნება და, შესაბამისად, დამოკიდებულია ფინანსური ანგარიშგების ხარისხზე, დროულობასა და შესაძარისობაზე. მეორე, მეთოდოლოგიის ბინარული ბუნება გულისხმობს, რომ მის დასაანგარიშებლად შემაჯავლი თითოეული კოეფიციენტის მცირე ცვლილებამ, იქნება ეს უმნიშვნელო გაუარესება თუ გაუმჯობესება,

შესაძლოა ქულის ცვლილება გამოიწვიოს, მაშინ როდესაც იმავე კატეგორიის ფარგლებში არსებული, პოტენციურად მნიშვნელოვანი ცვლილებები შესაძლოა ქულის ცვლილებაში არ აისახოს. მესამე, ქულის ცვლილება, რაც ერთი კომპანიის შემთხვევაში კონკრეტული კოეფიციენტის მცირე ცვლილების გამო მოხდა, შესაძლოა სხვა კომპანიის შემთხვევაში, იმავე ცვლადის გაცილებით მნიშვნელოვანი ცვლილების შედეგად განხორციელდეს. მეოთხე, ყველა ცვლადი და მათი შესაბამისი ქულები F-score-ში თანაბარი წონით შედის; შედეგად, ერთ კატეგორიაში ქულების გაუარესებამ, ხოლო მეორეში გაუმჯობესებამ შესაძლოა F-score უცვლელი დატოვოს. აქედან გამომდინარე, კომპანიის ფინანსური სტაბილურობის ანალიზში მისი გამოყენება უნდა განიხილებოდეს როგორც კომპანიის ფუნდამენტური მახასიათებლების ინდიკატორი და არა როგორც სისტემური ან საკრედიტო რისკის დამოუკიდებელი საზომი.

Piotroski F-score-ის მნიშვნელობა 0-დან 9-მდე მერყეობს, სადაც უფრო მაღალი ქულა უკეთეს ზოგად ფინანსურ მდგომარეობაზე მიუთითებს. ცხრა სიგნალი დაჯგუფებულია სამ ფართო განზომილებად: მომგებიანობა, ლევერიჯი და ლიკვიდობა, და ოპერაციული ეფექტურობა. მომგებიანობა ფასდება ისეთი ინდიკატორებით, როგორიცაა აქტივებზე დადებითი მომგებიანობა, დადებითი ოპერაციული ფულადი ნაკადები, აქტივებზე უკუგების გაუმჯობესება. ლევერიჯისა და ლიკვიდობის კომპონენტი ითვალისწინებს გრძელვადიანი ვალის, ლიკვიდობისა და კომპანიის გარედან მოზიდული სახსრების/დაფინანსების გამოყენების ცვლილებებს, ხოლო ოპერაციული ეფექტურობა ასახავს მთლიანი მოგებისა და აქტივების შემოსავლიანობის ცვლილებებს, და შემოსავლების ფულად სახსრებად გარდაქმნის მაჩვენებელს. თითოეული სიგნალი იღებს მნიშვნელობა 1-ს, როდესაც მაჩვენებელი შესაბამის პირობას აკმაყოფილებს და 0-ს სხვა შემთხვევაში. შემდეგ კი ინდივიდუალური სიგნალები ჯამდება საერთო F-ქულის მისაღებად:

$$F_score_t = F_ΔROA_t + F_ROA_t + F_CFO_t + F_ACC_t + F_ΔMAR_t + F_ΔTUR_t + F_ΔLEV_t + F_ΔLIQ_t + EQ_OFF_t$$

სადაც,

$$F_ΔROA_t = 1, \text{ თუ } ROA_t > ROA_{t-1};^{16}$$

$$F_ROA_t = 1, \text{ თუ } ROA_t > 0;$$

$$F_CFO_t = 1, \text{ თუ } CFO_t > 0;^{17}$$

$$F_ACC_t = 1, \text{ თუ } \frac{CFO_t}{\text{მთლიანი აქტივები}_{t-1}} > ROA_t;$$

$$F_ΔMAR_t = 1, \text{ თუ } \text{მთლიანი მოგების მარჟა}_t > \text{მთლიანი მოგების მარჟა}_{t-1};$$

$$F_ΔTUR_t = 1, \text{ თუ } \text{აქტივების შემოსავლიანობა}_t > \text{აქტივების შემოსავლიანობა}_{t-1};$$

$$F_ΔLEV_t = 1, \text{ თუ } \frac{\text{გრძელვადიანი ვალი}_t}{\text{საშუალო აქტივები}_t} < \frac{\text{გრძელვადიანი ვალი}_{t-1}}{\text{საშუალო აქტივები}_{t-1}};$$

$$F_ΔLIQ_t = 1, \text{ თუ } \text{მიმდინარე კოეფიციენტი}_t > \text{მიმდინარე კოეფიციენტი}_{t-1};$$

$$EQ_OFF_t = 1, \text{ თუ მოცემულ პერიოდში კომპანიას არ გამოუშვია ახალი აქციები.}$$

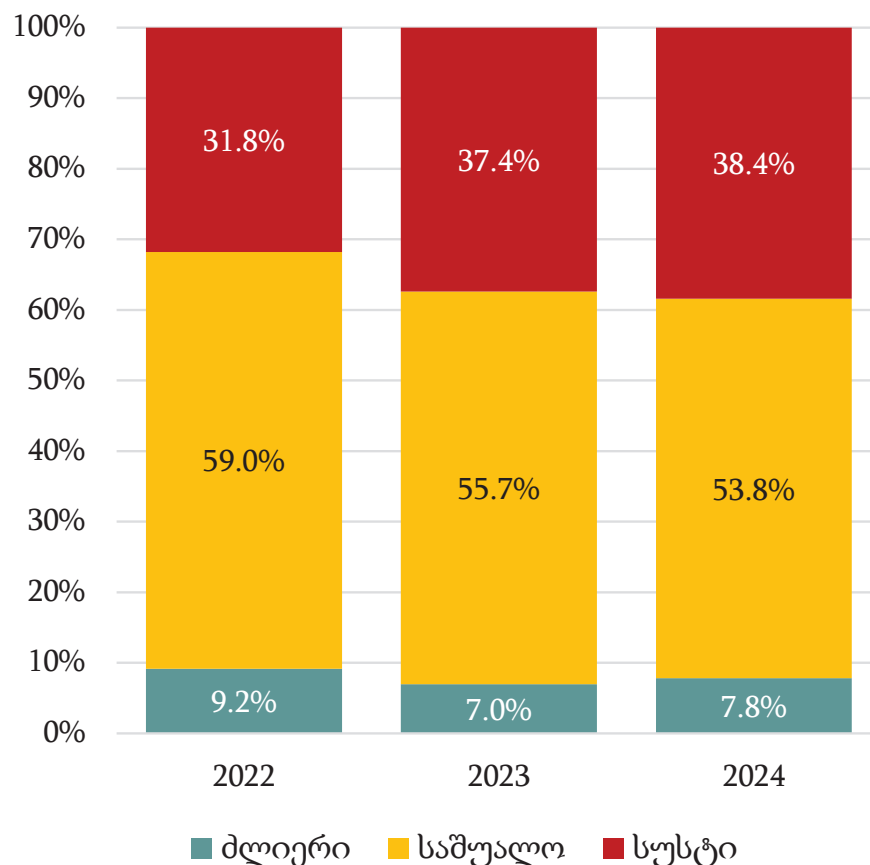
16 ROA აღნიშნავს აქტივებზე უკუგებას.

17 CFO აღნიშნავს საოპერაციო ფულად ნაკადებს.

საქართველოში ოპერირებადი არაფინანსური კომპანიების თავისებურებების გათვალისწინებით, აღნიშნული ანალიზისთვის, ბოლო მაჩვენებელი ამოღებულია F-score-დან. შესაბამისად, აღნიშნულ ანალიზში F-score-ის მაქსიმალური მნიშვნელობა 8-ით განისაზღვრა. ინდივიდუალური კომპანიების შესაბამისი ცვლადების დაანგარიშების შედეგად მიღებული F-score-ებიდან განისაზღვრა კომპანიათა სამი ჯგუფი: ძლიერი, საშუალო და სუსტი. კერძოდ, კომპანიები, რომლებსაც F-score 0-დან და 3-ის ჩათვლით აქვთ მიენიჭათ „სუსტი“-ს კატეგორია, 4-დან 6-ის ჩათვლით მქონე F-score-იანი კომპანია განისაზღვრა „საშუალო“-დ, ხოლო 7 და 8 ქულის მქონე კომპანიები „ძლიერი“-ს კლასიფიკაცია შეესაბამებათ. მოცემული კლასიფიკაცია F-score-ების უფრო ინტუიციურ ინტერპრეტაციას უზრუნველყოფს და კომპანიების ფინანსური მდგომარეობის ცვლილებების შეფასებას ამარტივებს.

კომპანიების მონაცემებზე დაყრდნობით, მოცემული 3 წლის განმავლობაში ფინანსური მდგომარეობის მცირედი გაუარესების დინამიკა შეინიშნება, რაც სუსტი კომპანიების წილის ზრდით გამოიხატა (იხ. დიაგრამა B.1.1). მთლიანობაში, შემცირებულია საშუალო კატეგორიაში მოხვედრილი კომპანიების წილი, ხოლო ძლიერი კომპანიების წილი 2023 წელს შემცირების შემდეგ, 2024 წელს მცირედით გაიზარდა.

დიაგრამა B.1.1. F-score-ის შესაბამისი ჯგუფების განაწილება წლების მიხედვით



წყარო: SARAS, ავტორთა გამოთვლები.

გარდა იმისა, რომ თითოეული წლისთვის დადგინდა კომპანიების განაწილება აღნიშნულ სამ ჯგუფს შორის, გამოყენებულ იქნა გარდამავალი მდგომარეობების ანალიზიც, რათა შესწავლილიყო თითოეული კომპანიის

ჯგუფებს შორის მიგრაცია 2022-2024 პერიოდში. ეს ანალიზის საშუალებას იძლევა, განვასხვავოთ ის კომპანიები, რომლებიც ინარჩუნებენ ფინანსურ მდგომარეობას, და ის კომპანიები, რომელთა ძირითადი მდგომარეობა უმჯობესდება ან უარესდება.

2022-2023 წლებში, იმ კომპანიებიდან, რომლებიც თავდაპირველად ფინანსურად ძლიერად იყო კლასიფიცირებული, მხოლოდ 15 პროცენტი დარჩა ძლიერ კატეგორიაში, მაშინ როდესაც 63.8 პროცენტი საშუალო კატეგორიაში გადავიდა, ხოლო 21.2 პროცენტი – სუსტი (იხ. ცხრილი B.1.1). მსგავსიტენდენციამენარჩუნდა 2023-2024 წლებშიც, კერძოდ 16.7 პროცენტმა შეინარჩუნა ძლიერი სტატუსი, 55 პროცენტი საშუალო კატეგორიაში გადავიდა, ხოლო 28.3 პროცენტი – უშუალოდ სუსტ კატეგორიაში. ეს მიუთითებს F-score-ის კლასიფიკაციის მიხედვით ძლიერ კატეგორიაში დარჩენის სირთულეზე იმ კომპანიებში, რომლებიც თავდაპირველად ყველაზე ძლიერ ფინანსურ მაჩვენებლებს ავლენდა. აღნიშნულს მხოლოდ მცირე ნაწილი ახერხებს, მაშინ, როცა კატეგორიის ჩამოქვეითება, მათ შორის სუსტის ჯგუფამდეც, გაცილებით მაღალაღბათურია.

იმავ პერიოდში, საშუალო კატეგორიაში ყველაზე მაღალი სტაბილურობა დაფიქსირდა, თუმცა მნიშვნელოვანი მობილობა ამ კატეგორიაშიც შეინიშნებოდა. მთლიანობაში, აღნიშნულ კატეგორიაში პოზიციის გაუარესების შემთხვევები მნიშვნელოვნად აღემატებოდა გაუმჯობესების შემთხვევებს, რაც იმ კომპანიების მნიშვნელოვანი ნაწილის ფინანსური მდგომარეობის გაუარესებაზე მიუთითებს, რომლებიც თავდაპირველად საშუალო კატეგორიას მიეკუთვნებოდნენ.

რაც შეეხება სუსტ ჯგუფში მყოფ კომპანიებს, მიუხედავად იმისა, რომ ორივე პერიოდში დაახლოებით 45 პროცენტმა სუსტი კატეგორია შეინარჩუნა, თითქმის ნახევარმა მდგომარეობა გააუმჯობესა და საშუალო კატეგორიაში გადავიდა, ხოლო მცირე ნაწილი პირდაპირ ძლიერ კატეგორიაში აღმოჩნდა. მართალია, რომ სუსტი კომპანიების მნიშვნელოვანი ნაწილი ფინანსურად მოწყვლადი დარჩა, აღნიშნულ პერიოდში ნახევარზე მეტმა თავისი მაჩვენებელი თანდათანობით გააუმჯობესა.

ცხრილი B.1.1. F-score-ის შესაბამის ჯგუფებს შორის გადასვლის ალბათობები წლების მიხედვით

2022->2023	ძლიერი	საშუალო	სუსტი	2023->2024	ძლიერი	საშუალო	სუსტი
ძლიერი	15.0%	63.8%	21.2%	ძლიერი	16.7%	55.0%	28.3%
საშუალო	6.5%	57.9%	35.6%	საშუალო	8.7%	55.6%	35.7%
სუსტი	5.5%	49.2%	45.3%	სუსტი	4.8%	50.8%	44.4%

წყარო: SARAS, ავტორთა გამოთვლები.

მთლიანობაში, გარდამავალი მდგომარეობების ანალიზი F-score-ის ჯგუფებს შორის მნიშვნელოვან მობილობაზე მიუთითებს, თუმცა ორივე პერიოდის განმავლობაში ყველაზე მაღალი სტაბილურობით საშუალო კატეგორია გამოირჩეოდა (იხ. დიაგრამა B.1.2). ამასთან, გადასვლების მიმართულება მკვეთრად განსხვავდებოდა კომპანიების საწყისი ფინანსური მდგომარეობის მიხედვით: კომპანიებს, რომლებიც თავდაპირველად ძლიერად იყო კლასიფიცირებული, ქვედა კატეგორიებში გადასვლის მაღალი ალბათობა ახასიათებდათ, მაშინ როდესაც სუსტად კლასიფიცირებული კომპანიების შემთხვევაში მდგომარეობის

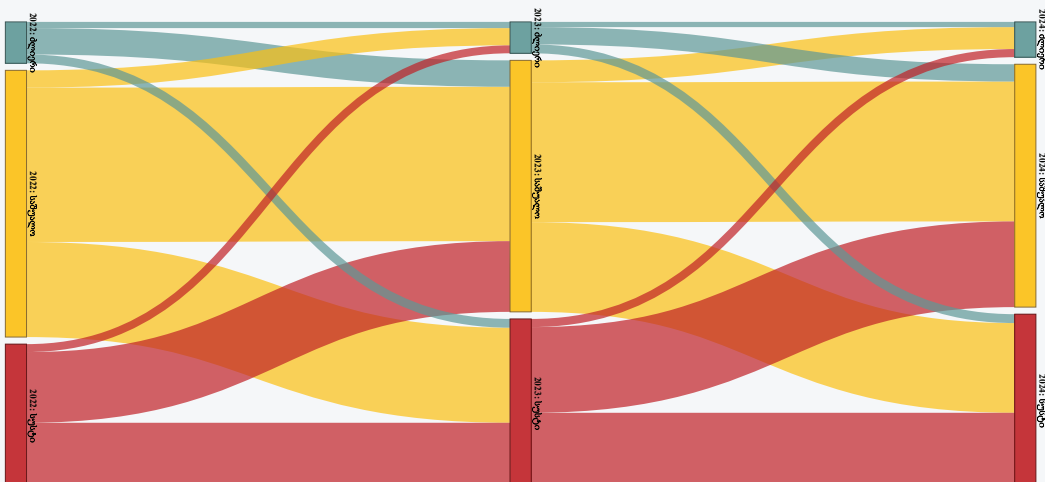
გაუმჯობესების, ძირითადად, საშუალო კატეგორიაში გადასვლის გზით, უფრო მაღალი ალბათობა ფიქსირდებოდა.

მოცემული ტენდენცია შესაძლოა ნაწილობრივ ასახავდეს Piotroski F-score-ის დინამიკურ და ფარდობით ბუნებას. კერძოდ, კომპანიებს, რომლებსაც თავდაპირველად ძლიერი მაჩვენებლები ჰქონდათ, შესაძლოა გაუჭირდეთ დადებითი დინამიკის შენარჩუნება ყველა მიმართულებით, მაშინ როდესაც სუსტი საწყისი მაჩვენებლების მქონე კომპანიების მდგომარეობა შეიძლება გაუმჯობესდეს მომგებიანობის, ლიკვიდობისა თუ საოპერაციო ეფექტიანობის აღდგენის კვალდაკვალ. აქედან გამომდინარე, უშუალოდ F-score-ში გამოვლენილი ცვლილებები არ უნდა განიხილავთ აუცილებლად, როგორც კომპანიების ფინანსური მდგომარეობის გაუარესების ან გაუმჯობესების მტკიცებულება.

ფინანსური სტაბილურობის კუთხით, შედეგები ხაზს უსვამს კომპანიების მოწყვლადობის ხანგრძლივობისა და ფუნდამენტური ფინანსური მაჩვენებლების ცვლილების დინამიკის მონიტორინგის მნიშვნელობას. სუსტი კომპანიების მნიშვნელოვანი გადაადგილება საშუალო კატეგორიისკენ იმაზე მიანიშნებს, რომ ფინანსური სისუსტე არ იყო მუდმივი ხასიათის ყველა ფირმის შემთხვევაში. ამასთან, საყურადღებოა, რომ მიუხედავად იმისა, რომ სუსტი კომპანიების მნიშვნელოვანმა ნაწილმა თავისი კლასიფიკაცია გააუმჯობესა, მათი საკმაოდ დიდი წილი ორივე პერიოდში კვლავ სუსტ კატეგორიაში დარჩა. ამავდროულად, თავდაპირველად ძლიერ და საშუალო ჯგუფში მოხვედრილ კომპანიებს შორისპოზიციის გაუარესების საკმაოდ მაღალი ალბათობა ფიქსირდებოდა, რაც მთლიანობაში გარკვეულ რისკებზე მიუთითებს. აქვე აღსანიშნავია, რომ ძლიერ და სუსტ ჯგუფებს შორის პირდაპირი გადასვლების სიმცირე ადასტურებს, რომ კომპანიების ფინანსური მდგომარეობის ცვლილებები ეტაპობრივად ხდებოდა.

მიღებული შედეგები უნდა გამოიყენებოდეს კომპანიების მოწყვლადობის სხვა მაჩვენებლებთან ერთად. კომპანიის F-score-ის კატეგორიის ცვლილების ანალიზი უნდა განიხილებოდეს არა როგორც ფინანსური სირთულეების ან დეფოლტის რისკის პირდაპირი საზომი, არამედ როგორც კომპანიის ფუნდამენტურ ფინანსურ ფაქტორებში და მის სტაბილურობაში მომხდარი ცვლილებების ინდიკატორი.

დიაგრამა B.1.2 კომპანიების F-score-ის შესაბამის ჯგუფებს შორის გადასვლის დინამიკა წლების მიხედვით



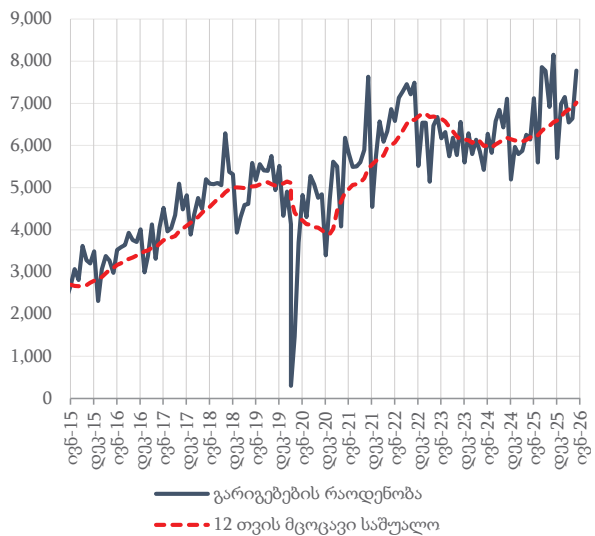
წყარო: SARAS, ავტორთა გამოთვლები.

უძრავი ქონების სექტორის ანალიზი

უძრავი ქონების ბაზარი მდგრადობას ინარჩუნებს. 2026 წლის დასაწყისში უძრავი ქონების ბაზრის გააქტიურება ძლიერ მოთხოვნაზე მიუთითებს. მშენებლობის ხარჯებისა და გაცემული ნებართვების დინამიკა კი სტაბილურ მინოდებას უზრუნველყოფს. აღსანიშნავია, რომ 2024-2026 წლებში გაცემული სამშენებლო ნებართვების შემცირების ტენდენცია მის ნორმალიზაციაზე მიუთითებს და უძრავი ქონების ბაზარზე ჭარბი მინოდების რისკებს ამცირებს. შესაბამისად, საცხოვრებელი უძრავი ქონების ბაზარი სტაბილურია. თუმცა, საბანკო სექტორისა და შინამეურნეობების უძრავი ქონების სექტორზე მაღალი დამოკიდებულების გამო უძრავი ქონების ბაზარი მუდმივ მონიტორინგს საჭიროებს.

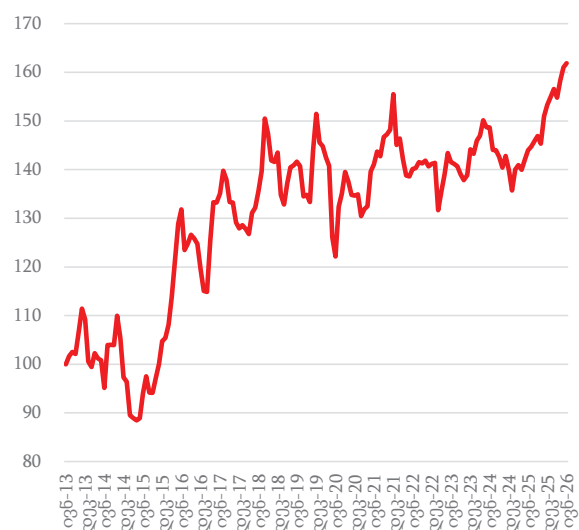
ტრანზაქციებისა და ფასების დინამიკაზე დაყრდნობით, 2026 წლის ივნისის მდგომარეობით, უძრავი ქონების ბაზარი მდგრადობას ინარჩუნებს. საცხოვრებელი უძრავი ქონების ბაზარი როგორც თბილისში, ასევე ბათუმში მაღალი აქტივობით გამოირჩეოდა და 2026 წლის პირველ ნახევარში თბილისში ტრანზაქციების რაოდენობა 18.9, ხოლო ბათუმში 9.6 პროცენტით გაიზარდა. ამასთან, ქვეყნის მასშტაბით განხორციელებული გარიგებების რაოდენობა წლიურად დაახლოებით 15.8 პროცენტით გაიზარდა და მთლიანი ტრანზაქციების რაოდენობა წლიური საშუალო მაჩვენებლის მიდამოებში მერყეობს, რაც უძრავი ქონების ბაზრის ჯანსაღ ფუნქციონირებაზე მიუთითებს (იხ. დიაგრამა II.40). ბოლო წლების განმავლობაში საცხოვრებელი უძრავი ქონების ბაზარზე მთლიანი აქტივობის 55-60 პროცენტი დედაქალაქზე მოდის. ამასთან, საგულისხმოა, რომ მთლიანი ტრანზაქციების დაახლოებით 85 პროცენტი 4 დიდ ქალაქზე: თბილისზე, ბათუმზე, ქუთაისსა და რუსთავეზე მოდის, მოთხოვნის დიდი ნაწილი კი ადგილობრივია, რაც უძრავი ქონების ბაზარს საგარეო შოკების მიმართ ნაკლებად მოწყვლადს ხდის. ამ კუთხით, ბათუმის უძრავი ქონების ბაზარია საყურადღებო, სადაც საცხოვრებელი უძრავი ქონების მყიდველთა დაახლოებით 40 პროცენტი სხვა ქვეყნის მოქალაქეებზე მოდის. ამასთან, უნდა აღინიშნოს, რომ იპოთეკურ სესხებზე საპროცენტო განაკვეთების შემცირება და ხელფასების ზრდა უძრავი ქონების ხელმისაწვდომობაზე აისახა და 2026 წლის მეორე კვარტლის მდგომარეობით, აღნიშნული მაჩვენებელი

დიაგრამა II.40. ტრანზაქციების რაოდენობა უძრავი ქონების ბაზარზე



წყარო: საჯარო რეესტრი.

დიაგრამა II.41. საცხოვრებელი სახლის ხელმისაწვდომობის ინდექსი (2013=100)¹⁸



წყარო: სეზ, ავტორთა გამოთვლები.

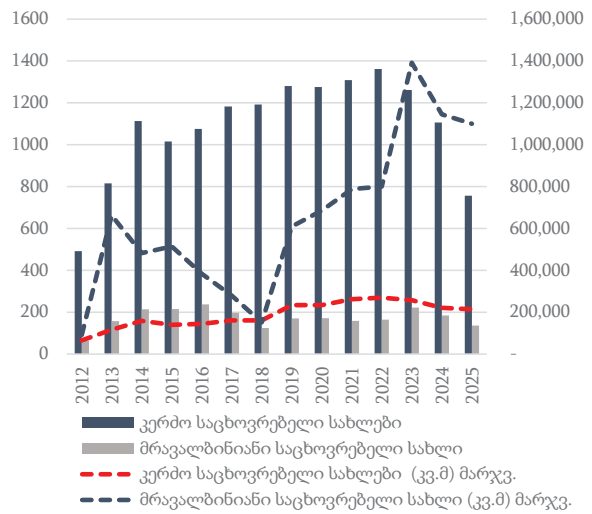
18 საცხოვრებელი სახლის ხელმისაწვდომობის ინდექსი ხელფასისა და ყოველთვიური გადასახდელის ფარდობაა. ინდექსი ხელფასის, უძრავი ქონების ფასების, იპოთეკური სესხის ვადიანობისა და საპროცენტო განაკვეთის საშუალო მაჩვენებლების გათვალისწინებით გამოითვლება.

ნებელი წლიურად დაახლოებით 12 პროცენტით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა II.41), რაც ასევე დადებით გავლენას ახდენს უძრავი ქონების გაყიდვებზე.

2024-2025 წლებში გაცემული სამშენებლო ნებართვების რაოდენობა და ფართობი 2023 წელთან შედარებით შემცირდა, რაც უძრავი ქონების ბაზარზე მიწოდების ნორმალიზების ნიშანია. 2024-2025 წლებში მრავალბინიან შენობებზე გაცემული ნებართვების საცხოვრებელი ფართობის წლიური შემცირება დაახლოებით 18 და 4 პროცენტი იყო (იხ. დიაგრამა II.42). უნდა აღინიშნოს, რომ 2024 წლის მაჩვენებლის მკვეთრი შემცირება ძლიერი საბაზო ეფექტითაა გამოწვეული, ამასთან, 2026 წლის პირველ ნახევარშიც მსგავსი დინამიკა შეინიშნება და ამ ტიპის შენობებზე გაცემული ნებართვების ფართობი, წინა წლის შესაბამის მაჩვენებელთან შედარებით, შემცირებულია, რაც მკვეთრად გაზრდილი მიწოდების დასტაბილურებაზე მიუთითებს. ამავე წლებში შემცირებულია შეთანხმებული პროექტების რაოდენობაც. ამასთან, ბოლო წლებში შემცირებით ხასიათდება თბილისში კერძო საცხოვრებელი სახლების მშენებლობებზე გაცემული ნებართვების რაოდენობა და საცხოვრებელი ფართიც.

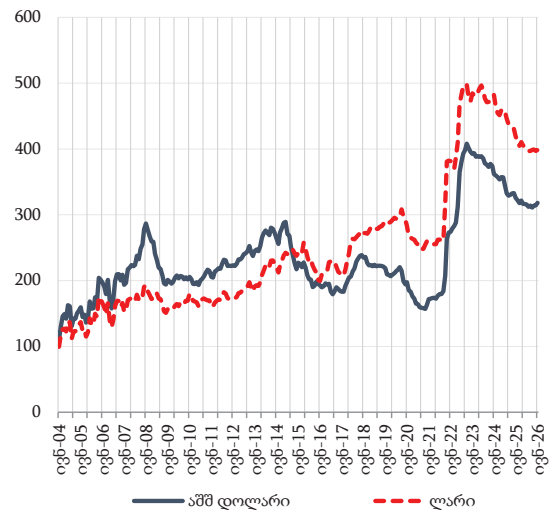
უძრავი ქონების ბაზარი ნორმალიზებას განაგრძობს და ფასების წლიური ზრდა წინა პერიოდებთან შედარებით შემცირებულია, რაც უძრავი ქონების ბაზრის სტაბილურობაზე მიუთითებს. თბილისის უძრავი ქონების ბაზრის აქტივობაზე დაკვირვების შედეგად, შესაძლოა ითქვას, რომ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნა ძლიერია, შესაბამისად, აღნიშნულ ბაზარზე ფასები მცირედით ზრდას კვლავ განაგრძობს. 2026 წლის ივნისში, ლარში უძრავი ქონების ფასის ინდექსის წლიური ზრდა 2 პროცენტი იყო (იხ. დიაგრამა II.43). 2025-2026 წლის პირველ ნახევარში გაყიდვების თითქმის ნახევარი პირველად ბაზარზე²⁰ დაფიქსირდა, რაც ნიშნავს, რომ ახალაშენებული და მშენებარე

დიაგრამა II.42. გაცემული ნებართვების რაოდენობა და მოცულობა¹⁹



წყარო: ქ. თბილისის მერია.

დიაგრამა II.43. საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასის ინდექსი



წყარო: სებ.

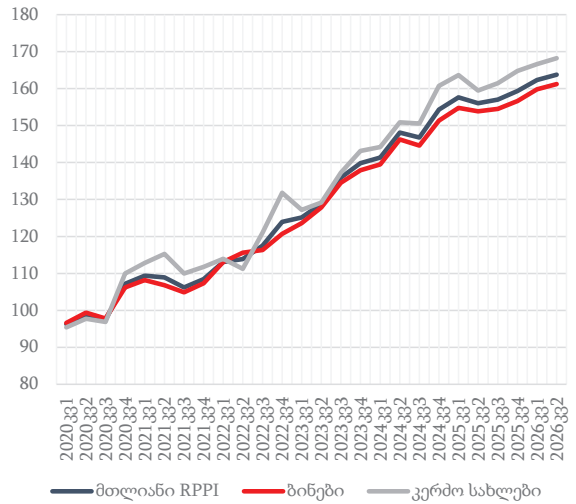
კორპუსები უძრავი ქონების ბაზარზე მიწოდების მნიშვნელოვან წყაროს წარმოადგენს. მიწოდების ფაქტორების კუთხით, გაცემულ ნებართვებთან ერთად მნიშვნელოვანია სამშენებლო ხარჯების დინამიკაზე დაკვირვება. 2026 წლის ივნისში მშენებლობის ღირებულების ინდექსის წლიური ზრდა წინა წლის შესაბამის მაჩვენებელს ჩამორჩებოდა და 3.9 პროცენტი შეადგინა, რაც უმეტესწილად ტრანსპორტირებისა და ხელ-ფასების ხარჯის ზრდით არის გამოწვეული (იხ. დიაგრამა II.45). იმის გათვალისწინებით, რომ მშენებლობის ხარჯები უმნიშვნელოდ გაიზარდა და გაცემული ნებართვებიც ნორმალიზების ტრენდით ხასიათდება, მიწოდების მხრიდან უძრავი ქონების ფასებზე წნეხი არ შეინიშნება.

19 კერძო საცხოვრებელი სახლები მოიცავს დადგენილებას N255-ის მიხედვით განსაზღვრულ I, II და III კლასის ერთბინიან და ორბინიან შენობებს.

20 საჯარო რეესტრის ტრანზაქციების მონაცემების დამუშავების დროს პირველად ბაზარზე მიჩნეულია სამშენებლო კომპანიებისა და დეველოპერების მიერ უძრავი ქონების გაყიდვები, ხოლო მეორადი ბაზარი მოიცავს ფიზიკურ პირებს შორის განხორციელებულ ტრანზაქციებს. გასათვალისწინებელია, რომ პირველადი ბაზრის ტრანზაქციები საჯარო რეესტრის მონაცემებში დაგვიანებით აისახება.

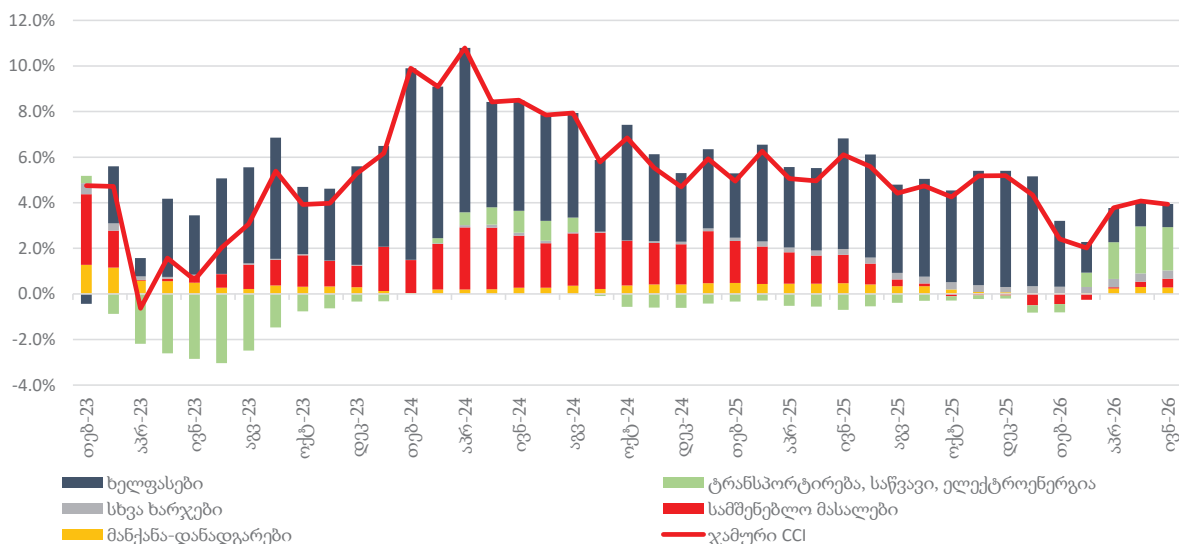
უძრავი ქონების ქირის ფასის ინდექსი 2022-2023 წლების ძლიერი საბაზო ეფექტის შემდეგ მცირედით კლებას განაგრძობს. თბილისში, 2022 წელს მკვეთრად მომატებული ქირის ფასი მომდევნო წლების განმავლობაში ეტაპობრივად შემცირდა და 2026 წლის პირველ ნახევარში ქირის ინდექსი კვლავ კლებას განაგრძნობდა, ივნისის მდგომარეობით გრძელვადიანი ტრენდის ქვემოთაა (იხ. დიაგრამა II.46). ბოლო წლების განმავლობაში საცხოვრებელი ფართის ქირის ფასის ეტაპობრივი კლება აღნიშნული ბაზრის ნორმალიზების ნიშანია და უძრავი ქონების ბაზრის ჯანსაღ ფუნქციონირებაზე მიუთითებს, ხოლო ის ფაქტი, რომ ქირის ფასი ტრენდს ქვემოთ არის შესაძლოა ბაზრის ნორმალურ მერყეობაზე მიუთითებდეს. ქირის ფასის კლება, თავის მხრივ, კაპიტალიზაციის ინდექსის შემცირებაშიც აისახა (იხ. დიაგრამა II.47), რომელიც ქირის ფასთან ფარდობით მიღებული მაჩვენებელია და უძრავი ქონების საინვესტიციო მიზმიდველობის საზომს წარმოადგენს. შემცირების მიუხედავად, კაპიტალიზაციის მაჩვენებელი პანდემიამდე არსებულ დონესთან ახლოს ნარჩუნდება, შესაბამისად, უძრავი ქონება კვლავ მიმზიდველ საინვესტიციო აქტივს წარმოადგენს.

დიაგრამა II.44. საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასის ინდექსი (RPPI) ახალი აშენებული ბინებისთვის



წყარო: საქსტატი.

დიაგრამა II.45. მშენებლობის ღირებულების ინდექსის წლიური ცვლილების დეკომპოზიცია ხარჯების კატეგორიების მიხედვით, პროცენტული პუნქტი



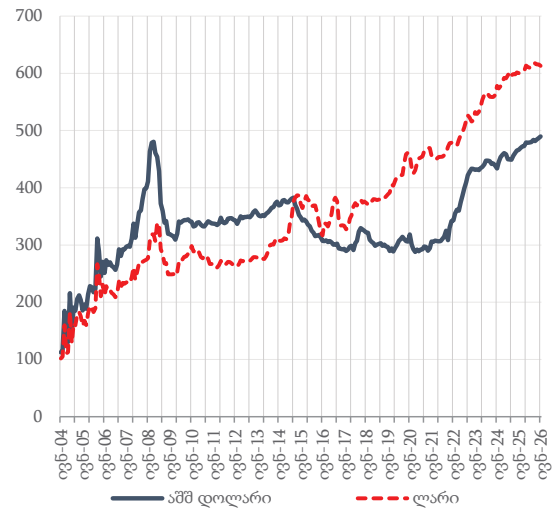
წყარო: საქსტატი.

2025-2026 წლებში ბათუმში უძრავი ქონების ბაზარზე განხორციელებული ტრანზაქციები მზარდია, რაც 2023-2024 წლებში მცირედით შენელების შემდეგ ბაზრის გააქტიურებაზე მიუთითებს. საჯარო რეესტრში დაფიქსირებული ტრანზაქციების მიხედვით, 2026 წლის პირველ ნახევარში ტრანზაქციების წლიური ზრდა 9.6 პროცენტი იყო. ბათუმში საცხოვრებელი უძრავი ქონების გაყიდვები განსაკუთრებით 2025 წლის მეორე ნახევრიდან გააქტიურდა და წლის განმავლობაში განხორციელებული ტრანზაქციები 13.8 პროცენტით აჭარბებდა 2024 წლის მაჩვენებელს. გასათვალისწინებელია, რომ 2023 და 2024 წელს საცხოვრებელი უძრავი ქონების გაყიდვები წლიურად დაახლოებით 9 და 4 პროცენტით იყო შემცირებული. სავარაუდოა, რომ 2023-2024 წელს აღნიშნულ ბაზარზე აქტივობის შემცირება 2022 წლის ძლიერი საბაზო ეფექტით იყო გამოწვეული, რომელიც დიდწილად უძრავ ქონებაზე არარეზიდენტების მიერ გაზრდილი მოთხოვნიდან მომდინარეობდა. 2025 წლის ივნისის მდგომარეობით, ბათუმში საცხოვრებელ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნის თითქმის 40 პროცენტი კვლავ არარეზიდენტების მიერ ფორმირდება, რაც საგარეო მოთხოვნის მიმართ მაღალ მოწყვლადობაზე მიუთითებს. ბათუმის კომერციული უძრავი ქონების ბაზარზე ფასები მერყეობით ხასიათდება, თუმცა კომერციული ფართის ფასის გრძელვადიანი ტრენდი ზრდადია (იხ. დიაგრამა II.48).

თბილისში კომერციული უძრავი ქონების ბაზარი სტაბილურობას ინარჩუნებს. 2022 წელს, საცხოვრებელი უძრავი ქონების მსგავსად, კომერციული უძრავი ქონების გაყიდვებიც მკვეთრად იყო გაზრდილი. ამ საბაზო ეფექტის გათვალისწინებით მომდევნო წლებში გაყიდვების კლება შეინიშნებოდა, 2026 წლის პირველ ნახევარშიც საჯარო რეესტრში დაფიქსირებული კომერციული უძრავი ქონების ტრანზაქციები შემცირებულია. ამის მიუხედავად, მიმდინარე ეკონომიკური აქტივობა კომერციული უძრავი ქონების ფასებსა და ქირაზე დადებით გავლენას ახდენს. შესაბამისად, 2026 წლის ივნისის მდგომარეობით, თბილისის კომერციული უძრავი ქონების ინდექსი მდგრადობას ინარჩუნებს (იხ. დიაგრამა II.49)²¹.

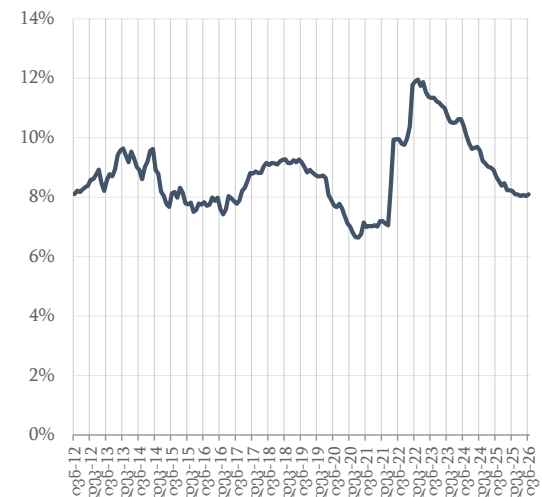
21 ინდექსის გაანგარიშების მეთოდოლოგიის გასაცნობად იხ. ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში 2024, ჩანართი 2, თბილისის კომერციული უძრავი ქონების ფასების ინდექსი.

დიაგრამა II.46. საცხოვრებელი უძრავი ქონების ქირის ინდექსი



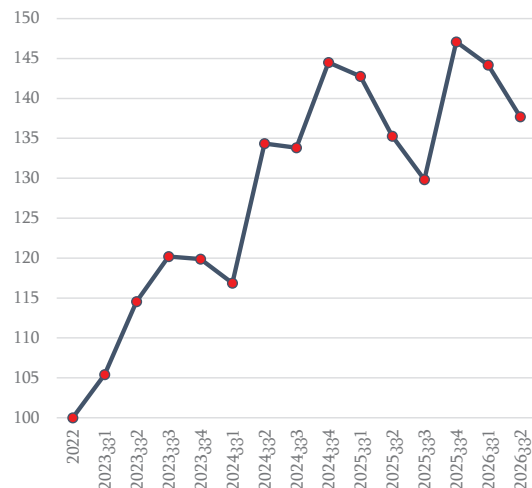
წყარო: სეზ.

დიაგრამა II.47 კაპიტალიზაციის ინდექსი (ქირის ფასთან ფარდობა)



წყარო: სეზ.

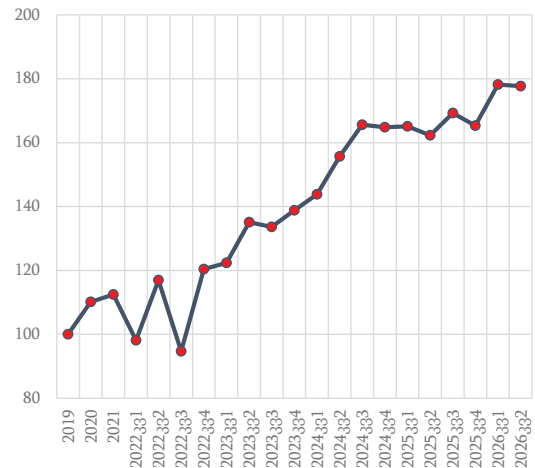
დიაგრამა II.48. ბათუმის კომერციული უძრავი ქონების ინდექსი



წყარო: სეზ.

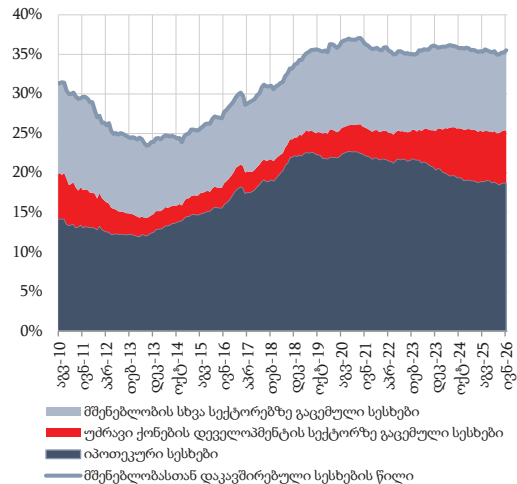
საკრედიტო პორტფელის მნიშვნელოვან ნაწილს უძრავი ქონების სექტორთან დაკავშირებული სესხები წარმოადგენს, განსაკუთრებით საყურადღებოა უძრავი ქონების დეველოპმენტის სექტორზე გაცემული სესხები. სწორედ ამიტომ, ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველსაყოფად, აღნიშნული ბაზარი მუდმივ მონიტორინგს საჭიროებს. უძრავი ქონების სექტორთან დაკავშირებული სესხები საკრედიტო პორტფელის 35.5 პროცენტს შეადგენს (იხ. დიაგრამა II.50), რაც საბანკო სექტორს ამ სექტორში არსებული რისკების მიმართ მოწყვლადს ხდის. სწორედ ამიტომ, ეროვნული ბანკი მუდმივად აკვირდება უძრავი ქონების ბაზრის ტენდენციებს, აანალიზებს პოტენციურ რისკებს და შესაბამის ზომებს იღებს. იპოთეკურ სესხებს მნიშვნელოვანი კონტრიბუცია აქვთ უძრავი ქონების სექტორზე გაცემულ სესხებში, თუმცა აღნიშნული ტიპის სესხები გრანულარული და ნაკლები რისკის მატარებელია. ამასთან, იპოთეკური სესხების ზრდის ტემპი დაჩქარდა, თუმცა მდგრადი დონის ფარგლებში ნარჩუნდება, ხოლო სესხების ხარისხი კარგია. უძრავი ქონების სექტორთან დაკავშირებულ სუბიექტებზე გაცემული სესხებიდან განსაკუთრებით საყურადღებოა დეველოპერებზე გაცემული სესხები. თბილისის არქიტექტურის სამსახურის მიერ 2023 წელს მკვეთრად გაზრდილმა სამშენებლო ნებართვებმა გაზარდა სამშენებლო კომპანიებისა და დეველოპერებისგან სესხებზე მოთხოვნა, რის გამოც დეველოპმენტის სექტორზე გაცემული სესხების წლიურმა ზრდამ 2024 წლის აპრილში 80 პროცენტსაც კი მიაღწია (იხ. დიაგრამა II.51). შემდგომ პერიოდებში გაუმჯობესდა ბანკების მიერ ამ სექტორის დაკრედიტების სტანდარტები და ამ სექტორზე გაცემული სესხების ზრდაც დასტაბილურდა. უნდა აღინიშნოს, რომ 2026 წლის ივნისის მდგომარეობით მცირედით კვლავ გაიზარდა დეველოპმენტის სექტორზე გაცემული სესხების წლიური ზრდის ტემპი, თუმცა ეროვნული ბანკი ყურადღებით აკვირდება უძრავი ქონების სექტორთან დაკავშირებულ რისკებს.

დიაგრამა II.49. თბილისის კომერციული უძრავი ქონების ინდექსი



წყარო: სებ.

დიაგრამა II.50. უძრავი ქონების ბაზართან დაკავშირებული სესხები



წყარო: სებ.

დიაგრამა II.51. უძრავი ქონების დეველოპმენტის სექტორზე გაცემული სესხების წლიური ზრდა (კურსის ეფექტის გამორიცხვით)

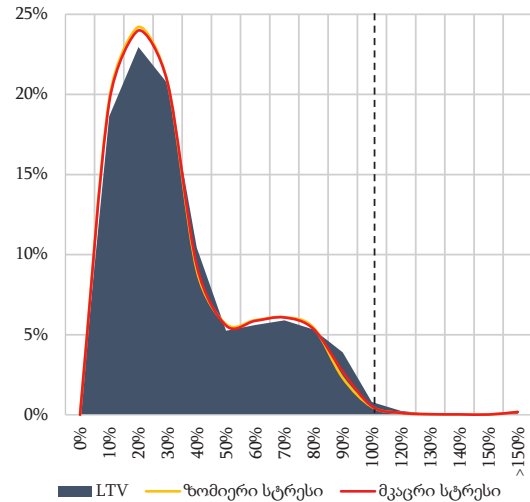


წყარო: სებ.

უძრავი ქონების მოწყვლადობის ანალიზი

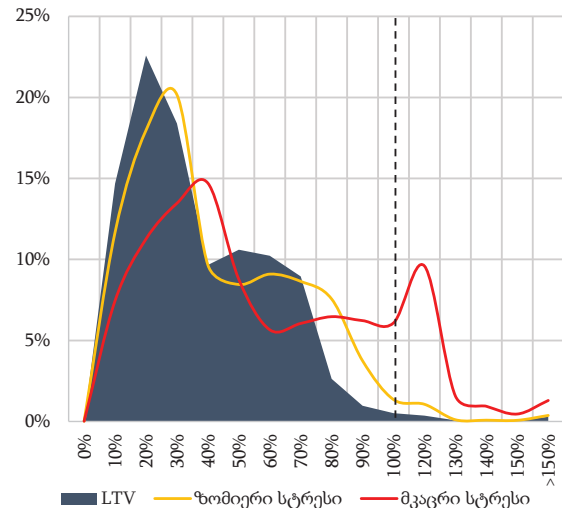
ზომიერი რისკ სცენარის²² პირობებში, სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტის (LTV) განაწილება მნიშვნელოვნად არ იცვლება, ხოლო მკაცრი სცენარის შემთხვევაში, 3.7 პროცენტამდე იზრდება იმ იპოთეკური სესხების წილი, რომელთა სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი 100 პროცენტს აღარაღწევს. ვალუტის ჭრილში, როგორც ზომიერი, ისე მკაცრი სტრესის შემთხვევაში, ეროვნული ვალუტით გაცემული იპოთეკური სესხებისთვის სესხის უზრუნველყოფის განაწილება, მნიშვნელოვნად არ იცვლება (იხ. დიაგრამა II.52). ამასთან, მკაცრი სცენარის პირობებში, თუ ეროვნული ვალუტა აშშ დოლართან და ევროსთან მიმართებით 45 პროცენტით გაუფასურდება, ხოლო უძრავი ქონების ეროვნულ ვალუტაში გამოხატული ფასები 4 პროცენტით გაიზრდება, უცხოური ვალუტით გაცემული იპოთეკური სესხების დაახლოებით 20 პროცენტს სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი 100 პროცენტზე მეტი ექნება, რაც ზომიერ სცენართან შედარებით 17 პროცენტული პუნქტით მეტია (იხ. დიაგრამა II.53)²³. აღსანიშნავია, რომ ზომიერი რისკ სცენარის შემთხვევაში, უცხოური ვალუტით გაცემული იპოთეკური სესხების დაახლოებით 3 პროცენტი სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტის 100 პროცენტს გადააჭარბებს. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ საცხოვრებელ უძრავ ქონებაზე მოთხოვნის მკვეთრმა შემცირებამ შესაძლოა ბანკების უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული პორტფელის ხარისხი გააუარესოს და სისტემური რისკების დაგროვებას შეუწყოს ხელი. ამასთან, უცხოური ვალუტით გაცემული სესხები შედარებით უფრო მაღალი რისკის შემცველია. აღნიშნული რისკის შესამცირებლად, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა 2019 წლიდან სესხის უზრუნველყოფის მაქსიმალური კოეფიციენტი უცხოურ ვალუტაში გაცემული იპოთეკური სესხებისთვის 70 პროცენტის ოდენობით განისაზღვრა. ამასთან, 2025 წლის თებერვალს ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის სხდომაზე მიღებული გადაწყვეტილებით, სესხის უზრუნველყოფის მაქსიმალური კოეფიციენტი ეროვნული ვალუ-

დიაგრამა II.52. სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტის განაწილება ეროვნული ვალუტით გაცემული იპოთეკური სესხების ნაშთისთვის რისკ სცენარების მიხედვით



წყარო: სეზ.

დიაგრამა II.53 სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტის განაწილება უცხოური ვალუტით გაცემული იპოთეკური სესხების ნაშთისთვის რისკ სცენარების მიხედვით



წყარო: სეზ.

ტით გაცემული იპოთეკური სესხებისთვის 90 პროცენტამდე გაიზარდა²⁴. ამასთან, იგივე დებულების პრინციპების მიხედვით, დაგირავებული უძრავი ქონება რისკებისგან დაცვის მხოლოდ დამატებითი რგოლია და სესხის გასტუმრების მთავარ წინაპირობას მსესხებლის გადახდისუნარიანობა წარმოადგენს.

22 იხ. ქვეთავი „მკარო-ფინანსური რისკ-სცენარები“.

23 გაანგარიშებისას გამოყენებულია მიმდინარე პერიოდში დაფიქსირებული სესხების უზრუნველყოფის კოეფიციენტი (LTV).

24 https://nbg.gov.ge/fm/ფინანსური_სტაბილურობა/კომიტეტის_გადაწყვეტილებები/geo/2025/fsc-pressrelease-q1-2025-feb-geo.pdf

ჩანართი 2. უძრავი ქონების ბაზრის რისკის რუკა

უძრავი ქონების სექტორის მონიტორინგი მნიშვნელოვან როლს თამაშობს ფინანსური სტაბილურობის ხელშეწყობაში. ამ მიზნით, ეროვნულმა ბანკმა ESRB-ის რისკის მონიტორინგის ჩარჩო დანერგა, რომელიც უძრავი ქონების სექტორის მოწყვლადობას შეისწავლის. აღნიშნული მეთოდოლოგია უძრავ ქონებასთან დაკავშირებულ ცხრა ინდიკატორს²⁵ ანიჭებს შესაბამის რისკის ქულას იმის მიხედვით, თუ სად მდებარეობს თითოეული ინდიკატორის მაჩვენებელი წინასწარ დადგენილ ზღვრებთან მიმართებით. შემდეგ, ინდივიდუალური რისკის ქულები აგრეგირდება სამი სხვადასხვა მიმართულებით (დაფინანსების, უზრუნველყოფის და შინამეურნეობების მიმართულებები), რათა დადგინდეს თითოეული მიმართულებით არსებული რისკები. საბოლოოდ, ხდება ჯამური რისკის ქულის გამოთვლა, რომელიც ზოგად რისკის დონეზე გვანვდის ინფორმაციას. შემდეგ, ჯამური და თითოეული მიმართულების ქულა კლასიფიცირდება როგორც „ურისკო“, „დაბალ რისკიანი“, „საშუალო რისკიანი“ ან „მაღალ რისკიანი“. აღნიშნული მეთოდოლოგიის უპირატესობაა მისი სიმარტივე და ქულების შესადარისობა ქვეყნებისა და დროის ჭრილში. თუმცა, საყურადღებოა, რომ მარტივი არითმეტიკული საშუალოს დათვლის პროცესში რისკის ქულის საშუალო მაჩვენებელი შესაძლოა ერთმა ინდიკატორმა გადაწონოს. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია დავაკვირდეთ როგორც საერთო, ისე ინდივიდუალური ინდიკატორის რისკიანობის დინამიკას.

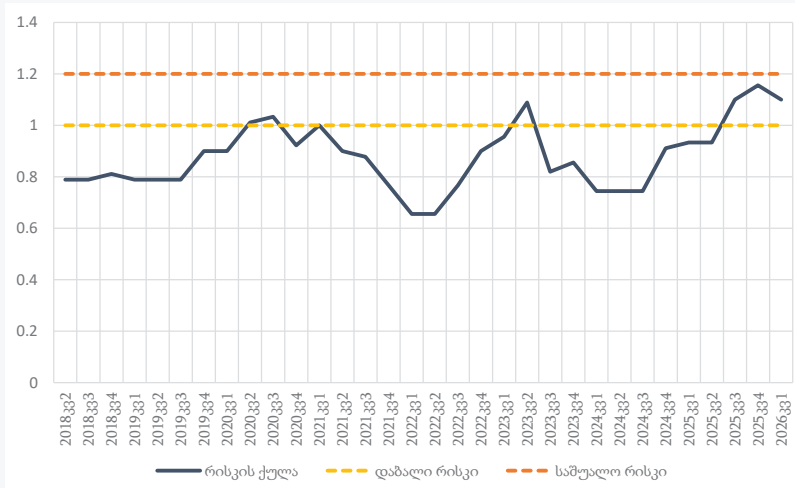
ანალიზის მიხედვით საქართველოში 2018 წლიდან რისკის დაგროვების სამი ეპიზოდი ფიქსირდება (იხ. დიაგრამა B2.1). პირველი მოიცავს რისკიანობის შედარებით მცირე ზრდას 2020 წლის მესამე კვარტალში, როცა COVID-19 პანდემიის შემდეგ ბაზარზე აქტივობამ აღდგენა დაიწყო. რისკის ქულის ზრდა სამივე მიმართულებით არსებული დინამიკით იყო განპირობებული, მათ შორის სამშენებლო მასალების გაძვირებით, რამაც ფასების ზრდას შეუწყო ხელი; იპოთეკური სესხების ტრენდიდან გადახრის ზრდით, რაც ძლიერ მოთხოვნას უკავშირდება; და ვალის მომსახურების შემოსავალთან (DSTI) ფარდობის ზრდით, რაც შემცირებული შემოსავლებითა და სესხების გაძვირებით აიხსნება.

რისკების დაგროვების მეორე ეპიზოდი უკრაინის ომის დაწყებიდან მალევე მოხდა. რისკების ზრდა ძირითადად უკავშირდება საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასებისა და იპოთეკური სესხების შესაბამისი ტრენდებიდან გადახრის ზრდას, რამაც დაფინანსებისა და უზრუნველყოფის მიმართულებებით რისკების დაგროვება გამოიწვია. რისკის დონემ „ურისკოდან“ „დაბალი რისკის“ ზონაში გადაინაცვლა, თუმცა შემოსავლების ზრდასთან და იპოთეკური სესხების ზრდის ტემპის შენელებასთან ერთად აღნიშნული რისკები შემცირდა.

რისკების ზრდის მესამე და ყველაზე გამოკვეთილი ეპიზოდი 2024 წლის ბოლოს დაიწყო და რისკის ქულამ მაქსიმუმ დონეს 2025 წლის მეოთხე კვარტალში მიაღწია. ინდიკატორების ანალიზი აჩვენებს, რომ საერთო რისკის ქულის ზრდა სამივე მიმართულების, განსაკუთრებით კი უძრავი ქონების ფასების, იპოთეკური სესხების ტრენდიდან გადახრისა და DSTI ინდიკატორების, გაუარესებას უკავშირდება. მიუხედავად იმისა, რომ სახლის ფასების ზრდის შენელების ხარჯზე 2026 წლის I კვარტალში ჯამური რისკის ქულა შემცირდა, საერთო რისკის დონე მაინც საყურადღებო რჩება.

²⁵ ქულების მინიჭების მეთოდოლოგია და ინდიკატორების სრული სია ხელმისაწვდომია [2023 წლის ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშის მეოთხე ჩანართში](#).

დიაგრამა B.2.1 საცხოვრებელი უძრავი ქონების რისკის ქულა საქართველოსთვის



წყარო: ავტორთა გამოთვლები.

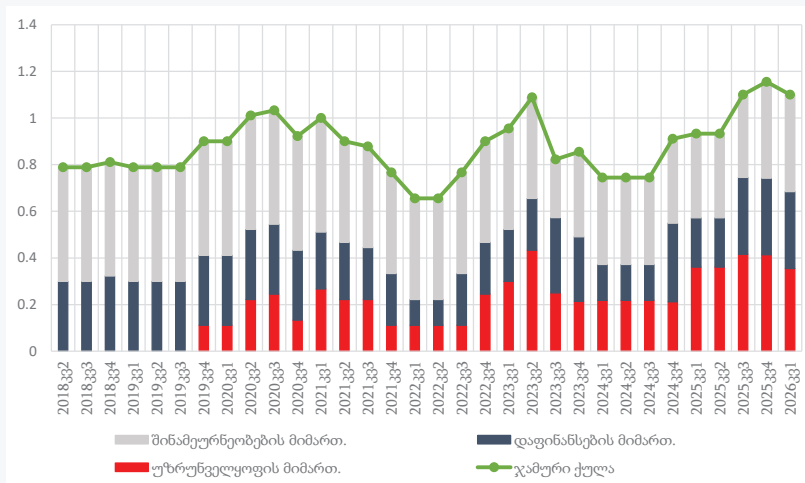
მნიშვნელოვანია რისკების თითოეული მიმართულებების მიხედვით ანალიზი, რადგან ყოველი მიმართულება განსხვავებულ რისკებს მოიაზრებს. **შინამეურნეობების მიმართულება** აფასებს შინამეურნეობების ფინანსურ წნეხს (DSTI და ვალის შემოსავალთან ფარდობის ინდიკატორები) და შინამეურნეობების შოკთან გასამკვლავებლად არსებულ ფინანსურ ბუფერებს (ფინანსური აქტივების ვალთან შეფარდება). ისტორიულად, შინამეურნეობების მიმართულებას ყველაზე დიდი და სტაბილური წილი უკავია ჯამური რისკის ქულაში და 2023 წლის მესამე კვარტლამდე „საშუალო რისკის“ კატეგორიაში ვარდებოდა (იხ. დიაგრამა B.2.2). თუმცა, ეროვნული ბანკის პასუხისმგებლიანი დაკრედიტების რეგულაციის მიღების შედეგად DSTI მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა, გარდა იმ მოკლე ეპიზოდისა, როცა პანდემიის შედეგად შემოსავლები შემცირდა. 2023 წლის მესამე კვარტლიდან 2025 წლის მესამე კვარტლამდე შინამეურნეობების რისკის ქულა მნიშვნელოვნად შემცირდა და „ურისკო“ ზონაში ჩავარდა, რაც შინამეურნეობების ვალის შემოსავალთან და DSTI ფარდობის გაუმჯობესებას უკავშირდება. თუმცა, 2025 წლის ბოლოს DSTI ქულა კვლავ გაუარესდა, შემოსავლების ზრდის ნორმალიზებისა და ვალის დაგროვების ფონზე. შედეგად, შინამეურნეობების რისკიანობის საშუალო ქულა „დაბალი რისკის“ კატეგორიაში მოექცა. ამასთან, უნდა აღინიშნოს, რომ საქართველოში შინამეურნეობების ფინანსური აქტივების ვალთან შეფარდება საგრძნობლად ჩამორჩება ევროპის საშუალოს, რაც აღნიშნული ინდიკატორის რისკის ქულას მაქსიმუმამდე წევს.

დაფინანსების მიმართულება იპოთეკების დინამიკაზე დაკვირვებით აფასებს მსესხებლის მხარეს არსებულ რისკების (იპოთეკების ზრდის 3 წლის საშუალო და იპოთეკის ტრენდიდან გადახრის ინდიკატორი) და უძრავი ქონების დაფინანსების სტრუქტურას (შინამეურნეობების სესხებზე არსებული სპრედი). დაფინანსების მიმართულების საშუალო რისკის ქულა დიდწილად იპოთეკური სესხების დინამიკით არის განპირობებული. პასუხისმგებლიანი დაკრედიტების რეგულაციის შედეგად, რომელმაც LTV და PTI ზღვრები და უცხოურ ვალუტაში აღებულ იპოთეკურ სესხებზე მაქსიმალური ვადიანობა განსაზღვრა, გააუმჯობესა სესხის აღების სტანდარტი და იპოთეკების ზრდის შენელება და ტრენდიდან გადახრის კლება გამოიწვია. შედეგად, 2020 წელს დაფინანსების მიმართულების რისკის ქულამ დაიკლო. თუმცა, იპოთეკური სესხების ზრდა 2023 წელს კვლავ დაჩქარდა, განაკვეთების შემცირებისა

და ძლიერი მოთხოვნის ფონზე. აღნიშნული დააბალანსა იპოთეკური სესხებისა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთებს შორის სპრედის დაბალმა რისკიანობამ. დაბალი სპრედი ზოგადად მაღალ კონკურენციასა და ბანკების შემცირებულ მარჟებზე მიუთითებს, რაც შესაძლოა ნიშნავდეს, რომ მომხმარებლების მოზიდვის პროცესში ბანკები საკრედიტო რისკს არასათანადოდ აფასებენ. საქართველოს შემთხვევაში სპრედი დიდია, რაც საკრედიტო რისკების უფრო კონსერვატიულად გათვალისწინებაზე შეიძლება მიუთითებდეს. 2019 წლიდან სპრედს მზარდი დინამიკა ჰქონდა, თუმცა 2025 წელს იპოთეკური სესხების განაკვეთების კლებასთან ერთად, შემცირდა. მიუხედავად იმისა, რომ განაკვეთების ასეთი დინამიკა ზოგადად კონკურენტულ გარემოზე მიუთითებს, უფრო სავარაუდოა რომ აღნიშნული კლება გამოწვეული იყოს დეპოზიტების განაკვეთებისა და დაფინანსების ხარჯების შემცირებით.

უზრუნველყოფის მიმართულება ასახავს, რამდენად არის საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასები ფუნდამენტურ მაჩვენებლებთან შედარებით გადაჭარბებით შეფასებული (უძრავი ქონების 3 წლის საშუალო ზრდის, ფასის ტრენდიდან გადახრისა და ფასის შემოსავალთან ფარდობის ინდიკატორები). აღნიშნული მნიშვნელოვანია, რადგან ბანკის უზრუნველყოფა მიბმულია უძრავი ქონების ფასებზე და გადაჭარბებით შეფასების რისკებს შესაძლოა მნიშვნელოვანი გავლენა ჰქონდეს ფინანსურ სტაბილურობაზე. უზრუნველყოფის მიმართულების რისკის ქულა მაღალი მერყეობით ხასიათდება, რაც ფასების დინამიკით აიხსნება. ამ მიმართულებით რისკების აკუმულირება 2020 წელს დაიწყო, როცა წლიური ფასის ზრდამ ორნიშნა მაჩვენებელს მიაღწია; გაზრდილი რისკი 2022 წელსაც დაფიქსირდა, როცა ფასების ზრდამ ფასების შემოსავალთან ფარდობისა და ფასების ტრენდიდან დამორების ინდიკატორების გაუარესება გამოიწვია. შედეგად, რისკის ქულა „საშუალო რისკის“ ზონაში აღმოჩნდა. შემდეგ პერიოდში ზრდამ შენელება, ხოლო შემოსავლებმა ზრდა დაიწყო. შედეგად, მიმდინარე პერიოდში რისკის ქულა „დაბალის რისკის“ ზონაშია, თუმცა ბაზარზე არსებული დინამიკა კვლავ საყურადღებოა.

დიაგრამა B.2.2 რისკის ქულის დეკომპოზიცია მიმართულებების მიხედვით



წყარო: ავტორთა გამოთვლები.

მიუხედავად იმისა, რომ ჯამური რისკის ქულა კვლავ „დაბალი რისკის“ ზონაშია, უძრავი ქონების სექტორში რისკის საერთო დონე წინა პერიოდებთან შედარებით გაზრდილია. მიმდინარე პერიოდში ჯამურ ქულაში თითოეული მიმართულების წვლილი დაახლოებით თანაბარია, რაც ნიშნავს, რომ ყველა

მიმართულება ერთნაირად საყურადღებოა. უძრავი ქონების ფასების ზრდის შემცირებამ საერთო რისკის ქულა 2026 წლის პირველ კვარტალში შემაცირა, თუმცა რისკების დაგროვების თავიდან ასაცილებლად, სექტორს მუდმივი მონიტორინგი და შეფასებაა საჭირო.

აღსანიშნავია, რომ უძრავი ქონების სექტორის ანალიზისას ეროვნული ბანკი ერთ მეთოდოლოგიას არ ეყრდნობა და გაცილებით ყოვლისმომცველ მიდგომას იყენებს. ამასთან, ეროვნული ბანკი ითვალისწინებს საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკით შემოთავაზებულ ალტერნატიულ საზომებს, რაც სექტორში არსებული რისკების უფრო კომპლექსური და სრულყოფილი ანალიზის საშუალებას იძლევა.

ჩანართი 3. საქართველოს საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების შეფასების ანალიზი

საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების შეფასება ფინანსური სტაბილურობის ანალიზის მნიშვნელოვანი კომპონენტია, რადგან ფასების ხანგრძლივად გადაჭარბებით შეფასებამ შესაძლოა გაზარდოს შინამეურნეობების, კრედიტორებისა და, ზოგადად, ფინანსური სისტემის მოწყვლადობა უარყოფითი შოკების მიმართ. თუმცა, ჭარბად შეფასების მასშტაბის განსაზღვრა რთულია, ერთი მხრივ, საცხოვრებელი უძრავი ქონების ბაზრის კომპლექსურობის, ხოლო, მეორე მხრივ, წონასწორული ფასების პირდაპირ დაკვირვებადი მაჩვენებლის არარსებობის გამო. ცალკეული ინდიკატორები სრულად ვერ ასახავენ ფასების ფუნდამენტური ფაქტორებიდან გადახრის (overvaluation) დინამიკას, რის გამოც მიზანშეწონილია ალტერნატიული მიდგომების გამოყენება. ECB-ისა და ESRB-ის მიერ შემუშავებული მეთოდოლოგიების შესაბამისად, აღნიშნულ ჩანართში საქართველოში საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების შეფასება გაანალიზებულია როგორც სტატისტიკური ინდიკატორების, ისე მოდელზე დაფუძნებული შეფასებების გამოყენებით. **სტატისტიკური ინდიკატორები** საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების სხვა ფუნდამენტურ ცვლადებთან მიმართებით ისტორიულ ურთიერთკავშირს აფასებენ, ხოლო **მოდელზე დაფუძნებული შეფასებები** წონასწორულ ფასს და მისგან გადახრას ძირითადი მაკროეკონომიკური და უძრავი ქონების ბაზრის ფუნდამენტური ფაქტორების საფუძველზე განსაზღვრავენ.

უძრავი ქონების ღირებულების გადაჭარბებით შეფასების სტატისტიკური ინდიკატორები წარმოადგენს მარტივ მეთოდს იმის შესაფასებლად, თუ რამდენად შეესაბამება საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასები ძირითადი ფუნდამენტური ფაქტორების დინამიკას. ყველაზე ფართოდ გამოყენებულ ორ მაჩვენებელს წარმოადგენს ფასისა და ქირის (PTR²⁶) და ფასისა და შემოსავლის (PTI²⁷) თანაფარდობები. PTR ეყრდნობა საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასებისა და ქირის დინამიკას და ადარებს უძრავი ქონების ფლობისა და ქირის ხარჯებს. ამ ინდიკატორის გრძელვადიანი საშუალო მაჩვენებელიდან ხანგრძლივი გადახრა შეიძლება მიუთითებდეს, რომ ფასების ზრდა მომავალი კაპიტალური მოგების (capital gains) მოლოდინებით არის განპირობებული და არა ფუნდამენტური ფაქტორებით. აღნიშნული მოლოდინების შესუსტების შემთხვევაში, საცხოვრებელი უძრავი ქონების

26 უძრავი ქონების ნომინალური ფასისა და ქირის ფასის ინდექსების თანაფარდობის გადახრა მისი გრძელვადიანი საშუალო მაჩვენებელიდან.

27 უძრავი ქონების ნომინალური ფასის ინდექსისა და საშუალო ხელფასის ინდექსების თანაფარდობის გადახრა მისი გრძელვადიანი საშუალო მაჩვენებელიდან.

ფასების კორექცია შესაძლოა მკვეთრი იყოს და უარყოფითად აისახოს შინამეურნეობების ფინანსურ მდგომარეობაზე, უზრუნველყოფის ღირებულებასა და ფინანსურ სექტორში საკრედიტო რისკზე.

PTI საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასებს საშუალო შემოსავალთან აკავშირებს და საცხოვრებელი უძრავი ქონების ხელმისაწვდომობას აფასებს. PTI-ის მაღალი მაჩვენებელი მიუთითებს, რომ საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასები შინამეურნეობების შემოსავალზე სწრაფად გაიზარდა, რაც ამცირებს საცხოვრებელი უძრავი ქონების ხელმისაწვდომობას და ართულებს უძრავი ქონების დაფინანსებას. თუ ასეთი დინამიკა ხანგრძლივად შენარჩუნდა, ეს შესაძლოა მიუთითებდეს იმაზე, რომ საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასები შინამეურნეობების შემოსავლების დინამიკასთან აცდენაშია (misaligned), რაც საცხოვრებელი უძრავი ქონების გადაჭარბებით შეფასების რისკებს წარმოქმნის. გაძვირებული უძრავი ქონების შესაძენად საჭირო ვალის მოცულობის ზრდა ასევე აუარესებს შინამეურნეობების მოწყვლადობას შემოსავლის ან საპროცენტო განაკვეთის უარყოფითი შოკების მიმართ და, შედეგად, ფინანსურ სექტორში საკრედიტო რისკს ზრდის.

მიუხედავად იმისა, რომ ეს ინდიკატორები მარტივი და ინტუიციურია, ისინი არ ითვალისწინებს უფრო ფართო მაკროეკონომიკურ და ფინანსურ ფაქტორებს და მხოლოდ იმას აფასებს, თუ როგორია შესაბამისი ინდიკატორის დინამიკა მის გრძელვადიან საშუალო დონესთან შედარებით. შესაბამისად, აღნიშნულ ანალიზს უნდა დაემატოს მოდელზე დაფუძნებული მიდგომები, რომლებიც იკვლევს ცვლადებს შორის გრძელვადიან კავშირებს და აფასებს რამდენად შეესაბამება საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასები მის განმსაზღვრელ ფუნდამენტურ ფაქტორებს. ECB-ის შეფასების ჩარჩოში²⁸ გამოყენებული ყველაზე მარტივი მიდგომა უძრავი ქონების ფასის შემოსავალსა და იპოთეკური სესხის განაკვეთზე რეგრესიის ნარჩენობით წევრებს (residuals) იყენებს. აღნიშნულ მიდგომაში საშუალო შემოსავალი მსყიდველუნარიანობას, ხოლო იპოთეკური სესხის განაკვეთი კი დაფინანსების ხარჯებს ასახავს და მიღებული ნარჩენობითი წევრები უძრავი ქონების გადაჭარბებით შეფასების საზომს წარმოადგენს (იხ. OLS_residuals დიაგრამა B.3.1).

ECB-ის მიერ გამოყენებული უფრო სისტემური მიდგომა საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების ფუნდამენტებთან შესაბამისი დონიდან გადახრას Error Correction Model-ის (ECM) გამოყენებით აფასებს. აღნიშნული მიდგომა თავდაპირველად ცვლადებს შორის გრძელვადიან ურთიერთკავშირს ადგენს და მისი დადასტურების შემთხვევაში, მოდელის ნარჩენობით წევრებს ფასების ფუნდამენტური ფაქტორებით განპირობებული დონიდან გადახრად განიხილავს. ECB-ის მოდელში²⁹ გამოყენებულია სამი დამოუკიდებელი ცვლადი — რეალური მშპ ერთ სულ მოსახლეზე, მოსახლეობა და რეალური საპროცენტო განაკვეთი, რომლებიც მოთხოვნის სხვადასხვა მხარეს ზომავს. საქართველოსთვის აღნიშნული მიდგომის დასაწერად დაიტესტა საპროცენტო განაკვეთებისა და შემოსავალთან დაკავშირებული ცვლადების სხვადასხვა ვერსია. ცვლადების ინტეგრაციის რიგების განსხვავებულობისა და ზოგიერთი ცვლადის სტაციონარულობის გათვალისწინებით, გრძელვადიანი ურთიერთკავშირის დასადგენად სტანდარტული კოინტეგრაციის ტესტების, როგორიცაა Engle-Granger-ის ან Johansen-ის ტესტები, ნაცვლად გამოყენებულ იქნა ავტორეგრესიული

28 https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/focus/2015/pdf/ecb~450b114e19.fsrbox201511_03.pdf

29 https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/focus/2011/pdf/ecb~5179a0aa86.fsrbox201106_03.pdf

განაწილებული ლაგების საზღვრების ტესტირების (ARDL bounds testing) მიდგომა.

საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასებთან სტატისტიკურად დადასტურებული გრძელვადიანი ურთიერთკავშირი მოდელის ორ სხვადასხვა სპეციფიკაციაში გამოვლინდა: ერთ შემთხვევაში მოდელი მოიცავდა მხოლოდ მშპ-ს (იხ. ECM_V1, დიაგრამა B.3.1), ხოლო მეორეში — ერთ სულ მოსახლეზე მშპ-სა და გრძელვადიან საკრედიტო საპროცენტო განაკვეთს (იხ. ECM_V2, დიაგრამა B.3.1). ორივე მოდელში error-correction წევრი უარყოფითი და სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა და დადგინდა, რომ ფუნდამენტური ფაქტორებით განპირობებული ფასების დონიდან გადახრები დაახლოებით ორიდან სამ კვარტალში უბრუნდება წონასწორობის წერტილს.

ECB-ის მიერ გამოყენებული მესამე მიდგომა არის შებრუნებული მოთხოვნის მოდელი (Inverted Demand Model, IDM³⁰), რომელიც ECM-ის ჩარჩოს ავრცობს მოდელში მიწოდების მხარესთან დაკავშირებული ცვლადის, საცხოვრებელი ბინების ნაშთის, დამატებით. ეს მიდგომა ეფუძნება თეორიულ ლოგიკას, რომლის მიხედვითაც საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასებს, საცხოვრებელი ბინების ნაშთის მოკლევადიანად ფიქსირებული მიწოდების პირობებში, ბაზარი მიყავს წონასწორობის წერტილში.

თუმცა, ECB-სგან განსხვავებით, IDM მოდელის შეფასება მოხდა იგივე ARDL ECM მოდელისა და ARDL bounds testing მიდგომის გამოყენებით, რადგან ბეიზიანური (Bayesian) მიდგომა ითხოვს წინასწარ განსაზღვრული prior-ების განსაზღვრას, რომელიც მორგებული იქნება საქართველოს უძრავი ქონების ბაზარზე. აღნიშნული მაჩვენებლების არ არსებობის პირობებში, ARDL ECM ჩარჩო საუკეთესო გამოსავალს წარმოადგენდა.

მოდელის სხვადასხვა სპეციფიკაციების ტესტირების პროცესში საუკეთესო შედეგი აჩვენა რეალური საშუალო შემოსავლისა და საცხოვრებელი ბინის ნაშთის³¹ ერთობლივად გამოყენებულმა მოდელმა. აღნიშნული მოდელის ეს კონკრეტული ვერსია ხასიათდება სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი (significant) error correction term-ით, მულტიკოლინეარობის ყველაზე დაბალი მაჩვენებლით და გრძელვადიანი ნარჩენობითი წევრების სტაციონალურობის ყველაზე ძლიერი დადასტურებით. აღსანიშნავია, რომ ვინაიდან აღნიშნული მიდგომა ეფუძნება წინა მოდელებში გამოყენებულ ARDL ECM მიდგომას, იგი არ უნდა იყოს განხილული როგორც დამოუკიდებელი მიდგომა, არამედ, იგივე ჩარჩოს გაფართოება, რომელიც დამატებით ითვალისწინებს შებრუნებული მოთხოვნის მრუდის ლოგიკას (იხ. ECM_IDM, დიაგრამა B.3.1).

აღნიშნული ანალიზის შედეგები დიდწილად თანხვედრაშია ეროვნული ბანკის უძრავი ქონების ფასების ბუშტის შესახებ 2025 წელს ჩატარებული ანალიზის შედეგებთან³². ყველა მეთოდი, რომელიც მოიცავს 2000-იანი წლების დასაწყისიდან არსებულ მონაცემებს, მიუთითებს გლობალური ფინანსური კრიზისის პერიოდში ფასების მნიშვნელოვან, 20 პროცენტზე მეტ სიჭარბეზე (იხ. დიაგრამა B.3.1). უძრავი ქონების ღირებულების

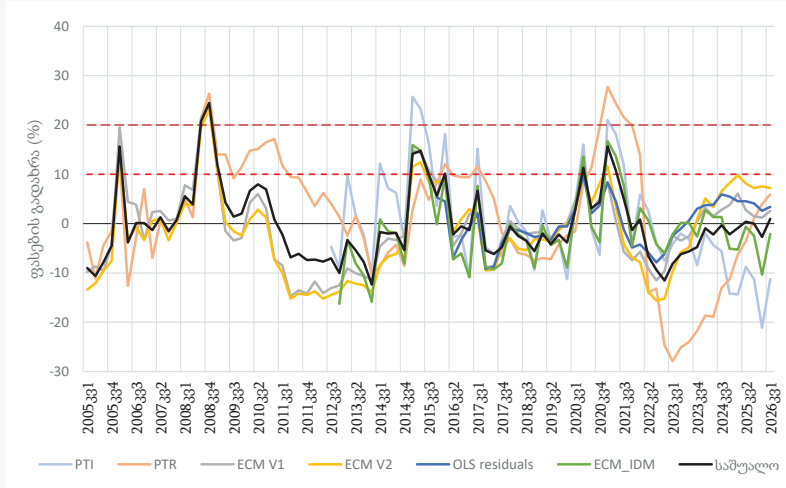
30 https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/focus/2015/pdf/ecb~450b114e19.fsrbox201511_03.pdf

31 საცხოვრებელი ბინის ნაშთის შესაფასებლად გამოყენებულია [Colliers International](#)-ის ანგარიშში წარმოდგენილი თბილისში არსებული საცხოვრებელი ფართობის მთლიანი მოცულობა და საქსტატის მონაცემები დასრულებული საცხოვრებელი მშენებლობის შესახებ (წლიური მონაცემები 2006 წლიდან, კვარტალური 2019 წლიდან). 2006-2018 წლების კვარტალური მონაცემები შეფასებულია cubic spline ინტერპოლაციის მეთოდის გამოყენებით.

32 <https://nbg.gov.ge/en/page/financial-stability-bulletin>

გადაჭარბებულად შეფასების კიდევ ერთი, შედარებით ნაკლებად ინტენსიური ეპიზოდი იკვეთება 2015-2016 წლებში, რაც სავარაუდოდ აღნიშნულ პერიოდში ლარის გაუფასურებას უკავშირდება. ლარის გაუფასურებამ ადგილობრივ ვალუტაში დენომინირებული ფასები გააბერა, რამაც ბაზარზე ფასების ბუშტის არსებობის შთაბეჭდილება შექმნა.

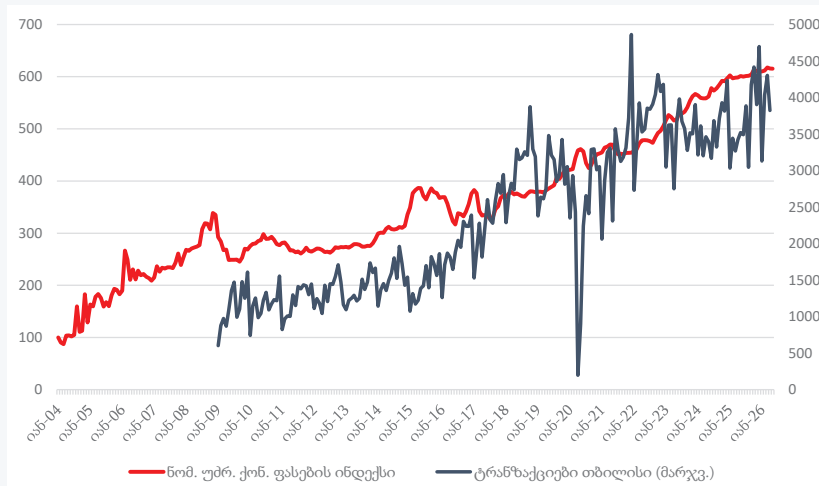
დიაგრამა B.3.1 უძრავი ქონების ღირებულების შეფასება საქართველოსთვის



წყარო: ავტორთა გამოთვლები.

გადაჭარბებულად შეფასების კიდევ ერთი ეპიზოდი დაფიქსირდა 2020-2021 წლებში, როდესაც შემლუდებისა და დასუსტებული მოთხოვნის ფონზე ქირის ფასები შემცირდა; ამასთან, შემცირდა შემოსავლებიც, მაშინ როცა უძრავი ქონების ფასები შედარებით მდგრადი აღმოჩნდა. მიუხედავად იმისა, რომ 2020 წლის ივლის-აგვისტოში საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასები შემცირდა, ფასებმა მალევე დაიწყო აღდგენა (იხ. დიაგრამა B.3.2). აღნიშნულმა დინამიკამ ხელი შეუწყო PTR-ისა და PTI-ის თანაფარდობების მკვეთრ ზრდას მათ ისტორიულ საშუალო მაჩვენებლებთან შედარებით. ამასთან, სხვა ინდიკატორებიც დაახლოებით 10 პროცენტის ოდენობით გადაჭარბებით შეფასების წნეხზე მიუთითებს, რაც, ფართომასშტაბიანი შოკის პირობებში, როდესაც ქირის ფასები, შემოსავლები და მშპ მცირდებოდა, უძრავი ქონების ბაზარზე ფასების სიხისტეს (price stickiness) ასახავს და არა რეალურ ჭარბ შეფასებას. მიუხედავად იმისა, რომ ამ პერიოდში ბაზარზე

დიაგრამა B.3.2 უძრავი ქონების აქტივობა და ფასის ინდექსი (%)

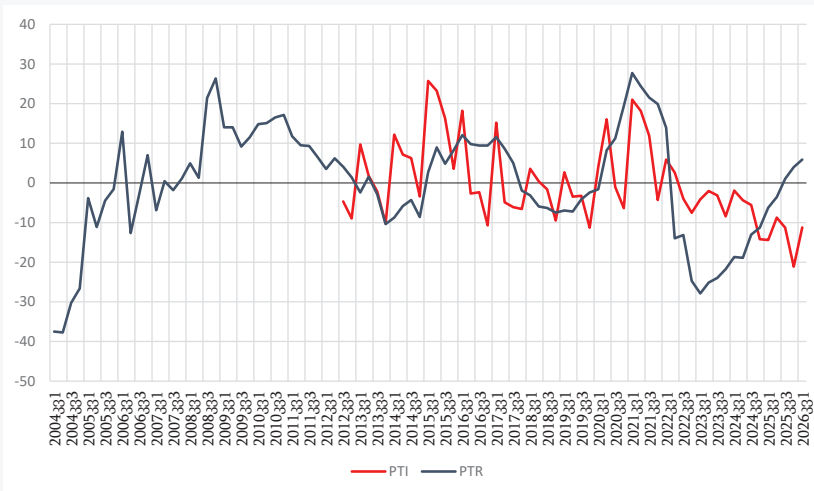


წყარო: სეზ, NAPR.

აქტივობამ იკლო, აღნიშნულს ფასების შემცირება არ მოჰყოლია, რადგან ფასების კლების ნაცვლად, გაიზარდა ბინის გაყიდვის საშუალო დროის ხანგრძლივობა.

საყურადღებოა, რომ შემოსავალზე დაფუძნებული ინდიკატორები (PTI და IDM მოდელი) 2022 წლიდან ძირითადად უარყოფით მნიშვნელობებს იღებს, რაც დიდწილად ბოლო წლებში შემოსავლების ძლიერი ზრდით არის განპირობებული (იხ. დიაგრამა B.3.3). მშპ-ზე დაფუძნებული ინდიკატორები კი, 2023 წლის ბოლოდან, ჭარბი შეფასების წნეხზე მიუთითებს. ფასის ქირასთან ფარდობის ინდიკატორი მნიშვნელოვანი მერყეობით ხასიათდება, რაც ძირითადად ქირის ბაზრის დინამიკით არის განპირობებული, მაშინ როდესაც უმარტივესი რეგრესიული მოდელის საფუძველზე მიღებული შედეგი ყველაზე დაბალი მერყეობით გამოირჩევა.

დიაგრამა B.3.3 საშუალო რეალური შემოსავალი და რეალური მშპ (%)



წყარო: საქსტატი, შემოსავლების სამსახური.

შეფასების ინდიკატორები მიმდინარე პერიოდში საცხოვრებელი უძრავი ქონების ბაზარზე მნიშვნელოვანი ჭარბი შეფასების წნეხის არსებობაზე არ მიუთითებს, ვინაიდან ყველა ინდიკატორის მნიშვნელობა 10 პროცენტზე დაბალია და მათი საშუალო მაჩვენებელი ნულთან ახლოსაა. აღნიშნულს ხელს უწყობს ძლიერი მაკროეკონომიკური მდგომარეობა და დაკრედიტების ჯანსაღი სტანდარტები და რეგულაციები, რომლებიც ფინანსურ სექტორში საცხოვრებელ უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული მონეველობების დაგროვებას ზღუდავს. მიუხედავად ამისა, რისკები შესაძლოა წარმოიშვას არახელსაყრელი მაკროეკონომიკური პირობების შედეგად, მათ შორის, იპოთეკური დაკრედიტების სწრაფი დაჩქარების, ფინანსური პირობების გამკაცრების, საცხოვრებელი უძრავი ქონების ჭარბი მინოდების ან შინამეურნეობების ვალის მნიშვნელოვანი ზრდის შემთხვევაში. აღნიშნულმა ფაქტორებმა შესაძლოა გააძლიეროს საცხოვრებელი უძრავი ქონების ბაზარზე არსებული მონეველობები.

უნდა აღინიშნოს, რომ შეფასების თითოეულ მეთოდს აქვს თავისი შეზღუდვები: სტატისტიკური მეთოდები ერთ ცალკეულ ინდიკატორს ეყრდნობა, ხოლო ECM მოდელი ფუნდამენტური ფაქტორების შედარებით მცირე რაოდენობის ცვლადების მოიცავს და მგრძნობიარეა მოდელის სპეციფიკაციის მიმართ. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია, მიღებული შედეგები განიხილებოდეს სხვა რელევანტურ ინდიკატორებთან და მიდგომებთან ერთად.

III. ფინანსური სექტორი

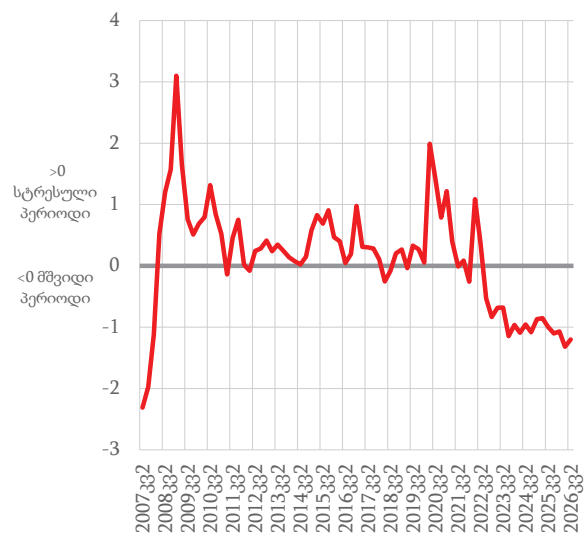
ფინანსური სექტორის მიმოხილვა

საქართველოს ფინანსური სისტემა მდგრადია. საბანკო სისტემა მაღალკაპიტალიზებული, ლიკვიდური და მომგებიანია. ამასთან, უმოქმედო სესხების წილი მთლიან სასესხო პორტფელში დაბალ დონეზე ნარჩუნდება. სტრეს ტესტის შედეგების მიხედვით, საბანკო სისტემა მდგრადობას მკაცრი სცენარის პირობებშიც ინარჩუნებს. მიუხედავად შემცირებისა, დოლარიზაცია კვლავ რჩება ფინანსური სექტორის მნიშვნელოვან გამოწვევად. ბოლო პერიოდში გატარებული მაკროპრუდენციული ზომების გათვალისწინებით, მოსალოდნელია, რომ დოლარიზაციის შემცირების ტენდენცია გაგრძელდება, მისგან მომდინარე რისკები კი შერბილდება.

გლობალური გეოპოლიტიკური სიტუაციიდან მომდინარე პოტენციურ რისკებს ქართული საბანკო სისტემა მომზადებული ხვდება. გასული წლების მსგავსად ფინანსური სტრესის ინდექსი (FSI)³³ კვლავ დაბალ დონეზე ნარჩუნდება. აღნიშნული, ერთი მხრივ განპირობებულია საბანკო სექტორის კაპიტალის ადეკვატურობის, ლიკვიდობისა და სესხების ხარისხის ჯანსაღი მაჩვენებლებით, ხოლო, მეორე მხრივ, გაცვლითი კურსის სტაბილურობითა და რისკის პრემიის შემცირებით (იხ. დიაგრამა III.1). გლობალური გეოპოლიტიკური სიტუაციიდან მომდინარე რისკები კვლავ ნარჩუნდება, რაც მაკროეკონომიკურ ტენდენციებთან დაკავშირებით გაურკვევლობას წარმოშობს. თუმცა, ქართული საბანკო სისტემა მდგრადია და შესაძლო სტრესის გასაძლევად მზად არის.

საბანკო სისტემა ეკონომიკის დაკრედიტებას შეუფერხებლად განაგრძობს და საკრედიტო აქტივობა ნომინალური ეკონომიკური ზრდის თანაზომიერია. 2025 წლის მეორე ნახევრიდან, წლის ბოლომდე, ნომინალური მშპ-ისა და სესხების ზრდის ტემპი დაუახლოვდა ერთმანეთს მიმდინარე ტენდენციის გათვალისწინებით სესხების ზრდა (კურსის ეფექტის გამორიცხვით) ნომინალური ეკონომიკური ზრდის თანა-

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



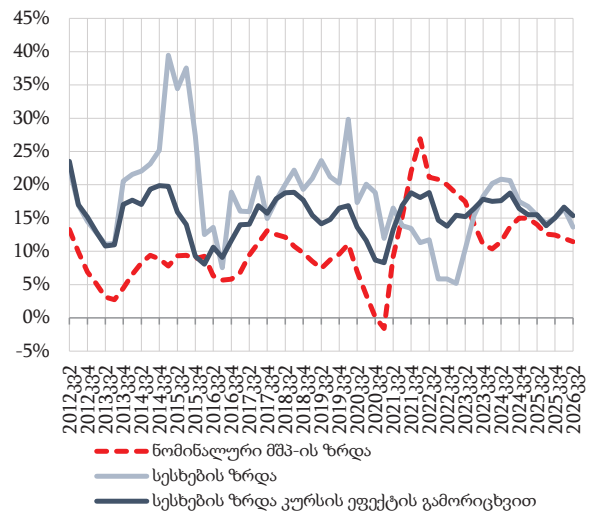
წყარო: სეზ.

ზომიერია (იხ. დიაგრამა III.2). 2026 წლის ივნისში საბანკო სესხების წლიურმა ზრდამ 14.8 პროცენტი შეადგინა. უნდა ითქვას, რომ სესხების ზრდაში ბიზნეს სესხების წვლილი ყველაზე მაღალია და 6.9 პროცენტულ პუნქტს შეადგენს (იხ. დიაგრამა III.3). სამომხმარებლო სესხების ზრდის ტემპი კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება (იხ. დიაგრამა III.4) და გლობალურად არსებული გაურკვევლობის ფონზე, ფინანსური პირობების შესაძლო გამკაცრების შემთხვევაში (მაგ. ინფლაციური მოლოდინების გამო) საკრედიტო რისკს ზრდის. აღსანიშნავია, რომ ადგილობრივ ვალუტაში სამომხმარებლო სესხების დაახლოებით 28 პროცენტი ცვლადგანაკვეთიანია, თუმცა ამ სესხების 86 პროცენტი უზრუნველყოფილია

³³ 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 დამატებით მოიცავს გაცვლითი კურსისა და რისკის პრემიის მაჩვენებლებსაც. ინდექსი აგებულია ცვლადების სტანდარტიზაციით და შემდეგ მათი შეწონვით.

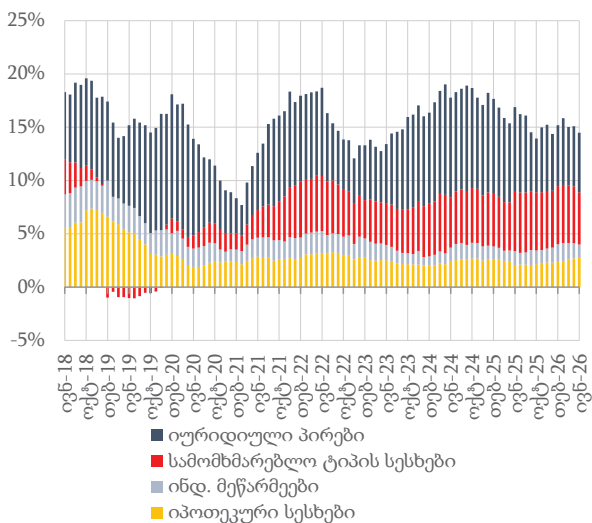
და შესაბამისად, არსებული გაურკვევლობის ფონზე საკრედიტო რისკებს მნიშვნელოვნად ამცირებს. რაც შეეხება უცხოური ვალუტის ცვლადგანაკვეთიან სამომხმარებლო სესხებს, აღნიშნულის წილი უცხოური ვალუტის მთლიან სამომხმარებლო სესხებში 63 პროცენტამდეა, საიდანაც 99 პროცენტზე მეტი უზრუნველყოფილია. გარდა ამისა, 2026 წლის პირველი ივლისიდან ამოქმედდა ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის გადაწყვეტილება არაპეჯირებული უცხოური ვალუტის სესხების ზღვარის 750 000-დან 1 000 000 ლარამდე გაზრდის შესახებ, რაც დამატებით ხელს უწყობს საკრედიტო რისკების შემცირებას. საკრედიტო აქტივობის მიმდინარე ტენდენციისა და ეკონომიკის ზრდის ტემპის ნორმალიზაციის გათვალისწინებით მოსალოდნელია, რომ, სხვა თანაბარ პირობებში, 2026 წლის ბოლოს სესხების ზრდა 15 პროცენტის მიდამოში იქნება.

დიაგრამა III.2. ნომინალური მშპ-სა³⁴ და სესხების³⁵ წლიური ზრდა



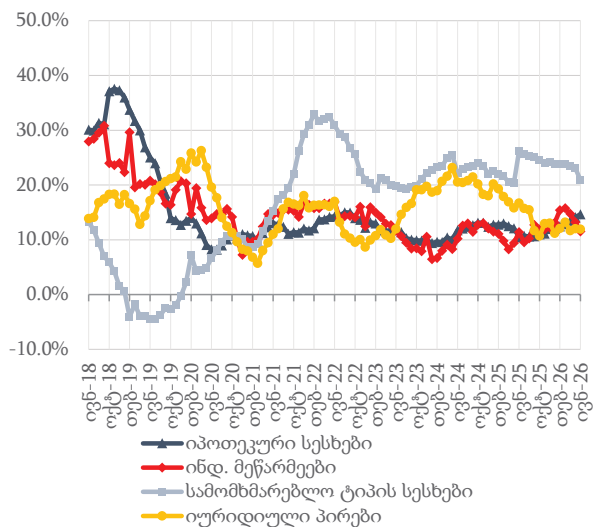
წყარო: სეზ.

დიაგრამა III.3. საბანკო სესხების წლიური ზრდის ტემპის დეკომპოზიცია (კურსის ეფექტის გამორიცხვით)



წყარო: სეზ.

დიაგრამა III.4. საბანკო სესხების წლიური ზრდის ტემპი (კურსის ეფექტის გამორიცხვით)



წყარო: სეზ.

სესხების მშპ-თან ფარდობა კვლავ ტრენდს³⁶ ქვემოთ ნარჩუნდება. თუმცა სესხების ზრდისა და ეკონომიკური აქტივობის დინამიკის გათვალისწინებით, მიმდინარე ეტაპზე კაპიტალის კონტრციკლური ბუფერის ციკლური

კომპონენტის ცვლილების საჭიროება არ იკვეთება. სესხების მშპ-თან ფარდობა გრძელვადიანი ტრენდის ქვემოთ 2025 წლის მეორე ნახევრიდანაც ნარჩუნდებოდა (იხ. დიაგრამა III.5). 2026 წლის მეორე კვარტალში, ერთი მხრივ, ძლიერმა ეკონომიკურმა ზრდამ და მეორე მხრივ, საკრედიტო აქტივობის ნორმალიზებამ სესხების მშპ-თან ფარდობის უარყოფითი გაპის გაზრდა განაპირობა. წლიურ ჭრილში სესხების მშპ-თან ფარდობის ზრდა ძირითადად განპირობებულია სესხების ზრდით (იხ. დიაგრამა III.6). საკრედიტო აქტივობის არსებული დინამიკის შენარჩუნებისა და ეკონომიკური ზრდის

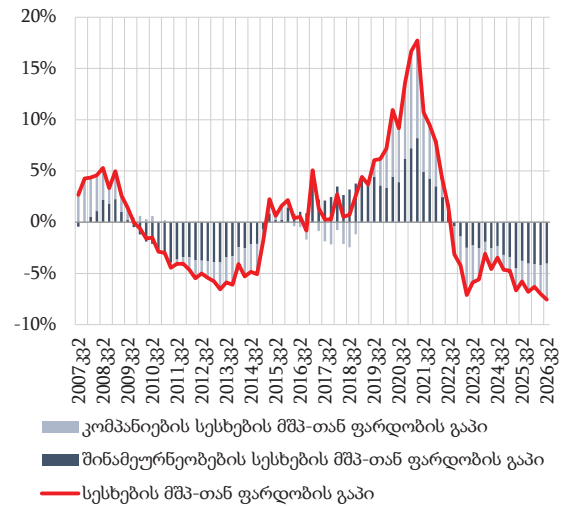
34 ნომინალური მშპ დათვლილია ბოლო 4 კვარტალის მონაცემების გათვალისწინებით.

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

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

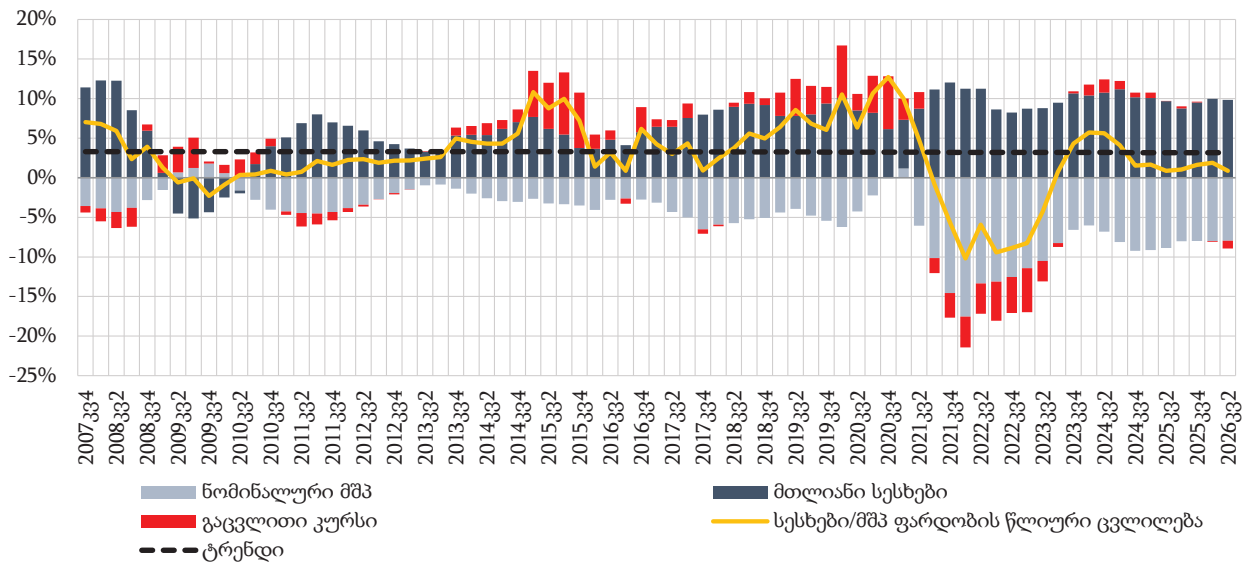
ნორმალიზების ფონზე, სესხების მშპ-თან ფარდობის უარყოფითი გაპი ეტაპობრივად დაიხურება. შესაბამისად, მიმდინარე ეტაპზე კაპიტალის კონტრციკლური ბუფერის ციკლური კომპონენტის ცვლილების საჭიროება არ იკვეთება.³⁷ კომერციული ბანკები კაპიტალის კონტრციკლური ბუფერის ნეიტრალური კომპონენტის ეტაპობრივ დაგროვებას განაგრძობენ და ამ ეტაპზე აღნიშნული ბუფერი 0.75 პროცენტს შეადგენს. ამასთან 2027 წლის მარტისთვის კონტრციკლური ბუფერის ნეიტრალური კომპონენტი ერთ პროცენტს მიაღწევს.

დიაგრამა III.5. სესხების მშპ-თან ფარდობის გაპი (%)



წყარო: სეფ.

დიაგრამა III.6. სესხების მშპ-თან ფარდობის წლიური ცვლილების დეკომპოზიცია (%)

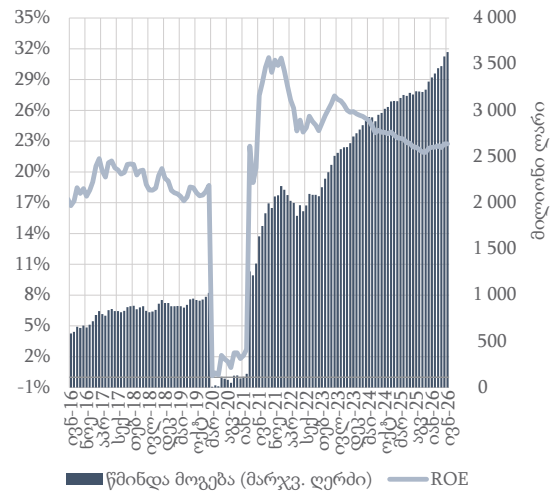


წყარო: სეფ.

37 აღსანიშნავია, რომ კონტრციკლური ბუფერის ციკლური კომპონენტის დანესების თაობაზე გადანყვეტილება მხოლოდ სესხების მშპ-თან ფარდობის გაპით არ მიიღება. ასევე გაითვალისწინება ისეთი მაჩვენებლები, როგორიცაა სესხების ზრდის ტემპი სექტორულ ჭრილში, უძრავი ქონების ფასების დინამიკა და ფინანსური სექტორის ციკლური პოზიციის სხვა მაჩვენებლები.

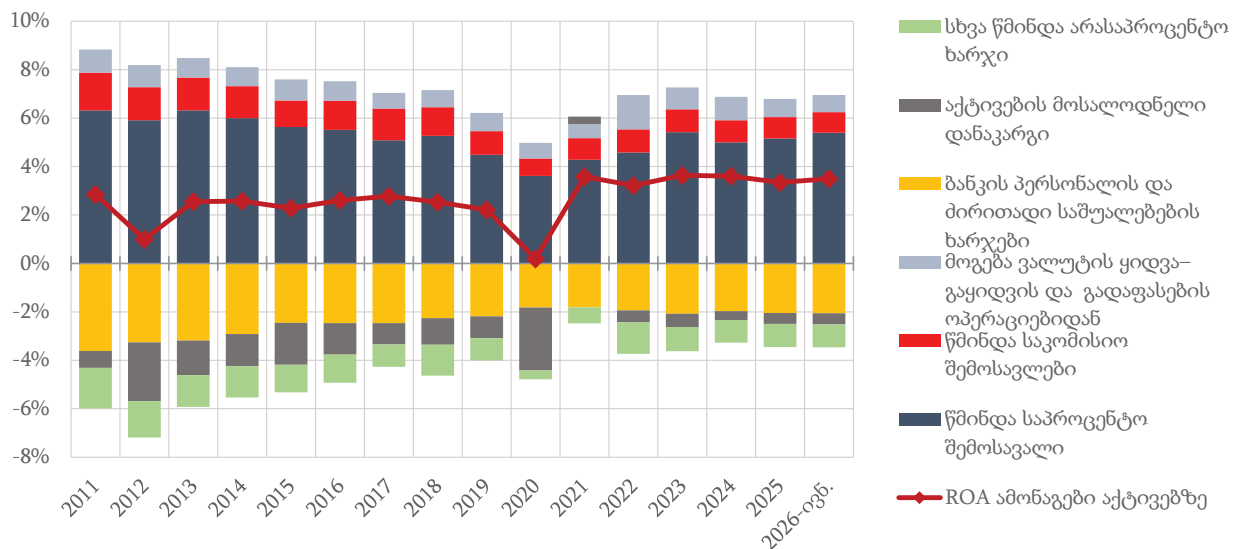
საბანკო სისტემის მომგებიანობის მაჩვენებლები სტაბილურ ტენდენციას ინარჩუნებს. აღნიშნულს ძირითადად დაბალი საკრედიტო დანაკარგები და მდგრადი წმინდა საპროცენტო შემოსავლები განაპირობებს (იხ. დიაგრამა III.8). საპროცენტო შემოსავლების ზრდა, ერთი მხრივ, დაკავშირებულია გაზრდილ საპროცენტო სპრედთან, ხოლო მეორე მხრივ გასული წლის მაღალ საკრედიტო აქტივობასთან. წლის დასაწყისიდან მომგებიანობის არსებული ტენდენციის შენარჩუნების შემთხვევაში მოსალოდნელია, რომ კაპიტალზე უკუგება წელს 22 პროცენტის ფარგლებში იქნება (იხ. დიაგრამა III.7). სტაბილური მომგებიანობა ქართული ბანკებისთვის პოტენციური მოკების მიმართ მნიშვნელოვან ბუფერს

დიაგრამა III.7. საბანკო სექტორის მომგებიანობა³⁹



წყარო: სეფ.

დიაგრამა III.8. საბანკო სექტორისთვის აქტივებზე უკუგების დეკომპოზიცია



წყარო: სეფ.

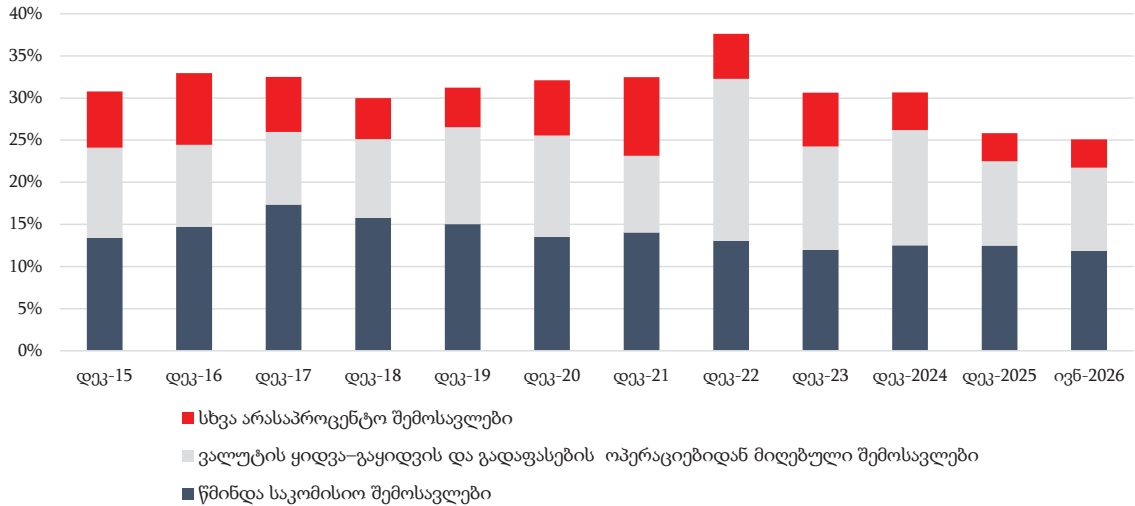
წარმოადგენს. თუმცა, მნიშვნელოვანია, რომ ფინანსურმა ინსტიტუტებმა მოკლევადიანი მოგების მიღების მიზნით ზედმეტი რისკი არ დააგროვონ. ბოლო პერიოდში არასაპროცენტო შემოსავლების წილი მთლიან შემოსავლებში შემცირდა და 23 პროცენტს შეადგენს.³⁸ აღნიშნული შემო-

სავლები ნაკლები პროციკლურობის გამო შედარებით სტაბილურ შემოსავლებად ითვლება, თუმცა, მოსალოდნელია, რომ ღია ბანკინგი და კონკურენციის სხვა წამახალი-ხალისებელი ინიციატივები ამ ტიპის შემოსავლების წილს კიდევ უფრო შეამცირებს (იხ. დიაგრამა III.9).

38 მთლიანი შემოსავლები მოიცავს წმინდა საპროცენტო შემოსავლებისა და არასაპროცენტო შემოსავლების ჯამს.

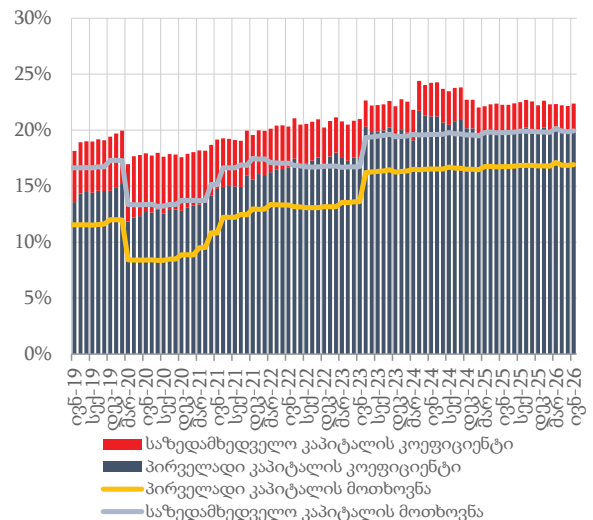
39 დათვლილია ბოლო 12 თვის მონაცემების მიხედვით.

დიაგრამა III.9. საბანკო სექტორის არასაპროცენტო შემოსავლების სტრუქტურა



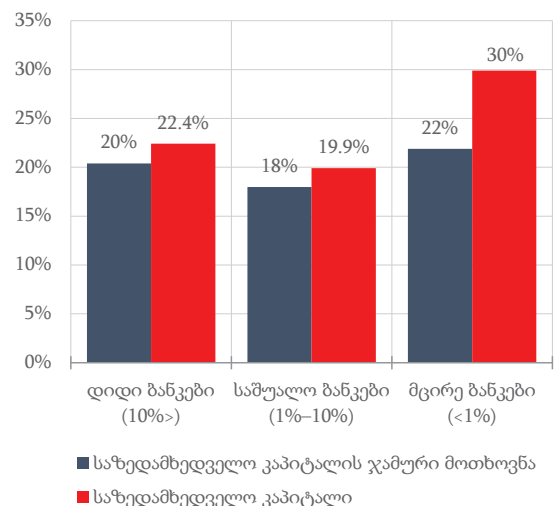
წყარო: სებ.

ისტორიულად არსებული სტაბილური მომგებიანობისა და დროთა განმავლობაში დაწესებული საზედამხედველო მოთხოვნების შედეგად, საბანკო სისტემა მაღალკაპიტალიზებულია. საბანკო სექტორის კაპიტალის მაჩვენებლები ადეკვატურ დონეზეა (იხ. დიაგრამა III.10). აღნიშნული, ერთი მხრივ, განპირობებულია ისტორიულად არსებული სტაბილური მომგებიანობით, ხოლო, მეორე მხრივ, დამატებითი კაპიტალის მოთხოვნებით. კერძოდ, ბანკებს მინიმალური მოთხოვნების გარდა დამატებით კომბინირებული (კონსერვაციის, სისტემურობისა და კონტრაციკლური) და პილარ 2-ის ფარგლებში არსებული (არაპეჭირებული სავალუტო საკრედიტო რისკის, საკრედიტო პორტფელის კონცენტრაციის რისკის, წმინდა სტრეს-ტესტების, ეროვნული ბანკის მიერ რისკების შეფასების საერთო პროგრამის ფარგლებში დაწესებული წმინდა GRAPE და საკრედიტო რისკის კორექტირების) ბუფერების დაცვა მოეთხოვებათ. ნიშანდობლივია, რომ 2026 წლის პირველი ნახევრისათვის, ბანკების უმეტესობა კაპიტალის სოლიდურ ბუფერებს ფლობს (იხ. დიაგრამა III.11).

დიაგრამა III.10. კაპიტალის ადეკვატურობა საბანკო სექტორში (ბაზელ III)⁴⁰

წყარო: სებ.

დიაგრამა III.11. კაპიტალის ადეკვატურობის განაწილება საბანკო სექტორში

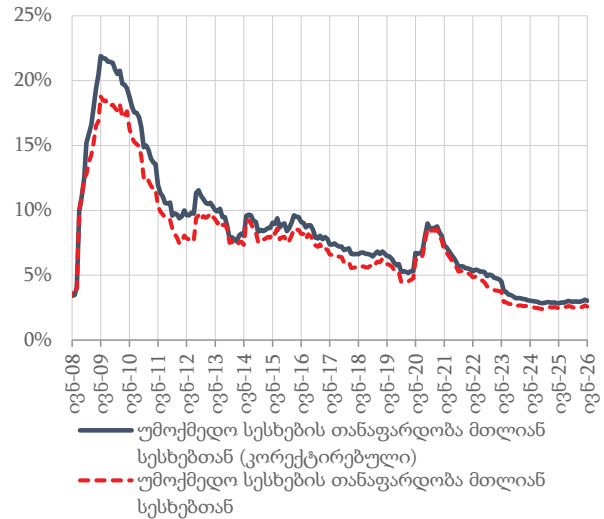


წყარო: სებ.

40 2023 წლის ივნისის ჩათვლით კაპიტალის ადეკვატურობის მაჩვენებლები დათვლილია ადგილობრივი მიდგომის, ხოლო ამ პერიოდის შემდეგ IFRS 9-ის მიხედვით.

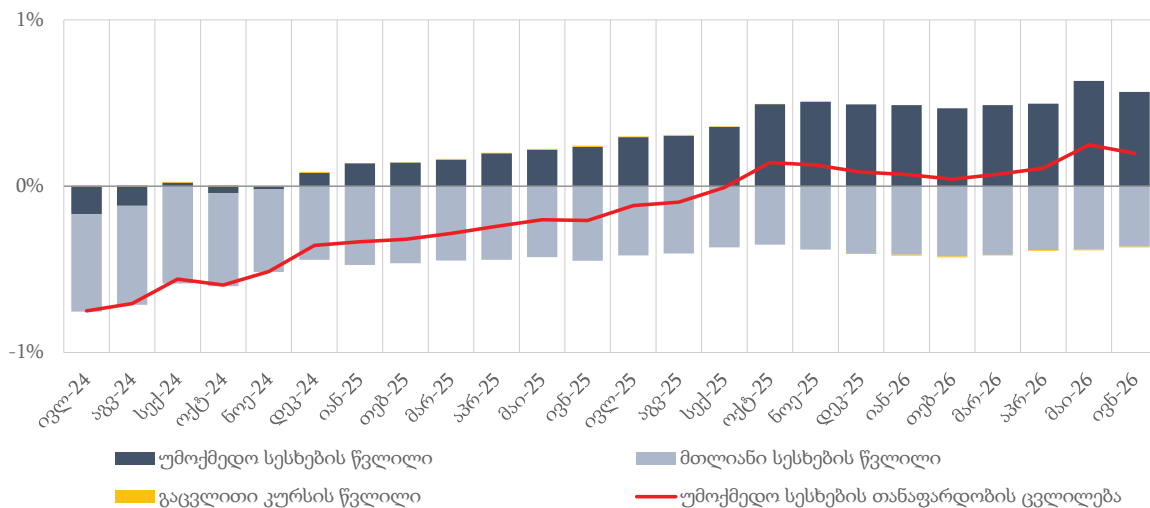
უმოქმედო სესხების წილი კვლავ დაბალ დონეზე ნარჩუნდება. ბოლო პერიოდში უმოქმედო სესხების კოეფიციენტი სტაბილურად დაბალ დონეზე ნარჩუნდება და მიმდინარე მდგომარეობით 2.6 პროცენტს შეადგენს (იხ. დიაგრამა III.12). აღსანიშნავია, რომ უმოქმედო სესხების წილის წლიური უმნიშვნელო ზრდა მთლიანად უმოქმედო სესხების ზრდის ეფექტითაა განპირობებული (იხ. დიაგრამა III.13). უმოქმედო სესხების მაჩვენებელი სესხების ხარისხის დე ფაქტო საზომია და შესაბამისად, რისკებს წინმსწრებად არ ასახავს. თუმცა, შევნიშნოთ, რომ დეფოლტის წლიური განაკვეთიც დაბალ დონეზე ნარჩუნდება, როგორც შინამეურნეობებზე, ისე ბიზნესზე გაცემული სესხებისათვის (იხ. დიაგრამა III. 15).⁴¹ მაგრამ 2025 წლის მეორე ნახევართან შედარებით

დიაგრამა III.12. უმოქმედო სესხების⁴² წილი საბანკო სესხებში



წყარო: სეზ.

დიაგრამა III.13. კორექტირებული⁴³ უმოქმედო სესხების წილის წლიური ცვლილების დეკომპოზიცია



წყარო: სეზ.

ბიზნესზე გაცემული სესხებისათვის აღნიშნული მაჩვენებელი მცირედით გაზრდილია. ამასთან, უნდა აღინიშნოს, რომ, გასულ წელთან შედარებით, მთლიან სესხებში მეორე დონის სესხების წილიც შემცირებულია (იხ. დიაგრამა III. 16). უმოქმედო სესხების კოეფიციენტის ციკლური ბუნებიდან გამომდინარე, ეკონომიკის ნორმალიზებასთან ერთად, მოსალოდნელია, რომ ეს მაჩვენებელი მცირედით კვლავ გაიზრდება. თუმცა უნდა ითქვას, რომ უმოქმედო

სესხების გადაფარვის კოეფიციენტი ადეკვატურ დონეზეა. 2026 წლის ივნისში მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალის რეზერვის უმოქმედო სესხებთან ფარდობამ 63 პროცენტი შეადგინა (იხ. დიაგრამა III.14).

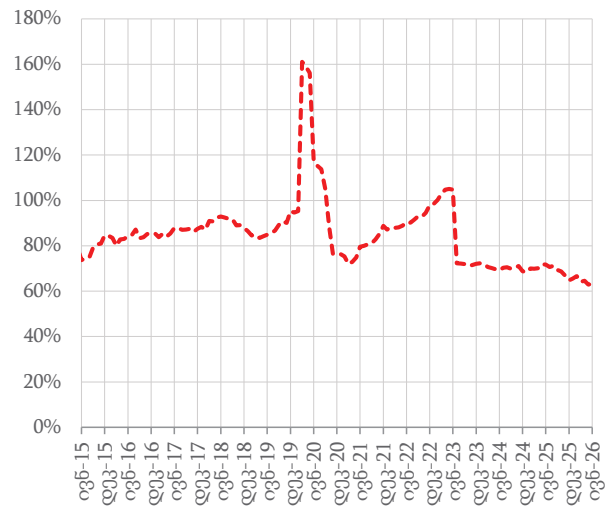
41 დეფოლტის განაკვეთი დათვლილია როგორც სესხების პირველი და მეორე დონიდან მესამე დონეში გადასული სესხების მოცულობის ჯამის ფარდობით წინა კვარტალში ამავე დონის სესხების ნაშთების ჯამთან. ამასთან, წლიური განაკვეთი გამოითვლება როგორც: $1 - \prod_{i=1}^4 p_{ss}^i$, სადაც, p_{ss}^i ორივე დონეში დარჩენის განაკვეთს აღნიშნავს i-ურ პერიოდში.

42 2023 წლის ივნისის ჩათვლით დათვლილია სეზ-ის მეთოდოლოგიის მიხედვით, რომელიც მოიცავს არასტანდარტულ, საექვო და უიმედო სესხის კატეგორიებს. ხოლო, 2023 წლის ივლისიდან აღნიშნული მაჩვენებელი დათვლილია IFRS 9-ის მიხედვით.

43 კორექტირებული უმოქმედო სესხების მაჩვენებელი ითვალისწინებს ბოლო 12 თვის განმავლობაში განხორციელებულ სესხების ჩამოწერებსა და ამოღებებს.

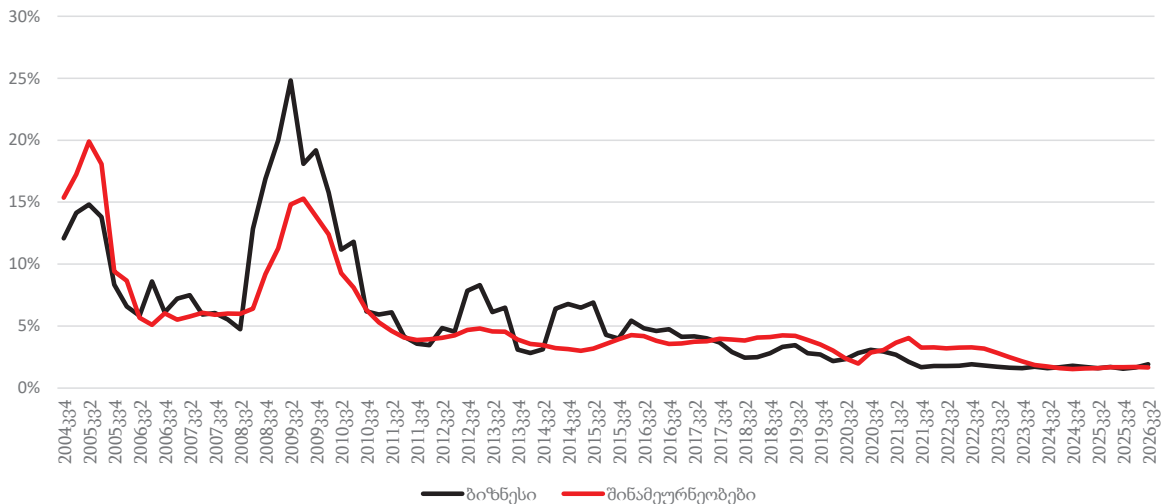
საბანკო სისტემა ლიკვიდობის ადეკვატურ დონეს ინარჩუნებს, რაც, მოკლევადიანი შოკების დროს ლიკვიდობის გადინების რისკების მიმართ ბანკების მდგრადობას უზრუნველყოფს. მიმდინარე პერიოდში ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტი, როგორც ადგილობრივ, ისე უცხოურ ვალუტაში, მინიმალურ მოთხოვნას მნიშვნელოვნად აღემატება (იხ. დიაგრამა III.15). წმინდა სტაბილური დაფინანსების კოეფიციენტი (NSFR), წინა წლებიდან მოყოლებული მიმდინარე პერიოდის ჩათვლით, 130 პროცენტის ფარგლებში ინარჩუნდება, რაც მინიმალურ, 100 პროცენტიან მოთხოვნას მნიშვნელოვნად აჭარბებს. უნდა აღინიშნოს, რომ არარეზიდენტი პირების დეპოზიტების წილი წინა წელთან შედარებით მცირედით გაიზარდა და 18.5 პროცენტის ფარგლებშია (იხ. დიაგრამა III.16).

დიაგრამა III.14. უმოქმედო სესხების გადაფარვის კოეფიციენტი⁴⁴



წყარო: სებ.

დიაგრამა III.15. ბიზნესზე და შინამეურნეოებზე გაცემული სესხების დეფოლტის განაკვეთი

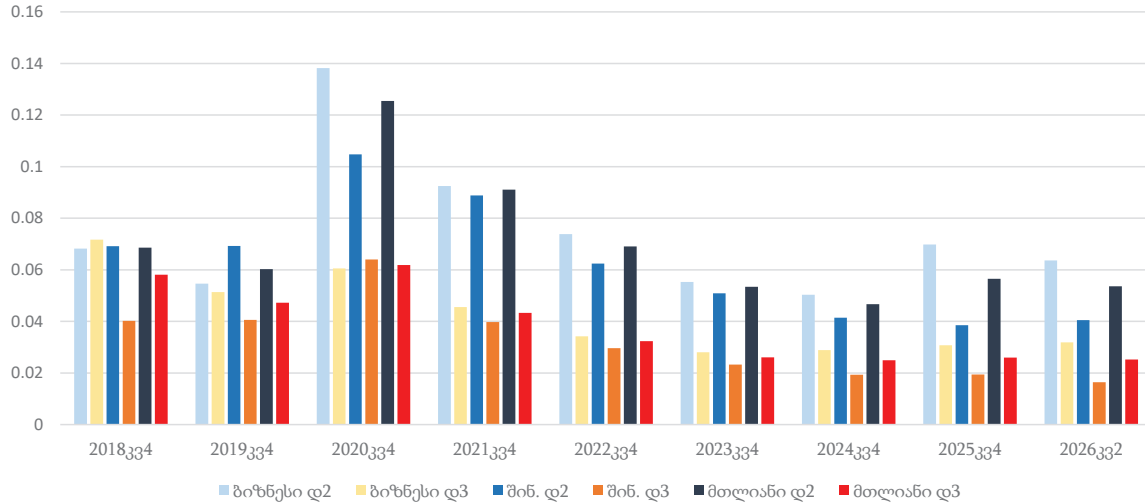


წყარო: სებ.

საქართველოს ეროვნული ბანკი, ლიკვიდობის რისკების შესამცირებლად, არარეზიდენტი ფიზიკური და იურიდიული პირების მიერ განთავსებული დეპოზიტებისთვის, რეზიდენტებთან შედარებით, ლიკვიდობის უფრო მაღალ მოთხოვნებს ინარჩუნებს.

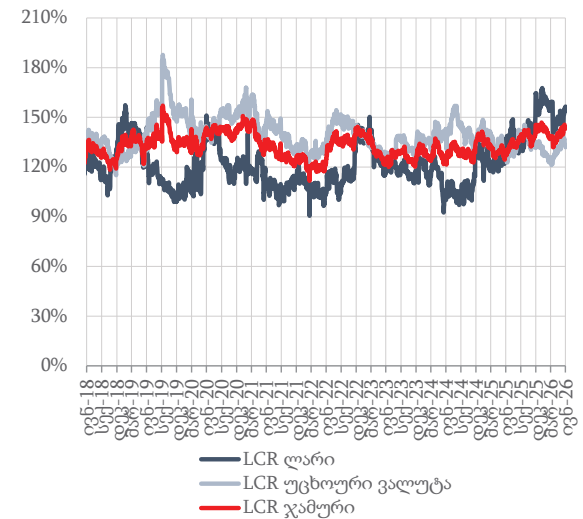
44 2023 წლის ივნისის ჩათვლით დათვლილია სებ-ის მეთოდოლოგიის მიხედვით, როგორც სესხების შესაძლო დანაკარგების რეზერვისა და უმოქმედო სესხების ფარდობა, ხოლო 2023 წლის ივლისიდან IFRS 9-ის მეთოდოლოგიის მიხედვით, როგორც მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალის რეზერვისა და უმოქმედო სესხების ფარდობა.

დიაგრამა III.16. შესაბამისი დონის სესხების ნაშთის წილი მთლიან სესხებში



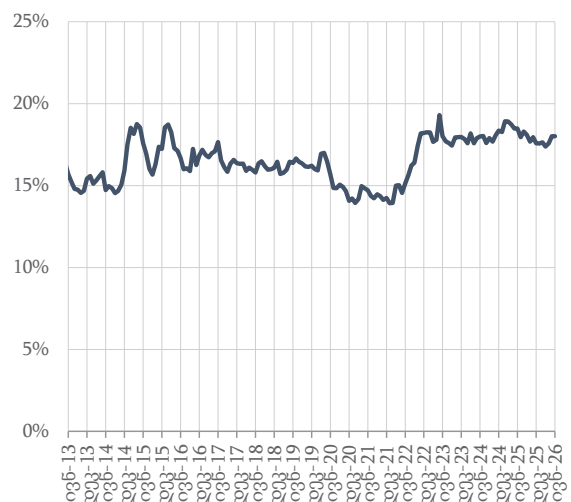
წყარო: სეფ.

ქართული ბანკების ლიკვიდობის მაჩვენებლები მინიმალურ მოთხოვნებს მნიშვნელოვნად აღემატება. საბანკო სისტემის ლიკვიდობის პოზიცია დაბალანსებულია როგორც მოკლევადიანი, ისე გრძელვადიანი პერიოდის გათვალისწინებით. მიმდინარე პერიოდში ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტი, როგორც ადგილობრივ, ისე უცხოურ ვალუტაში, მინიმალურ მოთხოვნას მნიშვნელოვნად აღემატება (იხ. დიაგრამა III.17). წმინდა სტაბილური დაფინანსების კოეფიციენტი (NSFR), წინა წლებიდან მოყოლებული მიმდინარე პერიოდის ჩათვლით, 127 პროცენტის ფარგლებში ნარჩუნდება, რაც მინიმალურ, 100 პროცენტიან მოთხოვნას მნიშვნელოვნად აჭარბებს. უნდა აღინიშნოს, რომ არარეზიდენტი პირების დეპოზიტების წილი წინა წელთან შედარებით უმნიშვნელოდ შემცირდა და 18 პროცენტის ფარგლებშია (იხ. დიაგრამა III.18). საქართველოს ეროვნული ბანკი, არარეზიდენტი ფიზიკური და იურიდიული პირების მიერ განთავსებული დეპოზიტებისთვის, რეზიდენტებთან შედარებით, ლიკვიდობის უფრო მაღალ მოთხოვნებს ინარჩუნებს, რაც ლიკვიდობის რისკებს დამატებით ამცირებს.

დიაგრამა III.17. ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტი (LCR) საბანკო სექტორისთვის⁴⁵

წყარო: სეფ.

დიაგრამა III.18. არარეზიდენტების დეპოზიტების წილი



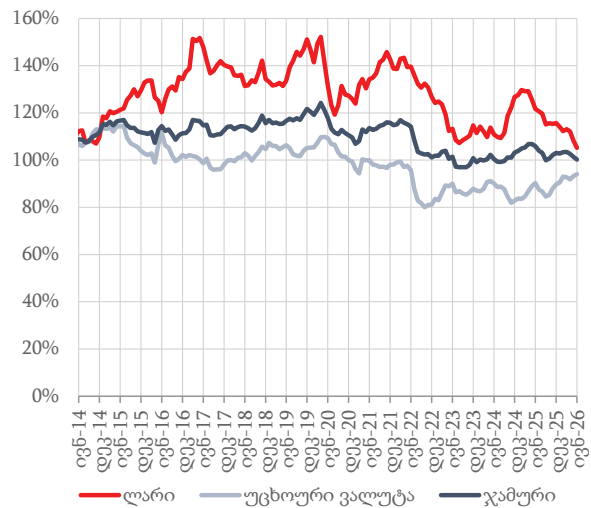
წყარო: სეფ.

⁴⁵ ლიკვიდობის გადაფარვის კოეფიციენტის მინიმალური მოთხოვნა ლარში 75 პროცენტია, ხოლო უცხოურ ვალუტაში და ასევე ჯამურად 100 პროცენტი.

ბოლო პერიოდში ლარის სესხების დაფინანსებაში დეპოზიტების წილი მზარდია, თუმცა დაფინანსების სხვა წყაროებზე დამოკიდებულების შესამცირებლად ლარის დეპოზიტების მეტად მოზიდვაა საჭირო. გასული წლის ივნისთან შედარებით სესხების დეპოზიტებთან თანაფარდობის მთლიანი კოეფიციენტი შემცირდა, რაც ძირითადად, ლარის დეპოზიტების ზრდას უკავშირდება. 2026 წლის ივნისის მდგომარეობით ლარის სესხების დეპოზიტებთან თანაფარდობა 113 პროცენტს შეადგენს (იხ. დიაგრამა III.19).⁴⁶ თუმცა, მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნული კოეფიციენტი შემცირებულია, კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება და საჭიროა ლარის დეპოზიტების უფრო მეტად მოზიდვა, რათა მომავალში ლარის სესხები შედარებით სტაბილური წყაროთი დაფინანსდეს. თუმცა, მიუხედავად იმისა, რომ ნასესხები სახსრები დეპოზიტებთან შედარებით დაფინანსების ნაკლებად სტაბილურ წყაროდ მიიჩნევა, ქართული ბანკების საბითუმო დაფინანსების დიდი ნაწილი გრძელვადიანია და ძირითადი წილი მშობელ კომპანიებზე ან საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტებზე მოდის, რაც ლიკვიდობის რისკებს ამცირებს. საგულისხმოა, ისიც, რომ დაფინანსების წყაროს მეტი დივერსიფიცირებისთვის საბითუმო დაფინანსებაში უზრუნველყოფილი ობლიგაციების წილის მეტად ზრდა არის საჭირო. უცხოური ვალუტის შემთხვევაში სესხების დეპოზიტებთან ფარდობა 94 პროცენტის ფარგლებშია. შესაბამისად, მოცემული სესხების დაფინანსება შედარებით მდგრადი წყაროთი ხორციელდება და ამ კუთხით, უცხოური ვალუტის ლიკვიდობის რისკები მცირეა. იმის გათვალისწინებით, რომ ეროვნულ ბანკს ლარის ლიკვიდობის მიწოდებაში მეტი მოქნილობა აქვს, უცხოური ვალუტის ფონდირების სტაბილურობა მნიშვნელოვანია.

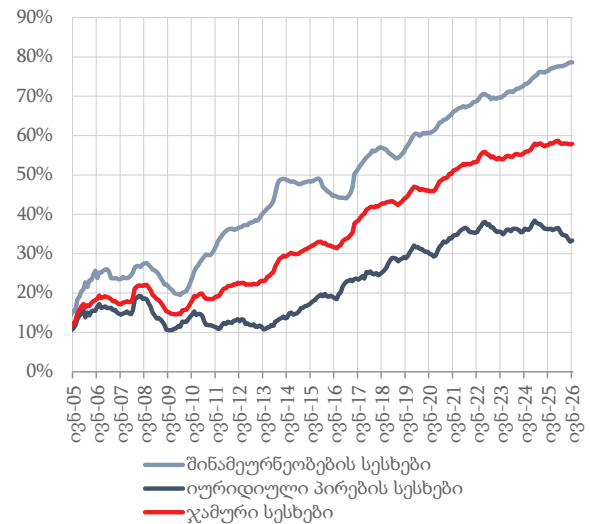
მიუხედავად საგრძნობი შემცირებისა, დოლარიზაცია და მასთან დაკავშირებული სტრუქტურული რისკები ფინანსური სექტორისთვის კვლავ ერთ-ერთ მთავარ გამომწვევად რჩება. ბოლო წლებში მნიშვნელოვნად გაიზარდა ადგილობრივი ვალუტით გაცე-

დიაგრამა III.19. სესხების დეპოზიტებთან ფარდობის კოეფიციენტი



წყარო: სებ.

დიაგრამა III.20. ლარიზაციის დონე ფიქსირებული გაცვლითი კურსით



წყარო: სებ.

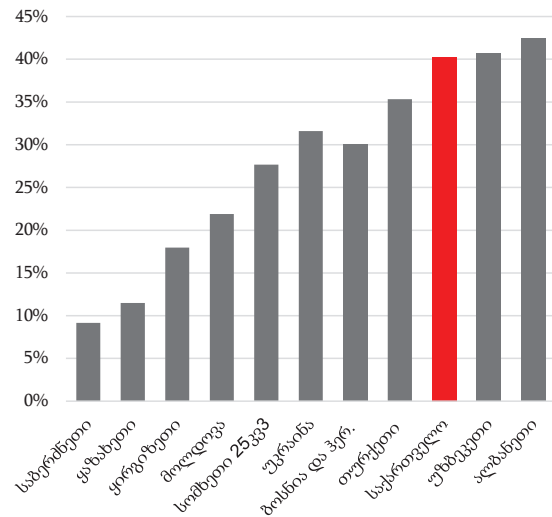
მული სესხების წილი. 2026 წლის ივნისში, ეს მაჩვენებელი 58 პროცენტს შეადგენს (იხ. დიაგრამა III.20). შემცირების ტენდენციის მიუხედავად, დოლარიზაცია კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება (იხ. დიაგრამა III.21), რაც ფინანსურ სექტორს, ადგილობრივთან შედარებით, უცხოურ ვალუტაში საკრედიტო რისკს მნიშვნელოვნად უზრდის. აღნიშნული განპირობებულია, ერთი მხრივ, უცხოური ვალუტით გაცემულ სესხებში ცვლად-განაკვეთიანი სესხების მაღალი წილით, ხოლო მეორე მხრივ, იმ ფაქტით, რომ უცხოურ ვალუტაში მსესხებლების დიდი ნაწილი ჯერ კიდევ არაპეჭირებულია. შესაბამისად, გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობებისა და რეგიონის ვალუტების გაცვლითი კურსის გაზრდილი

⁴⁶ გასათვალისწინებელია, რომ სააქციო კაპიტალი სრულად ლარშია დენომინირებული, შესაბამისად, ეროვნულ ვალუტაში, უცხოურ ვალუტასთან შედარებით, სესხების დეპოზიტებთან ფარდობა ბუნებრივად უფრო მაღალი იქნება.

მერყეობის შემთხვევაში ფინანსურ სისტემას საკრედიტო რისკი ეზრდება. სწორედ აღნიშნულის გათვალისწინებით, ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის გადაწყვეტილებით არაპეჯირებული უცხოური ვალუტის სესხების ზღვარი კვლავ გაიზარდა და 750 000-დან 1 000 000 ლარამდე მოიმატა. ცვლილება ძალაში 2026 წლის 1 ივლისიდან შევიდა.⁴⁷ აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ გაცვლითი კურსიდან მომდინარე საკრედიტო რისკის ნაწილობრივი მიტიგაციისთვის კომერციული ბანკები ვალდებული არიან დამატებით სავალუტო საკრედიტო რისკის ბუფერი დაიცვან. აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ დეპოზიტების დოლარიზაცია ბოლონლებში საგრძნობლად შემცირდა, თუმცა ჯერ ისევ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. 2026 წლის ივნისში, წინა წლის ანალოგიურ პერიოდთან შედარებით, მთლიანი დეპოზიტების დოლარიზაცია, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით, 5.1 პროცენტული პუნქტით შემცირდა და 44.2 პროცენტს გაუტოლდა. ამასთან, რეზიდენტების დეპოზიტების დოლარიზაცია დაახლოებით 38 პროცენტს შეადგენს (იხ. დიაგრამა III.22). ვალდებულებების ლარიზაციის მხარდასაჭერად ეროვნული ბანკი ეროვნული ვალუტისთვის ლიკვიდობის და მინიმალური რეზერვების უფრო შეღავათიან მოთხოვნებს იყენებს.

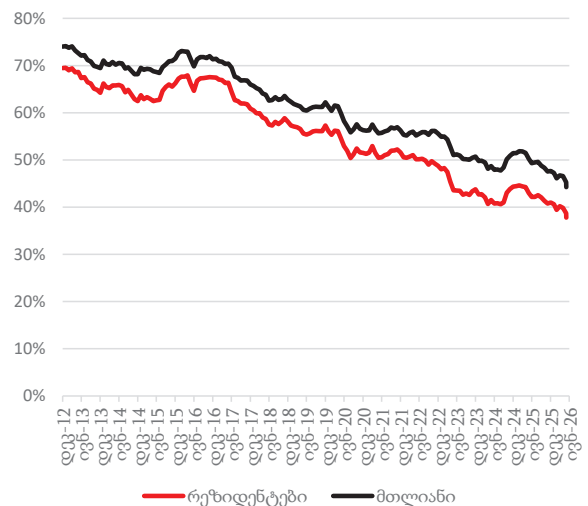
საბანკო სექტორი მაღალი კონცენტრაციით ხასიათდება, თუმცა აღნიშნული ბაზარზე კონკურენციას არ ზღუდავს, რაზეც ბოლო წლებში, ერთიმხრივ საპროცენტო სპრედების შემცირების, ხოლო, მეორე მხრივ, საბანკო სექტორის ეფექტიანობის გაუმჯობესების ტენდენცია მიუთითებს. საბანკო სექტორი მაღალკონცენტრირებულია, თუმცა ბოლო წლების განმავლობაში, საპროცენტო სპრედები შემცირებით ხასიათდება. ამავდროულად, აღსანიშნავია საბანკო სექტორის ეფექტიანობის გაუმჯობესება, რაც საბანკო სისტემის მთლიანი არასაპროცენტო ხარჯებისა და აქტივების შეფარდების შემცირების გრძელვადიან ტენდენციაში ჩანს (იხ. დიაგრამა III.23). შესაბამისად, შეიძლება ჩაითვალოს, რომ შედარებით მაღალი კონცენტრაცია ამ შემთხვევაში არაკონკურენტულ გარემოს არ განაპირობებს. ასევე, აღსანიშნავია ის ფაქტიც, რომ საბან-

დიაგრამა III. 21. სესხების დოლარიზაცია ქვეყნების მიხედვით (2025)



წყარო: სსფ.

დიაგრამა III.22. დეპოზიტების დოლარიზაციის დონე ფიქსირებული გაცვლითი კურსით



წყარო: სსფ.

კო სისტემაში სიდიდით მე-4 ბანკმა სიდიდით მე-3 ბანკი შეიძინა, რის შედეგადაც საბაზრო კონცენტრაცია გაიზარდა. თუმცა, მეორე მხრივ, აღნიშნული სისტემურ ბანკებს შორის კონკურენციას გააძლიერებს. გარდა ამისა, საქართველოს საბანკო სისტემის ეფექტიანობის მაჩვენებელი ბევრი ქვეყნის ანალოგიურ მაჩვენებელთან შედარებით უკეთეს დონეზეა (იხ. დიაგრამა III.24).

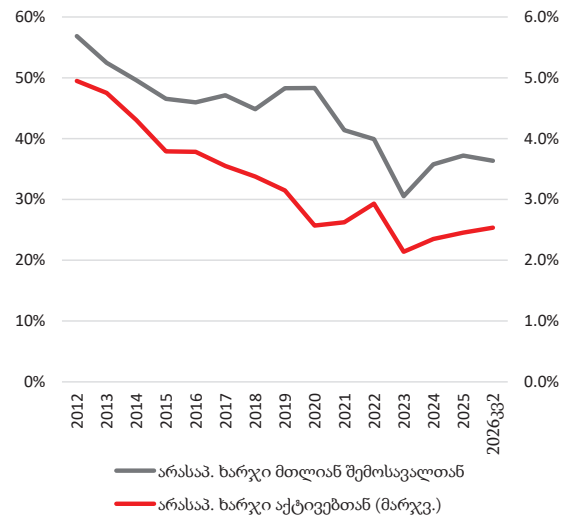
ფინანსური ინოვაციების განვითარების ხელშეწყობა, რომლებიც ნაკლებად ხარჯიანია და მომხმარებელზეა მორგებული, ფინანსურ სექტორში კონკურენციას ნაახალისებს. ფინანსურ სექტორში პასუხისმგებლიანი ინოვაციური ტექნოლოგიების კუთხით ჯანსაღი იდეების ნახალისებისათვის ეროვნული

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

ბანკი ფინანსური ტექნოლოგიების ინოვაციურ საზოგადოებასთან ეფექტურ კომუნიკაციას ფინანსური ინოვაციების ოფისის მეშვეობით განაგრძობს.⁴⁹ 2025 წლის განმავლობაში ფინანსური ინოვაციების ოფისის ფარგლებში ასამდე პირს გაენია დახმარება და კონსულტაცია, ასევე ჩატარდა მნიშვნელოვანი შეხვედრები ინოვაციური იდეების მქონე პირებთან. ფინანსურ სექტორში არსებულ ინოვაციებთან დაკავშირებით ინოვაციების ოფისი წლის მანძილზე მჭიდრო კონტაქტს ინარჩუნებდა საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციებთან, არსებული სიახლეების და საზედამხებდველო მიდგომების გასაცნობად. აღსანიშნავია ისიც, რომ ეროვნულმა ბანკმა განავითარა რეგულირების ლაბორატორიის ჩარჩო, რომელიც ინოვაციური პროდუქტის ან სერვისის რეალურ რეჟიმში გამოცდის და ტესტირების საშუალებას იძლევა.⁵⁰ 2025 წელს რეგულირების ლაბორატორიის „რეალურ გარემოში ტესტირების“ ეტაპზე გადავიდა ორი ახალი სუბიექტი, რომელთაც წარმოდგენილი ჰქონდათ განსხვავებული შინაარსის ინოვაციური პროექტები. აღნიშნული პროექტები მოიცავს ისეთ მიმართულებებს, როგორიცაა კრიპტოვალუტით უზრუნველყოფილი სესხები და ონლაინ ვალუტის გადაცვლის სერვისი. ამასთან, 2025 წელს განსაკუთრებული ყურადღება დაეთმო სამიზნე სენდბოქსის ინიცირებას ტოკენიზებული დეპოზიტების, სახალხო დაფინანსების (crowdfunding) და ხელოვნური ინტელექტის მიმართულებით. ასევე, 2026 წლის დასაწყისში გამოცხადდა ტოკენიზებული ბონდების სენდბოქსი.

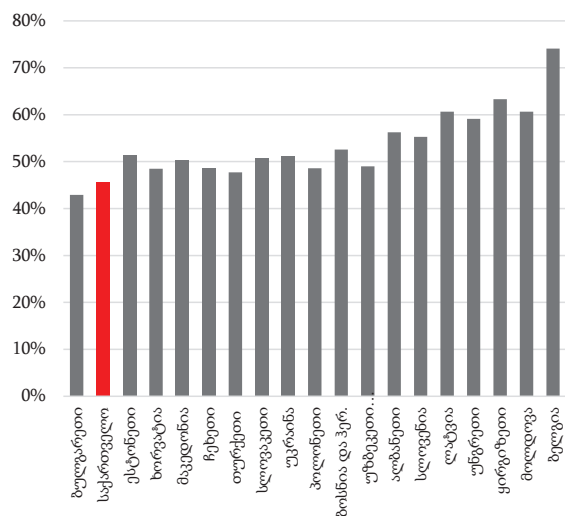
საბანკო სექტორში კიბერ უსაფრთხოების კუთხით მნიშვნელოვანი დარღვევები არ დაფიქსირებულა. ფინანსური სექტორის უფრო მეტად გაციფრულებასთან ერთად, გეოპოლიტიკური მოვლენები ზრდის კიბერშეტევებისა და სისტემური შეფერხებების რისკს. ხელოვნური ინტელექტის

დიაგრამა III. 23. კომერციული ბანკების არასაპროცენტო ხარჯებისა და შემოსავლების თანაფარდობა



წყარო: სეპ.

დიაგრამა III. 24. კომერციული ბანკების არასაპროცენტო ხარჯებისა და შემოსავლების თანაფარდობა ქვეყნების მიხედვით (2025)⁴⁸



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი.

დანერგვამ შესაძლოა ეს რისკები კიდევ უფრო გააძლიეროს. თუმცა, საქართველოს შემთხვევაში მნიშვნელოვანი კიბერ შეტევები არ დაფიქსირებულა. გასული წლის განმავლობაში საბანკო სექტორში ძირითადად ხდებოდა ე.წ. ფიშინგისა და მომსახურების შეფერხების განხილვები (DDos) შეტევები, რომლის შედეგადაც ჰაკერები მომხმარებლების კონფიდენციალური და სენსიტიური ინფორმაციის მოპარვას და შემდგომ სათავისოდ გამოყენებას (ფიშინგის შემთხვევაში) და გარკვეული დროის მანძილზე კომერციული ბანკების სერვისების შეფერხებას ან შე-

48 საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მეთოდოლოგიით დათვლილ მაჩვენებელში „საკომისიო და სხვა ხარჯები მიღებული მომსახურების მიხედვით“ შეყვანილია არასაპროცენტო ხარჯებში, მაშინ როცა დიაგრამა III.23-ში აღნიშნული ხარჯი დაკლებულია არასაპროცენტო შემოსავალს.

49 <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=742>.

50 <https://nbg.gov.ge/page/regulirebis-laboratoria>.

ფერხების მცდელობას (DDos შეტევების შემთხვევაში) ახორციელებდნენ.

2025 წლის განმავლობაში, კიბერრისკის ზედამხედველობის გუნდმა კიბერუსაფრთხოების მართვის ჩარჩოსთან შესაბამისობის დადგენის მიზნით, განახორციელა კომერციული ბანკების ციკლური შეფასებები. შეფასებები ძირითადად წარიმართა ადგილზე ფიზიკური ვიზიტების ფარგლებში. გამოვლინილი ხარვეზების გამოსასწორებლად განისაზღვრა როგორც სავალდებულოდ შესასრულებელი მოთხოვნები, ასევე რეკომენდაციები. საზედამხედველო მოთხოვნების გარდა, კომერციულ ბანკებს დამატებით ევალებათ ინფორმაციული სისტემების აუდიტისა და აღნიშნულ სისტემებზე შეღწევადობის ტესტირებების განხორციელება, რაც სხვადასხვა სისუსტეების აღმოფხვრას და კიბერრისკების შემცირებას ემსახურება. შესაბამისად, საქართველოს ეროვნული ბანკი სათანადო დარგობრივი ტესტირებების/აუდიტების ჩატარებასა და ხარისხის კონტროლს დიდ მნიშვნელობას ანიჭებს. 2025 წელს, საქართველოს კომერციული ბანკების მთლიანმა საოპერაციო დანაკარგმა 32.6 მილიონი ლარი შეადგინა. ზემოაღნიშნული მაჩვენებელი 2024 წლის მთლიან დანაკარგზე 3 პროცენტით მეტია. 2025 წელს, 2024 წლის მსგავსად, საოპერაციო დანაკარგები, ძირითადად, საცალო საბანკო მომსახურებისა და, გარკვეულწილად, კომერციულ საბანკო მომსახურების ბიზნესის

ხაზებში ფიქსირდებოდა.

არასაბანკო საფინანსო სექტორი ლიკვიდობისა და კაპიტალის სოლიდურ ბუფერებს ფლობს. 2025 წლის მონაცემებით არასაბანკო საფინანსო სექტორის აქტივები 3 მილიარდი ლარის ფარგლებშია, რაც საფინანსო სექტორის მთლიანი აქტივების 2.7 პროცენტს შეადგენს. არასაბანკო საფინანსო ინსტიტუტების აქტივების უდიდესი წილი მიკროსაფინანსო ორგანიზაციებს ეკუთვნის. 2025 წელს რეგისტრირებული მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების რაოდენობა 31-დან 29-მდე შემცირდა. აქედან, ერთი მსხვილი ორგანიზაცია მიკრო ბანკად ტრანსფორმირდა, რაც სექტორის მაჩვენებლებზე შესაბამისად აისახა. 2026 წლის ივნისში, წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების სასესხო პორტფელის ხარისხი გაუმჯობესდა და უმოქმედო სესხების წილმა 3.0 პროცენტი შეადგინა. საგულისხმოა ისიც, რომ სესხების დოლარიზაცია მიკროსაფინანსო ორგანიზაციების სასესხო პორტფელში მნიშვნელოვნად დაბალია და 1.0 პროცენტის ფარგლებშია. სექტორი კვლავ მაღალკაპიტალიზირებულია. მიმდინარე მდგომარეობით, აღნიშნულ ორგანიზაციებში კაპიტალის ადეკვატურობა 39 პროცენტს შეადგენს, რაც, არსებული გაურკვევლობის ფონზე, მნიშვნელოვან ბუფერს წარმოადგენს.

ფინანსური სექტორის მდგრადობის შეფასება

მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარები

სხვადასხვა მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარების პირობებში ფინანსური სტაბილურობის ანალიზის მნიშვნელოვანი კომპონენტია. მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარები წინა თავებში განხილულ რისკებსა და მოწყვლადობებს ეფუძნება. მაკროპრედენციული პოლიტიკის წინაშე არსებული ალტერნატივების სრულფასოვანი შეფასებისთვის, მომდევნო სამი წლის განმავლობაში ადგილობრივ ეკონომიკასა და ფინანსურ სისტემაზე რისკ-სცენარების გავლენა გაანალიზდა.

გლობალური და რეგიონული მაკრო-ფინანსური გარემოს არახელსაყრელი განვითარებით გამოწვეული რისკების გამომვლენის 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 2026 წლის ივლისში ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებულ მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშზეა⁵¹ დაფუძნებული.

ზომიერი რისკ-სცენარი გლობალური სავაჭრო პირობების გამკაცრებასა და ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური დაძაბულობის გაჭიანურებას განიხილავს. ახლო აღმოსავლეთში არსებული კონფლიქტით გამოწვეული მიწოდების ჯაჭვების შეფერხებების გავლენა ქვეყნების მიერ სტრატეგიული მარაგების გამოყენების შედეგად ნაკლებად მძიმე აღმოჩნდა. თუმცა რეგიონში დაძაბულობის გაჭიანურება და ქვეყნების ენერგორესურსების რეზერვების მიღწევა გლობალური ეკონომიკური ზრდის შენელებაში აისახება. მიწოდების ჯაჭვების შეფერხების გახანგრძლივება შუალედური მასალებისა და, შესაბამისად, საწარმოო ხარჯების ზრდას წაახალისებს. გეოპოლიტიკურ ვითარებასთან დაკავშირებით მაღალი გაურკვევლობის პირობებში, საერთაშორისო ბაზრებზე ინფლაციური მოლოდინები კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. შესაბამისად, არსებული ინფლაციური წნეხისა და ინფლაციური მოლო-

დინების საპასუხოდ მსოფლიოს წამყვანი ცენტრალური ბანკების მხრიდან, როგორიცაა აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემა (Fed) და ევროპის ცენტრალური ბანკი (ECB), სიფრთხილის გამოჩენა იქნება საჭირო, რასაც გლობალური მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება მოჰყვება.

მაღალი გაურკვევლობის პირობებში, გამკაცრებული გლობალური ფინანსური პირობების შენარჩუნება მზარდი და განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებიდან, მათ შორის საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნებიდან, კაპიტალის გადინების რისკებს წარმოშობს. მსგავსი რისკის ფონზე, აღნიშნულ ქვეყნებში ადგილობრივი ვალუტების გაუფასურებისა და თანმდევი დამატებითი ინფლაციური წნეხის შესარბილებლად მონეტარული პოლიტიკის შერბილების გადავადება ხდება საჭირო. შედეგად, გლობალური ფინანსური პირობები გამკაცრებულ რეჟიმში უფრო ხანგრძლივად ნარჩუნდება. გაზრდილი გაურკვევლობა და მკაცრი ფინანსური პირობები აღნიშნულ ქვეყნებში შინამეურნეობების მხრიდან მოხმარების შემცირებასა და კომპანიების აქტივობის შენელებაში აისახება. ეს კი ეკონომიკის ზრდას შეაფერხებს და საბაზრო განწყობაზე უარყოფითად იმოქმედებს, რაც ბიზნესში ინვესტიციების შემცირებას განაპირობებს.

ზომიერი რისკ-სცენარის მიხედვით, სავაჭრო პირობების ნორმალიზებასთან შენარჩუნებული მაღალი გაურკვევლობის ფონზე, საქართველოში ვაჭრობიდან მიღებული შემოსავლების კლების პარალელურად, კაპიტალის გადინების რისკები იკვეთება. გლობალურად არსებული გამონეკვებისა და საქართველოს საგარეო სექტორზე, მათ შორის ენერგორესურსების კუთხით, მაღალი დამოკიდებულების გათვალისწინებით, საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია იზრდება და შემცირებას

51 https://nbg.gov.ge/fm/პუბლიკაციები/ანგარიშები/მონეტარული_პოლიტიკის_ანგარიში/2026/2026q3-geo.pdf

2027 წლის შუიდან დაიწყებს. ამასთან, გაუარესებული საგარეო ბალანსისა და გამკაცრებული გლობალური ფინანსური პირობების შენარჩუნების კვალობაზე, კაპიტალის გადინების გაზრდილი რისკები გაცვლითი კურსის გაუფასურებაში აისახება. შესაბამისად, სესხების ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის გამო, უცხოურ ვალუტაში მსესხებლებისთვის ვალის ტვირთი იზრდება და გადახდისუნარიანობა ქვეითდება.

აღნიშნულ სცენარში, როგორც საგარეო, ისე საშინაო მოთხოვნის შემცირებამ შესაძლოა ზოგიერთი ბიზნესის აქტივობის შემცირება გამოიწვიოს. განსაკუთრებით მაღალი მონეზღადობით საგარეო სექტორსა და ენერგორესურსებზე დამოკიდებული კომპანიები ხასიათდებიან. შედეგად, ქვეყანაში უმუშევრობა იზრდება და, შემცირებული შემოსავლების პირობებში, შინამეურნეობებიც ვალის მომსახურების სირთულეების წინაშე დგებიან. მზარდი საკრედიტო რისკი სესხებზე ხელმისაწვდომობას აუარესებს და ეკონომიკურ აქტივობას აფერხებს. გაუარესებული მაკროეკონომიკური გარემოს ფონზე, 2027 წელს საქართველოს ეკონომიკა პოტენციურზე დაბალი ტემპით გაიზრდება და ნორმალიზებას 2028 წლიდან იწყებს.

ზომიერი რისკ-სცენარის პირობებში, სუსტი მოთხოვნის დისინფლაციურ ეფექტს გაუფასურებული ადგილობრივი ვალუტის, ენერგომატერებლებზე გაზრდილი ფასებისა და გლობალური მიწოდების ჯაჭვების შეფერხების ფონზე წარმოქმნილი ინფლაციური წნეხი გადაფარავს. შედეგად, საქართველოში 2026 წლის განმავლობაში ინფლაცია მიზნობრივზე მაღალ ნიშნულზე შენარჩუნდება. ახლო აღმოსავლეთში არსებული დაპირისპირების გაჭიანურებულის შედეგად გაზრდილი ინფლაციური მოლოდინების ფონზე, ეროვნული ბანკი მონეტარულ პოლიტიკას მიმდინარე წელს დამატებით გაამკაცრებს და საშუალოვადიან პერიოდში გამკაცრებული შენარჩუნდება.

ზომიერი რისკ-სცენარის მიხედვით, შუალედური მასალების ფასების ზრდის ფონზე, მოკლევადიან პერიოდში, უძრავი ქონების ფასები გაიზრდება. ქვეყანაში არასტაბილური გარემოს წარმოქმნის, უმუშევრობის მაღალი დონისა და გამ-

კაცრებული საკრედიტო პირობების გახანგრძლივების გათვალისწინებით, საშუალოვადიან პერიოდში უძრავი ქონების აქტივობა შენელებს. ამასთან, შემცირდება საქართველოს უძრავი ქონების, როგორც საინვესტიციო აქტივის, მიმზიდველობა, რაც ფასების ზრდის შენელებას განაპირობებს. მომდევნო წლებში, უძრავი ქონების ფასების ზრდას ძირითადად მოლოდინების გაუმჯობესება, და ერთობლივი მოთხოვნის გაზანსაღება განაპირობებს. ზომიერ რისკ-სცენარში, სამწლიან პერიოდში, მშპ-ის ზრდის ჯამური ვარდნა, საბაზო სცენართან შედარებით, დაახლოებით 5 პროცენტული პუნქტის ტოლია.

მკაცრი რისკ-სცენარის მიხედვით, მსოფლიოში არსებული გეოპოლიტიკური დაძაბულობა, ზომიერ რისკ-სცენართან შედარებით, მეტად მწვავედება, რაც სასაქონლო ბაზრებზე მნიშვნელოვან შეფერხებებსა და გლობალური სანდოობის ფართომასშტაბიან გაუარესებას იწვევს. აღნიშნულ ჰიპოთეტურ სცენარში, მსოფლიოში მიმდინარე კონფლიქტების გამწვავება და გამკაცრებული სავაჭრო პირობები გლობალურ ბაზრებზე ფუნდამენტურ ცვლილებებს იწვევს. არსებული კონფლიქტების ესკალაცია მყისიერ წნეხს წარმოქმნის სასურსათო ნედლეულის ფასებზე, მათ შორის ნავთობპროდუქტებზე. ამასთან, კონფლიქტების ხანგრძლივობასთან დაკავშირებული გაურკვევლობა ინფლაციურ მოლოდინებს დამატებით გაზრდის.

მკაცრი რისკ-სცენარის მიხედვით, კონფლიქტების გამწვავება და გაზრდილი გაურკვევლობა სავაჭრო ფრაგმენტაციას აღრმავებს, რაც ქვეყნების სანარმოო პოტენციალს აზიანებს და ეფექტურობას ამცირებს. ნედლეულზე გაზრდილი ფასებისა და გაზრდილი გაურკვევლობის ფონზე, მცირდება მოხმარება და ინვესტიციები. შედეგად, გლობალური ზრდის ტემპი მნიშვნელოვნად მცირდება. გაზრდილ ინფლაციურ მოლოდინებს მსოფლიოს წამყვანი ცენტრალური ბანკები მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებით პასუხობენ, რაც შემცირებულ მოთხოვნას დამატებით შეზღუდავს. შედეგად წარმოიქმნება გლობალური სტაგფლაციის რისკი. ხანგრძლივად გამკაცრებულ გლობალურ ფინანსურ პირობებს მონეტარული პოლიტიკის განაკ-

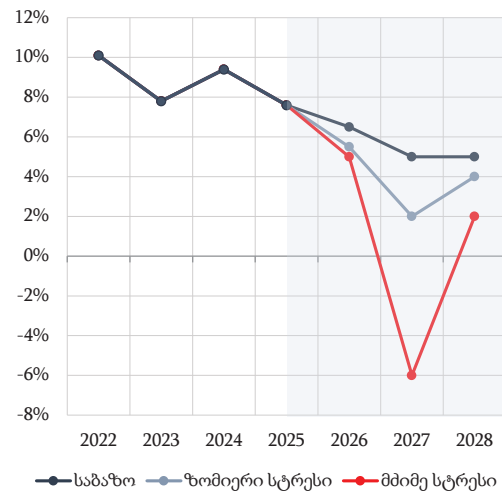
ვეთის ე.წ. ნეიტრალური დონის შედარებით მაღალ დონეზე აწევა მოჰყვება.

მკაცრ რისკ-სცენარში, გაუარესებულ მოლოდინებსა და მაღალ გაურკვევლობას გლობალურ ფინანსურ ბაზრებზე რისკების გადაფასება მოსდევს, რაც ფინანსური პირობების დამატებით გამკაცრებასა და საინვესტიციო აქტივების ღირებულების მკვეთრ ვარდნას იწვევს. საერთაშორისო ბაზრებზე მიმდინარე სტრუქტურული ცვლილებებისა და გაზრდილი გაურკვევლობის ფონზე, ინვესტორები მეტ სიფრთხილეს იჩენენ, რაც მზარდი და განვითარებადი ქვეყნებიდან კაპიტალის გადინებას განაპირობებს. მთლიანობაში, ამგვარი ფუნდამენტური ცვლილებები საშუალოვადიან პერიოდში, გლობალური აქტივობის აღდგენის გაჭიანურებაში აისახება.

მკაცრი რისკ-სცენარის პირობებში, საქართველოს სავაჭრო პარტნიორებში ეკონომიკური აქტივობის გაუარესებისა და, გეოეკონომიკური ფრაგმენტაციის ფონზე, სავაჭრო მიმოქცევის კუთხით წარმოქმნილი დაბრკოლებების გათვალისწინებით, საგარეო მოთხოვნის კლება და საქართველოს ექსპორტის შემცირება არის მოსალოდნელი, რაც ქვეყნის მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს გაზრდის. არსებული კონფლიქტების ესკალაციის ფონზე, რეგიონში რისკის პრემია იზრდება, რაც, მოკლევადიან პერიოდში, ახალი ინვესტიციების შემოღინების შეფერხებაში, ხოლო, შემდგომ პერიოდში, კაპიტალის გადინებაში აისახება. აღნიშნული გარემოებებისა და გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობების ფონზე, საქართველოს ეროვნული ვალუტა უფასურდება და გამყარებას მხოლოდ 2028 წლის მეორე ნახევრიდან იწყებს.

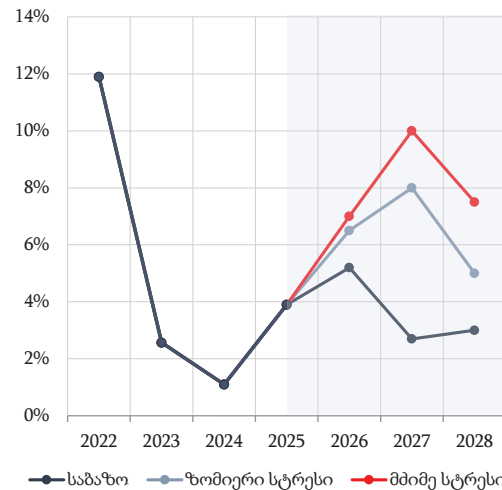
მკაცრ რისკ-სცენარში, საქართველოში სუსტ საგარეო მოთხოვნას თან ახლავს შიდა მოთხოვნის მნიშვნელოვანი შემცირება, რაც შინამეურნეობებისა და კომპანიების მკვეთრად გაუარესებული მოლოდინებით არის განპირობებული. მსესხებელთა მკვეთრად გაუარესებული ფინანსური მდგომარეობისა და ვალის გაზრდილი ტვირთის გათვალისწინებით, ფინანსური სისტემა მოსალოდნელი დანაკარგებისგან თავის დასაზღვევად საკრედიტო პირობებს გაამკაცრებს, რაც, ეკონომიკურ მდგომარეობას დამატებით გაუარესებს.

დიაგრამა III.25. რისკ-სცენარები: რეალური მშპ-ის საშუალო წლიური ზრდა



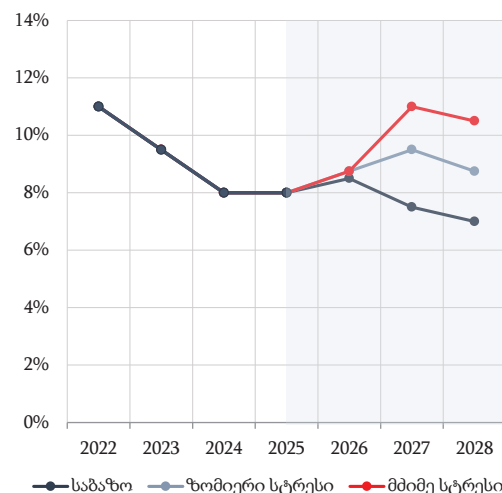
წყარო: სებ.

დიაგრამა III.26. რისკ-სცენარები: საშუალო წლიური ინფლაცია



წყარო: სებ.

დიაგრამა III.27. რისკ-სცენარები: მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (პერიოდის ბოლო)



წყარო: სებ.

მაღალი გაურკვევლობის, გაუარესებული ფინანსური მდგომარეობისა და ფუნქციონირების გაზრდილი ხარჯების ფონზე, გადახდისუნარიანობის პრობლემის ქვეშ მყოფი ბიზნესების გარკვეული ნაწილი თავიანთ წარმოების მასშტაბებს ამცირებს, ხოლო ნაწილი ფუნქციონირებას წყვეტს. ეს ყველაფერი ქვეყანაში უმუშევრობის დონეს მნიშვნელოვნად ზრდის და შიდა მოთხოვნას დამატებით ამცირებს. კაპიტალის გადინების პარალელურად უმუშევრობის დონის მკვეთრი ზრდის ფონზე, ქვეყნის საწარმოო პოტენციალი მნიშვნელოვნად უარესდება, რაც, ეკონომიკის სწრაფი გაჯანსაღების შესაძლებლობებს აუარესებს.

მკაცრ რისკ-სცენარში, საქართველოში კომპანიების ფინანსური სირთულეების ფონზე, ადგილობრივი წარმოება მცირდება, რაც საქონლის გარკვეულ სახეობებზე დეფიციტს აჩენს და შესაბამისად ფასების ზრდას განაპირობებს. ამასთან, გაცვლითი კურსის მნიშვნელოვანი გაუფასურების გამო, ინფლაციის იმპორტირებული კომპონენტის წვლილი და შუალედური ხარჯებიც იზრდება. შედეგად, ინფლაცია ზომიერ რისკ-სცენართან შედარებით მაღალი იქნება და შემცირება მხოლოდ 2028 წლიდან არის მოსალოდნელი. ფუნდამენტური ცვლილებებით გაზრდილი ინფლაციური წნეხის კვალობაზე, იზრდება მონეტარული პოლიტიკის ნეიტრალური დონეც. შესაბამი-

სად, ინფლაციური მოლოდინების მოსათოკად, ზომიერ რისკ-სცენართან შედარებით, მონეტარული პოლიტიკის მეტად გამკაცრების საჭიროება იკვეთება და ნეიტრალურ დონესთან დაბრუნება შედარებით ნელი ტემპით მიმდინარეობს.

გაუარესებული ფუნდამენტური მაკროფინანსური ფაქტორების შედეგად ეკონომიკის პოტენციალის დაქვეითება, საშუალოვადიან პერიოდში, ეკონომიკის გაჯანსაღების გაჭიანურებაში აისახება. ეს კი უძრავი ქონების ბაზარზე აქტივობას მნიშვნელოვნად შეამცირებს. ლარის გაუფასურება, სამუშაო ძალასა და სამშენებლო მასალებზე გაზრდილი ხარჯები უძრავი ქონების ფასებს თავიდან ზრდისკენ ექაჩება. თუმცა ქვეყანაში გაზრდილი რისკიანობისა და გაუარესებული მაკროეკონომიკური გარემოს შედეგად, საქართველოს უძრავი ქონება ინვესტორებისთვის მიმზიდველობას კარგავს. უძრავ ქონებაზე შემცირებული მოთხოვნის შედეგად, უძრავი ქონების ფასების შემცირების წნეხი იკვეთება, რაც ფინანსური ინსტიტუტების ბალანსებზე უარყოფითად იმოქმედებს და ეკონომიკის გაჯანსაღებას დამატებით შეაფერხებს. მკაცრ რისკ-სცენარში მშპ-ის ზრდის ჯამური ვარდნა, საბაზო სცენართან შედარებით, დაახლოებით 15.5 პროცენტული პუნქტის ტოლია.

ცხრილი III.1. მაკრო-ფინანსური რისკ-სცენარები

სცენარი ცვლადი	მიმდინარე დონე*	საბაზო სცენარი			ზომიერი რისკ- სცენარი			მკაცრი რისკ-სცენარი		
		2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Fed-ის პოლიტიკის განაკვეთი	3.75%	+0.25 პპ	-0.25 პპ	-0.25 პპ	+0.5 პპ	+0.75 პპ	-0.5 პპ	+0.5 პპ	+1.75 პპ	-0.5 პპ
ECB-ის პოლიტიკის განაკვეთი	2.25%	+0.25 პპ	-0.25 პპ	+0.0 პპ	+0.5 პპ	+0.5 პპ	-0.25 პპ	+0.5 პპ	+1.25 პპ	+0.0 პპ
ქვეყნის სუვერენული რისკის პრემია	3.1% (2025)	-0.85 პპ	+0.0 პპ	+0.0 პპ	-0.35 პპ	+1.75 პპ	-0.5 პპ	+0.4 პპ	+2.25 პპ	-1.0 პპ
ლარი/დოლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი (GEL/ USD)**	2.63	გამყარება 0%	გამყარება 0%	გამყარება 0%	გაუფასურება 10%	გაუფასურება 10%	გამყარება 5%	გაუფასურება 20%	გაუფასურება 25%	გამყარება 10%
ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი, NEER (1995=100)**	424.0	გამყარება 0%	გამყარება 0%	გამყარება 0%	გაუფასურება 6%	გაუფასურება 6%	გამყარება 3%	გაუფასურება 12%	გაუფასურება 15%	გამყარება 6%
უძრავი ქონების ფასების წლიური ცვლილება (ლარით გამოხატული)	6.8% (2025)	6.0%	5.5%	5.5%	5.5%	4.5%	5.0%	5.0%	3.0%	4.0%
რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა	7.5% (2025)	6.5%	5.0%	5.0%	5.5%	2.0%	4.0%	5.0%	-6.0%	2.0%
უმუშევრობის დონე	13.9% (2025)	+0.6 პპ	+0.0 პპ	-0.25 პპ	+1.1 პპ	+1.5 პპ	+0.5 პპ	+1.1 პპ	+4.0 პპ	+1.5 პპ
სფი ინფლაცია (საშუალო წლიური)	2.7% (2025)	5.2%	2.7%	3.0%	6.5%	8.0%	5.0%	7.0%	10.0%	7.5%
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი***	8.25%	+0.25 პპ	-1.0 პპ	-0.5 პპ	+0.5 პპ	+0.75 პპ	-0.5 პპ	+0.5 პპ	+2.25 პპ	-0.5 პპ

* სცენარებში მოცემულია შესაბამისი მაკრო-ფინანსური ინდიკატორების საშუალო ცვლილება წინა პერიოდთან შედარებით. 2026 წლის მნიშვნელობები ასახავს ცვლილებას მიმდინარე დონესთან შედარებით. მიმდინარე დონე შეესაბამება 2026 წლის 31 ივლისისთვის არსებულ მდგომარეობას, თუკი სხვაგვარად არ არის მითითებული.

** სცენარებში მიმდინარე წლის გაცვლითი კურსის ცვლილება ეხება წლის ბოლომდე დარჩენილ პერიოდს. მომდევნო წლის გაცვლითი კურსის ცვლილება ასახავს ცვლილებას მიმდინარე წლის დეკემბრის საშუალო დონესთან შედარებით.

*** მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მიმდინარე დონე ასახავს მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის 2026 წლის 29 ივლისის სხდომაზე მიღებულ გადაწყვეტილებას. სცენარებში განაკვეთის ცვლილება წარმოადგენს შესაბამისი წლის განმავლობაში განაკვეთის დონის ცვლილებას. სცენარებში მიმდინარე წლის დაშვება ეხება წლის ბოლომდე დარჩენილ პერიოდს.

ფინანსური სექტორის მდგრადობა (“Top-Down” სტრეს ტესტი)

სტრეს-ტესტის განახლებული მეთოდოლოგიით მიღებული შედეგები აჩვენებს, რომ მკაცრი სცენარის პირობებშიც კი, საბანკო სექტორი შოკების მიმართ მდგრადია. მიუხედავად იმისა, რომ მკაცრი რისკ-სცენარის დროს მოსალოდნელი საკრედიტო დანაკარგები მკვეთრად იზრდება და წმინდა საპროცენტო შემოსავლები მცირდება, საბანკო სისტემა, არსებული ბუფერების წყალობით, შოკების გაძლებასა და კაპიტალის ადეკვატური დონის შენარჩუნებას ახერხებს. უნდა აღინიშნოს, რომ სტრეს-ტესტის მოცემული შედეგები ჰიპოთეტურ რისკ-სცენარებზეა დაფუძნებული და, შესაბამისად, პირობითია.

საბაზო სცენარში საბანკო სექტორის პირველადი კაპიტალის კოეფიციენტი მინიმალურ მოთხოვნებს მნიშვნელოვნად აღემატება. საბაზო სცენარის მიხედვით, გაცვლითი კურსის სტაბილურობა, დროთა განმავლობაში უმუშევრობის დონისა და რეალური ეკონომიკური ზრდის ნორმალიზება, გრძელვადიანად კლებადი საპროცენტო განაკვეთების გარემოში, შინამეურნეოებისა და კომპანიების ვალის მომსახურების შესაძლებლობას აუმჯობესებს. შედეგად, საკრედიტო რისკი მცირდება. ამასთან, ბანკები სტაბილურ მომგებიანობას ინარჩუნებენ და სექტორის პირველადი კაპიტალის კოეფიციენტი სამწლიან პერიოდში 24 პროცენტამდე იზრდება, რაც მინიმალურ მოთხოვნაზე საგრძნობლად მაღალია. საბაზო სცენარის მიხედვით, ინდივიდუალურად, თითოეული ბანკი კაპიტალის ადეკვატურ დონეს ინარჩუნებს.

მკაცრი რისკ-სცენარის დროს საბანკო სექტორი მნიშვნელოვან ზარალს განიცდის, თუმცა სისტემის დონეზე პირველადი კაპიტალის კოეფიციენტი მინიმალურ საზედამხებდველ მოთხოვნას მნიშვნელოვანი ბუფერით აღემატება. აღნიშნული ჰიპოთეტური სცენარის დროს, 2027 წელს ეკონომიკური აქტივობა საგრძნობლად მცირდება. იმატებს რისკის პრემია, გაცვლითი კურსი მაღალი მერყეობით ხასიათდება და საპროცენტო განაკვეთები იზრდება. შედეგად, ბანკები დიდი ოდენობით საკრედიტო დანაკარგს განიცდიან და მცირდება წმინდა მოგება. მომდევნო ორი წლის განმავლობაში მიღებული წმინდა საპროცენტო შემოსავალი პირველადი კაპიტალის კოეფიციენტს 4.3 პროცენტული პუნქტით ზრდის, რაც საკრედიტო დანაკარგებისა და სხვა ფაქტორების⁵² გამო კაპიტალის კოეფიციენტის შემცირების (-5.7 პროცენტული პუნქტი) გადასაფარად საკმარისი არ არის (იხ. დიაგრამა III.28).

მოცემული სცენარის მიხედვით, პირველადი კაპიტალის კოეფიციენტი მნიშვნელოვნად მცირდება. აღსანიშნავია, რომ მკაცრი რისკ-სცენარის პირობებშიც კი, კაპიტალის არსებული ბუფერები ზარალის მნიშვნელოვანი ნაწილის შთანთქმის საშუალებას იძლევა. ამავე სცენარის მიხედვით, 2027 წლის ბოლოს ზოგიერთი ბანკი პირველადი კაპიტალის მთლიანი მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად დამატებით კაპიტალს საჭიროებს, თუმცა, მიმდინარე შეფასებით, მფლობელობის არსებული სტრუქტურულად გამომდინარე, ბანკებს კაპიტალის შევსების კარგი შესაძლებლობა გააჩნიათ. შესაბამისად, კაპიტალის ჰიპოთეტური დანაკარგები სისტემის სტაბილურობასა და მდგრადობას საფრთხეს არ უქმნის. გასათვალისწინებელია ისიც, რომ მოცემულ სცენარში კაპიტალის კოეფიციენტი აღდგენას 2028 წლიდან იწყებს, რასაც აქტივების ხარისხის გაუმჯობესებასთან ერთად, მდგრადი საოპერაციო მომგებიანობაც უწყობს ხელს (იხ. დიაგრამა III.29).

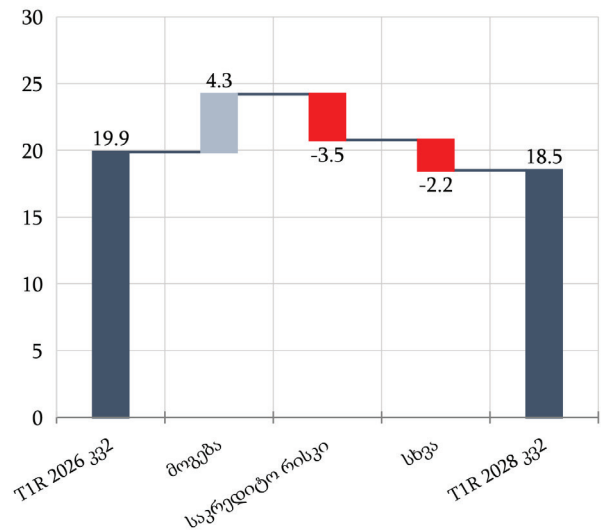
„შებრუნებული სტრეს-ტესტის“ („reverse stress-testing“) მიხედვით, საბანკო სექტორს დამატებით დაახლოებით 8.1 მლრდ ლარის საკრედიტო დანაკარგების მიტი-

52 „სხვა“ ფაქტორები მოიცავს კურსის ცვლილების გამო აქტივებისა და დამატებითი კაპიტალის გადაფასებების ეფექტებისა ჯამს. ასევე, უნდა აღინიშნოს, რომ პირველადი კაპიტალის მთლიანი მოთხოვნა საშუალო ბანკებისათვის [11.2%-20.0%] ინტერვალში, ხოლო დიდი ბანკებისათვის [16.9%-17.6%] ინტერვალშია მოთავსებული, შესაბამისად. ამასთან CRA ბუფერის ნაზრდი გათვალისწინებულია მოსალოდნელ საკრედიტო დანაკარგებში.

გაცია შეუძლია. „შებრუნებული სტრეს-ტესტის“ მიზანია შეაფასოს თუ რამდენად უნდა გაუარესდეს ეკონომიკური პროგნოზები და გაიზარდოს დანაკარგები იმისათვის, რომ საზედამხედველო კაპიტალის მინიმალურ მოთხოვნასთან (მინიმალური და კომბინირებული მოთხოვნების ჯამი) შედარებით კაპიტალის ბუფერები ამოიწეროს. არსებული საზედამხედველო კაპიტალის ადეკვატურობის გათვალისწინებით, კაპიტალის ბუფერების 9.2 პროცენტული პუნქტით შემცირება იქნა გაანალიზებული, რაც დაახლოებით 8.1 მლრდ ლარის საკრედიტო დანაკარგს უტოლდება. მსგავსი ზარალი შესაძლოა სხვადასხვა სცენარით იქნას განპირობებული, ერთ-ერთ ვარიანტში მთლიანობაში რეალური ეკონომიკა 2026 წელს 7 პროცენტით, ხოლო და 2027 წელს 20 პროცენტით უნდა შემცირდეს და თან უნდა ახლდეს გაცვლითი კურსის მნიშვნელოვანი გაუფასურება. აღსანიშნავია, რომ „შებრუნებული 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.

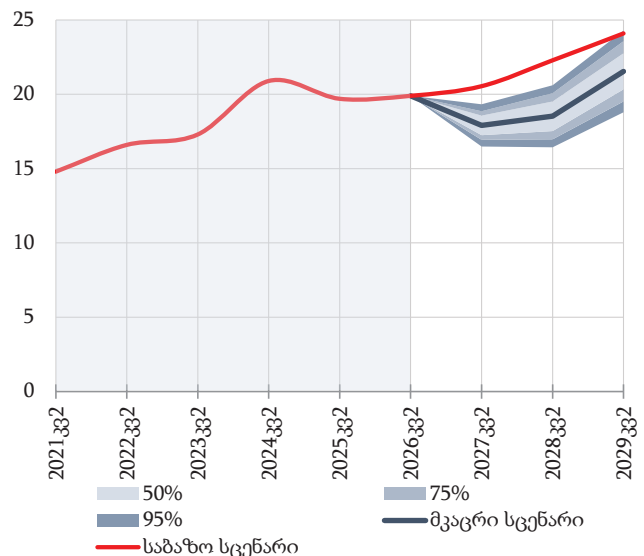
ეროვნული ბანკი „Top-Down“ და საზედამხედველო „Bottom-Up“ სტრეს-ტესტების შედეგებს ერთმანეთს ადარებს და „Bottom-up“-ზე დაყრდნობით, კომერციულ ბანკებს ინდივიდუალურად დამატებით სტრეს-ტესტის ბუფერს უწესებს. „Top-Down“ სტრეს-ტესტისგან განსხვავებით, რომელსაც ეროვნული ბანკი ატარებს, „Bottom-Up“ სტრეს-ტესტს კომერციული ბანკები თავად, ეროვნული ბანკისგანმიღებულისცენარებისა და დეტალური მეთოდოლოგიის მიხედვით, ახორციელებენ. სტრეს-ტესტის შედეგები ფინანსური სექტორის მოწყვლადობის 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 ჯგუფ-

დიაგრამა III. 28. პირველადი კაპიტალის კოეფიციენტის ცვლილების დეკომპოზიცია საბაზო სექტორისათვის მკაცრი სცენარის პირობებში (%)



წყარო: სეპ.

დიაგრამა III. 29. პირველადი კაპიტალის კოეფიციენტი საბაზო და მკაცრი სცენარების დროს (%)



წყარო: სეპ.

ზე განაზოგადოს. მოცემული მიდგომა, გარდა იმისა, რომ სიმარტივით გამოირჩევა, საუკეთესოა იმ შემთხვევაში, როდესაც გრძელვადიანი ისტორიული მონაცემები არ მოიპოვება და, შესაბამისად, სტატისტიკური მოდელირება მაღალი რისკით ხასიათდება.

ჩანართი 4. საქართველოს საპენსიო სისტემა

გლობალური მიმოხილვა და ტრენდები

2000-იანი წლებიდან მოყოლებული საპენსიო ფონდები მნიშვნელოვნად გაიზარდა და დღესდღეობით ინსტიტუციური ინვესტორების ერთ-ერთ უდიდეს კატეგორიას წარმოადგენს. შესაბამისად, საპენსიო ფონდი ფინანსური სისტემის მნიშვნელოვანი მოთამაშეა და დიდ როლს ასრულებს საპენსიო სისტემის მდგრადობის უზრუნველყოფაში. მისი საქმიანობა ხელს უწყობს ქვეყანაში გრძელვადიანი დანაშოგების მობილიზებასა და ფინანსურ ბაზრებზე მათი ეფექტიან განთავსებას, რაც, თავის მხრივ, აძლიერებს ფინანსური სისტემის განვითარების პოტენციალს. ამასთან, ფონდის გამართული და მდგრადი ფუნქციონირება მნიშვნელოვანია მოსახლეობის საპენსიო და სოციალური უზრუნველყოფის სისტემის სანდოობისა და გრძელვადიანი მდგრადობისთვის.

2025 წელს OECD-ის ქვეყნების საპენსიო აქტივების მოცულობა 11.7 პროცენტით გაიზარდა და წლის ბოლოს 70.3 ტრილიონ აშშ დოლარს მიაღწია, რაც ჯამური მშპ-ს 95.7 პროცენტს შეადგენს⁵³. აღნიშნული მაჩვენებელი 2000-იან წლებთან შედარებით დაახლოებით სამჯერ არის გაზრდილი⁵⁴. Non-OECD ქვეყნებში კი აქტივების ზრდამ 23.7 პროცენტი, ხოლო აქტივების მშპ-თან ფარდობამ 16.4 პროცენტი შეადგინა⁵⁵. აღნიშნულ ზრდას თან ახლდა პორტფელების სტრუქტურული ცვლილება, რაც ტრადიციული ფიქსირებული შემოსავლის მქონე ინსტრუმენტების წილის შემცირებასა და საინვესტიციო ფონდებისა (mutual funds) და სხვა აქტივების წილის ზრდაში გამოიხატა. ეს ტენდენცია განსაკუთრებით მკვეთრად გამოიკვეთა განვითარებად ეკონომიკებში, სადაც ფიქსირებული შემოსავლის მქონე აქტივების წილი ბოლო 25 წლის განმავლობაში 80 პროცენტიდან დაახლოებით 50 პროცენტამდე შემცირდა. აღნიშნული დინამიკის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფაქტორი იყო გლობალური ფინანსური კრიზისი, ხოლო შემდგომ COVID 19 პანდემიის შემდეგ ხანგრძლივად შენარჩუნებული დაბალი საპროცენტო განაკვეთები, რამაც ფასიან ქაღალდებზე შემოსავლიანობის შემცირების ფონზე საპენსიო ფონდის საინვესტიციო პორტფელის დივერსიფიცირებას შეუწყო ხელი.

ტრადიციულად, საპენსიო ფონდები განიხილებოდა, როგორც შედარებით სტაბილური, გრძელვადიანი ინვესტორები, რომლებსაც შეუძლიათ ხელი შეუწყონ ფინანსური ბაზრების სტაბილურობას, განსაკუთრებით ფინანსური სტრესის პერიოდში ინვესტიციების გაგრძელების გზით, თუმცა მათი მზარდი ზომა, პორტფელების დივერსიფიკაცია და ფინანსურ ინსტიტუტებთან მზარდი ურთიერთკავშირები ზრდის მათ მნიშვნელობას ფინანსური სტაბილურობის ანალიზში. განვითარებად ეკონომიკებში საპენსიო ფონდები ასევე მნიშვნელოვანი ადგილობრივი ინსტიტუციური ინვესტორები გახდნენ, რაც ხელს უწყობს კაპიტალის ბაზრების განვითარებას, თუმცა ნაკლებად განვითარებული ფინანსური ბაზრების პირობებში, არსებობს გარკვეული რისკების, მათ შორის კონცენტრაციის რისკის, ზრდის ალბათობაც. აღნიშნული საკითხები მნიშვნელოვანია საქართველოსთვის, სადაც საპენსიო სისტემა ჯერ კიდევ ახალი და სწრაფად მზარდია და ადგილობრივ ფინანსურ ბაზარზე სულ უფრო მნიშვნელოვან მონაწილედ ყალიბდება (იხ. ცხრილი

53 https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/support-materials/2025/11/pension-markets-in-focus-2025_361974da/PMF-Preliminary-2025-Data.pdf

54 <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfs-notes/2025/english/gfsnea2025001.pdf>

55 https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/support-materials/2025/11/pension-markets-in-focus-2025_361974da/PMF-Preliminary-2025-Data.pdf

B.4.1).

საქართველოს საპენსიო სისტემა, საკანონმდებლო ჩარჩო და ინსტიტუციური განვითარება (2018-2025)

საქართველოში, მსოფლიოს ბევრი სხვა ქვეყნის მსგავსად, მოქმედებს სამსვეტიანი საპენსიო სისტემა, რომელიც ხელს უწყობს მოსახლეობის სოციალურ დაცვასა და საპენსიო ასაკში ფინანსურ სტაბილურობას:

- **პირველი (ნულოვანი) სვეტი:** საბაზისო პენსია, რომელიც ფინანსდება სახელმწიფო ბიუჯეტიდან და წარმოადგენს ხანდაზმულობის პერიოდში მოსახლეობის საბაზისო სოციალური დაცვის მექანიზმს.
- **მეორე სვეტი:** სავალდებულო დაგროვებითი საპენსიო სქემა, რომლის ფარგლებში დასაქმებულთა სახელზე იქმნება ინდივიდუალური საპენსიო დანაზოგები და ხდება მათი გრძელვადიანი ინვესტირება.
- **მესამე სვეტი:** კერძო საპენსიო სისტემა, რომელიც ნებაყოფლობითი ხასიათისაა.

ბევრ ქვეყანაში საპენსიო აქტივების ძირითად ნაწილს მეორე სვეტი წარმოადგენს. საქართველოში მეორე სვეტის საპენსიო სისტემის ფარგლებში შეიქმნა საპენსიო ფონდი, რომლის ზედამხედველობას საქართველოს ეროვნული ბანკი ახორციელებს. 2018 წლის რეფორმის ფარგლებში მიღებულ იქნა „დაგროვებითი პენსიის შესახებ“ საქართველოს კანონი, რომლის საფუძველზეც **2019 წლის 1 იანვრიდან** დაიწყო საპენსიო დანაზოგების შეგროვება. შენატანების სქემა განისაზღვრა **2% + 2% + (0-2)%** პრინციპით:

- **2%** - დასაქმებულის შენატანი (დაუბეგრავი ხელფასიდან);
- **2%** - დამსაქმებლის შენატანი (დაუბეგრავი ხელფასიდან);
- **0-2%** - სახელმწიფოს შენატანი (ხელფასის ზღვრების გათვალისწინებით: 2% - 24,000 ლარამდე წლიურ შემოსავალზე, 1% - 24,000-დან 60,000 ლარამდე შემოსავალზე, ხოლო 60,000 ლარს ზემოთ სახელმწიფო შენატანს არ ახორციელებს)

2019 წლიდან 2025 წლამდე საქართველოს ეროვნული ბანკი ახორციელებდა საპენსიო ფონდის მხოლოდ საინვესტიციო საქმიანობის ზედამხედველობას. ამ პერიოდში ფონდი იმართებოდა ორდონიანი საბჭოს მიერ:

1. **საინვესტიციო საბჭო:** პასუხისმგებელი იყო საინვესტიციო პოლიტიკის შემუშავებასა და საინვესტიციო საქმიანობის მართვაზე.
2. **სამეთვალყურეო საბჭო:** პასუხისმგებელი იყო ადმინისტრაციულ, საოპერაციო და ორგანიზაციულ მხარეზე.

2025 წელს კანონმდებლობაში განხორციელდა ძირეული ცვლილებები. რეფორმის შედეგად ორმაგი საბჭოს სტრუქტურა ჩანაცვლდა ერთიანი **მმართველობითი საბჭოთი**, რომელიც სრულად არის პასუხისმგებელი როგორც საინვესტიციო, ისე საოპერაციო და ადმინისტრაციულ საქმიანობაზე. ამასთან, 2025 წლის 1 მაისიდან საქართველოს ეროვნული ბანკის უფლებამოსილება გაფართოვდა და მიენიჭა საპენსიო ფონდის სრული, ჰოლისტიკური ზედამხედველობის მანდატი.

ცხრილი B.4.1. ძირითადი მაჩვენებლები 2026 წლის 30 ივნისის მდგომარეობით

€ 9.6 მლრდ - საპენსიო ფონდის მოცულობა	€ 2.7 მლრდ - ჯამური ამონაგები (ინვესტირებიდან)
€ 110-130 მლნ - ყოველთვიური შენატანი	€ 1.7 მლნ- მონაწილეთა ჯამური რაოდენობა
ფონდის ზომა მთლიან შიდა პროდუქტთან (მშპ) მიმართებით	
~8% - საპენსიო აქტივების წილი მშპ-თან მიმართებით	~20% (პროგნოზირებული) - საპენსიო აქტივების წილი 2030 წლის მშპ-თან მიმართებით

წყარო: საქართველოს საპენსიო ფონდი.

მრავალპორტფელიანი სისტემის დანერგვა

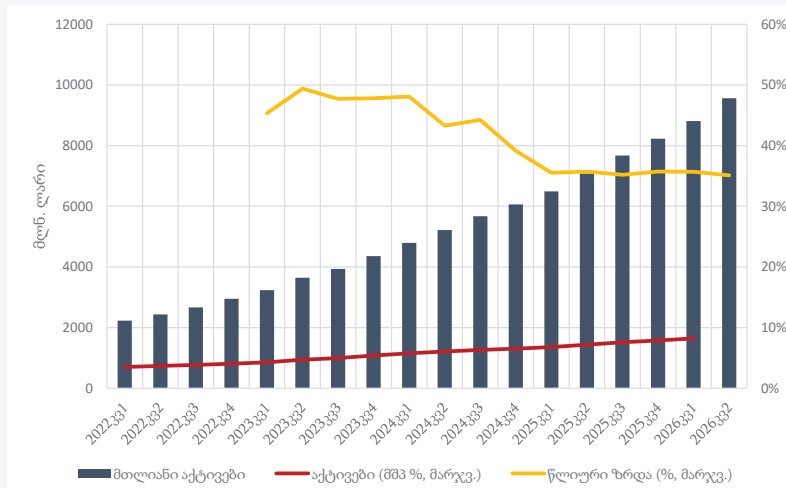
დაარსებიდან პირველი 5 წლის განმავლობაში (2023 წლის აგვისტომდე) საპენსიო ფონდში მოქმედებდა მხოლოდ ერთი - კონსერვატიული (დაბალრისკიანი) პორტფელი. 2023 წლის აგვისტოდან დაინერგა მრავალპორტფელიანი სისტემა და ჩამოყალიბდა 3 საინვესტიციო პორტფელი:

- **კონსერვატიული (დაბალრისკიანი) პორტფელი:** აქციების წილი 0%-დან 20%-მდე, ხოლო უცხო ვალუტის წილი მაქს. 20%.
- **დაბალანსებული (საშუალორისკიანი) პორტფელი:** აქციების წილი 20%-დან 40%-მდე, ხოლო უცხო ვალუტის წილი მაქს. 40%.
- **დინამიკური (მაღალრისკიანი) პორტფელი:** აქციების წილი 40%-დან 60%-მდე, ხოლო უცხო ვალუტის წილი მაქს. 60%.

საპენსიო ფონდის მონაწილეს უფლება აქვს 12 თვეში ერთხელ საკუთარი სურვილითა და რისკის აპეტიტით შეარჩიოს მისთვის სასურველი საინვესტიციო პორტფელი.

2026 წლის ივნისის მონაცემებით, საპენსიო ფონდი 9.6 მილიარდ ლარს აღწევს, ხოლო წლიური ზრდა კი 35 პროცენტს შეადგენს (იხ. დიაგრამა B.4.1). პორტფელის 98.7 პროცენტი კონსერვატიულ, ხოლო 0.6-0.6 პროცენტები კი დაბალანსებულ და დინამიკურ პორტფელებშია განთავსებული. აღსანიშნავია, რომ საპენსიო ფონდის მიერ დაგენერირებულმა ჯამურმა ამონაგებმა 2.7 მლრდ ლარს გადააჭარბა. ფონდის ზომა კვლავ ზრდის ტენდენციას ინარჩუნებს, რაც ძირითადად სავალდებულო შენატანების უწყვეტი ნაკადითა და საინვესტიციო ამონაგებით არის განპირობებული.

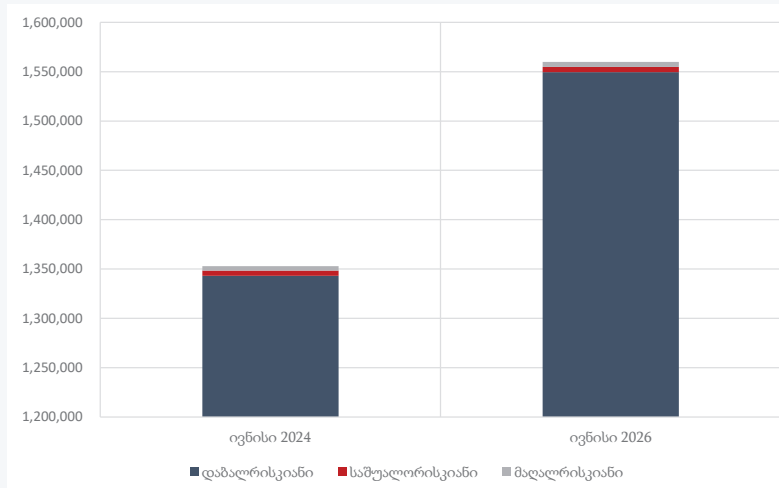
დიაგრამა B.4.1 საპენსიო ფონდის აქტივების დინამიკა



წყარო: საქართველოს საპენსიო ფონდი.

საპენსიო სქემაში მონაწილეთა რიცხვი მზარდია. 2026 წლის ივნისის მონაცემებით სქემაში ჩართულია 1,559,809 ადამიანი, რაც სამუშაო ძალის 98 პროცენტს შეადგენს. პორტფელის მიხედვით მონაწილეთა განაწილება ბოლო სამი წლის განმავლობაში მნიშვნელოვნად არ შეცვლილა, თუმცა მათი რიცხვი მნიშვნელოვნად გაიზარდა (იხ. დიაგრამა B.4.2). ამასთან აღსანიშნავია, რომ დაგროვებითი პენსიით ისარგებლა 35, 793 ადამიანმა, რომლებმაც პენსიის სახით მიიღეს ჯამურად 185 მილიონი ლარი, რაც თითქმის 10 მილიარდიანი პორტფელის მხოლოდ მცირე ნაწილია⁵⁶.

დიაგრამა B.4.2. საპენსიო სქემაში ჩართული ადამიანების განაწილება პორტფელის მიხედვით



წყარო: საქართველოს საპენსიო ფონდი.

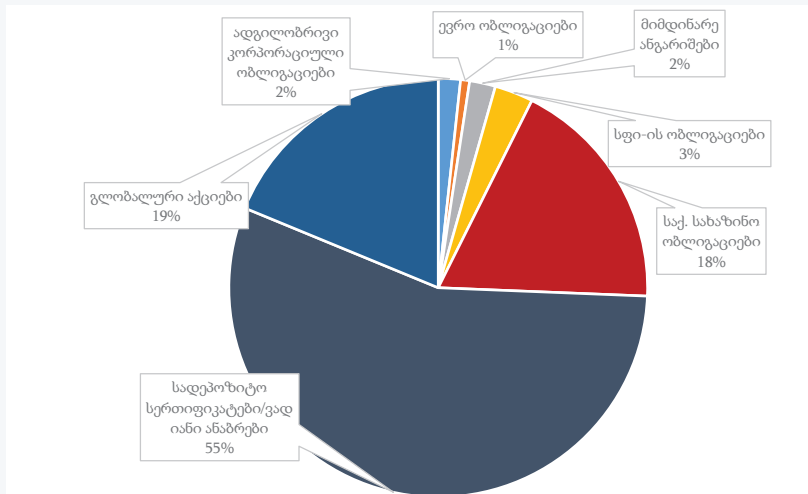
საპენსიო ფონდის ამოქმედების საწყის ეტაპზე საპენსიო აქტივების საინვესტიციო საქმიანობა შედარებით კონსერვატიული იყო და სრულად საბანკო დეპოზიტებში იყო განთავსებული. 2021 წელს საპენსიო სააგენტომ შეარჩია **სპეციალიზებული დეპოზიტარი**, რომლის ფუნქციაა საპენსიო აქტივების შენახვა, აღრიცხვა და შესაბამისი ოპერაციების მონიტორინგი. საპენსიო ფონდმა აღნიშნული ეტაპიდან დაიწყო ინვესტირება ფასიან ქაღალდებში.

2022 წლიდან საინვესტიციო შესაძლებლობები კიდევ უფრო გაფართოვდა და საპენსიო აქტივების განთავსება დაიწყო უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ ფასიან ქაღალდებსა და საფონდო ბირჟებზე ვაჭრობად საინვესტიციო ფონდებში (ETF). შედეგად, წლების განმავლობაში საპენსიო ფონდის საინვესტიციო სტრატეგია უფრო დივერსიფიცირებული გახდა, რაც ამცირებს აქტივების ერთ კლასზე ან ერთ ბაზარზე კონცენტრაციის რისკს და ზრდის გრძელვადიანი რისკ-ამონაგების მართვის შესაძლებლობებს.

2026 წლის მეორე კვარტალის მონაცემებით აქტივების უმეტესი ნაწილი, 55 პროცენტი, სადეპოზიტო სერტიფიკატებში არის განთავსებული, 19 პროცენტი უცხოურ აქტივებში, ხოლო 18 პროცენტი კი საქართველოს სახაზინო ობლიგაციებში (იხ. დიაგრამა B.4.3). პორტფელის მიხედვით მნიშვნელოვნად განსხვავდება გარკვეული ინსტრუმენტების წილები. კერძოდ, დაბალრისკიან პორტფელში საქართველოს სახაზინო ობლიგაციებისა და საერთაშორისო აქციების წილები შეადგენს დაახლოებით 18-18 პროცენტს, ხოლო მაღალრისკიან პორტფელში კი 5.2

56 https://www.pensions.ge/ka/public-information/news/Statistical_Data_from_the_Pension_Fund_of_Georgia_as_of_August_31

დიაგრამა B.4.3. საპენსიო ფონდის აქტივების განაწილება საინვესტიციო ინსტრუმენტების მიხედვით



წყარო: საქართველოს საპენსიო ფონდი.

და 55.3 პროცენტს შესაბამისად.

აქტივების ყველაზე დიდი წილი ფინანსურ სექტორზე, კერძოდ კი ფიქსირებული შემოსავლის ინსტრუმენტებზე მოდის. 2026 წლის ივნისის მონაცემების მიხედვით, ფინანსური სექტორის წილი პორტფელებში 49.8-65.1 პროცენტამდე მერყეობს. კონსერვატიულ პორტფელში მეორე ადგილზეა სახელმწიფო სექტორი, 19 პროცენტით. დაბალანსებულ და ღრნამიურ პორტფელებში სახელმწიფო სექტორის წილი შესაბამისად, 5.4 და 5.2 პროცენტს შეადგენს.

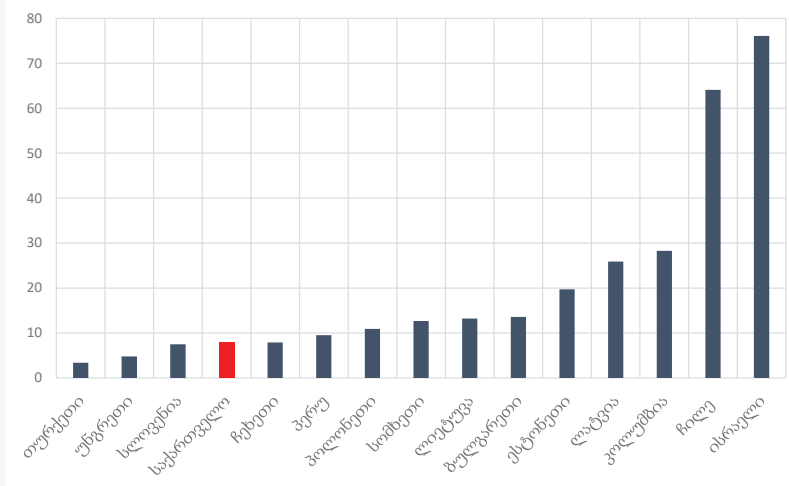
2025 წელს საქართველოს საპენსიო ფონდის წმინდა ნომინალურმა ამონაგებმა 11.8% შეადგინა. ინფლაციის გათვალისწინების შემდეგ კი ფონდმა 7.6%-იანი წმინდა რეალური ამონაგები მიიღო. ამასთან, ფონდის შექმნის დღიდან (2019 წელი) დღემდე საშუალო განლიურებული რეალური ამონაგები 4.4%-ია, რაც მიუთითებს, რომ ამ პერიოდში საპენსიო აქტივების ზრდამ ფასების ზრდას გადააჭარბა და მონაწილეთა დანაზოგების მსყიდველობითი უნარი გაიზარდა.

2024-2025 წლებში საქართველო ერთ-ერთი მოწინავე ქვეყანა იყო საპენსიო აქტივების ზრდის ტემპით⁵⁷. თუმცა, მაღალი ზრდის ტემპი საპენსიო ფონდის ჯერ კიდევ მცირე ზომით აიხსნება. ამასთან, საქართველო ლიდერობს საპენსიო სექტორში ჩართული სამუშაო ასაკის ადამიანების წილის ზრდის მიმართულებითაც. 2024 წლის სტატისტიკის მიხედვით, მათი წილი 60.1 პროცენტს შეადგენს. რაც შეეხება ინსტრუმენტების განაწილებას, სხვა ქვეყნებთან შედარებით, საქართველოში გამოკვეთილად დიდია დეპოზიტებში განთავსებული აქტივების წილი.

ამასთან, OECD-ის მონაცემების მიხედვით, საქართველოში აქტივების წილი მშპ-ში შესადარის ქვეყნებთან შედარებით მცირეა (იხ. დიაგრამა B.4.4), თუმცა აღნიშნული გამოწვეულია იმით, რომ საპენსიო ფონდი შედარებით ახალი შექმნილია. დროსთან ერთად, მოსალოდნელია, რომ აქტივების წილი სხვა ქვეყნების მაჩვენებელს დაუახლოვდება.

57 https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/reports/2025/11/pension-markets-in-focus-2025_361974da/b095d0a0-en.pdf და https://www.oecd.org/content/dam/oecd/en/publications/support-materials/2025/11/pension-markets-in-focus-2025_361974da/PMF-Preliminary-2025-Data.pdf

დიაგრამა B.4.4. აქტივების წილი მშპ-ში (2024 წელი)



წყარო: OECD.

IV. ფინანსური სტაბილურობის პოლიტიკა და რეკომენდაციები

საქართველოში ფინანსური სისტემის მდგრადი ფუნქციონირების მხარდაჭერა და ფინანსური სტაბილურობის ხელშეწყობა ეროვნული ბანკის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფუნქციაა. დროთა განმავლობაში მიღებული საზედამხედველო ზომებისა და არსებული ფინანსური მაჩვენებლების გაუმჯობესების შედეგად ფინანსური სექტორი მდგრადია და გლობალური გეოპოლიტიკური სიტუაციიდან მომდინარე პოტენციურ რისკებს მომზადებული ხვდება. საკრედიტო აქტივობა ნომინალური ეკონომიკური ზრდის თანაზომიერია და მიმდინარე ეტაპზე კაპიტალის კონტრციკლური ბუფერის ციკლური კომპონენტის ცვლილების საჭიროება არ იკვეთება. ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის 2023 წლის გადაწყვეტილების შედეგად, კომერციული ბანკები კაპიტალის კონტრციკლური ბუფერის ნეიტრალური კომპონენტის ეტაპობრივ დაგროვებას განაგრძობენ და ამ ეტაპზე აღნიშნული ბუფერი 0.75 პროცენტს შეადგენს. ამასთან 2027 წლისათვის კონტრციკლური ბუფერის ნეიტრალური კომპონენტი ერთ პროცენტს მიაღწევს. დოლარიზაციიდან მომდინარე სისტემური რისკის დამატებით შესამცირებლად 2026 წლის პირველი ივლისიდან ამოქმედდა ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის გადაწყვეტილება არაპეჯირებული უცხოური ვალუტის სესხების ზღვარის 750 000-დან 1 000 000 ლარამდე გაზრდის შესახებ. ეროვნული ბანკი ვითარებას მუდმივ რეჟიმში აკვირდება და აქტიურად განაგრძობს მუშაობას ფინანსური სისტემის მდგრადობის ხელშესაწყობად.

გლობალური გეოპოლიტიკური სიტუაციიდან მომდინარე პოტენციურ რისკებს ქართული საბანკო სისტემა მომზადებული ხვდება. გასული წლის მსგავსად, 2026 წლის ივნისის მონაცემებით, ბანკებს კაპიტალისა და ლიკვიდობის ჯანსაღი მაჩვენებლები აქვთ, ხოლო უმოქმედო სესხების წილი დაბალ დონეზე ნარჩუნდება. საბანკო სისტემის მომგებიანობის მაჩვენებლები სტაბილურობით ხასიათდება. მოგების ძირითადი წყარო დაბალი მოსალოდნელი საკრედიტო ზარალი და მდგრადი წმინდა საპროცენტო შემოსავლებია. საპროცენტო შემოსავლების ზრდა, ერთი მხრივ, დაკავშირებულია გაზრდილ საპროცენტო სპრედთან, ხოლო მეორე მხრივ გასული წლის მაღალ საკრედიტო აქტივობასთან. ფინანსური სექტორის მდგრადობაზე მიუთითებს განახლებული მეთოდოლოგიით ჩატარებული top-down სტრეს-ტესტის შედეგებიც, რომლის თანახმადაც, მიუხედავად იმისა, რომ მკაცრი რისკ-სცენარის დროს მოსალოდნელი საკრედიტო დანაკარგები მკვეთრად იზრდება, საბანკო სისტემა, სამწლიანი სცენარის პირობებში, კაპიტალის სოლიდური ბუფერების წყალობით, კაპიტალს ადეკვატურ დონეზე ინარჩუნებს და საკრედიტო აქტივობას განაგრძობს.

2026 წლის ივნისში სესხების წლიურმა ზრდამ, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით, 14.8 პროცენტი შეადგინა, რაც ნომინალური ეკონომიკური ზრდის თანაზომიერია. უნდა ითქვას, რომ სესხების ზრდაში ბიზნეს სესხების წვლილი ყველაზე მაღალია და 6.9 პროცენტულ პუნქტს შეადგენს. თუმცა სამომხმარებლო სესხების ზრდის ტემპი კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. სესხების ზრდისა და ეკონომიკური აქტივობის დინამიკის გათვალისწინებით, მიმდინარე ეტაპზე კაპიტალის კონტრციკლური ბუფერის ციკლური კომპონენტის ცვლილების საჭიროება არ იკვეთება. საკრედიტო აქტივობის არსებული დინამიკის შენარჩუნებისა და ეკონომიკური ზრდის ნორმალიზების ფონზე, სესხების მშპ-თან ფარდობის უარყოფითი გაპი ეტაპობრივად დაიხურება. რაც შეეხება კაპიტალის კონტრციკლური ბუფერის ნეიტრალურ კომპონენტს, ბანკების მის ეტაპობრივ დაგროვებას განაგრძობენ და ამ ეტაპზე აღნიშნული ბუფერი 0.75 პროცენტს შეადგენს. ამასთან 2027 წლისათვის კონტრციკლური ბუფერის ნეიტრალური კომპონენტი ერთ პროცენტს მიაღწევს.

ეროვნული ბანკი აქტიურად განაგრძობს მუშაობას ფინანსური დოლარიზაციის მაღალი დონით გამოწვეული სტრუქტურული რისკე-

ბის შესამცირებლად. ბოლო წლებში არსებული პოზიტიური ტენდენციის მიუხედავად, დოლარიზაცია და მასთან დაკავშირებული რისკები ფინანსური სექტორისთვის კვლავ მნიშვნელოვან გამოწვევას წარმოადგენს. უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ, უმეტესად ცვლადგანაკვეთიან სესხებს, თანახმად საპროცენტო და გაცვლითი კურსის რისკები, რომელიც განსაკუთრებით საყურადღებოა უცხოურ ვალუტაში არაჰეჯირებული მსესხებლების მაღალი წილის, რეგიონის ვალუტების გაცვლითი კურსის გაზრდილი მერყეობისა და გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობების ფონზე. ზემოთაღნიშნული რისკების შერბილების მიზნით, ეროვნულმა ბანკმა 2026 წლის პირველი ივლისიდან უცხოური ვალუტის არაჰეჯირებული სესხების ლიმიტი 1 000 000 ლარამდე გაზარდა. დოლარიზაციის მაღალი დონით გამოწვეული სტრუქტურული რისკების შესამცირებლად ეროვნული ბანკი აქტიურად განაგრძობს მუშაობას.

ფინანსური სტაბილურობის ხელშესაწყობად, ეროვნული ბანკის მიერ სარეზოლუციო ფონდთან დაკავშირებით შემუშავებული საკანონმდებლო ცვლილებების საფუძველზე, კომერციული ბანკების მიერ სარეზოლუციო ფონდში შენატანების განხორციელება 2025 წლის შემდეგ 2026 წელსაც გაგრძელდა. 2023 წლის დეკემბერში, საქართველოს პარლამენტის მიერ დამტკიცებული სარეზოლუციო ფონდთან დაკავშირებული საკანონმდებლო ცვლილებების მიხედვით, კომერციულ ბანკებს განესაზღვრათ ვალდებულება სარეზოლუციო ფონდში განახორციელონ წინასწარი შენატანები/კონტრიბუციები (ex-ante ფონდი) კანონით განსაზღვრული სამიზნე ნიშნულის მისაღწევად, რაც დაზღვეული დეპოზიტების 3%-ს წარმოადგენს. სამიზნე ნიშნულის მისაღწევად ბანკებს 8 წლიანი ვადა განესაზღვრათ, რომელიც შეიძლება შეიცვალოს იმ შემთხვევაში თუ ფონდში არსებული თანხა იქნება გამოყენებული ან გაიზრდება დეპოზიტების დაზღვევის ლიმიტი. ბანკებმა შენატანების განხორციელება 2025 წლიდან დაიწყეს, რომლის ფარგლებშიც 2023 წლამდე მისაღწევ სარეზოლუციო ფონდის სამიზნე მაჩვენებელი 302,387,263 ლარით, ხოლო 2026 წლის მდგომარეობით აღნიშნული მოცულობა 339,684,985 ლარით განისაზღვრა. კომერციული ბანკების ჯამურმა წინასწარი შენატანის ოდენობამ

2025 წლის განმავლობაში 37,798,407 ლარი შეადგინა, ხოლო 2026 წლისთვის აღნიშნული შენატანი 42,969,630 ლარით განისაზღვრა. შენატანებს კომერციული ბანკები სისტემაში მათი აქტივების წილის პროპორციულად, ინდივიდუალური რისკ პროფილის გათვალისწინებით ახორციელებენ. Ex-ante ფონდს ადმინისტრირებას უწევს საქართველოს ეროვნული ბანკი, რომელსაც კანონის მიხედვით უფლება აქვს ფონდი ადმინისტრირებისთვის გადასცეს დეპოზიტების დაზღვევის სააგენტოს. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ სებ-ი საბანკო სექტორის რეზოლუციის ჩარჩოს განვითარებას განაგრძობს და სარეზოლუციო ფონდის 2025 წლის აუდიტირებული ფინანსური ანგარიშგება გამოაქვეყნა.⁵⁸ აღსანიშნავია, რომ ეროვნულმა ბანკმა სარეზოლუციო ფონდის შესახებ ფინანსური ინფორმაცია პირველად მოამზადა და ის სებ-ის ფინანსური ანგარიშგებისგან სრულად დამოუკიდებელი დოკუმენტია.

ფინანსური სტაბილურობისა და საბანკო სექტორისადმი ნდობის განსამტკიცებლად საქართველოსა და რეკონსტრუქციისა და განვითარების საერთაშორისო ბანკს (IBRD) შორის სასესხო შეთანხმება გაფორმდა. მსოფლიო ბანკის აღმასრულებელ დირექტორთა საბჭომ საქართველოს კომერციული ბანკების სარეზოლუციო მზაობის პროექტი 2026 წლის ივლისში დაამტკიცა, რომლის ფარგლებშიც საქართველოს სარეზოლუციო ფონდისთვის 35 მილიონი აშშ დოლარის ოდენობის პირობითი დაფინანსება (ე.წ. საკრედიტო ხაზი) გახდება ხელმისაწვდომი. საჭიროების შემთხვევაში, აღნიშნული საკრედიტო ხაზი საბანკო რეზოლუციის პროცესის დაფინანსებას ითვალისწინებს. აღსანიშნავია, რომ აღნიშნული თანხა ჩვეულებრივ პირობებში არ გამოიყენება. მისი ამოქმედება შესაძლებელი იქნება მხოლოდ კანონმდებლობით განსაზღვრული შემთხვევის დადგომისას, როდესაც საქართველოს ეროვნული ბანკი მიიღებს კომერციული ბანკის რეზოლუციის გადანყვეტილებას. ამასთან, საკრედიტო ხაზი სარეზოლუციო ფონდისთვის დამატებით ფინანსური დაცვის მექანიზმს წარმოადგენს მისი სამიზნე ნიშნულამდე შევსების პერიოდში და ხელს შეუწყობს კომერციული ბანკის შესაძლო სარეზოლუციო

58 იხ. <https://nbg.gov.ge/page/sarezolutsio-pondi>

პროცესის დროულად და ეფექტიანად განხორციელებას. პროექტის თანხები შესაძლოა გამოყენებულ იქნას მხოლოდ კანონმდებლობით ნებადართული სარეზოლუციო ღონისძიებებისთვის.

ფინანსური სტაბილურობის ხელშესაწყობად ეროვნული ბანკის მიერ სისტემური ბანკებისთვის დაწესებულია დაშვებული ვალდებულებებისა და კაპიტალის ინსტრუმენტების მინიმალური მოთხოვნა (MREL). MREL მოთხოვნის მიზანია, ბანკების მიერ წინასწარ ბალანსის იმგვარი სტრუქტურის შექმნა, რომელიც სტრესულ სიტუაციაში რეკაპიტალიზაციის გზით ბანკის მდგრადობას შეუწყობს ხელს. MREL-ის მოთხოვნის განაკვეთი სისტემური კომერციული ბანკებისთვის შემდეგი ვადებითა და ოდენობით განისაზღვრა: 2024 წლის 1 იანვრიდან - 10 პროცენტი, 2025 წლის 31 დეკემბრიდან - 15 პროცენტი, ხოლო 2027 წლის 31 დეკემბრიდან - 20 პროცენტი. 2024 წლიდან სისტემური ბანკები ეროვნულ ბანკს შესაბამისი ფორმით ყოველთვიურად წარუდგენენ MREL ანგარიშგებას. ამასთან, 2024 წელს ეროვნული ბანკის მიერ მომზადდა ცვლილებები „კომერციული ბანკების მიერ პილარ 3-ის ფარგლებში ინფორმაციის გამჟღავნების წესში“, რომლის მიხედვითაც 2025 წლის 1 იანვრიდან, ბანკებს პილარ 3-ის ანგარიშგებებში გაუჩნდათ დაშვებული ვალდებულებებისა და კაპიტალის ინსტრუმენტების მინიმალურ მოთხოვნასთან (MREL) შესაბამისობის შესახებ ინფორმაციის გამჟღავნების ვალდებულება. აღნიშნული ინფორმაციის გამოქვეყნება ხდება კვარტალური და წლიური პერიოდულობით.

ეროვნული ბანკი აგრძელებს არსებულ პრაქტიკას და 2026-2028 წლების საზედამხედველო სტრატეგიის 2026 წლის დოკუმენტს აქვეყნებს. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ მოქმედი მარეგულირებელი და საზედამხედველო ჩარჩო უკვე მნიშვნელოვნად შესაბამისობაშია საერთაშორისო სტანდარტებთან, თუმცა, ეროვნული ბანკი უწყვეტ რეჟიმში აკვირდება საერთაშორისო საუკეთესო პრაქტიკას და უზრუნველყოფს მარეგულირებელი მიდგომისა და შესაბამისად ბაზის მუდმივ განვითარებას. 2026-2028 წლების საზედამხედველო სტრატეგიის დოკუმენტი მოიცავს როგორც საზედამხედველო პრიორიტეტების ფარგლებში დაგეგმილ აქტივობებსა და შესაბამის სამოქმედო გეგმას, ისე, 2025

წლის მნიშვნელოვან მოვლენებსა და გასული წლის ჭრილში სტრატეგიის შესრულების ანგარიშს. 2026-2028 წლების სტრატეგიის ფარგლებში დაემატა ახალი პრიორიტეტები, როგორიცაა მომავალზე ორიენტირებული ზედამხედველობის გაძლიერება, ინკლუზიურობის ზრდა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება და მომხმარებელთა უფლებების დაცვის ხელშეწყობა. გარდა ამისა, თითოეულ პრიორიტეტში დამატებულია ეროვნული ბანკის მიერ შესასრულებელი აქტივობები.

ეროვნული ბანკი განაგრძობს მუშაობას ფინანსური სისტემის მდგრადობის ხელშესაწყობად. საქართველოს ეროვნული ბანკი განაგრძობს ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობის მუდმივ მონიტორინგს, საშინაო და საგარეო რისკების შეფასებას და შესაძლო რისკების მინიმიზაციისთვის მის ხელთ არსებულ ყველა ინსტრუმენტს საჭიროებისამებრ გამოიყენებს. ბოლო პერიოდში საბანკო სექტორის აქტივების ხარისხი ჯანსაღია და მომგებიანობის მაჩვენებლები სტაბილურობით ხასიათდება. ბანკები კაპიტალს ადეკვატურ დონეზე ინარჩუნებენ და ლიკვიდობის მაღალი მაჩვენებლები აქვთ. საკრედიტო აქტივობა ნომინალური ეკონომიკური ზრდის თანაზომიერია და მიმდინარე ეტაპზე კაპიტალის კონტრციკლური ბუფერის ციკლური კომპონენტის ცვლილების საჭიროება არ იკვეთება. თუმცა გაზრდილ დონეზე ნარჩუნდება სამომხმარებლო სესხების ზრდის ტემპი. აღნიშნული ტემპის შენარჩუნების შემთხვევაში შესაძლოა გარკვეული რისკები წარმოიშვას და რეგულატორული ზომების მიღება გაჩნდეს საჭირო. უნდა აღინიშნოს, ისიც, რომ გეოპოლიტიკური დაძაბულობის ფონზე, გაურკვეველობა კვალავ ნარჩუნდება, თუმცა ჩატარებული სტრეს ტესტის შედეგებზე დაყრდნობით, საბანკო სისტემა მკაცრი სცენარის პირობებშიც ინარჩუნებს მდგრადობას. ეროვნული ბანკი განაგრძობს ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობის მუდმივ მონიტორინგს, საშინაო და საგარეო რისკების შეფასებასა და ფინანსური სექტორის მდგრადობის რიგი მაკროპრუდენციული და მიკროპრუდენციული ინსტრუმენტებით უზრუნველყოფას (იხ. ცხრილი IV.1). მდგრადია არასაბანკო სექტორიც, რომელსაც ასევე აქვს დაწესებული პრუდენციული მოთხოვნები.

ცხრილი IV.1. ეროვნული ბანკის მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტები

ინსტრუმენტი	განაკვეთი	პერიოდი
კონტრციკლური ბუფერი ⁵⁹	1%	15.03.2027
სისტემურობის ბუფერი სს “თიბისი ბანკი” სს “საქართველოს ბანკი” სს “ლიბერთი ბანკი” სს “ბაზის ბანკი”	2.5% 3.0% 0.5% 1.0%	30.09. 2021 30.09.2024 31.12.2024 08.05.2026
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	4.98% 11.74% - 15.93% 5.76% 2.33% - 17.32% 6.80% 3.10% - 19.15%	30.06.2026-სთვის 30.06.2026-სთვის 30.06.2026-სთვის 30.06.2026-სთვის 30.06.2026-სთვის 30.06.2026-სთვის
საზედამხედველო კაპიტალის ჯამური მოთხოვნები (ბუფერების ჩათვლით) მათგან, ძირითადი პირველადი კაპიტალის ჯამური მოთხოვნები (ბუფერების ჩათვლით)	14.0% - 30.0% 9.0% - 24.0%	30.06.2026-სთვის
ლევარიჯის კოეფიციენტი	5%	26.09.2018
სესხის მომსახურების კოეფიციენტი (PTI) სესხი უცხოური ვალუტით (გარდა იმ შემთხვევისა, თუ შემოსავალი იმავე ვალუტაშია) ყოველთვიური წმინდა შემოსავალი <1500 ლ ყოველთვიური წმინდა შემოსავალი >=1500 ლ სესხი ლარით (ან უცხოური ვალუტით თუ მსესხებლის შემოსავალი იმავე ვალუტაშია) ყოველთვიური წმინდა შემოსავალი <1500 ლ ყოველთვიური წმინდა შემოსავალი >=1500 ლ	20% 30% 25% 50%	01.04.2022 01.04.2022
სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი (LTV) ეროვნული ვალუტით გაცემულ სესხებზე უცხოური ვალუტით გაცემულ სესხებზე	90% 70%	26.02.2025 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 პოზიციაზე	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% 10-20%	25.07.2018 05.12.2024 05.12.2021
შეზღუდვები უცხოური ვალუტის სესხებზე	1 000 000 ლარის ქვემოთ	01.07.2026

59 მიმდინარე მდგომარეობით დაგროვებული ნეიტრალური კონტრციკლური ბუფერის ოდენობა 0.75 პროცენტს შეადგენს. ხოლო, 2027 წლის მარტისთვის აღნიშნული 1 პროცენტის ტოლი იქნება.



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

საქართველო, თბილისი 0114, სანაპიროს 2

(995 32) 2 406 406

info@nbg.ge; www.NBG.ge