0311 ეკონომიკა ECONOMICS

უძრავი ქონების ბაზრის ფასობრივი დინამიკა და მისი გავლენა საქართველოს ფინანსურ სტაბილურობაზე: სისტემური რისკებისა და ეკონომიკური მდგრადობის შეფასება

პაატა მემიაძე
E-mail: paatamemiadze1994@gmail.com
საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი

რეზიუმე

მოცემულ ნაშრომში განხილულია თბილისის ახალი საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების დინამიკა და მისი პოტენციური კავშირი საქართველოს ფინანსურ სტაბილურობასთან. გამოყენებულია საქსტატის 2025–2026 წლების საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების ინდექსი, ეროვნული ბანკის მაკროპრუდენციული პოლიტიკის ოფიციალური მასალები და ფინანსური აქსელერატორის თეორია. 2025 წლის I კვარტალში ინდექსის წლიური ზრდა 11.5% იყო, 2025 წლის II კვარტალში - 5.4%, ხოლო 2026 წლის II კვარტალში - 4.9%. შემოთავაზებულია ადრეული გაფრთხილების ოთხბლოკიანი კონცეპტუალური ჩარჩო: ფასებისა და ხელმისაწვდომობის, დაკრედიტების, საბანკო მდგრადობისა და მაკროეკონომიკური შოკების ინდიკატორები. დასკვნაა, რომ ფასების მატება ცალკე არ ადასტურებს ბუშტის არსებობას; რისკის შეფასება მოითხოვს ფასების, შემოსავლებისა და ვალის ერთობლივ ანალიზს. კვლევა აღწერითია და არ ადგენს მიზეზობრივ კავშირებს.

საკვანძო სიტყვები: უძრავი ქონება, ფინანსური სტაბილურობა, იპოთეკური კრედიტი, სისტემური რისკი, საქართველო.

შესავალი და კვლევის მეთოდოლოგია

უძრავი ქონების ბაზარი ეკონომიკაში ორმაგ ფუნქციას ასრულებს: იგი უზრუნველყოფს საცხოვრებელ მოთხოვნილებას და, ამავე დროს, წარმოადგენს დანაზოგების დაბანდების, საინვესტიციო საქმიანობისა და საბანკო უზრუნველყოფის მნიშვნელოვან ობიექტს. ამიტომ საცხოვრებლის ფასის ცვლილება არ შემოიფარგლება მხოლოდ მყიდველისა და გამყიდველის ურთიერთობით. მისი გავლენა ვრცელდება მშენებლობაზე, დასაქმებაზე, საოჯახო ბიუჯეტზე, ფინანსურ შუამავლობასა და მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმზე.

კვლევის მთავარი კითხვაა, როდის შეიძლება უძრავი ქონების გაძვირება ფინანსური სტაბილურობისთვის საფრთხედ იქცეს. ნაშრომის ძირითადი დაშვებაა, რომ საფრთხის მასშტაბს მხოლოდ ფასების ზრდა არ განსაზღვრავს. მნიშვნელოვანია ისიც, რამდენად სწრაფად იზრდება სესხები, რა შემოსავალი აქვთ მსესხებლებს და რამდენად მზად არიან ბანკები შესაძლო ზარალისთვის.

გამოყენებულია დოკუმენტური ანალიზი, აღწერითი სტატისტიკა, თეორიული შედარება და სცენარული შეფასება. ემპირიული ნაწილი ეყრდნობა საქსტატის საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების ინდექსს (RPPI) და ეროვნული ბანკის ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშს. კვლევა არ აცხადებს მიზეზობრივი კავშირის ეკონომეტრიკულ დადასტურებას: მონაცემების სიხშირისა და ბაზრის დაფარვის შეზღუდვა ასეთ დასკვნას დამატებითი მოდელირების გარეშე არ ამართლებს. მონაცემთა ინტერპრეტაციისას ერთმანეთისგან გამიჯნულია აღწერითი სტატისტიკით დადასტურებული ფაქტები, თეორიული მექანიზმები და ავტორის ჰიპოთეტური სცენარები. მიზეზობრივი კავშირი მხოლოდ ფასების ინდექსის ცვლილებით არ დგინდება.

მონაცემების შეფასებისას აუცილებელია მათი მოცვის გათვალისწინება. საქსტატის საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების ინდექსი (RPPI) ასახავს თბილისში ახალი ბინებისა და კერძო სახლების შეთავაზების ფასების ცვლილებას. შესაბამისად, ამ მაჩვენებლის მიხედვით პირდაპირ ვერ ვიმსჯელებთ საქართველოს ყველა რეგიონზე, მეორად საცხოვრებელ ბაზარზე ან დასრულებული გარიგებების ფასებზე.

ძირითადი ნაწილი

ფასების დინამიკა და განმსაზღვრელი ფაქტორები

უძრავი ქონების ფასებზე ერთდროულად მოქმედებს მოთხოვნა და მიწოდება. მოთხოვნა შეიძლება სწრაფად შეიცვალოს შემოსავლების, საპროცენტო განაკვეთებისა და მოლოდინების გავლენით,

მაშინ როდესაც ახალი საცხოვრებლის მშენებლობას მეტი დრო სჭირდება. ამიტომ მოთხოვნის მკვეთრმა ზრდამ მოკლე პერიოდში შეიძლება ფასები გაზარდოს, ხოლო ახალი პროექტების დასრულებამ მოგვიანებით ფასების ზრდა შეანელოს. ამ ცვლილებების შეფასებისას საჭიროა ერთმანეთისგან განვასხვავოთ რეალური მოთხოვნა და ისეთი შესყიდვები, რომლებიც მხოლოდ ფასის შემდგომი ზრდის მოლოდინს ეფუძნება.

საქსტატის მონაცემებით, 2025 წლის I კვარტალში თბილისის ახალი საცხოვრებელი უძრავი ქონების RPPI წინა კვარტალთან შედარებით 2.2%-ით, ხოლო წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით 11.5%-ით გაიზარდა; 2020 წლის საშუალოსთან შედარებით მატება 57.6% იყო. 2025 წლის II კვარტალში წინა კვარტალთან შედარებით ინდექსი 1.0%-ით შემცირდა, თუმცა წლიური ზრდა კვლავ 5.4%-ს შეადგენდა; 2020 წლის საშუალოსთან შედარებით ზრდა 56.1% იყო.

უძრავი ქონებიდან ფინანსურ სისტემაზე რისკის გადაცემის არხები

პირველი არხი უზრუნველყოფის ღირებულებაა. იპოთეკური სესხის გაცემისას უძრავი ქონება ხშირად წარმოადგენს კრედიტის უზრუნველყოფას. ფასების ზრდა ზრდის უზრუნველყოფის საბაზრო ღირებულებას და შესაძლოა გაამარტივოს დაფინანსებაზე წვდომა. საპირისპიროდ, ფასების მკვეთრი შემცირებისას იზრდება რისკი, რომ უზრუნველყოფის რეალიზაციით მიღებული თანხა ვერ დაფარავს სესხის ნაშთს. ეს განსაკუთრებით საყურადღებოა მაღალი სესხი/უზრუნველყოფის (LTV) თანაფარდობის შემთხვევაში.

საქართველოს ეროვნული ბანკის 2026 წლის 30 სექტემბრის ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის განცხადების თანახმად, 2026 წლის აგვისტოში საბანკო სექტორი კაპიტალისა და ლიკვიდობის ჯანსაღ მაჩვენებლებს ინარჩუნებდა. გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით საკრედიტო პორტფელის წლიურმა ზრდამ 14.8% შეადგინა, რაშიც ძირითადი წვლილი ბიზნესსესხებს შეჰქონდა. 2026 წლის I კვარტალში კრედიტის მშპ-თან ფარდობის გაპი უარყოფითი იყო. ეს მაკროფინანსური მონაცემებია და არ წარმოადგენს მხოლოდ იპოთეკური დაკრედიტების მაჩვენებელს. შესაბამისად, მათგან საცხოვრებლის ფასების ბუშტის არსებობა ან არარსებობა პირდაპირ არ გამომდინარეობს.

სისტემური რისკის შეფასების შემოთავაზებული მოდელი

უძრავი ქონების ბაზარზე სისტემური რისკის შეფასება მხოლოდ ფასების ზრდის ტემპით არ შეიძლება. მაგალითად, ბინების გაძვირება შეიძლება უკავშირდებოდეს შემოსავლების ზრდას ან მიწოდების შეზღუდვას, მაგრამ შესაძლოა გაძლიერებული დაკრედიტებისა და სპეკულაციური მოლოდინების შედეგიც იყოს. ამიტომ ნაშრომში შემოთავაზებულია ოთხი ჯგუფის მაჩვენებლის ერთობლივი განხილვა: ფასებისა და შემოსავლების თანაფარდობა, დაკრედიტების პირობები, ბანკების ფინანსური მდგომარეობა და ფართო ეკონომიკური გარემო.

მეორე ბლოკში განიხილება იპოთეკური სესხების ზრდა, ახალი სესხების განაკვეთი, LTV და ვალის მომსახურების/შემოსავლის (DSTI ან PTI) თანაფარდობა. მესამე ბლოკი მოიცავს ვადაგადაცილებული სესხების წილს, კაპიტალის ადეკვატურობას, ლიკვიდობასა და სამშენებლო სექტორზე კონცენტრაციას. მეოთხე ბლოკი აერთიანებს გაცვლითი კურსის, დასაქმების, შემოსავლებისა და საპროცენტო განაკვეთების სცენარებს.

ამ მაჩვენებლების ერთობლივი შეფასება საშუალებას იძლევა რისკის ნიშნები უფრო ადრე გამოვლინდეს. ერთი მაჩვენებლის გაუარესება ჯერ კიდევ არ ნიშნავს სისტემურ პრობლემას. თუმცა, თუ ერთდროულად იზრდება ფასები და ვალის ტვირთი, ხოლო მსესხებლების გადახდისუნარიანობა სუსტდება, საჭიროა უფრო დეტალური დაკვირვება. შემოთავაზებული მიდგომა წარმოადგენს ანალიტიკურ ჩარჩოს და არა დადასტურებულ პროგნოზირების მოდელს.

საილუსტრაციოდ შეიძლება განვიხილოთ შემთხვევა, როდესაც საცხოვრებლის ფასი 15%-ით მცირდება. ასეთ დროს იპოთეკური სესხის უზრუნველყოფის საბაზრო ღირებულებაც შეიძლება შემცირდეს. თუმცა ეს ავტომატურად არ ნიშნავს, რომ ბანკი 15%-იან ზარალს მიიღებს: შედეგი დამოკიდებულია სესხის დარჩენილ თანხაზე, თავდაპირველ LTV-ზე, მსესხებლის გადახდისუნარიანობასა და ქონების რეალიზაციის ხარჯებზე. მაგალითი არ წარმოადგენს საქართველოს ბაზრის პროგნოზს.

მაკროპრუდენციული პოლიტიკა გულისხმობს ისეთი წესებისა და ზომების გამოყენებას, რომლებიც მთლიან ფინანსურ სისტემაში რისკების დაგროვებას ზღუდავს. უძრავი ქონების ბაზარზე მისი მიზანია არ დაუშვას ვითარება, როდესაც ბინების გაძვირება ახალ სესხებზე მოთხოვნას აძლიერებს,

ხოლო დამატებითი სესხები ფასებს კიდევ უფრო ზრდის. ამისთვის გამოიყენება, მათ შორის, სესხის თანხისა და ქონების ღირებულების თანაფარდობის (LTV), ასევე სესხის მომსახურებისა და შემოსავლის თანაფარდობის (PTI) მოთხოვნები.

საქართველოს ბაზრის შესწავლისას საჭიროა სამი მნიშვნელოვანი განსხვავების გათვალისწინება: ფასების ნომინალური ზრდა ყოველთვის არ ნიშნავს ინფლაციის გათვალისწინებით რეალურ გაძვირებას; განცხადებაში მითითებული ფასი შეიძლება განსხვავდებოდეს საბოლოო გარიგების ფასისგან; თბილისის ახალი საცხოვრებლის ბაზარზე გამოვლენილი ტენდენცია ავტომატურად არ ვრცელდება რეგიონებსა და მეორად ბაზარზე. ამ განსხვავებების უგულებელყოფამ შეიძლება რისკების შეფასება შეცდომაში შეიყვანოს.

2026 წლის II კვარტალში საქსტატის საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების ინდექსი წინა კვარტალთან შედარებით 0.9%-ით, ხოლო წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით 4.9%-ით გაიზარდა; 2020 წლის საშუალოსთან შედარებით ზრდამ 63.8% შეადგინა. ეს მაჩვენებლები მიუთითებს, რომ 2025 წლის II კვარტლის მოკლევადიანი შემცირება არ უნდა განიმარტოს როგორც ხანგრძლივი კლების უტყუარი დასაწყისი. თუმცა ინდექსის ზრდა თავისთავად არც სპეკულაციურ ბუშტს ადასტურებს და არც მის არარსებობას: ასეთი დასკვნა მოითხოვს შემოსავლების, ქირის, საკრედიტო ბერკეტისა და ტრანზაქციების დამატებით ანალიზს.

კვლევას აქვს გარკვეული შეზღუდვები. იგი ეფუძნება გამოქვეყნებული ოფიციალური მონაცემებისა და სამეცნიერო ლიტერატურის აღწერით ანალიზს. არ არის გამოყენებული ცალკეული მსესხებლების მონაცემები და არ ჩატარებულა ეკონომეტრიკული კვლევა, რომელიც ფასების ცვლილებასა და ფინანსურ სტაბილურობას შორის მიზეზობრივ კავშირს დაადგენდა. შესაბამისად, დასკვნები უნდა განვიხილოთ როგორც დასაბუთებული ანალიტიკური შეფასება და არა რაოდენობრივად დადასტურებული პროგნოზი.

ეკონომიკური მდგრადობა და პოლიტიკის რეკომენდაციები

ეკონომიკური მდგრადობის უზრუნველყოფის თვალსაზრისით მნიშვნელოვანია მაკროპრუდენციული პოლიტიკის ცვლილებათა შეფასებაც. საქართველოს ეროვნული ბანკის 2026 წლის 30 სექტემბრის გადაწყვეტილებით გამოცხადდა PTI-ის შემოსავლის ზღვრების მომავალი ეტაპობრივი ცვლილებები. გადაწყვეტილების დეტალები უნდა გაიმიჯნოს იმ დროისთვის მოქმედი მოთხოვნებისგან: PTI ადგენს ყოველთვიური სესხის მომსახურების მაქსიმალურ წილს მსესხებლის განკარგვად შემოსავალში, ხოლო LTV - სესხის მაქსიმალურ თანაფარდობას უზრუნველყოფის ღირებულებასთან. ამ ინსტრუმენტების მიზანია მსესხებლისა და ბანკის მდგრადობის ხელშეწყობა; ისინი არ იძლევა ფასების სტაბილურობის გარანტიას.

ფასების ცვლილებების შედარება აჩვენებს, რატომ არის საჭირო მოკლევადიანი და წლიური მაჩვენებლების ერთმანეთისგან გამიჯვნა. საქსტატის მიხედვით, 2025 წლის I კვარტალში თბილისის ახალი საცხოვრებელი ქონების ფასები წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით 11.5%-ით გაიზარდა. 2026 წლის II კვარტალში წლიურმა ზრდამ 4.9% შეადგინა. ეს ნიშნავს, რომ 2026 წლის II კვარტალში წლიური ზრდის ტემპი უფრო დაბალი იყო, ვიდრე 2025 წლის დასაწყისში. ამასთან, 2026 წლის II კვარტალში ფასები უშუალოდ წინა კვარტალთან შედარებით 0.9%-ით გაიზარდა. ეს აღწერითი შედარებაა და თავისთავად არ ხსნის ცვლილების მიზეზებს.

ფინანსური სტაბილურობის გასაძლიერებლად მნიშვნელოვანია მონაცემების უფრო სრულყოფილი და რეგულარული გამოქვეყნება. სასურველია ფასებისა და შემოსავლების, ფასებისა და ქირის, ასევე იპოთეკური სესხების ზრდისა და მსესხებლების ვალის ტვირთის მაჩვენებლების ერთობლივი განხილვა. ბანკების სტრესულ სცენარებში უნდა შეფასდეს, რა შედეგი შეიძლება მოჰყვეს ბინების ფასების კლებას, საპროცენტო განაკვეთების ზრდასა და შინამეურნეობების შემოსავლების შემცირებას. განსაკუთრებული ყურადღება უნდა დაეთმოს თბილისის და რეგიონების, ახალი და მეორადი საცხოვრებლის, ასევე შეთავაზებისა და რეალური გარიგების ფასების განსხვავებებს. ამგვარი ინფორმაცია უფრო დასაბუთებულ გადაწყვეტილებებს შეუწყობს ხელს.

ნაშრომის ძირითადი ანალიტიკური წვლილია ოთხი ჯგუფის მაჩვენებელზე დაფუძნებული ადრეული გაფრთხილების მიდგომის შეთავაზება. იგი აერთიანებს უძრავი ქონების ფასებს, საკრედიტო პირობებს, საბანკო სისტემის მდგრადობასა და მაკროეკონომიკურ გარემოს. ამ მიდგომის პრაქტიკული ეფექტიანობის დასადგენად მომავალში საჭიროა მონაცემების უფრო ხანგრძლივი მწკრივების გამოყენება, მაჩვენებლების რაოდენობრივი შეფასება და სხვადასხვა კრიზისული სცენარის შემოწმება.

დასკვნა

კვლევამ გამოავლინა სამი ძირითადი შედეგი:

- **პირველი,** თბილისის ახალი საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების ზრდის ტემპი 2025–2026 წლებში იცვლებოდა; საქსტატის მონაცემებით, 2025 წლის II კვარტალში თბილისის ახალი საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების ინდექსი წინა კვარტალთან შედარებით 1.0%-ით შემცირდა, თუმცა 2024 წლის იმავე კვარტალთან შედარებით 5.4%-ით მაღალი იყო. ეს ნიშნავს, რომ მოკლევადიანი შემცირების მიუხედავად, ფასების დონე ერთი წლის წინანდელ მაჩვენებელს კვლავ აღემატებოდა.
- **მეორე,** ფინანსური აქსელერატორის თეორია ასაბუთებს უზრუნველყოფის ფასების, დაკრედიტებისა და ეკონომიკური აქტივობის ურთიერთგამაძლიერებელ მექანიზმს, მაგრამ მისი სიძლიერე საქართველოს მონაცემებით ამ კვლევაში არ შეფასებულა.
- **მესამე,** ოთხბლოკიანი ჩარჩო ქმნის მონიტორინგის კონცეპტუალურ საფუძველს, რომლის ემპირიულ ვალიდაციას დასჭირდება ტრანზაქციის ფასები, შემოსავლები, იპოთეკური სესხების მიკრომონაცემები და სტრესტესტირება. შესაბამისად, ფასების ზრდა არ უნდა გაიგივდეს არც უძრავი ქონების ბუშტთან და არც საბანკო კრიზისთან. პოლიტიკის პრიორიტეტია მონაცემთა ხარისხის გაუმჯობესება და თანმიმდევრული, რისკზე დაფუძნებული მაკროპრუდენციული მონიტორინგი.

ლიტერატურა

1. საქსტატი. Residential Property Price Index (RPPI): Technical Manual. https://www.geostat.ge/media/80169/RPPI_Methodology_ENG.html
2. საქსტატი (2025, 23 აპრილი). Residential Property Price Index - I Quarter 2025. https://www.geostat.ge/media/69934/Residential-Property-Price-Index---I-quarter-of-2025.pdf
3. საქსტატი (2025, 23 ივლისი). Residential Property Price Index - II Quarter 2025. https://www.geostat.ge/media/72212/Residential-Property-Price-Index---II-quarter-of-2025.pdf
4. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2025). Financial Stability Report 2025. ანგარიშების ოფიციალური არქივი: https://nbg.gov.ge/en/publications/financial-stability-reports
5. Bernanke, B. S., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. In Handbook of Macroeconomics, 1C, 1341–1393. https://doi.org/10.1016/S1574-0048(99)10034-X
6. საქსტატი (2026, 23 ივლისი). საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების ინდექსი - 2026 წლის II კვარტალი.
7. საქართველოს ეროვნული ბანკი (2026, 30 სექტემბერი). ფინანსური სტაბილურობის კომიტეტის გადაწყვეტილება. https://nbg.gov.ge/media/news/pinansuri-stabilurobis-komitetis-gadatsqvetil-28
8. საქართველოს ეროვნული ბანკი. PTI და LTV მოთხოვნები. https://nbg.gov.ge/page/pti-da-ltv-motkhovnebi
9. საქსტატი (2026, 23 აპრილი). Residential Property Price Index — I Quarter 2026.

Real Estate Price Dynamics and Their Impact on Financial Stability in Georgia: Assessment of Systemic Risks and Economic Resilience

Paata Memiadze

Abstract

This paper examines the price dynamics of the new residential real estate market in Tbilisi and its potential link to financial stability in Georgia. The study utilizes the National Statistics Office of Georgia's (Geostat) residential property price index for 2025–2026, official macroprudential policy publications of the National Bank of Georgia, and the financial accelerator theory. The annual price index growth was 11.5% in the first quarter of 2025, 5.4% in the second quarter of 2025, and 4.9% in the second quarter of 2026. A four-pillar conceptual early-warning framework is proposed, comprising indicators for housing prices and affordability, credit conditions, banking resilience, and macroeconomic shocks. The conclusion indicates that price growth alone does not confirm the existence of a speculative bubble; risk assessment requires a joint analysis of prices, incomes, and debt burdens. The study is descriptive and does not establish causal relationships.

Keywords: Real estate, financial stability, mortgage credit, systemic risk, Georgia.