



## **აშშ: შრომის ბაზრის გაბრილება რეცესიის გარეშე, მაგრამ უფრო მკაცრი ინფლაციით.**

### **მოკლე რეზიუმე**

ივნისის შუა პერიოდისთვის აშშ-ში მაკროეკონომიკური სურათი კვლავ არაერთმნიშვნელოვანია, თუმცა უკვე საკმაოდ მკაფიოდ გამოკვეთილი. შრომის ბაზარი 2025 წლის მეორე ნახევართან შედარებით შესამჩნევად გაცივდა, თუმცა ჯერჯერობით მკვეთრი გაუარესების ნიშნებს არ აჩვენებს. საქმიანი აქტივობა კვლავ გაფართოების ზონაში რჩება, მომხმარებელი განწყობების მხრივ უფრო სუსტად გამოიყურება, ვიდრე ფაქტობრივი ხარჯების მიხედვით, ხოლო ინფლაციური სურათი კვლავ გართულდა ენერგომატარებლებზე ფასების ზრდისა და PCE-სა და CPI-ს უფრო მკაცრი მონაცემების გამო. სხვა სიტყვებით რომ ითქვას, ეკონომიკის საბაზო რეჟიმი ახლა უფრო მეტად ახლოსაა შენელებასთან, მაგრამ არა რეცესიასთან, მაშინ როცა ფედერალური რეზერვისთვის მთავარი პრობლემა თავად ვარდნა კი არ არის, არამედ ზომიერი ზრდისა და მიზნობრივზე მაღალი ინფლაციის შეხამება.

### **შრომის ბაზარი: სუსტია, მაგრამ ჯერჯერობით ჩამოშლის ნიშნების გარეშე**

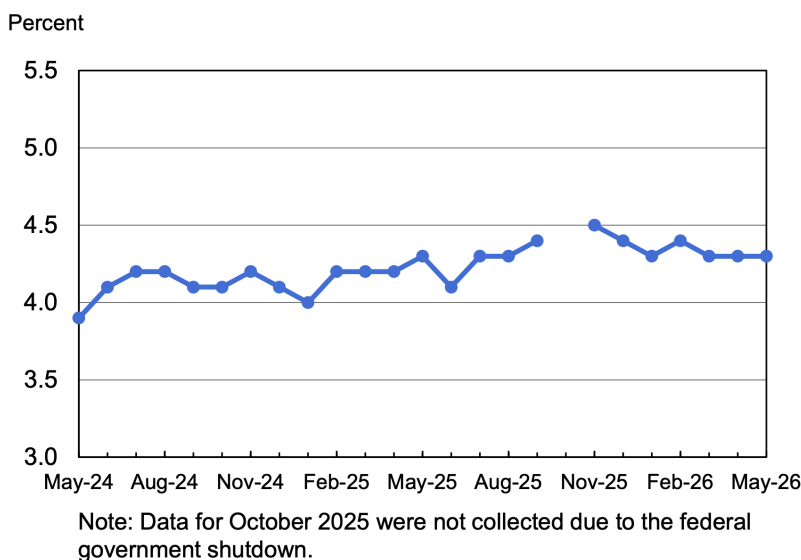
BLS-ის ბოლო ოფიციალური ანგარიში 2026 წლის მაისისთვის აჩვენებს, რომ არასასოფლო-სამეურნეო სექტორში დასაქმება გაიზარდა 172 ათასით, ხოლო უმუშევრობა 4.3%-ის დონეზე დარჩა. ამასთან, BLS პირდაპირ აღნიშნავს, რომ უმუშევრობის დონე 2025 წლის ივლისიდან 4.3–4.5%-ის დერეფანში ნარჩუნდება, ანუ შრომის ბაზარი უკვე აღარ არის გადახურებული, თუმცა მკვეთრი გაუარესების ფაზაშიც არ იმყოფება. საშუალო საათობრივი ანაზღაურება მაისში გაიზარდა 0.3%-ით თვეში და 3.4%-ით წელიწადში, რაც ნიშნავს: ხელფასების ზეწოლა სუსტდება, მაგრამ არ ქრება.

აპრილის JOLTS-იც ადასტურებს სწორედ გაგრილებას და არა კოლაფსს. ღია ვაკანსიების რაოდენობა გაიზარდა 7.6 მილიონამდე, მაგრამ ამავდროულად დაქირავება შემცირდა 5.1 მილიონამდე, ხოლო

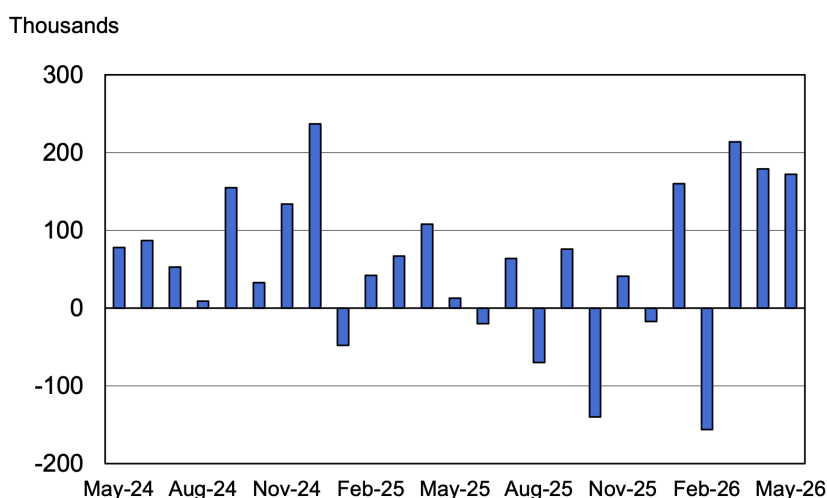
საკუთარი სურვილით სამსახურიდან წასულთა რაოდენობა 3.0 მილიონზე დარჩა. ასეთი კომბინაცია უკვე აღარ ჰგავს 2022–2023 წლების ნიმუშის გადახურებულ შრომის ბაზარს, მაგრამ არც კლასიკურ რეცესიულ პანიკას ჰგავს შრომაზე მოთხოვნის მკვეთრი ვარდნით. უფრო სწორად, ეს არის ბაზარი, სადაც კომპანიები დაქირავებაში უფრო ფრთხილები გახდნენ, მაგრამ მასობრივი გათავისუფლებების ციკლი ჯერჯერობით არ არის.

აქედან გამომდინარეობს მნიშვნელოვანი შუალედური დასკვნა: სწორედ შრომის ბაზარი რჩება ყველაზე სუსტ ბლოკად აშშ-ის მიმდინარე მაკროეკონომიკურ მონაცემებში, მაგრამ ბოლო სტატისტიკა ჯერ არ ადასტურებს სცენარს, რომ „რეცესია უკვე დაიწყო“. ისინი ადასტურებენ სხვა სცენარს — შრომის ბაზარი უფრო ნელ ეკონომიკურ ტემპს ერგება.

**გრაფიკი 1. სეზონურად კორექტირებული უმუშევრობის დონე, 2024 წლის მაისი – 2026 წლის მაისი**



**გრაფიკი 2. სეზონურად კორექტირებული არასასოფლო-სამეურნეო სექტორში დასაქმების ცვლილება, 2024 წლის მაისი – 2026 წლის მაისი**



## საქმიანი აქტივობა: მომსახურებები კვლავ ამოძრავებს ეკონომიკას, წარმოება ძლებს

PMI/ISM-ის თვალსაზრისით, აშშ-ის ეკონომიკა ივნისისთვის შესამჩნევად უკეთესად გამოიყურება, ვიდრე ეს მხოლოდ შრომის ბაზრის მონაცემებიდან შეიძლებოდა გვევარაუდა. მაისში ISM Services-

მა შეადგინა 54.5, საქმიანი აქტივობის ინდექსმა — 57.7, ახალმა შეკვეთებმა — 57.3. ეს უკვე უბრალოდ „ცუდი არაა“ კი არა, მომსახურების სექტორის საკმაოდ თავდაჯერებული გაფართოებაა. ამასთან, მომსახურებებში დასაქმების კომპონენტი კვლავ სუსტია — 47.9, ანუ ბიზნესი აქტივობას უფრო სწრაფად ზრდის, ვიდრე დასაქმებას.

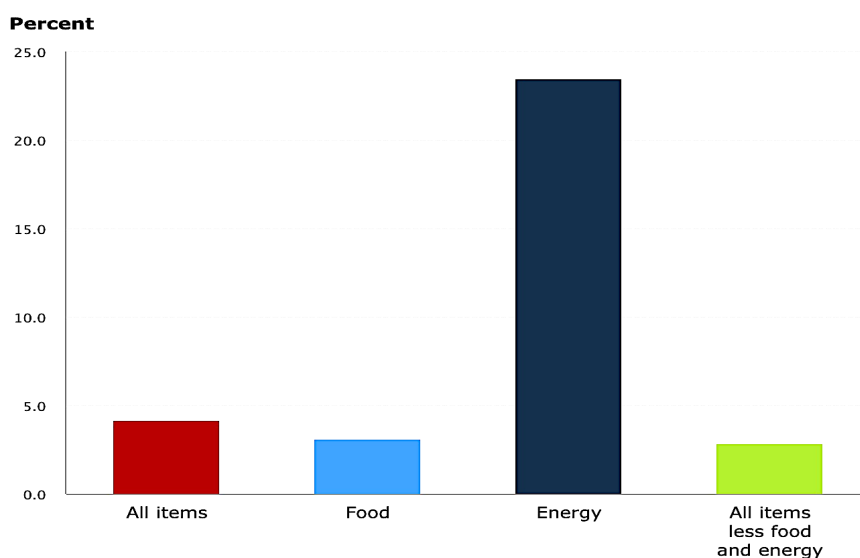
მრეწველობაში სურათი ასევე უფრო კონსტრუქციულია. მაისში ISM Manufacturing-მა აჩვენა ახალი შეკვეთების შემდგომი გაფართოება — 56.8, ხოლო წარმოების ინდექსი გაიზარდა 54.3-მდე. ეს არ ჰგავს საწარმოო ვარდნას. ანუ აშშ-ის ეკონომიკა ახლა მართლაც ცხოვრობს რეჟიმში, როდესაც შრომის ბაზარი უფრო თვალსაჩინოდ ცივდება, ვიდრე რეალური ბიზნეს-ციკლი. მაკროინტერპრეტაციისთვის ეს მნიშვნელოვანია: ჩვეულებრივ წინარესცესიულ ფაზაში წარმოება და მომსახურებები სინქრონულად გაუარესდება, ახლა კი ეს არ ჩანს.

### ინფლაცია: მთავარი რისკი კვლავ გაძლიერდა

თუ წლის დასაწყისში დეზინფლაციური ტენდენცია ჯერ კიდევ შედარებით კონტროლირებადად გამოიყურებოდა, ივნისისთვის სტატისტიკა შესამჩნევად არასასიამოვნო გახდა. BLS-ის მონაცემებით, მაისში CPI გაიზარდა 0.5%-ით თვეში და 4.2%-ით წელიწადში, ხოლო საბაზო CPI — 0.2%-ით თვეში და 2.9%-ით წელიწადში. მთავარი პრობლემა ენერგიაა: ენერგოკომპონენტი ერთ თვეში 3.9%-ით და წელიწადში 23.5%-ით გაიზარდა, ხოლო ბენზინი — 7.0%-ით თვეში და 40.5%-ით წელიწადში. ეს ნიშნავს, რომ ინფლაციურმა რისკმა კვლავ გასცდა „წმინდად მომსახურების“ ისტორიის ფარგლებს და უფრო მეტად გახდა დამოკიდებული გარე შოკებსა და ნედლეულის კომპონენტზე.

ფედერალური რეზერვისთვის კიდევ უფრო მნიშვნელოვანია PCE. BEA-ს მონაცემებით, აპრილში საერთო PCE გაიზარდა 0.4%-ით თვეში და 3.8%-ით წელიწადში, ხოლო საბაზო PCE — 0.2%-ით თვეში და 3.3%-ით წელიწადში. ეს ჯერ კიდევ ზედმეტად მაღალია 2%-იან მიზანთან მიმართებით, მაშინაც კი, თუ საბაზო ინდექსის თვიური დინამიკა უფრო მშვიდად გამოიყურება, ვიდრე საერთო მაჩვენებელი. დამატებით შემაშფოთებელია ინფლაციისა და პირადი დანაზოგების სუსტი დონის შეხამება: აპრილში პირადი დანაზოგების ნორმამ მხოლოდ 2.6% შეადგინა, რაც მომხმარებელს ფასობრივი ზეწოლის მიმართ უფრო მოწყვლადს ტოვებს.

**გრაფიკი 3. BLS-ის პუბლიკაცია CPI-ზე (12-თვიანი პროცენტული ცვლილება)**



სწორედ აქ განახლებული სურათი მაისის მასალაზე უფრო მკაცრი აღმოჩნდება: მაშინ ინფლაციური რისკი ჯერ უფრო მუქარად გამოიყურებოდა, ახლა კი ის კვლავ ფაქტობრივი მონაცემების ნაწილად

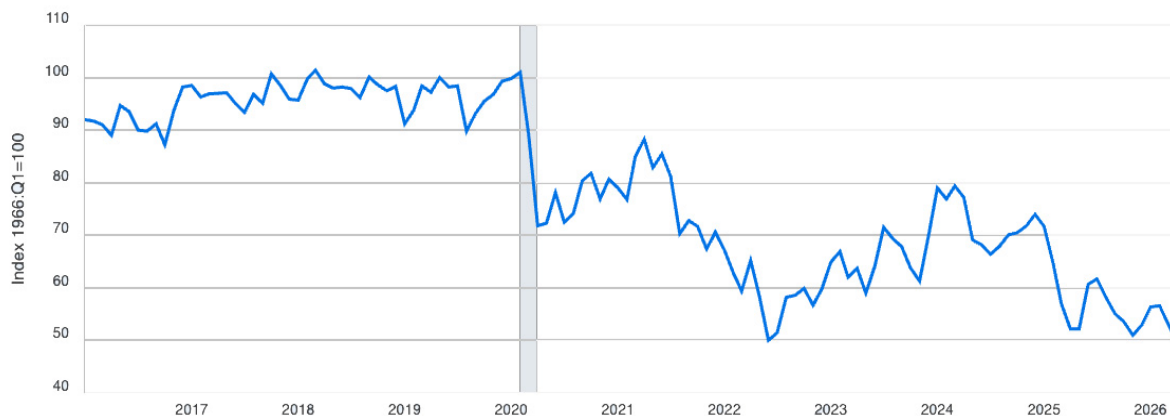
იქცა. ამიტომ აშშ-ში ახლა მთავარი მაკროკითხვა უკვე აღარ არის „რამდენად სწრაფად ნელდება დასაქმება“, არამედ „რამდენ ხანს მოუწევს ფედერალურ რეზერვს ტრენდზე დაბალი ზრდის მოთმენა მიზნობრივზე მაღალი ინფლაციის გამო“.

## მომხმარებელი: განწყობა სუსტია, ხარჯები კი ჯერჯერობით ძლებს

სამომხმარებლო ბლოკიც ნაკლებად ერთმნიშვნელოვანი გახდა. Census Bureau-ის მონაცემებით, მაისში საცალო გაყიდვები გაიზარდა 0.9%-ით თვეში და 6.9%-ით წელიწადში, ხოლო მარტი-მაისის პერიოდში გასული წლის დონეს 5.3%-ით აღემატებოდა. ანუ ფაქტობრივი სამომხმარებლო ხარჯების მიხედვით, მდგომარეობა ჯერჯერობით ჩავარდნილად არ გამოიყურება.

მაგრამ მაკროეკონომიკის „რბილი“ ნაწილი შესამჩნევად უარესია. University of Michigan-ის მონაცემებით, ივნისში სამომხმარებლო განწყობების ინდექსი 49.8-მდე დაეცა, მიმდინარე პირობების ინდექსი — 52.5-მდე, მოლოდინების — 48.1-მდე. ეს ძალიან სუსტი დონეებია, რომლებიც ისტორიულად უფრო მეტად შეესაბამება რეცესიულ აღქმას, ვიდრე „ნორმალური ზრდის“ ფაზას. იქმნება კლასიკური ასიმეტრია: შინამეურნეოები თავს ცუდად გრძნობენ, მაგრამ ხარჯვას აგრძელებენ. ასეთი გაწყვეტა დიდხანს ყოველთვის მდგრადი არ არის, განსაკუთრებით თუ ბენზინსა და ენერგომატარებლებზე ინფლაცია მაღალი დარჩება.

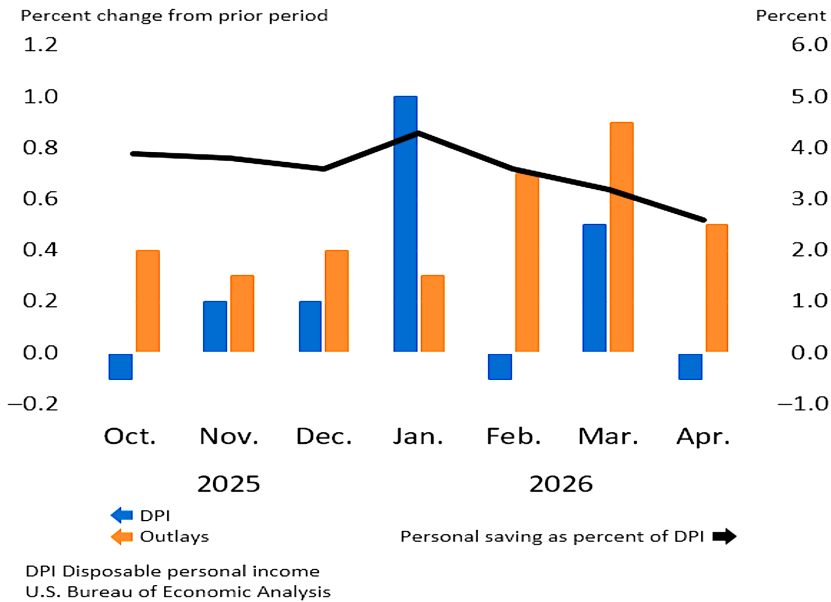
გრაფიკი 4. FRED: მიჩიგანის უნივერსიტეტის სამომხმარებლო განწყობების ინდექსი



## ეკონომიკური ზრდა: 2025 წლის ბოლოსთან შედარებით სუსტია, მაგრამ დადებითია

BEA-ს მეორე შეფასებით, აშშ-ის რეალური მშპ 2026 წლის პირველ კვარტალში 1.6%-ით გაიზარდა saar-ის მიხედვით, 2025 წლის მეოთხე კვარტალში არსებული 0.5%-ის წინააღმდეგ. ამასთან, ზრდა 2.0%-იანი წინასწარი შეფასებიდან ქვემოთ გადაიხედა, ძირითადად უფრო სუსტი ინვესტიციებისა და მოხმარების გამო. მნიშვნელოვანი ნიუანსია: კერძო შიდა მყიდველებისთვის რეალური საბოლოო გაყიდვები გაიზარდა 2.4%-ით, ანუ კერძო შიდა მოთხოვნა ჯერჯერობით ჩავარდნილად არ გამოიყურება.

ახლა ფოკუსი უკვე მეორე კვარტალზე გადავიდა. აქ მიმდინარე ოპერატიული შეფასების მოდელები უფრო მეტად მხარს უჭერენ სცენარს, რომ „ეკონომიკა შენელდა, მაგრამ არ ჩამოვარდა“. New York Fed Staff Nowcast-მა 12 ივნისის მდგომარეობით Q2 2026-ის ზრდა 2.7%-ად შეაფასა, ხოლო Atlanta Fed GDPNow-მ 17 ივნისის მდგომარეობით — 3.0%-ად. ეს რეცესიული მაჩვენებლები არ არის. დიახ, ოპერატიული თვალთვალის მოდელების შეფასებები ვოლატილურია და ოფიციალურ პროგნოზს არ წარმოადგენს, მაგრამ ერთობლიობაში ისინი მიუთითებენ, რომ 2026 წლის ზაფხულში აშშ-ის ეკონომიკა ზრდის ზონაში რჩება.

**გრაფიკი 5. განკარგვადი პირადი შემოსავალი, დანაზოგები და ხარჯები**


## ფედერალური რეზერვი: მოლოდინის რეჟიმი ნარჩუნდება

ფედერალური რეზერვის რეაქცია ასეთ მაჩვენებლების კომბინაციაზე სრულიად ლოგიკურია. 2026 წლის 17 ივნისის განცხადებაში FOMC-მ განაკვეთი 3.5–3.75%-ის დიაპაზონში დატოვა. ამასთან, თავად ფორმულირება საკმაოდ მკაცრად გამოიყურება: კომიტეტმა მიუთითა, რომ ეკონომიკა თავდაჯერებული ტემპით იზრდება, დასაქმება მთლიანობაში სამუშაო ძალას ეწევა, ხოლო ინფლაცია 2-პროცენტიან მიზანთან მიმართებით ამაღლებული რჩება, მათ შორის მიწოდების შოკების გამო, ენერგომატარებლების ჩათვლით.

ეს ნიშნავს, რომ ფედერალური რეზერვი ჯერჯერობით ვერ ხედავს საფუძველს სწრაფად გადავიდეს შერბილებაზე. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, შრომის ბაზრის გაგრძელება თავისთავად საკმარისი არ არის, თუ ინფლაციური ფონი კვლავ უარესდება. მიმდინარე რეჟიმში ცენტრალური ბანკი, დიდი ალბათობით, უფრო ზომიერ ზრდასა და უფრო სუსტ შრომის ბაზარს აიტანს, ოღონდ ფასების დინამიკაზე კონტროლი არ დაკარგოს.

## დასკვნა

ივნისის შუა პერიოდისთვის საბაზო შეფასება ასე გამოიყურება: აშშ რეცესიაში არ არის, მაგრამ არც კომფორტული ზრდის რბილ სცენარს უბრუნდება. შრომის ბაზარი მართლაც გაცივდა და შემდგომი გაუარესების მთავარ კანდიდატად რჩება. თუმცა წარმოება და მომსახურებები ჯერჯერობით ზრდის გაგრძელებაზე მიუთითებს, საცალო გაყიდვები ძლებს, ხოლო Q2-ის ოპერატიული შეფასების მოდელები დადებითად რჩება. პრობლემა იმაში კი არ არის, რომ ეკონომიკა უკვე ეცემა, არამედ იმაში, რომ ინფლაცია კვლავ უშლის ხელს ფედერალურ რეზერვს შეანელებული ციკლის მხარდაჭერაში.

საბოლოო ანალიტიკური შეფასება შემდეგში მდგომარეობს: აშშ-ში მაკროეკონომიკური ვითარება ახლა არის ისტორია არა გარდაუვალი რეცესიის შესახებ, არამედ მაჩვენებელთა ნაკლებად კომფორტული კომბინაციისკენ უსიამოვნო გადანაცვლების შესახებ. შრომის ბაზარი უკვე აღარ გამოიყურება ძლიერად, მაგრამ არ ინგრევა. ზრდა დადებითი რჩება, თუმცა შთამბეჭდავი არ არის. ინფლაცია მიზანზე მაღლაა და მას კვლავ ენერგია უჭერს მხარს. ამიტომ ახლა ყველაზე გონივრულია საუბარი არა „კრაზზე“, არამედ გაზრდილი მაკროფრაგილობის ფაზაზე, სადაც მონაცემთა ინტერპრეტაციაში შეცდომის რისკი განსაკუთრებით მაღალია. ასეთ გარემოში

პორტფელთან დაკავშირებული გადაწყვეტილებები უნდა მიიღებოდეს არა ერთი სუსტი ინდიკატორის, არამედ სიგნალების ერთობლიობის მიხედვით — და ჯერჯერობით ეს ერთობლიობა უფრო შენელებაზე მიუთითებს, ვიდრე რეცესიაზე.

### პასუხისმგებლობის უარყოფა

წინამდებარე ანალიტიკური მიმოხილვა (შემდგომში — „მიმოხილვა“) მომზადებულია Rioni Capital LLC-ის მიერ მხოლოდ საინფორმაციო მიზნებისთვის. მიმოხილვა არ წარმოადგენს და არ უნდა იქნეს განხილული როგორც ინდივიდუალური საინვესტიციო რეკომენდაცია, საინვესტიციო რჩევა, შეთავაზება, ოფერტი, ოფერტის გაკეთების მოწვევა, რეკომენდაცია რაიმე ფინანსური ინსტრუმენტის ყიდვის, გაყიდვის, გამოწერის, გაცვლის, გამოსყიდვის, ფლობის, ნებისმიერი გარიგების განხორციელების ან რაიმე საინვესტიციო სტრატეგიის შესრულების შესახებ.

მიმოხილვა მომზადებულია საჯარო (ლია) წყაროებიდან მიღებული ინფორმაციის საფუძველზე, რომელსაც Rioni Capital LLC მიმოხილვის მომზადების თარიღისთვის სანდოდ მიიჩნევს. ამასთანავე, Rioni Capital LLC არ იძლევა დაპირებას ან გარანტიას, პირდაპირს თუ ნაკულისხმევს—მიმოხილვაში მოცემული ინფორმაციის სიზუსტის, სისრულის, აქტუალობის ან სანდოობის შესახებ. მიმოხილვაში მოცემული ნებისმიერი შეფასება, მოსაზრება, დაშვება და დასკვნა ასახავს ავტორების მსჯელობას გამოქვეყნების თარიღისთვის და შეიძლება შეიცვალოს წინასწარი შეტყობინების გარეშე.

მიმოხილვაში მოცემული ინფორმაცია არ ითვალისწინებს რომელიმე კონკრეტული პირის საინვესტიციო მიზნებს, ფინანსურ მდგომარეობას, ცოდნის დონეს, გამოცდილებას, მისაღები რისკის დონეს, საინვესტიციო პორტიფოლს ან სხვა ინდივიდუალურ მახასიათებლებს. მიმოხილვაში მოხსენიებული ფინანსური ინსტრუმენტები, გარიგებები, მომსახურებები ან სტრატეგიები შესაძლოა არ შეესაბამებოდეს თქვენს საინვესტიციო პროფილს, მოლოდინებს ან მიზნებს. ამა თუ იმ ფინანსური ინსტრუმენტის, ოპერაციის ან სტრატეგიის შესაფერისობის შეფასება უნდა განხორციელდეს თქვენს მიერ, დამოუკიდებლად ან დამოუკიდებელი პროფესიონალი მრჩევლების ჩართულობით.

Rioni Capital LLC არ იძლევა რაიმე შემოსავლიანობის, ფინანსური შედეგის ან საინვესტიციო მიზნის მიღწევის გარანტიას. ფინანსური ინსტრუმენტებისა და სხვა აქტივების ღირებულება შეიძლება როგორც გაიზარდოს, ისე შემცირდეს, ხოლო ინვესტორმა შეიძლება დაკარგოს ინვესტირებული თანხების ნაწილი ან მთლიანად ყველა ინვესტირებული თანხა.

წარსულში მიღებული საინვესტიციო შედეგები არ წარმოადგენს მუდმივ მაჩვენებელს და არ იძლევა მომავალში შედეგების განმეორების გარანტიას. სახელმწიფო არ იძლევა ინვესტიციების შემოსავლიანობის გარანტიას. ნებისმიერი საკომისიო, მოსაკრებელი, გადასახადი და სხვა ხარჯი ამცირებს ინვესტიციების საბოლოო შემოსავლიანობას.

მიმოხილვა არ უნდა იქნეს გამოყენებული როგორც ინფორმაციის ერთადერთი წყარო საინვესტიციო, ფინანსური, იურიდიული, საგადასახადო, ბუღალტრული ან სხვა გადაწყვეტილების მისაღებად. ნებისმიერი გარიგების განხორციელებამდე ინვესტორმა დამოუკიდებლად უნდა შეაფასოს ყველა რისკი და, საჭიროების შემთხვევაში, მიიღოს დამოუკიდებელი იურიდიული, საგადასახადო, ფინანსური და სხვა პროფესიული კონსულტაცია.

Rioni Capital LLC, მისი მონაწილეები, ხელმძღვანელები, თანამშრომლები, წარმომადგენლები და აფილირებული პირები არ აგებენ პასუხს რაიმე პირდაპირ ან ირიბ ზარალზე, ზიანზე, მიუღებელ სარგებელზე, ხარჯზე ან სხვა შედეგზე, რომელიც წარმოიშობა მიმოხილვის, მასში მოცემული ინფორმაციის გამოყენებასთან ან მიმოხილვის საფუძველზე მიღებულ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებთან დაკავშირებით.

თუ მიმოხილვის ტექსტში პირდაპირ სხვაგვარად არ არის მითითებული, Rioni Capital LLC არ იღებს ვალდებულებას მიმოხილვის განახლების, შევსების, გადახედვის ან სხვა ფორმით რედაქტირების შესახებ მისი გამოქვეყნების თარიღის შემდეგ, მათ შორის ახალი ინფორმაციის გამოჩენის, საბაზრო პირობების ცვლილების ან შემდგომი მოვლენების შემთხვევაში.

მიმოხილვაში მოცემული ინფორმაცია წარმოადგენს საავტორო უფლებების ობიექტს და დაცულია საქართველოს კანონმდებლობით. მიმოხილვაზე ყველა უფლება ეკუთვნის Rioni Capital LLC-ს.

მიმოხილვის მასალების სრული ან ნაწილობრივი რეპროდუცირება, გავრცელება, გამოქვეყნება, მესამე პირებისთვის გადაცემა, გადამუშავება, მნიშვნელოვანი მოცულობითი საჯარო ციტირება ან სხვაგვარი გამოყენება დასაშვებია მხოლოდ Rioni Capital LLC-ის წინასწარი წერილობითი ნებართვის საფუძველზე, გარდა იმ შემთხვევებისა, რომლებიც პირდაპირ არის დაშვებული მოქმედი კანონმდებლობით. ნებისმიერი ნებადართული ციტირების შემთხვევაში სავალდებულოა მითითება Rioni Capital LLC-ზე როგორც უფლების მფლობელსა და მასალის წყაროზე.

© Rioni Capital LLC. ყველა უფლება დაცულია.  
თბილისი, საქართველო, 2026