



საქართველოს  
ეროვნული ბანკი

# ინფლაციის მიმოხილვა

---

ნოემბერი

# 2015



2012

2013

2014

2015



## მონეტარული პოლიტიკა საქართველოში

- მონეტარული პოლიტიკის მიზანია შეინარჩუნოს დაბალი და სტაბილური ინფლაცია და ამით ხელი შეუწყოს მაკროეკონომიკურ სტაბილურობას, რაც მაღალი და მდგრადი ეკონომიკური ზრდის, დაბალი საპროცენტო განაკვეთებისა და უმუშევრობის შემცირების საწინდარია.
- გრძელვადიან პერიოდში სამომხმარებლო ფასების ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი 3%-ია. მიზნობრივი მაჩვენებლის 3%-მდე შემცირება ეტაპობრივად განხორციელდება. 2015-2016 წლებში ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი 5%, 2017 წელს - 4%, ხოლო 2018 წლიდან - 3%-ია<sup>1</sup>.
- მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებები გავლენას ახდენს ეკონომიკაზე გარკვეული დროის შემდგომ (4-6 კვარტალი). ამიტომ მონეტარული პოლიტიკის ფორმირება ხდება ინფლაციის საპროგნოზო მაჩვენებელზე დაყრდნობით, რათა საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი იქნას მიღწეული. საშუალოვადიანი პერიოდის ჰორიზონტი დამოკიდებულია ეკონომიკაში არსებულ შოკებსა და ეგზოგენურ ფაქტორებზე, რომლებიც ინფლაციასა და ერთობლივ მოთხოვნაზე მოქმედებს.
- მონეტარული პოლიტიკის მთავარი ინსტრუმენტია რეფინანსირების განაკვეთი. პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილება ეკონომიკას საბაზრო განაკვეთების, გაცვლითი კურსისა და საკრედიტო აქტივობის საშუალებით გადაეცემა და ამ გზით ახდენს გავლენას ერთობლივ მოთხოვნაზე. ფაქტიურ მოთხოვნასა და ბუნებრივ დონეს შორის სხვაობა საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციის მთავარი განმსაზღვრელი ფაქტორია.
- მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებების შესახებ ინფორმაცია საზოგადოებას მიეწოდება პრესრელიზით. ბანკის ხელვა მიმდინარე და მოსალოდნელ მაკროეკონომიკურ პროცესებზე ინფლაციის მიმოხილვაში, ყოველი კვარტალის მეორე თვეს ქვეყნდება.

<sup>1</sup> საქართველოს პარლამენტის დადგენილების პროექტი „საქართველოს 2016-2018 წლების ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებების შესახებ“, რომელიც ითვალისწინებს 2018 წელს ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის 3%-მდე შემცირებას, წარდგენილია საქართველოს პარლამენტში.

# სარჩევი

1. მოკლე მიმოხილვა.....	5
2. მაკროეკონომიკური გარემოს პროგნოზი. ....	7
2.1 საგარეო სექტორის მიმოხილვა.....	7
2.2 მაკროეკონომიკური პროგნოზი.....	10
2.3 ალტერნატიული საპროგნოზო სცენარი.....	15
2.4 წინა პროგნოზთან შედარება.....	16
3. სამომხმარებლო ფასების ტენდენცია. ....	17
4. მონეტარული პოლიტიკა.....	19
5. ფინანსური გარემო და ტენდენციები.....	22
5.1 სესხები.....	22
5.2. საპროცენტო განაკვეთები და საკრედიტო პირობები.....	25
5.3. გაცვლითი კურსი.....	29
6. შიდა მოთხოვნა. ....	31
7. საგარეო მოთხოვნა და საგადასახდელი ბალანსი.....	33
8. ერთობლივი გამოშვება.....	37

## ჩანართები

ჩანართი. ლარის შემოსავლიანობის მრუდი.....	27
---	----

## დიაგრამები

დიაგრამა N 1.1 რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა (ბოლო ოთხი კვარტალის წლიური ზრდა).....	5
დიაგრამა N 1.2 მთლიანი ინფლაცია, წლიური.....	6
დიაგრამა N 2.1 ევროზონის რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა.....	9
დიაგრამა N 2.2 ევროზონის წლიური ინფლაცია.....	9
დიაგრამა N 2.3 აშშ-ის რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა.....	9
დიაგრამა N 2.4 აშშ-ის წლიური ინფლაცია.....	10
დიაგრამა N 2.5 მთლიანი წლიური ინფლაცია.....	11
დიაგრამა N 2.6 წლიური ინფლაციის დეკომპოზიცია.....	11
დიაგრამა N 2.7 ინფლაციის მისი მიზნობრივი ნიშნულიდან გადახრის დეკომპოზიცია.....	12
დიაგრამა N 2.8 რეალური მშპ-ის ზრდა (ბოლო ოთხი კვარტალის წლიური ზრდა).....	13
დიაგრამა N 2.9 რეალური მშპ-ის ზრდის სტრუქტურა.....	14
დიაგრამა N 2.10 იმპორტის წლიური ცვლილება 9 თვეში.....	14
დიაგრამა N 2.11 წლიური ინფლაცია საბაზო და ალტერნატიული სცენარების მიხედვით.....	15

დიაგრამა N 2.12 რეალური მშპ-ის ზრდა საბაზო და ალტერნატიული სცენარების მიხედვით (ბოლო ოთხი კვარტალის წლიური ზრდა).....	15
დიაგრამა N 2.13 მთლიანი წლიური ინფლაციის პროგნოზის ცვლილება.....	16
დიაგრამა N 2.14 რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზის ცვლილება (ბოლო ოთხი კვარტალის წლიური ზრდა) .....	16
დიაგრამა N 3.1 მთლიანი და საბაზო ინფლაცია .....	17
დიაგრამა N 3.2 სურსათის წვლილი მთლიან ინფლაციაში.....	18
დიაგრამა N 3.3 ინფლაცია იმპორტირებულ და ადგილობრივ საქონელებზე.....	18
დიაგრამა N 4.1 მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი .....	19
დიაგრამა N 4.2 რეფინანსირების სესხები.....	21
დიაგრამა N 4.3 ბანკთაშორისი ფულადი ბაზარი.....	21
დიაგრამა N 5.1 ფიზიკურ და იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხები (გაცვლითი კურსის ეფექტის გარეშე) .....	22
დიაგრამა N 5.2 ლარის და უცხოური ვალუტის სესხები (გაცვლითი კურსის ეფექტის გარეშე)...	23
დიაგრამა N 5.3 ფიზიკურ პირებზე გაცემული სესხები, კვარტალური ზრდა, მლნ ლარი .....	23
დიაგრამა N 5.4 სესხების მშპ-სთან ფარდობის გაპი .....	24
დიაგრამა N 5.5 ფიზიკურ პირებზე გაცემული სესხების ფარდობა წმინდა განკარგვად შემოსავალთან .....	24
დიაგრამა N 5.6 საპროცენტო განაკვეთები სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე.....	25
დიაგრამა N 5.7 სპრედი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთსა და სარგებლიანობის მრუდს შორის .....	26
დიაგრამა N 5.8 საშუალო საპროცენტო განაკვეთები დეპოზიტების ნაშთზე.....	26
დიაგრამა N 5.9 იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხების ნაშთზე საშუალო საპროცენტო განაკვეთები .....	27
დიაგრამა N 5.10 საშუალო საპროცენტო განაკვეთები სესხების ნაკადებზე.....	27
დიაგრამა N 5.11 ლარის შემოსავლიანობის მრუდი.....	28
დიაგრამა N 5.12 რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (ინდექსი იან. 2014 = 100) .....	29
დიაგრამა N 5.13 ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (ინდექსი იან. 2014 = 100) .....	30
დიაგრამა N 6.1 კაპიტალის ფორმირების წლიური ზრდის ტემპი.....	31
დიაგრამა N 6.2 მშპ-ის და კერძო მოხმარების რეალური ზრდა.....	32
დიაგრამა N 6.3 ნაერთი ბიუჯეტის ნაზარდი დეფიციტი (მლნ ლარი).....	32
დიაგრამა N 7.1 რეგისტრირებული საქონლის ექსპორტის წლიური ზრდა .....	33
დიაგრამა N 7.2 რეგისტრირებული საქონლის იმპორტის წლიური ზრდა .....	34
დიაგრამა N 7.3 იმპორტის წლიური ზრდის ტემპი სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით .....	35
დიაგრამა N 7.4 შემოსულ ვიზიტორთა ოდენობა თვეების მიხედვით.....	36
დიაგრამა N 8.1 ეკონომიკის ძირითადი მიმართულებების წვლილები მშპ-ის ზრდაში .....	37

## ცხრილები

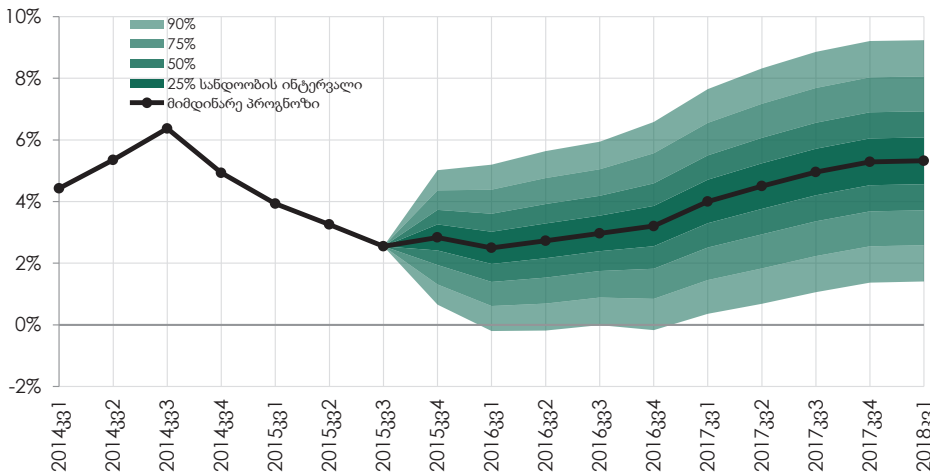
ცხრილი N 5.1 ეფექტური გაცვლითი კურსების წლიური ცვლილება (2015 წლის სექტემბერი - 2014 წლის სექტემბერი) .....	29
---	----

# 1. მოკლე მიმოხილვა

2015 წლის მესამე კვარტალში რეალური მშპ-ს წლიურმა ზრდამ, წინასწარი მონაცემებით, 2.5% შეადგინა, ხოლო წლის დასაწყისიდან პირველი ცხრა თვის საშუალო ზრდა 2.7%-ს შეადგენს. აღნიშნულ ზრდაში მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა მშენებლობის სექტორმა, რასაც როგორც კერძო სექტორის ინვესტიციები, ასევე სახელმწიფოს მხრიდან კაპიტალურმა ხარჯებმა განაპირობა. ეკონომიკური ზრდა, როგორც მოსალოდნელი იყო, შემცირებული რჩება საგარეო შოკის ფონზე. კერძოდ, ზრდის ტემპის შემცირება ძირითადად საქონლისა და მომსახურების ექსპორტის შემცირებაზე მოდის. ასევე შესუსტდა ერთობლივი მოთხოვნა, რასაც ფულადი გზავნილების შემცირება და უცხოური ვალუტით გაცემულ სესხებზე მომსახურების ტვირთის ზრდა განაპირობებს. ამასთან ეკონომიკურ გაჯანსაღებას ხელი შეუწყო საგარეო დისბალანსის კორექტირებამ, რაც თავის მხრივ გაცვლითი კურსის ცვლილებამ განაპირობა.

საქართველოს ეროვნული ბანკის პროგნოზით, 2015 წლის ბოლომდე ეკონომიკური ზრდის მიმდინარე დონე შენარჩუნდება და 3%-მდე იქნება, ხოლო 2016 წელს 3%-ის ფარგლებში იქნება (იხ. დიაგრამა 1.1). ეკონომიკური ზრდის ძირითად შემაფერხებელ ფაქტორს საგარეო სექტორი წარმოადგენს, რომელიც საქართველოს ეკონომიკაზე შემცირებული ექსპორტისა და ფულადი გზავნილებით აისახება. ზომიერი მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის პირობებში, დაკრედიტების ზრდამ დადებითად უნდა იმოქმედოს ეკონომიკურ აქტივობაზე.

დიაგრამა 1.1 რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა (ბოლო ოთხი კვარტალის წლიური ზრდა)



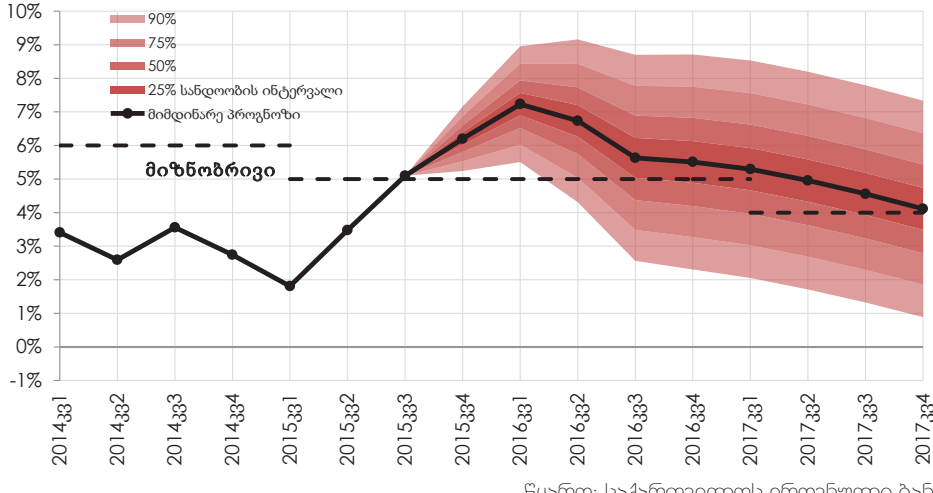
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

მოსალოდნელზე მაღალი იყო ინფლაცია 2015 წლის მესამე კვარტალში. სამომხმარებლო ფასების წლიურმა ზრდამ ოქტომბერში 5.8% შეადგინა და ეროვნული ბანკის 5%-იანი მიზნობრივი მაჩვენებლის ფარგლებშია. ინფლაციის ზრდა ძირითადად შუალედურმა ხარჯებმა გამოიწვია, რაც უცხოური ვალუტის სესხებზე მომსახურების ტვირთის ზრდამ განაპირობა. ამასთან, გაცვლითი კურსის ცვლილება აისახა ხანგრძლივი მოხმარების იმპორტული საქონლის ფასებზე, რამაც ასევე ხელი შეუწყო ინფლაციის ზრდას. მეორე მხრივ, ინფლაციას სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა და მსოფლიო ბაზარზე ნავთობის შემცირებული ფასები ზღუდავს.

პროგნოზის მიხედვით მოსალოდნელია, რომ ინფლაცია ზომიერად გაიზრდება და 5%-იან მიზნობრივ მაჩვენებელს დროებით გადააჭარბებს, ხოლო შემდგომ ეტაპობრივად შემცირდება და 2016 წლის ბოლოს მიზნობრივი მაჩვენებლის

ფარგლებში იქნება. ინფლაციაზე ზრდის მიმართულებით მიწოდების მხარე მოქმედებს, კერძოდ გაცვლითი კურსის ცვლილებით გამოწვეული შუალედური ხარჯებისა და ხანგრძლივი მოხმარების იმპორტული საქონლის ფასების ზრდა. ამის საპირისპიროდ, ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებს სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა და საერთაშორისო ბაზრებზე სურსათისა და ნავთობის შემცირებული ფასები.

დიაგრამა 1.2 მთლიანი ინფლაცია, წლიური



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

არსებული პროგნოზები რისკებს ორივე მიმართულებით შეიცავს და მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ეგზოგენურ ფაქტორებზე. პროგნოზის ძირითად რისკ ფაქტორს კვლავ საგარეო სექტორი წარმოადგენს. კერძოდ, პროგნოზი გულისხმობს, რომ საგარეო ფაქტორების უარყოფითი გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე დამატებით აღარ გაუარესდება. ამის საპირისპიროდ, ეკონომიკაზე პოზიტიურად აისახება მოსალოდნელზე მაღალი უცხოური ინვესტიციები და კერძო და სახელმწიფო ინფრასტრუქტურული პროექტების გააქტიურება.

**მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა**, 2015 წლის 4 ნოემბერს გამართულ შეხვედრაზე, მიიღო გადაწყვეტილება რეფინანსირების განაკვეთის 50 საბაზისო პუნქტით 7.5%-მდე ზრდის შესახებ. მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილება ეყრდნობა მაკროეკონომიკურ პროგნოზებს, რომლის მიხედვითაც საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზება დადებითად უნდა აისახოს ინფლაციური მოლოდინების შემცირებაზე. მონეტარული პოლიტიკის შემდგომი ცვლილებაც ეტაპობრივად მოხდება და მისი ტემპი დამოკიდებული იქნება ინფლაციის საპროგნოზო მაჩვენებელზე, მასზე მოქმედ ფაქტორებზე და ზოგადად ეკონომიკაში არსებულ ვითარებაზე.

## 2. მაკროეკონომიკური გარემოს პროგნოზი

### 2.1 საბარათო საქტორის მიმოხილვა

რეგიონში არსებული არასტაბილური ეკონომიკური და გეოპოლიტიკური ვითარება მნიშვნელოვან გამოწვევად რჩება საქართველოს ეკონომიკისთვის. მიუხედავად შედარებითი დეესკალაციისა, შეიარაღებული კონფლიქტის მიერ დატოვებული მემკვიდრეობა მძიმე ტვირთად აწევს **უკრაინას**, რაც ფისკალური ხასიათის სირთულეებში, შემცირებულ მოხმარებასა და ინვესტიციებში ისახება. კონფლიქტის შედეგები უარყოფითად ზემოქმედებს **რუსეთის** ეკონომიკაზეც, კერძოდ, დაწესებული ეკონომიკური სანქციების სახით, რაც აუარესებს საინვესტიციო განწყობას, ხოლო საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის შემცირებული ფასი კი დამატებით სირთულეებს აჩენს საექსპორტო შემოსავლების კუთხით. პოლიტიკური ხასიათის რისკები და მერყეობა გლობალურ ფინანსურ ბაზრებზე მნიშვნელოვან პრობლემებს უქმნის ეკონომიკურ აქტივობას **თურქეთში**, სადაც მნიშვნელოვნად გაუარესებულია როგორც სამომხმარებლო, ასევე ბიზნეს განწყობა. ნავთობის რეალიზაციიდან მიღებული სახსრების კლება **ახერბაიჯანის** ფისკალურ შემოსავლებს ამცირებს, თუმცა, სამთავრობო სექტორი 2015 წელს მაინც რჩება ეკონომიკური აქტივობისა და დანაქმების მთავარ წყაროდ (თუ არ ჩავთვლით ენერჯოსექტორს). მიუხედავად საგრძნობი წლიური ზრდისა 2015 წლის პირველ ნახევარში, **სომხეთის** ეკონომიკა კვლავ შესუსტებული რჩება, რაც სავაჭრო პარტნიორებიდან შემცირებული სავაჭრო შემოსავლების, ფულადი გზავნილებისა და ინვესტიციების ნაკლებობის შედეგია. შედარებით უკეთესი მდგომარეობა იკვეთება **ევროზონაში**, სადაც ზომიერი გაჯანსაღების ტემპი აღინიშნება, ხოლო საბერძნეთის ირგვლივ არსებული გაურკვეველობა კი კლებულობს. **ამერიკის შეერთებულ შტატებში** უმუშევრობის დონე კლებას განაგრძობს, ხოლო უძრავი ქონების ბაზარი კი საგრძნობლად უმჯობესდება. თუმცა, დოლარის გამყარების ტრენდი აშშ-ის წმინდა ექსპორტზე უარყოფითად მოქმედებს უკანასკნელ პერიოდში. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (სსფ) შეფასებით, 2015 წელს გლობალური ეკონომიკური ზრდა 3.1%-ს მიაღწევს, ხოლო 2016 წელს კი - 3.6%-ს<sup>2</sup>.

მიუხედავად გარკვეული სტაბილიზაციისა, **რეგიონში საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორების** ეკონომიკური პერსპექტივა კვლავ ნაკლებად იმედისმომცემია. რეგიონის უმრავლეს ქვეყნებში ეროვნული ვალუტა გაუფასურების ზეწოლას განიცდის, რასაც მაღალი ინფლაცია და გამკაცრებული საკრედიტო პირობები ერთვით თან. საგარეო შოკის ფონზე, მსგავსად სხვა ქვეყნებისა, საქართველოშიც კვლავ შესუსტებული რჩება ექსპორტი და ფულადი გზავნილები, რაც, თავის მხრივ, სავალუტო შემოდინების შემცირებას განაპირობებს.

ინდუსტრიულ აღმოსავლეთ ნაწილში მიმდინარე კონფლიქტის დეესკალაციის პარალელურად, ეკონომიკური აქტივობა **უკრაინაში**, სავარაუდოდ, გარდატეხის წერტილს უახლოვდება, რასაც უკანასკნელი მონაცემებიც ადასტურებს. გაცვლითი კურსი და უცხოური რეზერვები სტაბილურდება, ხოლო ეროვნული ვალუტის გაუფასურებით გამოწვეულმა ინფლაციამ კლება დაიწყო. მიუხედავად ამისა, ნარჩუნდება კონფლიქტის მძიმე მემკვიდრეობა როგორც სამომხმარებლო, ასევე ბიზნეს სექტორში უარყოფითი განწყობებისა და მოლოდინების სახით. ამ პირობებში უკრაინის მშპ 2015 წელსაც შემცირდება - დაახლოებით 9%-ით, თუმცა, დაგეგმილი სტრუქტურული რეფორმებისა და ინფრასტრუქტურული პროექტების ხელშეწყობით გამოშვების ზრდა პოზიტიურ ნიშნულს 2016 წელს მიაღწევს. სსფ-ის პროგნოზით<sup>3</sup>, უკრაინა რეცესიას თავს 2016 წელს დააღწევს და მთლიანი გამოშვების ზრდა 2%-ს მიუახლოვდება.

**რუსეთში** უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები და ადგილობრივი მოთხოვნა მნიშვნელოვან კლებას განაგრძობს, ეროვნული ვალუტის გაუფასურებისა და მზარდი ინფლაციის პარალელურად. განვითარებული მსოფლიოს მიერ გაგრძელებული სანქციები რუსეთის ეკონომიკაზე, სავარაუდოდ, დამატებითი უარყოფითი ფაქტორი იქნება ბიზნეს განწყობაზე, მითუმეტეს, რომ

2 წყარო: World Economic Outlook (WEO) – October 2015.

3 წყარო: World Economic Outlook (WEO) – October 2015.



ხელისუფლების მიერ გამოცხადებულ „იმპორტის ჩანაცვლების“ პროგრამას ხელშესახები სარგებელი ჯერ არ მოუტანია<sup>4</sup>. რუსული რუბლი კვლავ მოწყვლადი რჩება ნავთობის ფასის მერყეობისა და აშშ-ში საპროცენტო განაკვეთების შესახებ მოლოდინების მიმართ, ხოლო ინფლაცია კი, მიუხედავად გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკისა, 16%-ის ფარგლებში რჩება. სსფ-ის პროგნოზით, რუსეთის ეკონომიკა 2015 წელს 3.8%-ით შემცირდება, ხოლო 2016 წელს კი - 0.6%-ით.

ეკონომიკურ ვარდნას რუსეთში გადამდები ეფექტი აქვს **სომხეთის** ეკონომიკაზე, რომლის მნიშვნელოვანი ნაწილი დამოკიდებულია ფულად გზავნილებზე, საექსპორტო მოთხოვნასა და ინვესტიციებზე. თუმცა, სოფლის მეურნეობის სექტორში დაფიქსირებული საგრძნობი ზრდისა და სპილენძის ახალი საბადოს გახსნის შედეგად, მიმდინარე წლის მეორე კვარტალში მშპ წლიურად 5.1%-ით გაიზარდა. 2014 წლის ბოლოს დრამის გაუფასურებით გამოიწვეული ინფლაცია უკანასკნელ პერიოდში კლებას იწყებს და სექტემბრის მდგომარეობით 3.3%-ს შეადგენს. სსფ-ის შეფასებით<sup>5</sup>, 2015 წელს სომხეთის მშპ 2.5%-ით გაიზრდება. **აზერბაიჯანში** მასშტაბურმა სახელმწიფო დანახარჯებმა სპორტული ღონისძიების (პირველი ევროპული თამაშების) მოსამზადებელ პერიოდში სამშენებლო და სხვა არაენერგოსექტორების მნიშვნელოვანი ზრდა გამოიწვია, მაგრამ ნავთობზე შემცირებული ფასი უარყოფით ზეგავლენას ახდენს საექსპორტო შემოსავლებსა და აზერბაიჯანის მიმდინარე ანგარიშზე, ხოლო გაუფასურებული მანათი საფრთხეს უქმნის ძლიერ დოლარიზებული ფინანსური სისტემის სტაბილურობას<sup>6</sup>. წლიური ინფლაცია სექტემბრის მდგომარეობით 3.6%-ია. სსფ-ის ბოლო პროგნოზით<sup>7</sup>, 2015 წელს აზერბაიჯანის მშპ-ის ზრდა 4%-ს მიაღწევს.

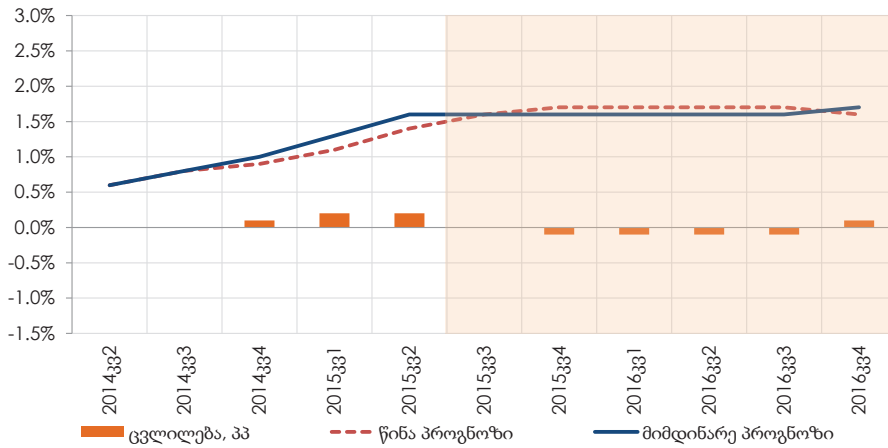
მიუხედავად ღირის გაუფასურებისა და ნავთობზე ფასების შემცირებისა, **თურქეთის** მიმდინარე ანგარიში მნიშვნელოვნად დეფიციტური რჩება არასტაბილური დაფინანსების წყაროების პარალელურად. შიდა პოლიტიკური დამაბულობა, გართულებული მდგომარეობა ქვეყნის სამხრეთ საზღვართან და გლობალურ ფინანსურ ბაზრებზე არსებული ტენდენციები მნიშვნელოვნად უშლის ხელს ინვესტიციების მოზიდვას, რასაც თან ერთვის არასაკმარისი საგარეო მოთხოვნა თურქეთის საექსპორტო პროდუქციაზე. ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელზე მაღლა ნარჩუნდება (საშუალოდ 7%), თუმცა, ცენტრალური ბანკი პოლიტიკის შემდგომი გამკაცრებისგან ჯერ-ჯერობით თავს იკავებს. მოახლოებულ საპარლამენტო არჩევნებთან დაკავშირებული გაურკვევლობის პირობებში, სსფ თურქეთის ეკონომიკური ზრდის მხოლოდ 3%-იან მაჩვენებელს ვარაუდობს 2015 წლისთვის, ხოლო 2016 წლისთვის კი - 2.9%-ს.

მიუხედავად ევროპის საფინანსო ბაზრებზე გაზრდილი არასტაბილურობისა და გლობალური ეკონომიკური პერსპექტივის გაუარესებისა, **ევროზონის** ეკონომიკა გაჯანსაღების ნიშნებს ავლენს. ენერგომატარებლებზე ფასების ვარდნამ ხელი შეუწყო კერძო მოხმარების ზრდასა და წარმოების ხარჯების შემცირებას განსაკუთრებით იტალიაში, ესპანეთსა და ირლანდიაში, რამაც დააკომპენსირა შესუსტებული ეკონომიკური აქტივობა გერმანიაში. ამ გარემოებამ, თავის მხრივ, გააუმჯობესა სამომხმარებლო და ბიზნეს განწყობის ინდიკატორები. წლიური ინფლაციის მაჩვენებელი უარყოფითი გახდა სექტემბერში, თუმცა, ამის ძირითადი მიზეზი ნავთობზე შემცირებული ფასი იყო. სსფ-ის პროგნოზით<sup>8</sup>, ევროზონის ეკონომიკა გააგრძელებს გაჯანსაღებას და 2015 წელს მშპ-ის ზრდა 1.5%-ს მიაღწევს. 2016 წლის პროგნოზი 1.6%-ს შეადგენს.

ეკონომიკური ზრდა 2015 წელს აშშ-ში მოსალოდნელზე ნაკლები იქნება გამომდინარე სუსტი პირველი კვარტალიდან, რაც ზამთრის მკაცრმა კლიმატურმა პირობებმა, შეფერხებებმა საერთაშორისო გადაზიდვებში და ნავთობის სექტორში შემცირებულმა ინვესტიციებმა გამოიწვია. ამასთან, დოლარის გამყარების ტრენდი აშშ-ის წმინდა ექსპორტზე უარყოფითად მოქმედებს უკანასკნელ პერიოდში, რასაც თან ერთვის შესუსტებული მოთხოვნა ჩინეთში. მიუხედავად ამისა, მრავალი ინდიკატორი მიანიშნებს აშშ-ის ეკონომიკის გაჯანსაღების შეუქცევად ტემპზე. კერძოდ, უმუშევრობის დონემ წლის მეორე ნახევარში 5.1% შეადგინა, რაც 1 პროცენტული პუნქტით გაუმჯობესებული მონაცემია წინა წლის შესაბამის მაჩვენებელთან შედარებით. ასევე, უძრავი ქონების ბაზარი საგრძნობლად უმჯობესდება. სსფ-ის პროგნოზით<sup>9</sup>, 2015 წელს აშშ-ის ეკონომიკა 2.6%-ით გაიზრდება, ხოლო 2016 წელს კი - 2.8%-ით.

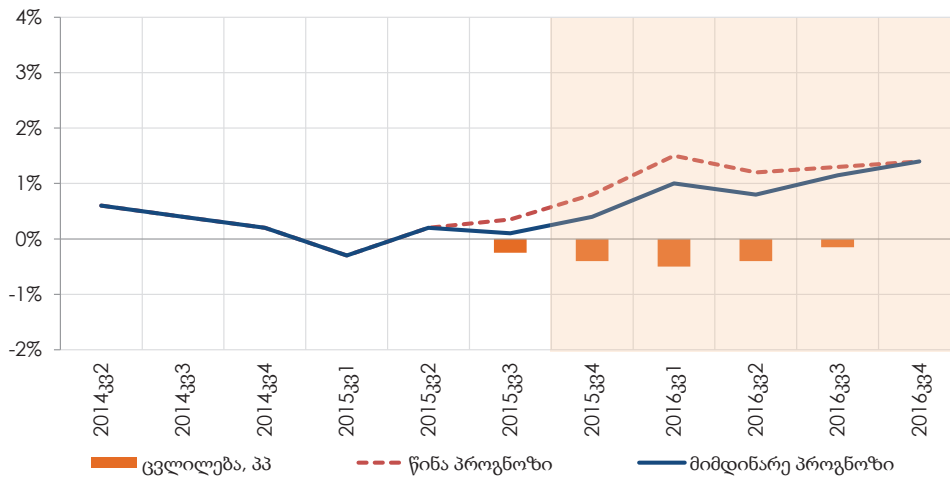
4 წყარო: United Nations, World Economic Situation and Prospects, Monthly Briefing, No. 83.  
5 წყარო: World Economic Outlook (WEO) – October 2015.  
6 წყარო: Asian Development Outlook 2015 Update.  
7 წყარო: World Economic Outlook (WEO) – October 2015.  
8 წყარო: World Economic Outlook (WEO) – October 2015.  
9 წყარო: World Economic Outlook (WEO) – October 2015.

**ღიაბრამა 2.1** ევროზონის რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა



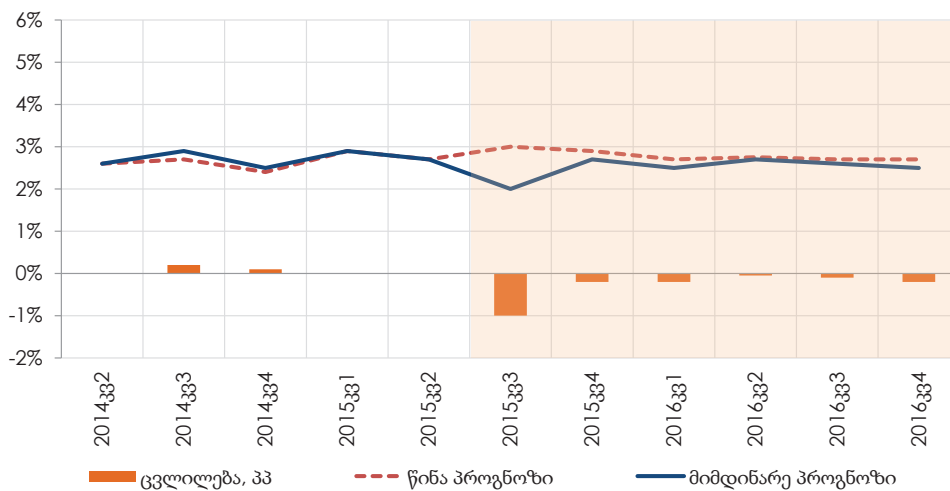
წყარო: World Economic Outlook (WEO) – October 2015, Bloomberg Indices.

**ღიაბრამა 2.2** ევროზონის წლიური ინფლაცია



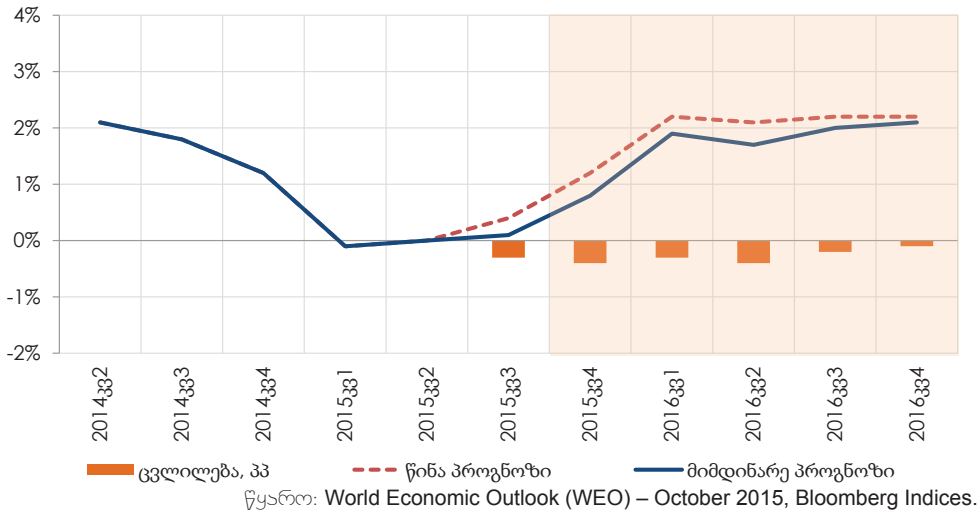
წყარო: World Economic Outlook (WEO) – October 2015, Bloomberg Indices.

**ღიაბრამა 2.3** აშშ-ის რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა



წყარო: World Economic Outlook (WEO) – October 2015, Bloomberg Indices.

დიაგრამა 2.4 აშშ-ის ფლიური ინფლაცია



**მონეტარული პოლიტიკის** კუთხით, მსოფლიოს წამყვან განვითარებულ ეკონომიკებში შერბილებული მიდგომა ნარჩუნდება ეკონომიკური აქტივობის მხარდასაჭერად და ინფლაციის დონის მიზნობრივ მაჩვენებლამდე გასაზრდელად. მოსალოდნელია, რომ აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემა საპროცენტო განაკვეთების ზრდას წლის ბოლოსთვის დაიწყებს, თუმცა, ნელი ტემპით, ხოლო ევროპის ცენტრალური ბანკი კი გააგრძელებს მონეტარული შერბილების პოლიტიკას. განსხვავებული მიდგომარეობაა უმრავლეს განვითარებად ქვეყნებში, სადაც ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურება ინფლაციურ წნეხს აჩენს და მკაცრი პოლიტიკის გატარების საჭიროებას წარმოშობს.

აშშ დოლარის გლობალური გამყარება **USD LIBOR<sup>10</sup> განაკვეთების** ზრდაზე აისახება. მიმდინარე წლის სექტემბრის მდგომარეობით, აშშ დოლარის 3-თვიანი LIBOR განაკვეთი პრაქტიკულად უცვლელია 0.3%-ის ფარგლებში და მოსალოდნელია, რომ წლის ბოლომდე იგი მხოლოდ 0.5%-მდე გაიზრდება. საპირისპირო ვითარებაა ევროს LIBOR განაკვეთებთან მიმართებაში, რომლებიც შემცირების ტენდენციით ხასიათდება და დღევანდელი მდგომარეობით, 3-თვიანი განაკვეთი პრაქტიკულად ნულოვან ნიშნულზეა.

ეკონომიკური აქტივობის ბოლოდროინდელმა შესუსტებამ ჩინეთში, რომელიც **სასაქონლო ბაზრებზე** მოთხოვნის 30%-50%-ს განაპირობებს, მნიშვნელოვანი ზეგავლენა იქონია სასაქონლო პროდუქციის ფასებზე. 2015 წლის დასაწყისიდან სფ-ის მიერ დათვლილი სასაქონლო ფასების ინდექსი 21%-ით დაეცა, რაც ასახავს ყველა ძირითადი სასაქონლო ჯგუფის (ენერგომატარებლები, ლითონები, სურსათი) გაიფხვას. მიმდინარე პროგნოზით<sup>11</sup>, ნავთობზე გაძვირების წნეხი ნაკლებად მოსალოდნელია, რადგან ირანზე სანქციების შესაძლო მოხსნა ამ რესურსით მდიდარ მოთამაშეს გლობალურ ბაზარზე დააბრუნებს. სუსტი მოთხოვნისა და მდგრადი მიწოდების პირობებში, ლითონსა და სოფლის მეურნეობის პროდუქტებზე ფასები თითქმის უცვლელი დარჩება.

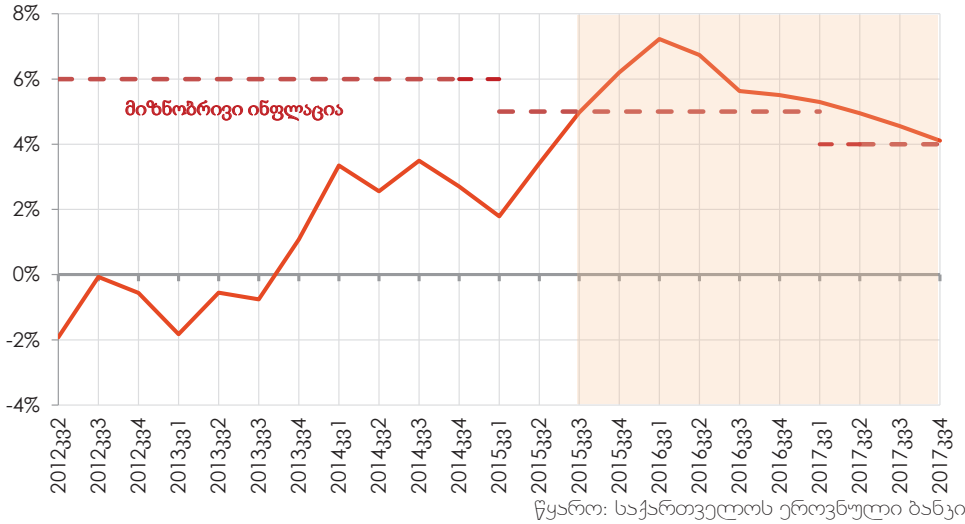
2.2 მაკროეკონომიკური პროგნოზი

**ინფლაცია** 2015 წლის მესამე კვარტალში მოსალოდნელზე მცირედით მაღალი იყო, ხოლო ფლიური ინფლაცია 2015 წლის ოქტომბერში 5.8%-ს შეადგენს და ეროვნული ბანკის 5%-იანი მიზნობრივი მაჩვენებლის ფარგლებშია (იხ. დიაგრამა 2.5). ინფლაციის ზრდის ძირითადი განმაპირობებელი კვლავ წარმოების შუალედური ხარჯების ზრდა იყო, რასაც უცხოური ვალუტის სესხებზე მომსახურების ტვირთის ზრდა განაპირობებდა. ამასთან, გაცვლითი კურსის ცვლილება აისახა ხანგრძლივი მომსახურების იმპორტული საქონლის ფასებზე, რამაც ასევე ხელი შეუწყო ინფლაციის ზრდას. მეორე მხრივ, ინფლაციის ზრდას სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა და მსოფლიო ბაზარზე გააფხვებული ნავთობისა და სურსათის ეფექტი ზღუდავს.

<sup>10</sup> USD LIBOR განაკვეთი წარმოადგენს საშუალო სარგებლის განაკვეთს აშშ დოლარით დენომინირებულ რესურსზე, რომელსაც სესხებულ კომერციული ბანკები ლონდონის ბანკთაშორის ბაზარზე.

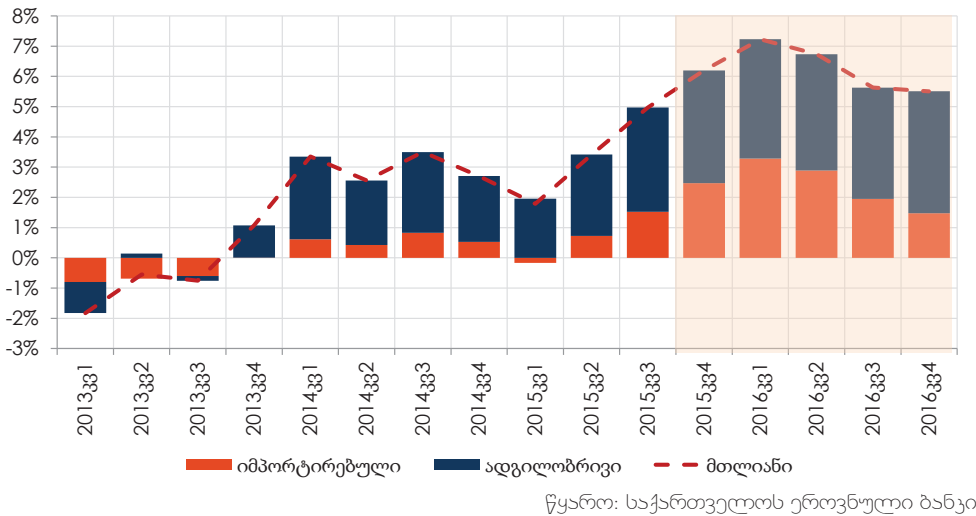
<sup>11</sup> წყარო: Commodity Price Outlook & Risks, October 2015.

დიაგრამა 2.5 მთლიანი ფლოუნი ინფლაცია



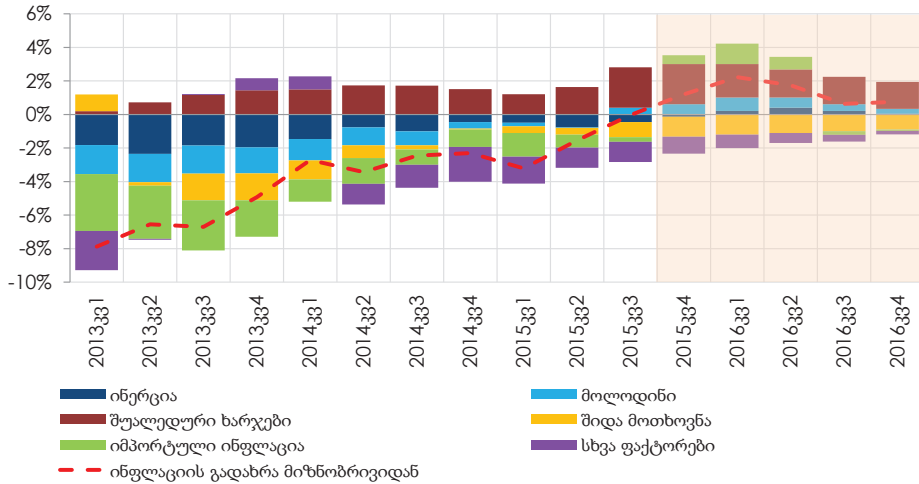
პროგნოზის მიხედვით, ინფლაცია შემდგომ პერიოდში ზომიერად გაიზრდება და 5 პროცენტთან მიზნობრივ მაჩვენებელს მცირედით გადააჭარბებს (იხ. დიაგრამა 2.5), რის შემდეგაც ეტაპობრივად შემცირდება და 2016 წლის ბოლოს მიზნობრივი მაჩვენებლის ფარგლებში იქნება. პროგნოზის მიხედვით, ინფლაციის აღნიშნულ დინამიკას როგორც იმპორტირებული ფასების ცვლილება, ასევე ნაწილობრივ ადგილობრივი ფასების ცვლილება განაპირობებს (იხ. დიაგრამა 2.6).

დიაგრამა 2.6 ფლოუნი ინფლაციის დათმობიანობა



წინა კვარტალამდე ინფლაციის მიზნობრივი დონიდან გადახრას ძირითადად სუსტი იმპორტული ფასები, ენერგომატარებლებსა და სურსათზე გლობალური ფასების შემცირება და სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა განაპირობებდა (იხ. დიაგრამა 2.7). პროგნოზის მიხედვით, მომდევნო ორ კვარტალში ინფლაციის ზრდის ძირითადი განმაპირობებელი მიწოდების მხარე იქნება. კერძოდ, ფასების ზრდის ხელშემწყობი იქნება გაზრდილი შუალედური ხარჯები, რომელსაც კომპანიების სესხების დოლარიზაციის ფონზე ლარი/აშშ დოლარის გაცვლითი კურსის უკვე მომხდარი ცვლილება განაპირობებს. ამასთან, ზრდის მიმართულებით მოქმედებს ხანგრძლივი მოხმარების იმპორტული საქონლის ფასებიც. ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით იმოქმედებს საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობისა და სურსათის შემცირებული ფასები და სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა. კერძოდ, ეკონომიკური ზრდის ტემპის შემცირებასთან დაკავშირებით, მოსალოდნელია, რომ როგორც 2015 ასევე 2016 წლებში მოთხოვნა პოტენციურ დონეზე დაბალი იქნება და, შესაბამისად, ფასებზე შემცირების მიმართულებით იმოქმედებს. პროგნოზის თანახმად, რომელიც მიმდინარე ინფორმაციაზე დაყრდნობით ყველა ამ ფაქტორს ითვალისწინებს, ინფლაცია მომდევნო პერიოდში სამიზნე მაჩვენებელს დაახლოებით 2 პროცენტული პუნქტით გადააჭარბებს და შემდგომ ეტაპობრივად შემცირდება სამიზნე მაჩვენებელამდე 2016 წლის ბოლოსთვის.

დიაგრამა 2.7 ინფლაციის მისი მიზნობრივი ნიშნულიდან გადახრის დეტალური ანალიზი

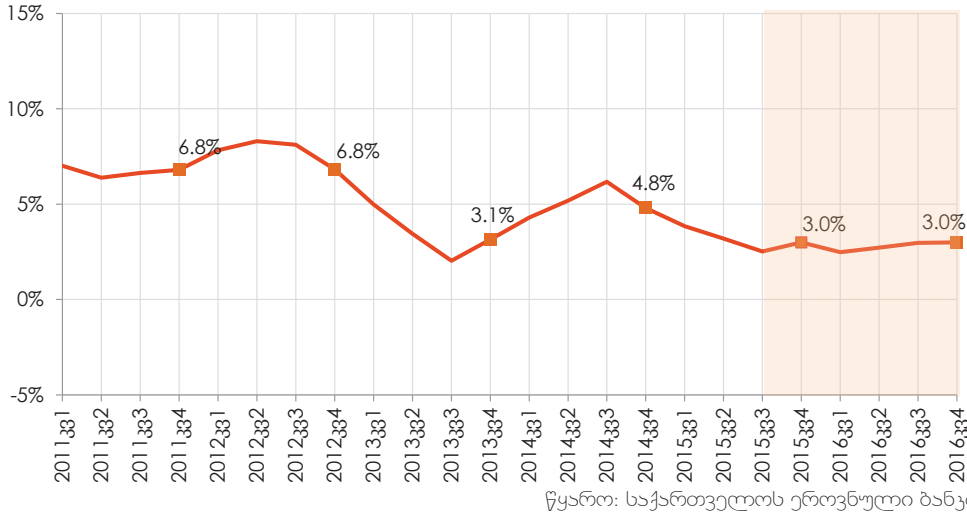


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

**ინფლაციის პროგნოზის რისკები** როგორც ზრდის, ასევე შემცირების მიმართულებით აქვს. კერძოდ, ბოლო პერიოდში სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების გაუფასურების შემდეგ, თუკი მათ მნიშვნელოვან გამყარებას ექნება ადგილი, ეს მათთან არსებული ინფლაციის საქართველოში იმპორტირებული საქონლის ფასებზე გადმოცემას გააძლიერებს, რაც ინფლაციის დროებით ზრდის განმაპირობებელი შეიძლება აღმოჩნდეს. ასევე რისკის შემცველია სურსათისა და ნავთობის ფასები, რომელიც სამომხმარებლო კალათის მნიშვნელოვან ნაწილს შეადგენს და მიწოდების ფაქტორებზე დამოკიდებული. მეორე მხრივ, პროგნოზთან შედარებით უფრო დაბალი ინფლაცია შეიძლება განაპირობოს ზოგიერთ სავაჭრო პარტნიორ ქვეყანაში ვალუტის მოსალოდნელზე მეტად გაუფასურებამ ან ნავთობსა და სხვა სასაქონლო ჯგუფებზე შემცირებული ფასების მოსალოდნელზე მეტად გადმოცემამ ადგილობრივ ფასებზე. ინფლაციის პროგნოზში რისკის შემცველია ეკონომიკური აქტივობაც, რომელიც თუ მოსალოდნელზე მაღალი აღმოჩნდა, ინფლაციის პროგნოზირებულზე მეტად ზრდას განაპირობებს, ხოლო თუ მოსალოდნელზე დაბალი - შემცირებას.

**რეალური მშპ-ს ზრდა** მესამე კვარტალში პროგნოზირებულთან შესაბამისი იყო და 2015 წლის პირველ სამ კვარტალში, წინასწარი მონაცემებით 2.7% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.8). ამ პერიოდში ეკონომიკური ზრდა შიდა მოთხოვნით იყო განპირობებული. კერძოდ, ფისკალური სტიმულისა და შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის ფონზე, დაკრედიტების ზრდა დადებითად აისახა მოხმარებასა და შიდა ინვესტიციებზე. მნიშვნელოვანი პოზიტიური წვლილი შეიტანა მშენებლობის სექტორმა, რაც გამოწვეული იყო როგორც კერძო სექტორის, ასევე სახელმწიფო სექტორის მიერ სამშენებლო პროექტებით. 2013 წელს წმინდა ექსპორტის მაღალი ზრდის შემდეგ, 2014 წელს წმინდა ექსპორტმა მშპ-ს ზრდაში უარყოფითი წვლილი შეიტანა, რაც გამოწვეული იყო, ერთი მხრივ, საგარეო მოთხოვნის მნიშვნელოვანი შესუსტებით, ხოლო, მეორე მხრივ, ადგილობრივი მოთხოვნის ზრდის ფონზე იმპორტის ზრდით. აღნიშნულმა დისბალანსმა გაუმჯობესება, ლარის აშშ დოლართან გაცვლითი კურსის გაუფასურების შემდეგ, 2015 წლის მეორე კვარტალიდან დაიწყო. აღნიშნული ძირითადად განაპირობა იმპორტის კორექტირების პროცესის დაჩქარებამ, ხოლო ნაწილობრივ ექსპორტის ვარდნის ტემპის შემცირებამ. მიუხედავად ამისა, წმინდა ექსპორტის წვლილი 2015 წლის რეალურ ეკონომიკურ ზრდაში, საგარეო შოკის ფონზე მაინც უარყოფითი იქნება (იხ. დიაგრამა 2.9). მიმდინარე შეფასებით, ეკონომიკური აქტივობის ჩამორჩენა პოტენციური დონიდან (მშპ გაკვი) 2015 წლის პირველ ნახევარში გაუარესდა. ამასთან მოსალოდნელია, რომ აღნიშნული ჩამორჩენა 2016 წელსაც შენარჩუნდება.

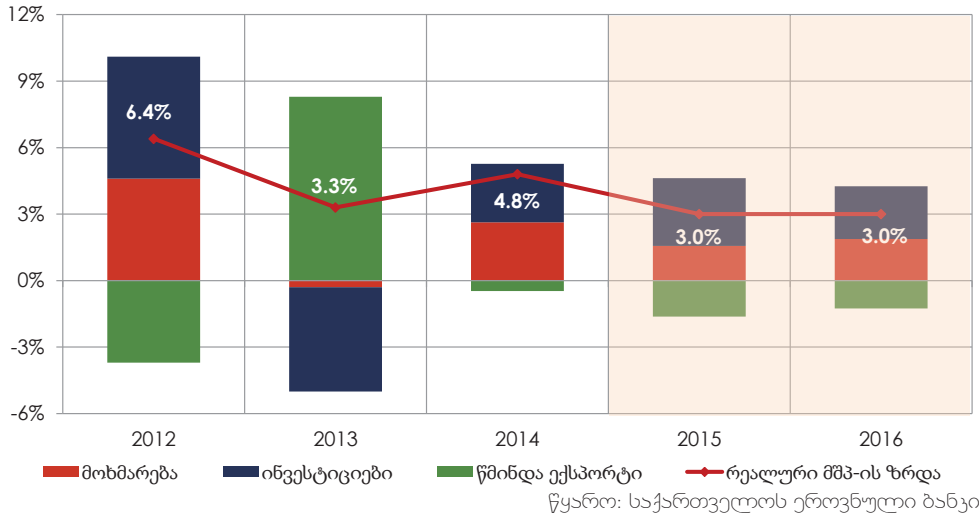
დიაგრამა 2.8 რეალური მშპ-ის ზრდა (ბოლო ოთხი კვარტალის წლიური ზრდა)



**პროგნოზის მიხედვით მშპ-ს ზრდა 2015 წელს 3%-მდე იქნება.** ასევე 3%-ს შეადგენს ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი 2016 წელს (იხ. დიაგრამა 2.8). ფისკალური სტიმულისა და სტაბილური მონეტარული პოლიტიკის ფონზე, დაკრედიტება ინვესტიციებისა და მოხმარების ზრდას შეუწყობს ხელს. ამის საპირისპიროდ, მოსალოდნელია, რომ საგარეო სექტორში არსებული ტენდენცია წმინდა ექსპორტზე უარყოფითად იმოქმედებს და 2015-2016 წლების რეალური მშპ-ს ზრდაში ნეგატიურ წვლილს შეიტანს (იხ. დიაგრამა 2.9). წმინდა ექსპორტზე უარყოფითად მოქმედებს რეგიონში არსებული გამწვავებული პოლიტიკური და ეკონომიკური ვითარება, რაც მათი მხრიდან ქართული ექსპორტის მოთხოვნასა და ფულად გზავნილებზე აისახება. საგარეო ფაქტორების უარყოფით გავლენას ნაწილობრივ აბალანსებს, ერთი მხრივ, საერთაშორისო ბაზრებზე საწვავის ფასების შემცირება, რაც დადებითად მოქმედებს როგორც მიმდინარე ანგარიშზე, ასევე ეკონომიკის ყველა სექტორზე, ხოლო, მეორე მხრივ, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის კორექტირება.

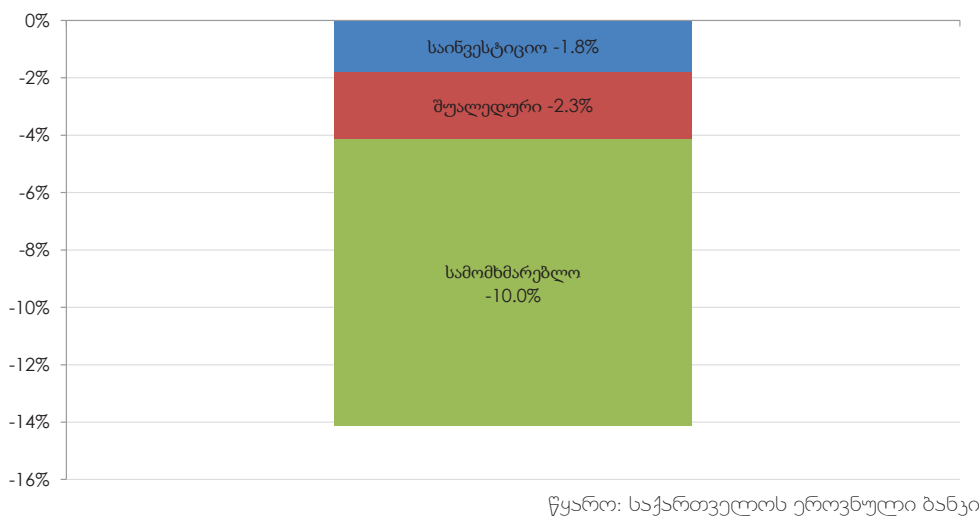
**მშპ-ს პროგნოზის რისკებში** მთავარი ადგილი საგარეო სექტორს უკავია. კერძოდ, გეოპოლიტიკური დაძაბულობის ფონზე, თუკი ეკონომიკური კრიზისი მოსალოდნელზე მეტად გაღრმავდება რეგიონის სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ან აღნიშნული შოკი მოსალოდნელზე მეტად გადმოეცემა საქართველოს, მაშინ ეკონომიკური ზრდა პროგნოზთან შედარებით შემცირდება. მეორე მხრივ, თუკი ევროპასთან თავისუფალი ვაჭრობის შეთანხმება და საინვესტიციო პროექტები დაჩქარდება ან მოსალოდნელზე მეტად აისახება ეკონომიკურ ზრდაზე და ბიზნეს განწყობა მოსალოდნელზე მეტად გაუმჯობესდება, მაშინ მშპ-ს ზრდა პროგნოზირებულთან შედარებით მაღალი იქნება.

დიაგრამა 2.9 რეალური მშპ-ის ზრდის სტრუქტურა



მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი, მიმდინარე პროგნოზით, 2015 წლის მესამე კვარტალში მნიშვნელოვნად შემცირდა და მშპ-ის 3.2% შეადგინა. შედეგად, 2015 წლის პირველ სამ კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის მშპ-სთან ფარდობა 9%-ს გაუტოლდა. აღნიშნული გაუმჯობესება მნიშვნელოვნად განაპირობა რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის კორექტირებამ. იმპორტის შემცირებამ დააბალანსა საგარეო შოკის ფონზე შემცირებული სავალუტო შემოდინებები. მესამე კვარტალში საქონლის რეგისტრირებული ექსპორტი წლიურად შემცირდა 23.2%-ით, ხოლო წმინდა ფულადი გზავნილები 36.4%-ით. თავის მხრივ, საქონლის რეგისტრირებული იმპორტი, რომლის წლიური ზრდა წინა წლის ბოლოს ჯერ კიდევ დადებითი იყო, მიმდინარე წლის მეორე კვარტალში მნიშვნელოვნად, წლიური 21.7%-ით, ხოლო მესამე კვარტალში წლიური 16.3%-ით შემცირდა (C ჰეპატიტის წამლების იმპორტის გარეშე). სულ 2015 წლის 9 თვის განმავლობაში იმპორტი (C ჰეპატიტის წამლების გარეშე) შემცირდა 14%-ით. აქედან სამომხმარებლო საქონლის წვლილი 10 პროცენტული პუნქტია, ხოლო შუალედური და საინვესტიციო საქონლის წვლილი 2% პროცენტული პუნქტი თითოეულის. აღსანიშნავია, რომ იმპორტის კლების აღნიშნული ტემპი, რომელიც სავალუტო შემოდინებების შემცირების შესაბამისია, იმპორტის კორექტირების პროცესის გააქტიურებაზე მიუთითებს და მაკროეკონომიკურ სტაბილურობას უწყობს ხელს.

დიაგრამა 2.10 იმპორტის წლიური ცვლილება 9 თვეში



2014 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მშპ-ს 10.6%-მდე გაიზარდა, რაც 4.8 პროცენტული პუნქტით აღემატება წინა წლის ანალოგიურ მაჩვენებელს. პროგნოზით, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის ფარდობა მშპ-სთან 2015 წელს მცირედით გაუმჯობესდება და საშუალოვადიან პერიოდში იგი განაგრძობს

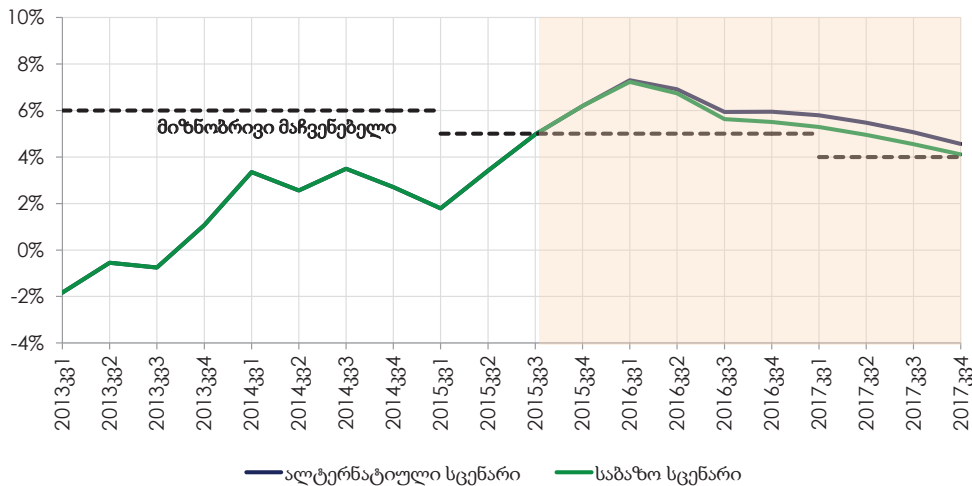
გაუმჯობესებას, რასაც საქონლის ექსპორტის ზრდასთან ერთად მომსახურების ექსპორტის, განსაკუთრებით ტურისტული და უცხოეთიდან მიღებული სხვა შემოსავლების ზრდა განაპირობებს.

2.3 ალტერნატიული საპროგნოზო სცენარი

ალტერნატიული სცენარი განიხილავს საგარეო ფაქტორების მოსალოდნელზე მეტად გაუარესებას. კერძოდ, აღნიშნული სცენარი ითვალისწინებს, რომ რეგიონში არსებული ეკონომიკური კრიზისის გაღრმავების ფონზე უარყოფითი ეფექტი მოსალოდნელზე მეტად აისახება ნომინალურ ეფექტურ გაცვლით კურსზე და ეკონომიკის რეალურ სექტორზე. აღნიშნული სცენარის შემთხვევაში წლიური ინფლაცია საბაზო სცენარით პროგნოზირებულზე მცირედით მაღალი იქნება (იხ. დიაგრამა 2.10). ხოლო ეკონომიკური ზრდა - დაბალი (იხ. დიაგრამა 2.11).

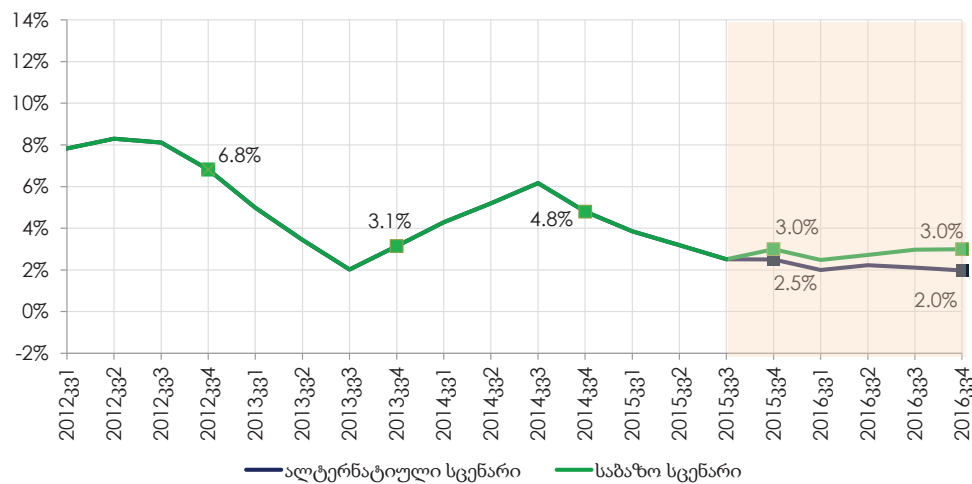
აღნიშნული სცენარის თანახმად, ინფლაცია საბაზო პროგნოზთან შედარებით უფრო სწრაფად იზრდება, რაც გამოწვეულია იმით, რომ ფასებზე ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ეფექტი აჭარბებს სუსტი მოთხოვნის ეფექტს. აღნიშნულის გათვალისწინებით, ინფლაციურ მოლოდინებზე ზეგავლენის მიზნით მონეტარული პოლიტიკის შესაბამისი რეაგირება ინფლაციაზე ზეწოლას ნაწილობრივ ანეიტრალებს. ალტერნატიული პროგნოზით ინფლაცია 2016 წელს საბაზო სცენართან შედარებით საშუალოდ 0.5 პროცენტული პუნქტით მაღალი იქნება.

დიაგრამა 2.11 წლიური ინფლაცია საბაზო და ალტერნატიული სცენარების მიხედვით



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

დიაგრამა 2.12 რეალური მშპ-ის ზრდა საბაზო და ალტერნატიული სცენარების მიხედვით (ბოლო ოთხი კვარტალის წლიური ზრდა)



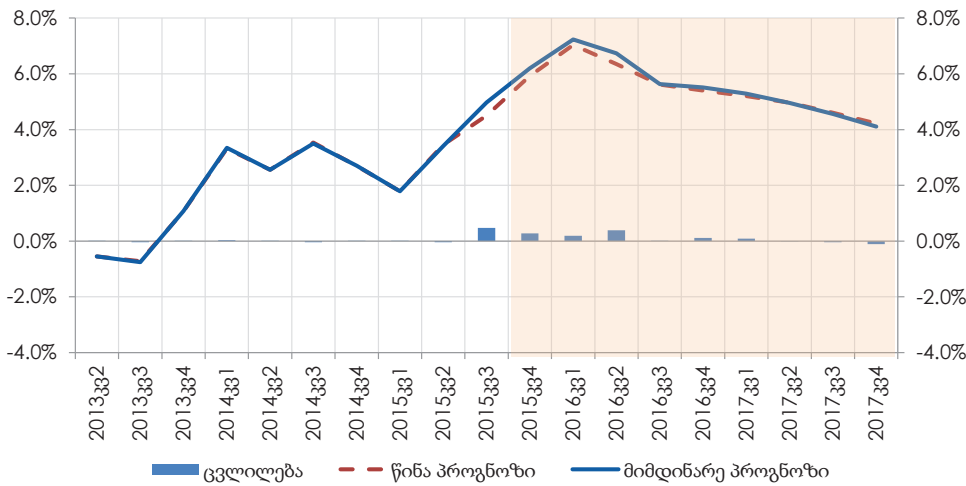
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი



2.4 წინა პროგნოზთან შედარება

წინა პროგნოზთან შედარებით წლიური ინფლაციის პროგნოზი მომდევნო კვარტალებისთვის უმნიშვნელოდ ზრდის მიმართულებით გადაიხედა (იხ. დიაგრამა 2.12), რაც ძირითადად საგარეო შოკის, კერძოდ კი ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ცვლილებას ასახავს. სუსტი მოთხოვნა გარკვეულწილად ზღუდავს კურსის ეფექტის გავლენას ფასებზე, რაც ნაწილობრივ კომპანიების მარჟების შემცირების ხარჯზე ხდება. საგარეო შოკის ფონზე, მიმდინარე პროგნოზით წინასთან შედარებით მცირედით მაღალია წლიური იმპორტული ინფლაციის წვლილი მთლიანი ინფლაციის საპროგნოზო მაჩვენებელში. შედეგად, მიმდინარე პროგნოზით ინფლაცია 2015 ბოლოს და 2016 წლის პირველ ნახევარში მცირედით მაღალი იქნება, თუმცა სამიზნე მაჩვენებელს მაინც 2016 წლის ბოლოს დაუბრუნდება.

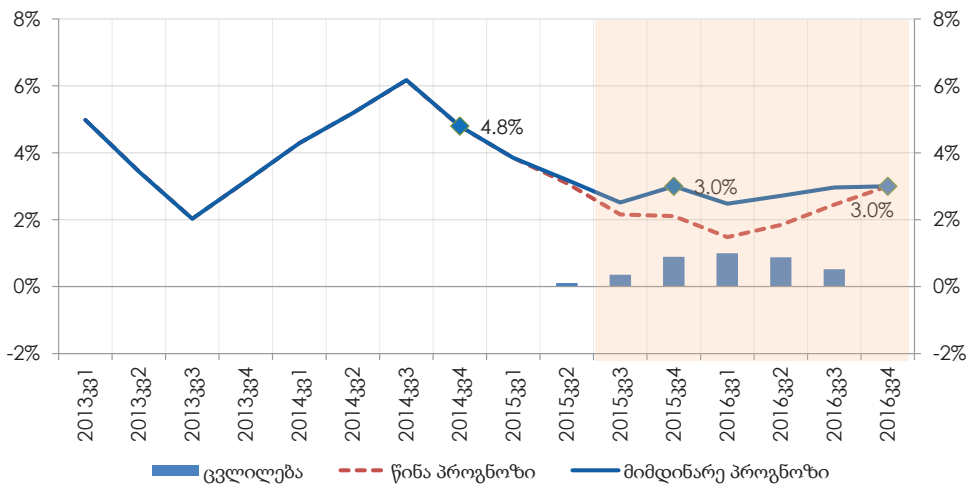
დიაგრამა 2.13 მთლიანი წლიური ინფლაციის პროგნოზის ცვლილება



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

რაც შეეხება ეკონომიკურ აქტივობას, მიმდინარე წლის მესამე კვარტალში არსებული ინფორმაციის ფონზე, რეალური მშპ-ს ზრდის პროგნოზი 2015 წლისათვის, 2%-დან, ზრდის მიმართულებით, 3%-მდე, გადაიხედა, ხოლო 2016 წლისათვის კი - არ შეცვლილა (იხ. დიაგრამა 2.13).

დიაგრამა 2.14 რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზის ცვლილება (ბოლო ოთხი კვარტალის წლიური ზრდა)



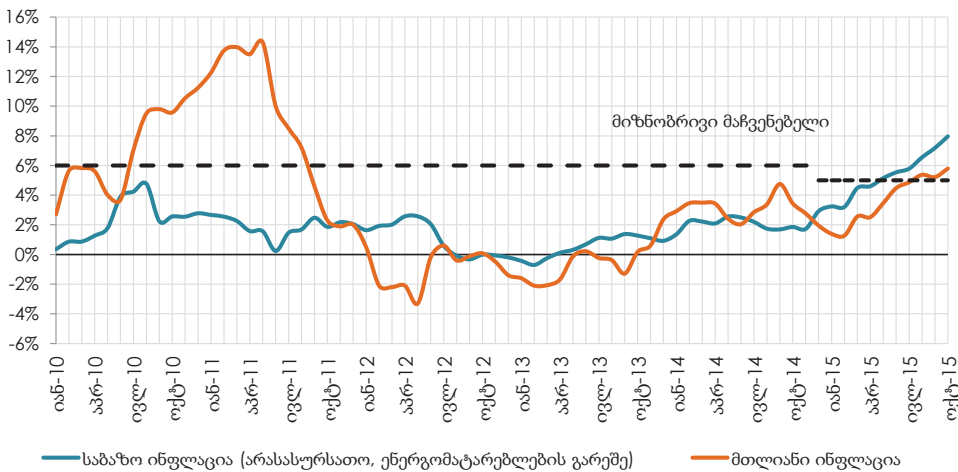
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

### 3. სამომხმარებლო ფასების ტენდენცია

2015 წლის მესამე კვარტალის ბოლოსთვის, ინფლაციის მაჩვენებელი გაიზარდა. აღნიშნულ პერიოდში, წინა წლის ანალოგიურ კვარტალთან შედარებით, სამომხმარებლო ფასების ცვლილებამ 5.2% შეადგინა. ოქტომბერში ინფლაციის მაჩვენებელი 5.8%-მდე გაიზარდა. ამრიგად, წლიური ინფლაცია შესაბამისობაშია საქართველოს ეროვნული ბანკის მიზნობრივ მაჩვენებელთან, რომელიც საშუალოვადიანი პერიოდისათვის 5%-ს შეადგენს. მთლიანი ინფლაციის მატების პარალელურად, იმატებს საბაზო ინფლაციაც. ბოლო პერიოდში ნომინალური გაცვლითი კურსის გაუფასურება ნაწილობრივ აისახა ზოგიერთ სამომხმარებლო საქონელზე. შედეგად, სურსათისა და ენერგომატარებლების გარეშე გაზომილი სამომხმარებლო ფასების ინდექსის წლიურმა ცვლილებამ სექტემბერში 7.2%-მდე, ხოლო ოქტომბრის ბოლოსათვის კი - 8.0%-მდე მოიმატა (იხ. დიაგრამა 3.1).

« ინფლაციის მაჩვენებელი ეროვნული ბანკის მიზნობრივ მაჩვენებელთან ახლოს არის და 2015 წლის ოქტომბერში 5.8%-ს შეადგენს.

დიაგრამა 3.1 მთლიანი და საბაზო ინფლაცია



წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკი

საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის ფასების დაბალი დონის გამო შემცირებულია საწვავის ფასები საქართველოში, რასაც სამომხმარებლო კალათაში მაღალი წონის შესაბამისად, მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს ინფლაციის საერთო მაჩვენებელზე. 2015 წლის მესამე კვარტალისა და შემდგომ, ოქტომბრის განმავლობაში, ბენზინსა და დიზელზე ფასების წლიური კლება კვლავ გრძელდებოდა. თუმცა, ნომინალური გაცვლითი კურსის გაუფასურების შედეგად, მისი ტემპი საგრძნობლად შემცირდა და ოქტომბრის ბოლოსათვის -8.4 და -12.5% შეადგინა. შესაბამისად, მათი წვლილი ფასების საერთო დონის ცვლილებაში -0.6 პროცენტულ პუნქტს გაუტოლდა (იხ. დიაგრამა 3.2).

სამომხმარებლო ფასების ინდექსის ცვლილების მიმართულებაზე კვლავ მნიშვნელოვანია სურსათის ფასების დინამიკის გავლენა. 2014 წლის ბოლოსათვის და 2015 წლის დასაწყისში, მნიშვნელოვანი კლება დაფიქსირდა საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე. შესაბამისად, სურსათის წლიური ინფლაცია და მისი გავლენა ინფლაციის მთლიან მაჩვენებელზე მინიმალური იყო. თუმცა, დოლარის მიმართ ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურების ფონზე, ფასების ზრდა დაფიქსირდა ცალკეულ სასურსათო პროდუქტებზე, რამაც გარკვეულწილად სურსათის ფასებზე ზრდის მიმართულებით ზეწოლა მოახდინა. გაუფასურების ეფექტის მოქმედება ოქტომბერშიც გაგრძელდა და სურსათის ფასების საერთო დონის წლიურმა ზრდამ 4.1%, ხოლო მისმა გავლენამ მთლიან ინფლაციაზე 1.3 პროცენტული პუნქტი შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2).

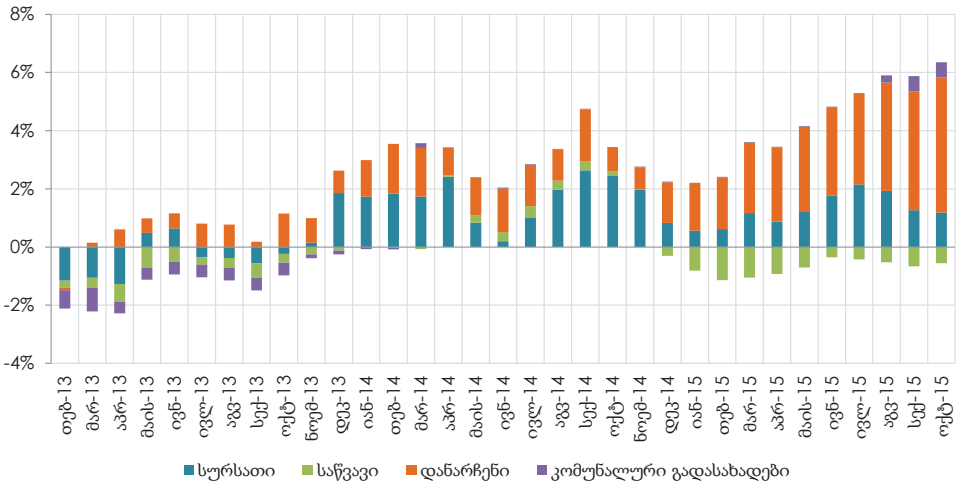
2015 წლის აგვისტოსა და სექტემბერში განხორციელდა ადმინისტრირებადი ფასების მქონე კომუნალური მომსახურების, კერძოდ ელექტროენერჯის

« ცალკეულ სასურსათო პროდუქტებზე გაუფასურებით გამოწვეული ფასების მატება ზრდის მიმართულებით ზეწოლას ახდენს ინფლაციის მაჩვენებელზე.

« ადმინისტრირებადი ფასების მომატებამ თავისი წვლილი შეიტანა ინფლაციის მაჩვენებლის ზრდაში.

გადასახადის ეტაპობრივი მატება, რამაც ზრდის მიმართულებით ზეწოლა მოახდინა მთლიანი ინფლაციის მაჩვენებელზე. ოქტომბრის ბოლოსათვის ელექტროენერჯის მოხმარების გადასახადის წლიური ზრდა 27.5%-ს, ხოლო გავლენა წლიური ინფლაციის მაჩვენებელზე 0.5 პროცენტულ პუნქტს უტოლდება (იხ. დიაგრამა 3.2).

**დიაგრამა 3.2** საწვავის, სურსათის და კომუნალური გადასახადების წვლილი მთლიან ინფლაციაში

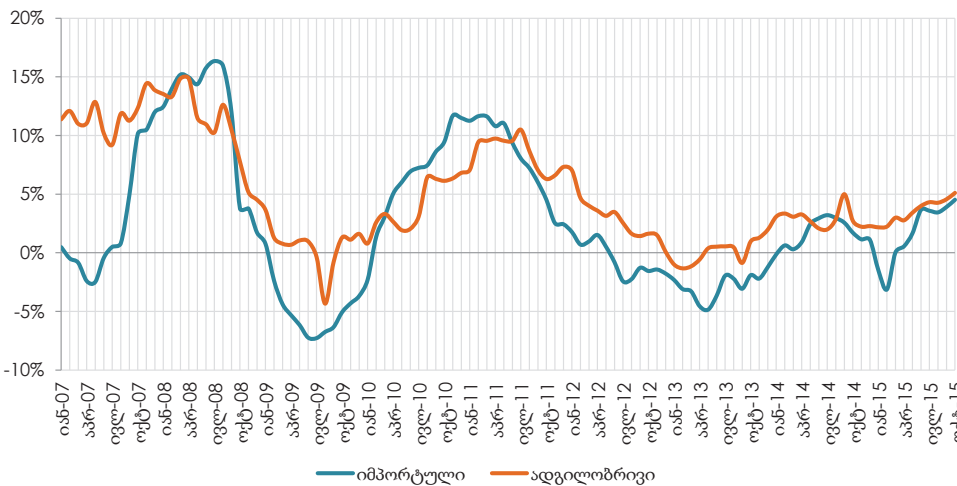


წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკი

მიწოდების ფაქტორებიდან აღსანიშნავია ასევე ქვეყანაში ფასების საერთო დონეზე იმპორტირებული ინფლაციის ზეგავლენა. ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურების გამო, ფასების საერთო დონეზე იმპორტირებული პროდუქტების ფასების გავლენა დადებითი გახდა და მატების ტენდენცია შეიძინა. ოქტომბრის მონაცემებით, იმპორტირებული ინფლაციის მაჩვენებელი 4.5%-მდე გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 3.3), ხოლო მისი გავლენა ინფლაციის მთლიან მაჩვენებელზე 0.9 პროცენტულ პუნქტს უტოლდება.

« იმპორტირებული საქონლის ინფლაციის მაჩვენებელი გაიზარდა და ოქტომბრის ბოლოსათვის 4.5% შეადგინა.

**დიაგრამა 3.3** ინფლაცია იმპორტირებულ და ადგილობრივ საქონელზე



წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკი

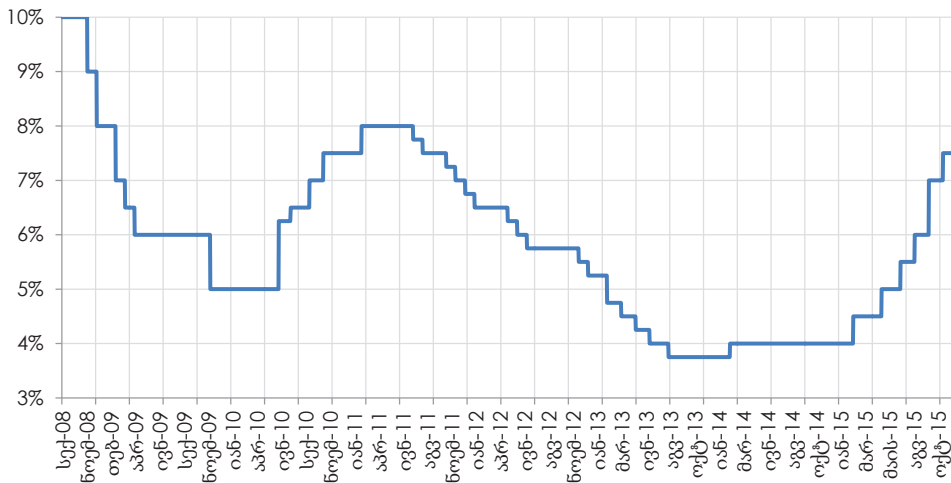
რეგიონში გეოპოლიტიკური რისკების რეალიზაციამ და შედეგად ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური სიტუაციის გაუარესებამ ასახვა ჰპოვა საქართველოს ეკონომიკაზე. განვითარებულმა მოვლენებმა უარყოფითად იმოქმედა საგარეო მოთხოვნაზე. შემცირდა როგორც ექსპორტი, ისე ფულადი გზავნილები. ამგვარად, საგარეო და შიდა მოთხოვნაზე შენელების მიმართულებით მოქმედმა ფაქტორებმა მთლიანი შიდა პროდუქტის პოტენციურ დონესთან ჩამორჩენის გაღრმავება განაპირობა. შესაბამისად, სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებს.

« სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებს.

## 4. მონეტარული პოლიტიკა

2015 წლის დასაწყისიდან გაძლიერდა საგარეო შოკების გადმოცემა საქართველოს ეკონომიკაზე. ეკონომიკური ტენდენციების გაუარესება ჩვენს ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში აისახა ექსპორტისა და ფულადი გზავნილების შემცირებაში, რაც საგარეო და საშინაო მოთხოვნაზე კლების მიმართულებით მოქმედებდა. წარმოქმნილი საგარეო დისბალანსის ფონზე, გაუფასურდა ნომინალური გაცვლითი კურსი და გაიზარდა იმპორტის არხით მომდინარე ზეწოლა ინფლაციის მაჩვენებელზე. პარალელურად, მაღალი დოლარიზაციის პირობებში, შუალედურ ხარჯებზე ზეწოლის მიმართულებით მოქმედებს გაცვლითი კურსის გაუფასურება აშშ დოლარის მიმართ. ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე მატულობს ინფლაციური მოლოდინები. გაზრდილი ინფლაციური მოლოდინები აისახება ინფლაციის მიზნობრივი დონიდან გადახრის რისკებზე საშუალოვადიანი პერიოდისთვის. არსებულ ვითარებაში, ინფლაციური რისკების შესამცირებლად, ეროვნულმა ბანკმა მიზანშეწონილად მიიჩნია მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება. 2015 წლის თებერვალ-სექტემბერის პერიოდში, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის გადაწყვეტილებების თანახმად, რეფინანსირების განაკვეთი ეტაპობრივად 3.0 პროცენტული პუნქტით, 7.0 პროცენტამდე გაიზარდა. ამასთან, მუდმივმოქმედ რეფინანსირების სესხზე არსებულმა საპროცენტო განაკვეთმა 50 საბაზისო პუნქტით მოიმატა პოლიტიკის განაკვეთს პლიუს 150 საბაზისო პუნქტამდე.

დიაგრამა 4.1 ბონეტარული პოლიტიკის ბანაკებით



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის ბოლო შეხვედრა 4 ნოემბერს გაიმართა, რომელზეც მიღებულ იქნა გადაწყვეტილება მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის 50 საბაზისო პუნქტით გაზრდის შესახებ. აღნიშნული გადაწყვეტილების საფუძველს წარმოადგენდა ქვეყანაში და მის გარეთ მიმდინარე მაკროეკონომიკური პროცესების ანალიზი, რომლის მიხედვითაც საქართველოს ეროვნული ბანკი აგრძელებს მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებას გაზრდილი ინფლაციური მოლოდინების საპასუხოდ. მონეტარული პოლიტიკის შემდგომი ცვლილება დამოკიდებული იქნება ინფლაციის საპროგნოზო მაჩვენებელზე, მასზე მოქმედ ფაქტორებზე და ზოგადად ეკონომიკაში არსებულ ვითარებაზე.

2015 წლიდან ინფლაციის მაჩვენებელი ზრდის ტენდენციით ხასიათდებოდა და ეტაპობრივად უახლოვდებოდა საქართველოს ეროვნული ბანკის მიზნობრივ 5%-იან მაჩვენებელს. გაცვლითი კურსის გაუფასურებით გამოწვეულ ფასების ზრდას ნაწილობრივ აბალანსებდა საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე და

« მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა 4 ნოემბრის სხდომაზე პოლიტიკის განაკვეთი 50 საბაზისო პუნქტით 7.5%-მდე გაზარდა.

ნავთობზე არსებული დაბალი ფასები. თუმცა, ნავთობის ფასების ეფექტი ეტაპობრივად შემცირდა. 2015 წლის ოქტომბერში მთლიანი ინფლაციის მაჩვენებელმა 5.8%-ს შეადგინა, რაც ძირითადად განპირობებული იყო შუალედური ხარჯების, ცალკეული იმპორტირებული საქონლის და ადმინისტრირებადი (მ.შ. ელ. ენერჯის) ფასების ზრდით.

შიდა მოთხოვნა კვლავ შესუსტებული რჩება. წინასწარი ინფორმაციით, 2015 წლის მესამე კვარტალში ეკონომიკის რეალური ზრდა 2.5%-ს, ხოლო 9 თვის საშუალო ზრდა 2.7%-ს შეადგენს. საკრედიტო აქტივობაც შენელებულია: პორტფელის ზრდა მესამე კვარტალის მდგომარეობით 12.8%-ს შეადგენს (კურსის ეფექტის გარეშე). მოთხოვნის სისუსტეზე მიუთითებს ასევე იმპორტის მნიშვნელოვანი კლება.

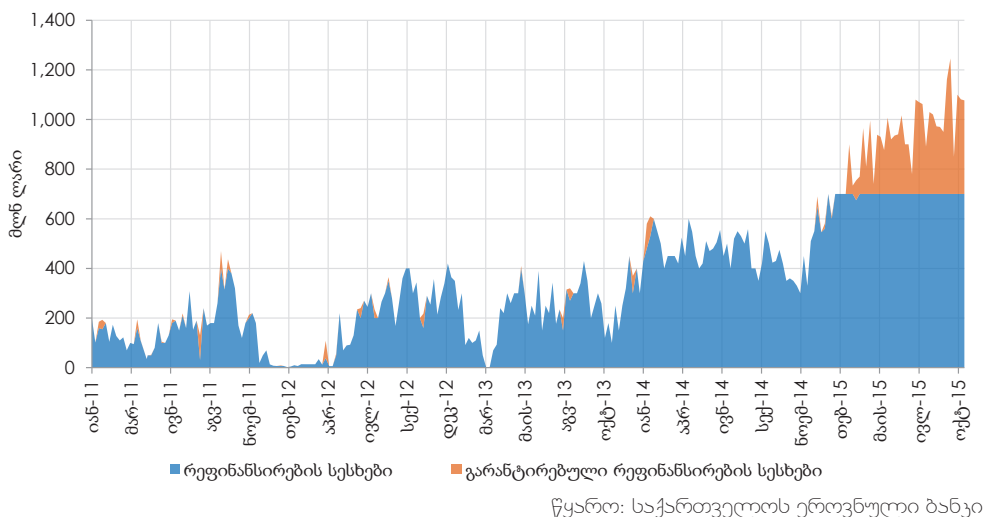
2015 წლის დასაწყისიდან ძლიერი იყო საგარეო სექტორში განვითარებული უარყოფითი მოვლენების გადმოცემა საქართველოს ეკონომიკაზე. სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში გაუარესებული ეკონომიკური ვითარების ფონზე, საგარეო მოთხოვნა მნიშვნელოვნად შემცირდა. წლის პირველ კვარტალში რეგისტრირებული ექსპორტის მოცულობა 28%-ით, ხოლო იმპორტი 2%-ით შემცირდა. თუმცა, 2015 წლის მეორე და მესამე კვარტალში, ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურების ფონზე, ექსპორტის კლების ტემპი შემცირების ტენდენციით ხასიათდება. გარდა ამისა, ამოქმედდა გაცვლითი კურსის გაუფასურების მაკორექტირებელი ეფექტი, რაც იმპორტის მკვეთრ კლებაში გამოიხატება. მეორე და მესამე კვარტალების პერიოდში, ექსპორტის წლიური კლება 21%-მდე შემცირდა, ხოლო იმპორტის წლიური კლება საპირისპიროდ, 19%-მდე გაიზარდა (გრანტით მიღებული C ჰეპატიტის წამლების იმპორტის გარეშე). რაც შეეხება ფულად გზავნილებს, ივლის-სექტემბერში ადგილი ჰქონდა 34%-იან შემცირებას, რაც წინა თვეებთან შედარებით გაუარესებული მაჩვენებელია. აქ საგულისხმოა ის ფაქტი, რომ გაუარესება საბერძნეთიდან გადმორიცხვების მკვეთრი შემცირების შედეგია, რაც აღნიშნულ პერიოდში ამ ქვეყანაში მიმდინარე პროცესებმა განაპირობა. მეორე და მესამე კვარტალებში გაუმჯობესდა ტურისტული შემოსავლების დინამიკა და დადებითი ტენდენცია ოქტომბრის თვეშიც გაგრძელდა.

არსებული პროგნოზების მიხედვით, მოსალოდნელია, რომ ინფლაცია დროებით გადააჭარბებს მიზნობრივ მაჩვენებელს 2016 წლის დასაწყისში და შემდეგ ეტაპობრივად შემცირდება მიზნობრივ დონემდე. ინფლაციის მაჩვენებელზე ზრდის მიმართულებით მოქმედ რისკებში გასათვალისწინებელია მოლოდინების გაუარესება, კომუნალური გადასახადების ზრდის მეორე რაუნდის ეფექტები, მოსალოდნელზე მაღალი ერთობლივი მოთხოვნა. შემცირების მიმართულებით არსებულ რისკებში გასათვალისწინებელია მოსალოდნელზე სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა და ჩვენი პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების გაუფასურება, რაც ინფლაციაზე მოკლევადიან პერიოდში შემცირების მიმართულებით იმოქმედებს.

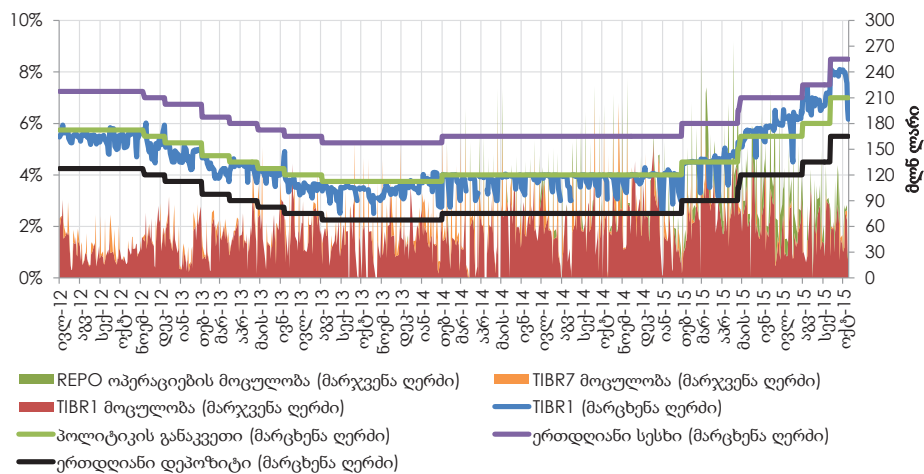
ამგვარად, საგარეო რისკებისა და ადგილობრივი ფაქტორების გათვალისწინებით, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა ამ ეტაპზე მიზანშეწონილად მიიჩნია პოლიტიკის განაკვეთის 50 საბაზისო პუნქტით გაზრდა.

მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობისათვის მნიშვნელოვანია, რომ მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილება აისახოს ბანკთაშორის საპროცენტო განაკვეთზე და საბოლოოდ გავლენა მოახდინოს რეალურ ეკონომიკაზე. საბანკო სისტემაში ამჟამად არსებული მოკლევადიანი ლიკვიდობის მოცულობა საშუალებას აძლევს კომერციულ ბანკებს მათთვის საჭირო დამატებითი სახსრები ეროვნული ბანკის მთავარი ინსტრუმენტის - რეფინანსირების სესხების საშუალებით მიიღონ. მოცემული მომენტისთვის ამ ინსტრუმენტზე მოთხოვნა წინა წელთან შედარებით მაღალია. იმის გათვალისწინებით, რომ არ ხდება ამ გაზრდილი მოთხოვნის სრული დაკმაყოფილება რეფინანსირების აუქციონზე, საბანკო სექტორი საჭირო ლიკვიდობის მისაღებად დამატებით მუდმივმოქმედ რეფინანსირების ინსტრუმენტს და ერთდღიან სესხებს მიმართავს, რომელთა საპროცენტო განაკვეთი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს 150 საბაზისო პუნქტით აღემატება. ამის გათვალისწინებით გაიზარდა ბანკთაშორისი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთებიც. შედეგად, ბოლო პერიოდში ბანკთაშორის ფულად ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთები აღემატება პოლიტიკის განაკვეთს და მასზე მაღალ დონეზე მერყეობს (იხ. დიაგრამა 4.3).

დიაგრამა 4.2 რეფინანსირების სესხები



დიაგრამა 4.3 ბანკთაშორისი ფულადი ბაზარი



« ბოლო პერიოდში ბანკთაშორისი ფულადი ბაზრის განაკვეთები გაზრდილია და პოლიტიკის განაკვეთზე მაღლა მერყეობს.

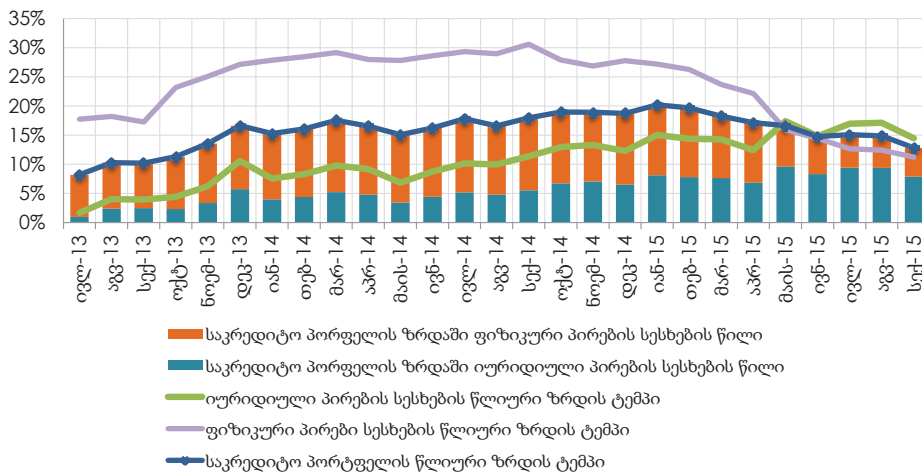
## 5. ფინანსური გარემო და ტენდენციები

### 5.1 სასხაბო

2015 წლის მესამე კვარტალში შემცირდა საკრედიტო პორტფელის წლიური ზრდის ტემპი და სექტემბერში, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით, 12.8% შეადგინა. საკრედიტო პორტფელის ზრდა დაბალანსებული იყო საცალო და იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხების მხრივ. ფიზიკური პირების დაკრედიტების წლიური ზრდა წინა კვარტალთან შედარებით შემცირდა, რაც ეკონომიკური აქტივობის შესუსტებით და გაცვლითი კურსის გაუფასურების შედეგად იმპორტულ საქონელზე მოთხოვნის შემცირებით იყო გამოწვეული. იურიდიული პირების დაკრედიტება სტაბილურ ზრდას განაგრძობს. აღსანიშნავია, რომ სექტემბერში ივნისთან შედარებით ცვლადპროცენტუანი ეროვნული ვალუტით გაცემული ბიზნეს სესხები 17%-ით გაიზარდა, თუმცა მათი წილი მთლიან ბიზნეს სესხებში ჯერ კიდევ მცირეა (7%).

«ფიზიკური პირების დაკრედიტების წლიური ზრდა წინა კვარტალთან შედარებით შემცირდა, რაც ეკონომიკური აქტივობის შესუსტებით და გაცვლითი კურსის გაუფასურების შედეგად იმპორტულ საქონელზე მოთხოვნის შემცირებით იყო გამოწვეული.»

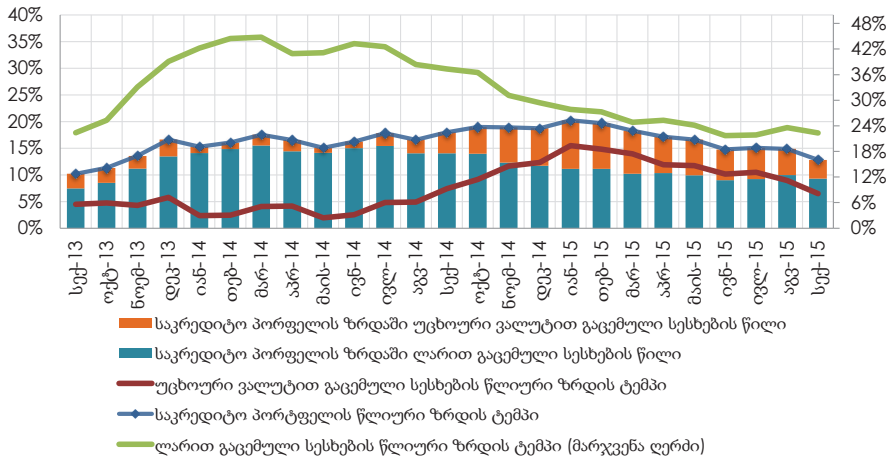
ღიაბრამა 5.1 ფიზიკურ და იურიდიულ პირებზე გაცემული სასხაბო (ბაცვლითი კურსის ეფექტის ბარათი)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ვალუტების ჭრილში, საკრედიტო პორტფელის ზრდა მნიშვნელოვანწილად ეროვნული ვალუტით გაცემულმა სესხებმა განაპირობა. სექტემბერში უცხოური ვალუტით დენომინირებული პორტფელის წლიური ზრდა 6.5%-მდე შემცირდა, ხოლო ლარის პორტფელის ზრდამ 22.3% შეადგინა.

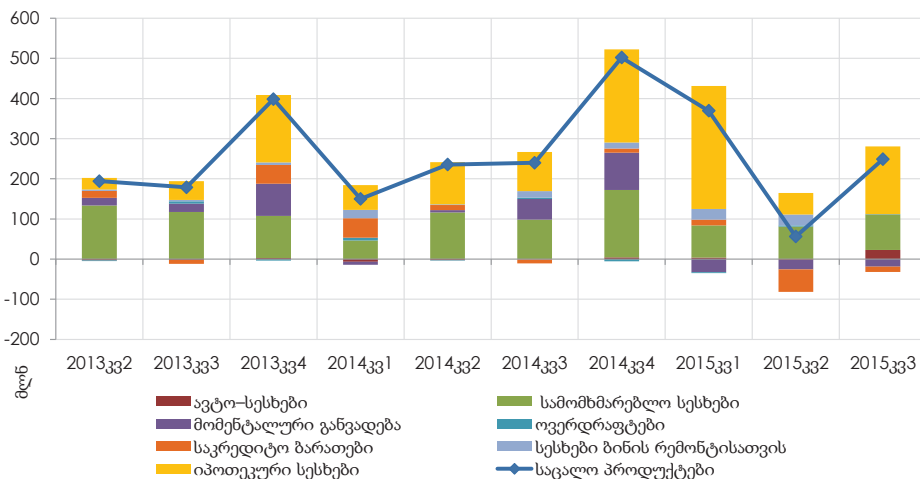
დიაგრამა 5.2 ლარის და უცხოური ვალუტის სესხები (ბაცვლითი კურსის ეფექტის ბარათი)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

სექტემბერში ივნისთან შედარებით ფიზიკური პირების საკრედიტო პორტფელი 250 მლნ ლარით გაიზარდა, რაც მნიშვნელოვანწილად გაცვლითი კურსის ცვლილების ეფექტს ასახავს. კურსის ეფექტის გამორიცხვით ფიზიკური პირების დაკრედიტების ზრდამ 95 მლნ ლარი შეადგინა. პროდუქტების ჭრილში, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით, წინა კვარტალთან შედარებით იპოთეკური და სამომხმარებლო სესხების მოცულობა, შესაბამისად 57 და 52 მლნ ლარით გაიზარდა. ვალუტების ჭრილში თუ შევხედავთ, იპოთეკური სესხების ზრდა ძირითადად დოლარით გაცემულმა სესხება განაპირობა (17 მლნ დოლარი და 20 მლნ ლარი), ხოლო სამომხმარებლო სესხების ზრდა ლარით გაცემულმა სესხებმა განაპირობა (60 მლნ ლარი). მომენტალური განვადებების და საკრედიტო ბარათების მოცულობა 30 მლნ ლარით შემცირდა. ამ უკანასკნელით ძირითადად იმპორტის დაფინანსება ხდება. შესაბამისად, მათი შენელებული ზრდა, ერთი მხრივ, იმპორტზე შემცირებულ მოთხოვნას ასახავს, ხოლო, მეორე მხრივ, ხელს უწყობს უცხოურ ვალუტაზე მოთხოვნის შემცირებას. საკრედიტო კვლევის პირობების მიხედვით, საბანკო სექტორის წარმომადგენლები მომდევნო

დიაგრამა 5.3 ფიზიკურ პირებზე ბაცვლითი სესხები, კვარტალური ზრდა, მლნ ლარი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

კვარტალში ფიზიკური პირების სესხებზე მოთხოვნის გაუმჯობესებას არ ელიან.

იურიდიული პირების საკრედიტო პორტფელის წლიური ზრდა სექტემბერში ივნისთან შედარებით 0.3 პპ-ით შემცირდა და 14.5%<sup>12</sup> შეადგინა. საკრედიტო პირობების კვლევის მიხედვით, 2015 წლის მესამე კვარტალში ბანკებმა საპროცენტო და არასაპროცენტო პირობები კვლავ გაამკაცრეს, რაც გამოწვეული იყო საგარეო შოკის ფონზე ბანკების მიერ ეკონომიკური მოლოდინების

12 გაცვლითი კურსის ცვლილების ეფექტის გამორიცხვით.

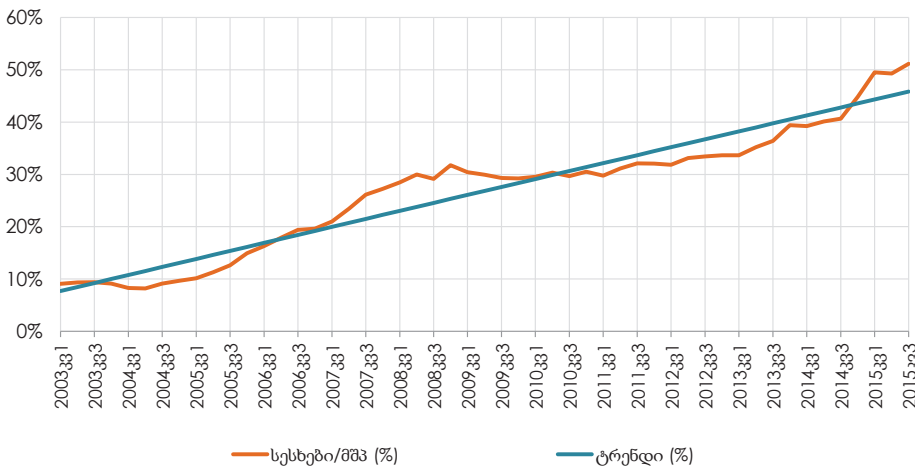


გაუარესებით. ბიზნეს სესხების ზრდა სექტორულ ჭრილში განპირობებული იყო მშენებლობის, ვაჭრობის, სოფლის მეურნეობისა და გადამამუშავებელი სექტორების დაკრედიტებით, ხოლო ტრანსპორტისა და ენერჯეტიკის სექტორების ზრდა უმნიშვნელო იყო. საბანკო სექტორის მონაწილეების მოლოდინი მომდევნო კვარტალში ბიზნეს სესხების მოთხოვნის ზრდაზე პოზიტიურია. სავალუტო ჭრილში, ეროვნული ვალუტით გაცემული სესხების, ხოლო სექტორულ ჭრილში ვაჭრობის სექტორზე გაცემული სესხების გააქტიურებას ელოდებიან.

ბოლო წლებში სესხების მშპ-სთან ფარდობა<sup>13</sup> ტრენდს<sup>14</sup> მნიშვნელოვანი რყევების გარეშე მიყვებოდა. თუმცა, პირველ კვარტალში გაცვლითი კურსის ცვლილების შედეგად, სესხების მშპ-სთან ფარდობა მნიშვნელოვნად გაიზარდა. მესამე კვარტალში წინა კვარტალთან შედარებით აღნიშნული კოეფიციენტი 1.9 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა და 51.1% შეადგინა. შედეგად სესხების მშპ-სთან ფარდობა 5.3 პროცენტული პუნქტით აღემატება ტრენდს.

« საბანკო სექტორის მონაწილეები ელოდებიან სავალუტო ჭრილში, ეროვნული ვალუტით გაცემული სესხების, ხოლო სექტორულ ჭრილში ვაჭრობის სექტორზე გაცემული სესხების გააქტიურებას.

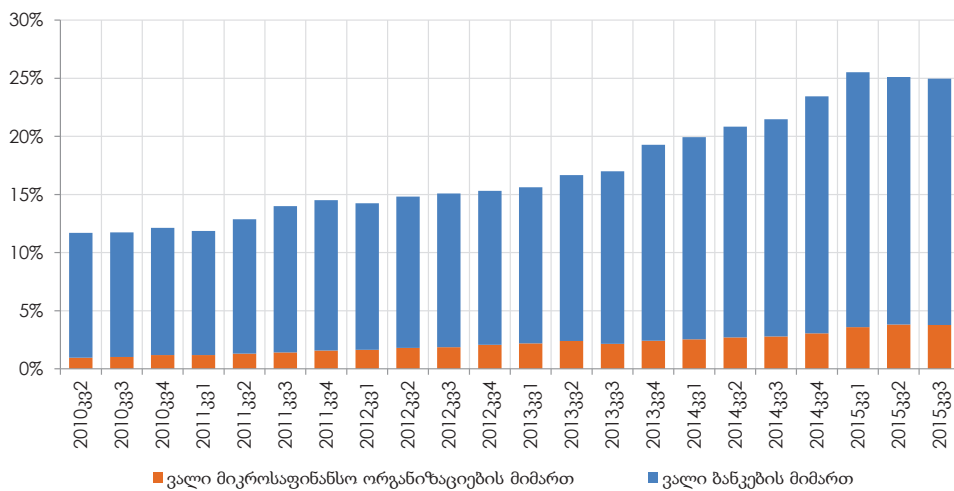
დიაგრამა 5.4 სესხების მშპ-სთან ფარდობის ბაზი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

2015 წლის მესამე კვარტალში წინა კვარტალთან შედარებით ფიზიკურ პირებზე გაცემული სესხების ფარდობა წმინდა განკარგვად შემოსავალთან 0.1 პროცენტული პუნქტით შემცირდა და 25% შეადგინა. ფიზიკურ პირებზე გაცემული სესხების ძირითად წილს (85%) კომერციული ბანკების მიმართ დავალიანება შეადგენს.

დიაგრამა 5.5 ფიზიკურ პირებზე გაცემული სესხების ფარდობა წმინდა ბანაარბვად შემოსავალთან



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

13 სესხების მშპ-სთან ფარდობის გაბი შეთავაზებულ იქნა ბაზელის კომიტეტის მიერ როგორც ათვლის წერტილი კაპიტალის ბუფერის დასაგროვებლად. სხვა საზომებთან შედარებით სესხების მშპ-სთან ფარდობის გაბი ყველაზე უკეთ აფასდება მოსალოდნელ კრიზისს. სესხები მოიცავს კომერციული ბანკების მიერ გაცემულ სესხებს, გარდა ბანკთაშორისი და სამთავრობო სექტორებისა.

14 ტრენდის შესაფასებლად გამოყენებულია HP ფილტრი და ბაზელის რეკომენდაციის გათვალისწინებით ლაშბდა არის 400 000-ის ტოლი.

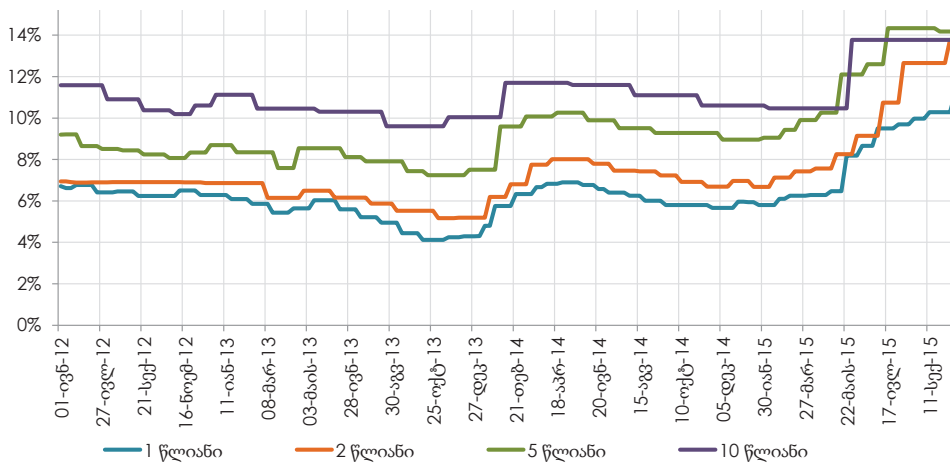
წინა კვარტალთან შედარებით უმოქმედო სესხების წილი 0.6 პპ-ით შემცირდა და 7.6% შეადგინა. აღსანიშნავია, რომ სექტემბრის მონაცემებით, იენისთან შედარებით უმოქმედო სესხების წილი ეროვნული ვალუტით 0.1 პპ-ით გაიზარდა და 5% შეადგინა, ხოლო უცხოური ვალუტით უმოქმედო სესხების წილი 1 პპ-ით შემცირდა და 9.3% შეადგინა. სესხების ჩამოწერებმა მესამე კვარტალში 79 მილიონი ლარი შეადგინა, რამაც უმოქმედო სესხების წილი 0.5 პპ-ით შეამცირა.

5.2 საპროცენტო ბანაკვითები და საკრედიტო პირობები

ნოემბერში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი 0.5 პპ-ით გაიზარდა და 7.5% შეადგინა. 2015 წლის მესამე კვარტალში წინა კვარტალთან შედარებით განაკვეთები გაიზარდა ყველა ვადიანობის სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებზე, რაც მოკლევადიანი სეგმენტისათვის დიდწილად ინფლაციურმა მოლოდინებმა და მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებამ, ხოლო საშუალო და გრძელვადიანი სეგმენტისათვის საქართველოს ეროვნული ბანკის ინსტრუმენტების არასწორი კრიტიკის ფონზე ლიკვიდურობის რისკის ზრდამ განაპირობა. (იხ. დიაგრამა 5.6).

«სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებზე განაკვეთების ზრდა, მოკლევადიანი სეგმენტისათვის დიდწილად ინფლაციურმა მოლოდინებმა და მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებამ, ხოლო საშუალო და გრძელვადიანი სეგმენტისათვის საქართველოს ეროვნული ბანკის ინსტრუმენტების არასწორი კრიტიკის ფონზე ლიკვიდურობის რისკის ზრდამ განაპირობა.»

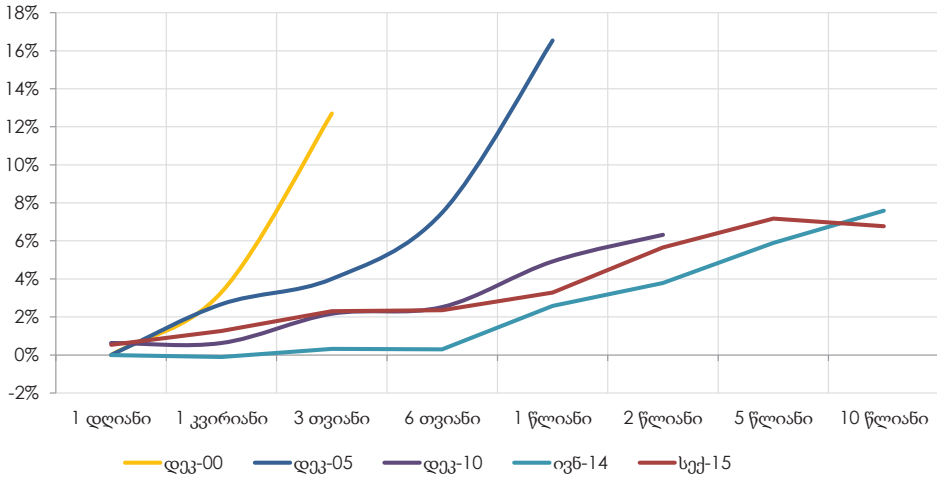
დიაგრამა 5.6 საპროცენტო ბანაკვითები სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ლიკვიდობის რისკის გარდა, გრძელვადიანსა და მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს შორის სპრედზე ზრდის მიმართულებით იმოქმედა ინფლაციური მოლოდინებიდან გამომდინარე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შესაძლო ზრდის მოლოდინმა. ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის არსებული ჩარჩო წლების განმავლობაში უზრუნველყოფდა ლიკვიდურობის რისკის შემცირებას, რაც გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების შემცირების ტრენდსა და საკრედიტო რესურსის გააიფებაზე აისახა, რამაც, თავის მხრივ, შიდა ინვესტიციებსა და ეკონომიკურ ზრდას შეუწყო ხელი. შესაბამისად, ეროვნული ბანკზე ზეწოლის ფონზე გაზრდილი ლიკვიდურობის რისკი უარყოფითად აისახება ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებაზე.

დიაგრამა 5.7 საჩრდი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის და სარეგულაციო ბიზნესის მრუდს შორის

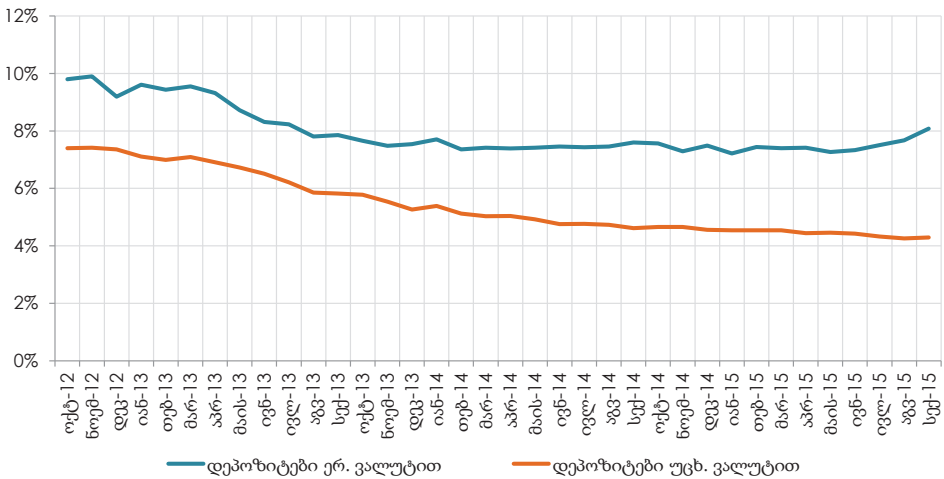


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

წინა კვარტალთან შედარებით, საპროცენტო განაკვეთი ეროვნული ვალუტით განთავსებულ დეპოზიტებზე 0.7 პპ-ით გაიზარდა და შესაბამისად 8.1% შეადგინა, ხოლო უცხოური ვალუტის დეპოზიტზე საპროცენტო განაკვეთი 0.1 პპ-ით შემცირდა და 4.3%-ს გაუტოლდა. ლარის დეპოზიტზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდა მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებამ და ლარის დეპოზიტზე შემცირებულმა მოთხოვნამ განაპირობა. საკრედიტო პირობების კვლევის მიხედვით, მომდევნო კვარტალში საბანკო სექტორის მონაწილეები დოლარის რესურსზე ხარჯის ცვლილებას არ მოელოდნენ, თუმცა, შესაძლოა მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრების, ლარის სესხებზე მოთხოვნის გააქტიურების პარალელურად, ლარის დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთები კვლავ გაიზარდოს.

« მომდევნო კვარტალში საბანკო სექტორის მონაწილეები ლარის დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთების ზრდას ელოდნენ.

დიაგრამა 5.8 საშუალო საპროცენტო განაკვეთები დეპოზიტების ნაშთი

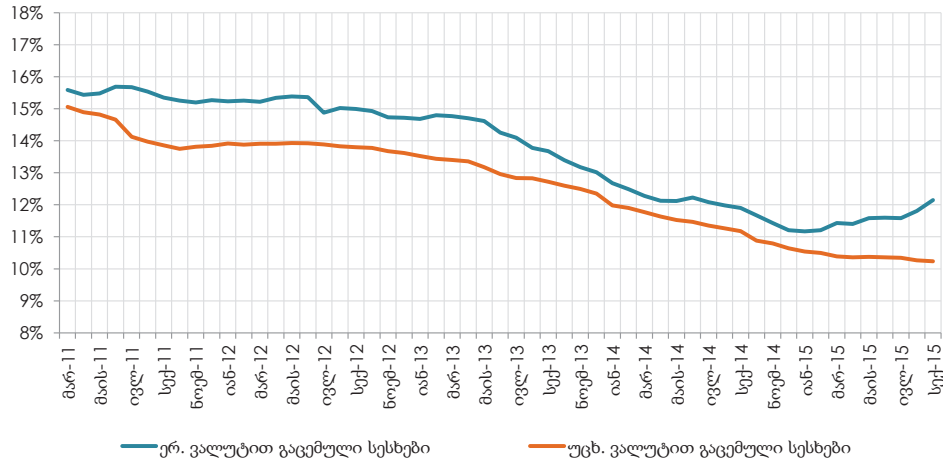


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

საკრედიტო პირობების კვლევის მიხედვით, 2015 წლის მესამე კვარტალში, წინა კვარტალთან შედარებით, დაკრედიტების პირობები იურიდიული და ფიზიკური პირებისათვის გამკაცრდა. გამკაცრება შეეხო როგორც საპროცენტო, ისე არასაპროცენტო პირობებს. მიწოდების პირობების გამკაცრება ეკონომიკური ტენდენციებით, რისკებისადმი მიდრეკილების შემცირებით, ფინანსური რესურსის ხარჯის ზრდითა და შერბილებული მონეტარული პოლიტიკიდან გამოსვლით იყო განპირობებული. სექტემბერში ივნისთან შედარებით განაკვეთები მცირე და საშუალო ბიზნესისათვის გაცემულ სესხების ნაკადებზე 0.5 პპ-ით გაიზარდა და 13.8% შეადგინა. კორპორატიული სესხების ნაკადებზე განაკვეთები 0.2 პპ-ით გაიზარდა და 11.6%-ს გაუტოლდა, ხოლო საცალო სესხებზე განაკვეთები 0.1 პპ-ით გაიზარდა და 17.5% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 5.10). სექტემბრის მონაცემების მიხედვით ივნისთან შედარებით საშუალო საპროცენტო

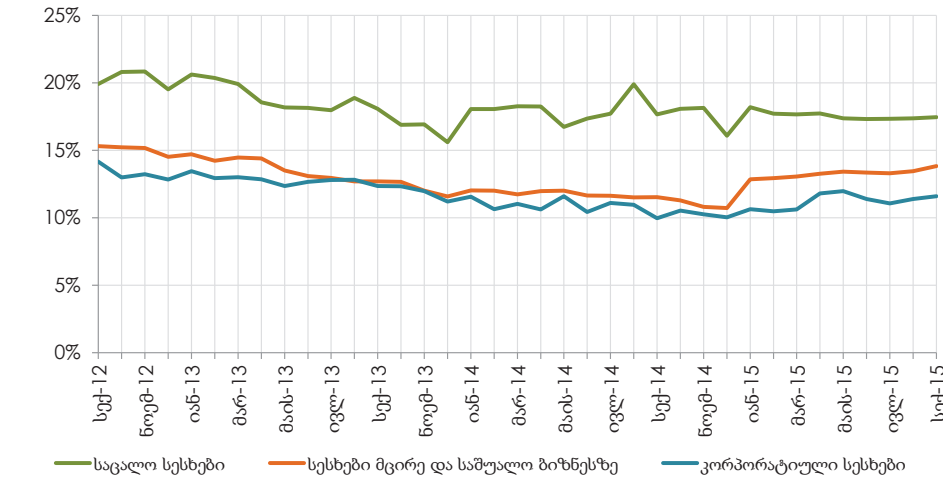
განაკვეთები იურიდიულ პირებზე ეროვნული ვალუტით გაცემული სესხების ნაშთზე 0.6 პპ-ით გაიზარდა, ხოლო უცხოური ვალუტით გაცემული სესხების ნაშთზე 0.1 პპ-ით შემცირდა. (იხ. დიაგრამა 5.9). გამოკითხულთა მოლოდინების მიხედვით, მომდევნო კვარტალში დაკრედიტების არასაპროცენტო პირობების ცვლილება არ იგეგმება, თუმცა ეროვნული ვალუტით გაცემულ სესხებზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდის ტენდენცია შესაძლოა გაგრძელდეს.

დიაგრამა 5.9 იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხების ნაშთი საშუალო საპროცენტო ბანაკებითა



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

დიაგრამა 5.10 საშუალო საპროცენტო ბანაკებითა სესხების ნააღებზე



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

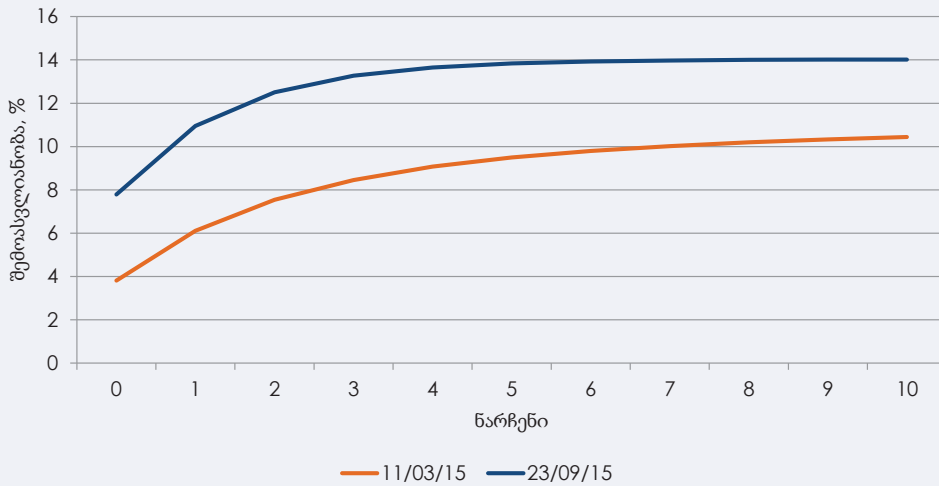
## რანართი. ლარის შემოსავლიანობის მრუდი

2015 წლის ნოემბრიდან საქართველოს ეროვნული ბანკი იწყებს ლარის ინდიკატური შემოსავლიანობის მრუდის გამოქვეყნებას. მრუდის გამოთვლის მეთოდოლოგია შემუშავდა უცხოელი ექსპერტების დახმარებით და ითვალისწინებს საქართველოში არსებული კაპიტალის ბაზრის სპეციფიკას.

ლარის ინდიკატური შემოსავლიანობის მრუდი ასახავს საქართველოს ბაზარზე არსებული ურისკო ფასიანი ქაღალდების, კერძოდ კი, სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულებებისა და სებ-ის სადეპოზიტო სერტიფიკატებზე დაფიქსირებულ შემოსავლიანობას.

ურისკო შემოსავლიანობის მრუდი განვითარებული ფინანსური ბაზრებისათვის დამახასიათებელი მნიშვნელოვანი ატრიბუტია. ის აჩვენებს, თუ რა მინიმალური შემოსავლიანობა არის მისაღები ინვესტორისათვის ურისკო ინვესტიციის პირობებში და ითვალისწინებს მრავალ ფაქტორს, როგორებიცაა ინფლაციის მოლოდინები, საპროცენტო განაკვეთების მოსალოდნელი ცვლილებები და ა.შ. მაგალითად, შემოსავლიანობის მრუდის გრძელვადიანი ნაწილის ზრდა მიუთითებს იმაზე, რომ მატულობს ინფლაციის მოლოდინი, შესაბამისად

დიაგრამა 5.11 ლარის შემოსავლიანობის მრუდი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ინვესტორები ითხოვენ უფრო მაღალ შემოსავლიანობას გრძელვადიანი ინვესტიციების განხორციელებისას, რათა დააკომპენსირონ შემცირებული მსყიდველობითი უნარიანობა.

ლარის ინდიკატური შემოსავლიანობის მრუდის გამოქვეყნება წარმოადგენს მნიშვნელოვან ნაბიჯს საქართველოს კაპიტალის ბაზრის განვითარების მიმართულებით.

მის საფუძველზე გამარტივდება ახალი სახაზინო ვალდებულებების ფასდადება. ამავდროულად ბაზრის მონაწილეებს გაუმარტივდებათ სხვადასხვა ვადიანობის, საკრედიტო რისკის შემცველი, ობლიგაციების ფასდადება, ურისკო განაკვეთებზე საკრედიტო სპრედის დამატების გზით. ასეთ შემთხვევებში, საკრედიტო სპრედის მოცულობა დამოკიდებული იქნება ემიტენტი ორგანიზაციის საკრედიტო რისკზე.

ლარის ინდიკატური შემოსავლიანობის მრუდის არსებობა აგრეთვე ხელს შეუწყობს სახაზინო ვალდებულებების მეორადი ბაზრის გააქტიურებას. ინდიკატური შემოსავლიანობის განაკვეთების არსებობა გააადვილებს ბაზრის მონაწილეებს გარიგების ფასზე შეთანხმებას, რაც გაზრდის მეორად ბაზარზე დადებული გარიგებების მოცულობებს და სიხშირეს.

შემოსავლიანობის მრუდის საფუძველზე აგრეთვე შესაძლებელია ფორვარდული შემოსავლიანობის მრუდის გამოთვლა, რომელშიც ასახულია მოსალოდნელი საპროცენტო განაკვეთები, რაც გააადვილებს ფორვარდული გარიგებების ფასდადებასაც.

ურისკო შემოსავლიანობის მრუდს ძალზე მნიშვნელოვანი გამოყენება აქვს აგრეთვე სხვადასხვა ფასდადების მოდელებშიც. მაგალითად, ფართოდ გავრცელებული ფინანსური აქტივების ფასდადების მოდელი (CAPM) ერთ-ერთ პარამეტრად იყენებს მოკლევადიანი ურისკო ვალდებულებების შემოსავლიანობას, რომლის საფუძველზეც ინვესტორებს შეუძლიათ მარტივად განსაზღვრონ სხვადასხვა რისკიანობის აქტივებისა თუ აქტივების მოთხოვნილი/აუცილებელი (required) შემოსავლიანობა.

ლარის ინდიკატური შემოსავლიანობის მრუდი ფარავს 10 წლამდე ვადიანობის მქონე ფასიან ქაღალდებს და მოიცავს ყოველკვირეულ მონაცემებს 2013 წლიდან. მრუდი ხელმისაწვდომია სებ-ის ვებ-გვერდზე და ვებ-პორტალის მეშვეობით შესაძლებელია სხვადასხვა პერიოდის მრუდების ერთმანეთთან შედარება და ისტორიული მონაცემების ექსელის ფორმატში ჩამოტვირთვა.

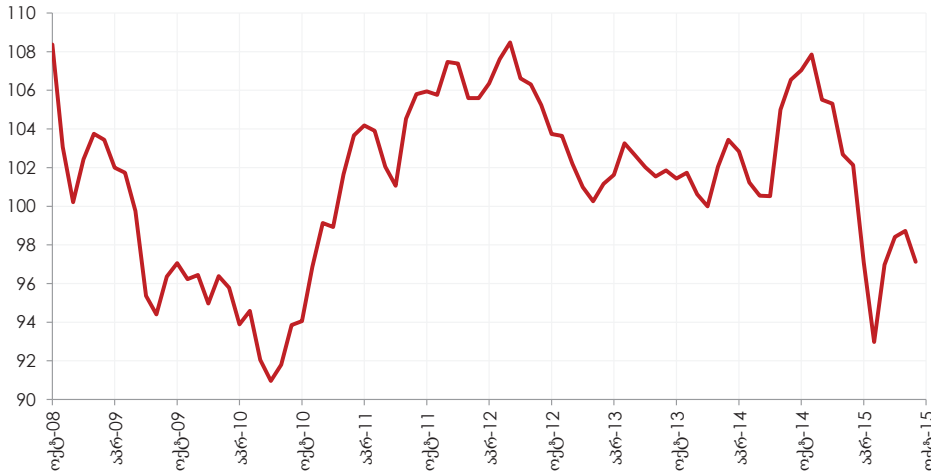
ლარის ინდიკატური შემოსავლიანობის მრუდი შეგიძლიათ იხილოთ ეროვნული ბანკის ვებ-გვერდზე შემდეგ ელ.მისამართზე: <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=643>

5.3 ბაცვლითი პურსი

2015 წლის სექტემბერში ლარი აშშ დოლარის მიმართ, ივნისთან შედარებით, 6%-ით გაუფასურდა და გაცვლითმა კურსმა საშუალოდ 2.4 შეადგინა. ლარი ასევე გაუფასურდა ევროსთან (6.2%-ით) და უკრაინულ ჰრივენასთან (3.3%-ით), ხოლო გამყარება დაფიქსირდა რუსულ რუბლთან (13.3%-ით) და თურქულ ლირასთან მიმართებაში (5.1%-ით). ზემოაღნიშნულ პერიოდში ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი 1.4%-ით გაუფასურდა, ხოლო წინა წლის სექტემბერთან შედარებით კი - 6.6%-ით.

რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი მიმდინარე წლის სექტემბერში 0.2%-ით გამყარდა მიმდინარე წლის ივნისთან შედარებით, ხოლო წინა წლის სექტემბერთან შედარებით კი - 8.8%-ითაა გაუფასურებული (იხ. დიაგრამა 5.12).

დიაგრამა 5.12 რეალური ეფექტური ბაცვლითი პურსი (ინდექსი იან. 2014=100)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

როგორც ცხრილი 5.1-დან ჩანს, მიმდინარე წლის სექტემბერში რეალური გაცვლითი კურსი, წინა წლის სექტემბერთან შედარებით, ყველა ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების მიმართ გაუფასურდა, გარდა რუსული რუბლისა.

ცხრილი 5.1 ეფექტური ბაცვლითი პურსების წლიური ცვლილება (2015 წლის სექტემბერი - 2014 წლის სექტემბერი)

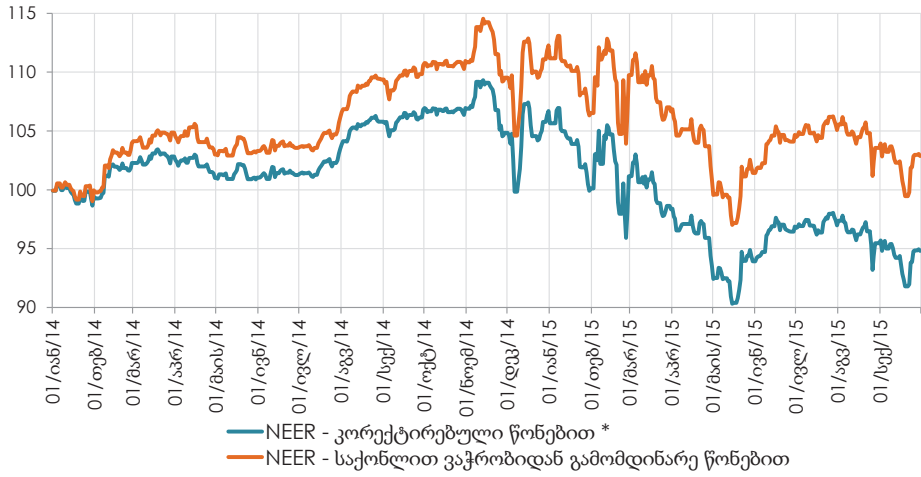
	ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ცვლილება, %	რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ცვლილება, %	წვლილი რეალურ ეფექტურ გაცვლით კურსში
ეფექტური გაცვლითი კურსი*	-6.6	-8.8	-8.8
ევროზონა	-16.3	-11.9	-2.5
თურქეთი	-0.7	-3.2	-0.6
უკრაინა	21.3	-16.0	-1.3
სომხეთი	-14.7	-13.1	-0.7
აშშ	-27.2	-23.4	-1.2
რუსეთი	28.3	16.7	1.5
აზერბაიჯანი	-3.1	-1.5	-0.2
დანარჩენი	-20.9	-17.5	-3.8

\* გაცვლითი კურსის ზრდა აღნიშნავს გამყარებას.

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ნომინალური ეფექტური კურსის მცირედ განსხვავებული სურათია სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით კორექტირებული და მომსახურების წონების გათვალისწინებით გამოთვლილი ინდექსის<sup>15</sup> შემთხვევაში. კერძოდ, ამგვარად კორექტირებული ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი მიმდინარე წლის სექტემბერში წლიურად 11%-ით, ხოლო მიმდინარე წლის ივნისთან შედარებით 2%-ით გაუფასურდა.

დიაგრამა 5.13 ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (ინდექსი იან. 2014=100)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

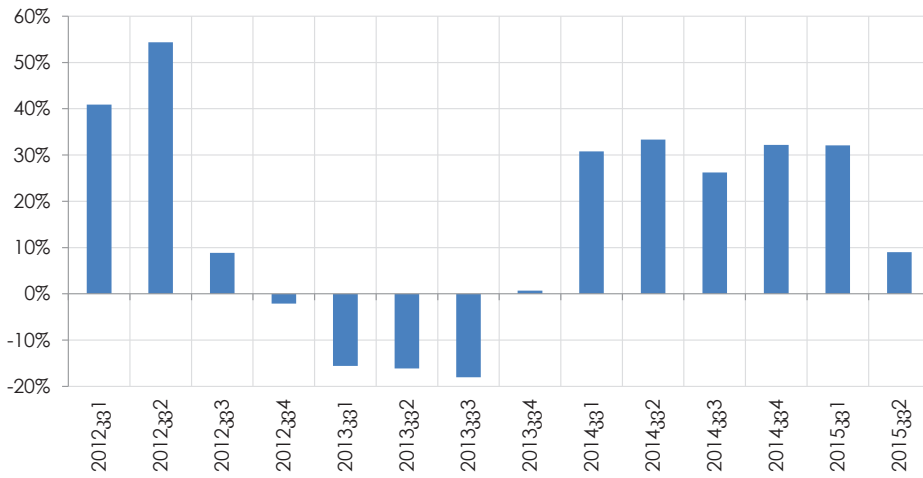
15 კორექტირებული ინდექსის გამოთვლისას წონები აიღება სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებთან მხოლოდ იმ საქონლისა და მომსახურების (კერძოდ, ტურიზმის) ვაჭრობის მიხედვით, რომელსაც ადგილი აქვს პარტნიორი ქვეყნის ადგილობრივი ვალუტით. სასაქონლო პროდუქტებით (წავთობი, სპილენძი, ხორბალი და სხვ.) ვაჭრობის წილი სრულეობით აქვს მინიჭებული აშშ დოლარის წონას, რადგან მათი ფასი სწორედ აშშ დოლარით განისაზღვრება საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე.

## 6. შიდა მოთხოვნა

2015 წლის მეორე კვარტალში მთლიანი შიდა პროდუქტის რეალურმა ზრდამ 2.5% შეადგინა. აღსანიშნავია, რომ პირველი კვარტალისგან განსხვავებით მშპ-ს ზრდის მთავარი ფაქტორი მოხმარება იყო. მეორე კვარტალში შენედა ინვესტიციების ზრდა (რაც ადრე მშპ-ს ზრდის მთავარი ფაქტორი იყო). კვლავ შემცირდა ექსპორტი, შედეგად ექსპორტისა და ინვესტიციების ზრდის კლების დაბალანსება კერძო მოხმარების ზრდით მოხდა. არსებული პროგნოზებით წლის მეორე ნახევარშიც ეკონომიკის ზრდის მთავარი ფაქტორი კვლავ კერძო მოხმარება იქნება.

2015 წლის მეორე კვარტალში კაპიტალის ფორმირების ზრდის ტემპი საგრძნობლად შენედა და მხოლოდ 9% შეადგინა. გასათვალისწინებელია, რომ 2014 წლის მეორე კვარტალში ინვესტიციები საკმაოდ მაღალი ტემპით იზრდებოდა და შედეგად, მიმდინარე წელს საბაზო ეფექტის ამოწურვის შემდეგ, ზრდის ტემპის გარკვეული შენელება მოსალოდნელი იყო. ინვესტიციების შემცირებაზე მიუთითებს ასევე კომერციული ბანკების მიერ იურიდიული პირების დაკრედიტების წლიური ზრდის შენელება. მესამე კვარტალში გაგრძელდა იურიდიულ პირების დაკრედიტების ზრდის ტემპის შემცირება, რაც შესაძლოა კაპიტალის ფორმირების ზრდის კვლავ შენელებაზე მიუთითებდეს.

ღიაბრამა 6.1 კაპიტალის ფორმირების წლიური ზრდის ტემპი



წყარო: საქსტატი

2015 მეორე კვარტალში შემცირდა როგორც საქონლისა და მომსახურების ექსპორტი, ასევე იმპორტი. შედეგად, წმინდა ექსპორტს მეორე კვარტალის მშპ-ის ზრდაში კვლავ უარყოფითი წვლილი ჰქონდა, თუმცა ბევრად ნაკლები, ვიდრე წინა კვარტალში. ექსპორტის შემცირება საგარეო შოკიდან მომდინარეობს, რაც გამოწვეულია სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში მოთხოვნის შესუსტებით. იმპორტის შემცირება კი ლარის კურსის გაუფასურების შედეგად იმპორტზე მოთხოვნის შემცირებას უკავშირდება. არსებული პროგნოზებით, 2015 წლის მომდევნო კვარტალებში მოსალოდნელია როგორც ექსპორტის, ასევე იმპორტის კლების ტენდენცია.

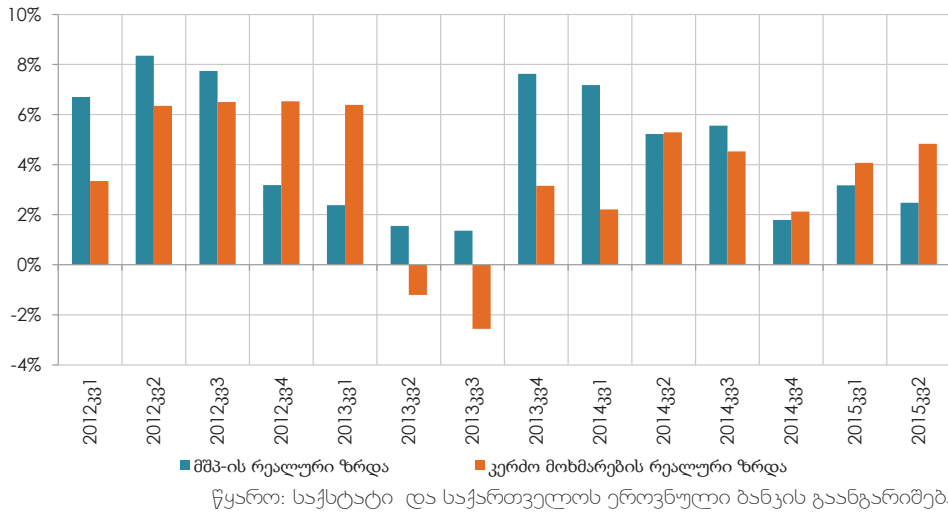
კერძო მოხმარების წლიური რეალური ზრდა<sup>16</sup> 2015 წლის მეორე კვარტალში პირველ კვარტალთან შედარებით ოდნავ გაიზარდა და 4.8 პროცენტი შეადგინა. საპირისპიროდ, სახელმწიფო სექტორში მოხმარებამ წლიური რეალური კლება

16 მოხმარების რეალური ზრდა დათვლილია საშუალო-წლიური ინფლაციის გათვალისწინებით; 2015 წლის მეორე კვარტალში კი მშპ-ს დეფლატორია გამოყენებული, რადგან ეს მაჩვენებელი უკეთ ასახავს ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურებით გამოწვეულ ეფექტს მოხმარებაზე.



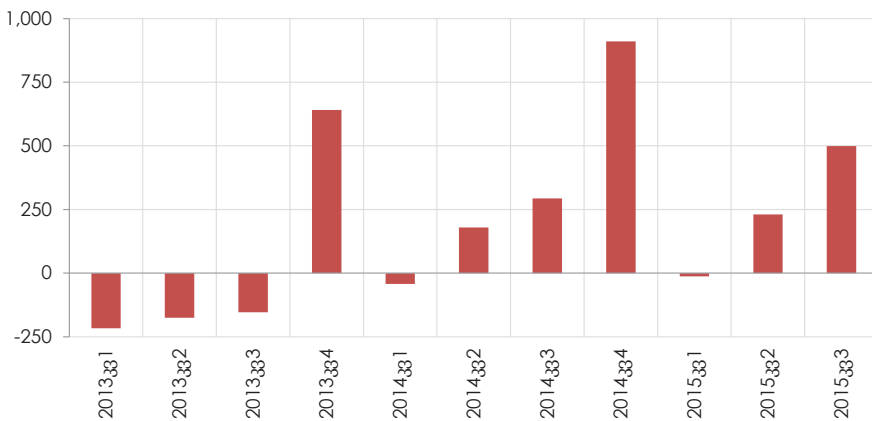
აჩვენა. მიუხედავად ამისა, კერძო სექტორის მოხმარების მაღალი ზრდის ტემპის გამო, სწორედ მოხმარება იყო მეორე კვარტალში ეკონომიკის ზრდის მთავარი მამოძრავებელი ძალა.

დიაგრამა 6.2 მშპ-ის და კერძო მოხმარების რეალური ზრდა



2015 წლის სამი კვარტალის ნაერთი ბიუჯეტის დეფიციტმა 469.1 მლნ ლარი შეადგინა, აქედან მესამე კვარტალის ბიუჯეტის დეფიციტი 238.4 მლნ ლარი იყო. არსებული პროგნოზით, 2015 წლის ნაერთი ბიუჯეტის დეფიციტმა 845 მლნ ლარი უნდა შეადგინოს. ამდენად, წლის ბოლო კვარტალში მოსალოდნელია ნაერთი ბიუჯეტის დეფიციტის ზრდა წინა კვარტალებთან შედარებით (რაც სეზონურად ახასიათებს ბიუჯეტს), თუმცა, წინა წელთან შედარებით, 2015 წელს წლიური ბიუჯეტის დეფიციტი უფრო თანაბრად არის განაწილებული კვარტალების მიხედვით.

დიაგრამა 6.3 ნაერთი ბიუჯეტის ნაზარდი ლაფიციტი (მლნ ლარი)



## 7. საგარეო მოთხოვნა და საგადასახდელო ბალანსი

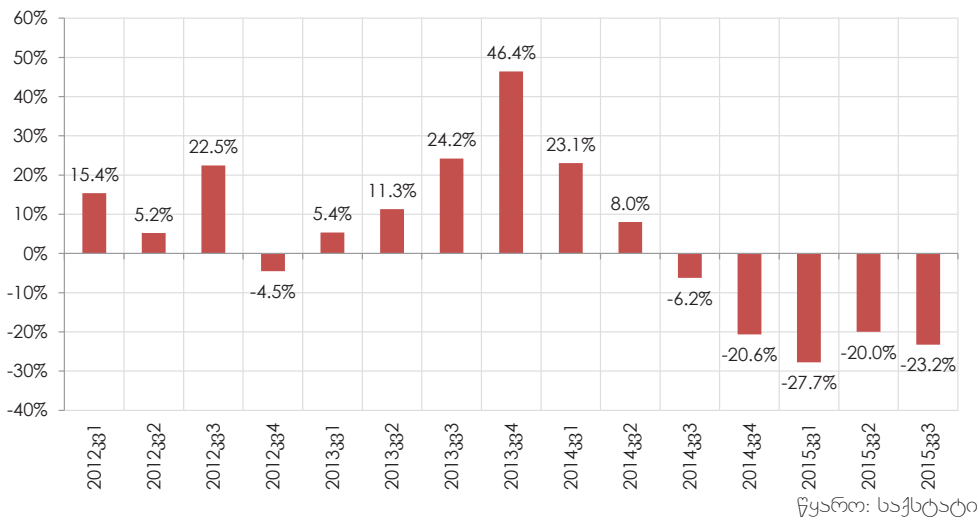
2015 წლის მეორე კვარტალში, საგარეო შოკების შედეგად შემცირდა საექსპორტო შემოსავლები, თუმცა პარალელურად სახეზე იყო გაცვლითი კურსის გაუფასურების მაკორექტირებელი ეფექტი, რომელმაც იმპორტის მნიშვნელოვანი კლება განაპირობა. შესაბამისად, წინა წლის ანალოგიურ პერიოდთან შედარებით მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი 16.6%-ით (აბსოლუტურ გამოსახულებაში 70 მლნ აშშ დოლარით) გაუმჯობესდა. შედეგად, მეორე კვარტალში, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მთლიანი შიდა პროდუქტის 10.4%-ს შეადგენს. არსებული პროგნოზებით, 2015 წლის მესამე კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის ფარდობა მშპ-სთან მკვეთრად, 3.2%-მდე გაუმჯობესდება, რაც 3.1 პროცენტული პუნქტით ნაკლებია წინა წლის შესაბამისი მაჩვენებელთან შედარებით.

« 2015 წლის მეორე კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი წინა წელთან შედარებით 0.03 პროცენტული პუნქტით შემცირდა და მშპ-ს 10.4% შეადგინა.

არსებული საგარეო შოკის პირობებში, ნომინალური გაცვლითი კურსის გაუფასურების ფონზე, წინასწარი მონაცემებით, 2015 წლის დარჩენილ პერიოდში, მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდება საქონლის ვაჭრობის ბალანსი, რაც განაპირობებს კიდევ მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირებას. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაუმჯობესებას ასევე ხელს უწყობს მომსახურებით ვაჭრობიდან მიღებული შემოსავლების ზრდა.

2015 წელს, საგარეო მოთხოვნის გაუარესება უარყოფითად აისახა ქართულ ექსპორტზე. პირველ კვარტალში რეგისტრირებული საქონლის ექსპორტის წლიური კლება 28%-მდე გაიზარდა. თუმცა როგორც მოსალოდნელი იყო, მომდევნო თვეებში კლების ტემპი შენედა. მესამე კვარტალის მონაცემებით, რეგისტრირებული საქონლის ექსპორტიდან მიღებული შემოსავლების წლიური კლება 23%-მდე შემცირდა.

დიაგრამა 7.1 რეგისტრირებული საქონლის ექსპორტის წლიური ზრდა



ექსპორტის ცვლილების დინამიკა განსხვავებული იყო რეგიონების მიხედვით. 2015 წლის მესამე კვარტალში, წინა პერიოდის კლების შემდგომ, 10%-იანი ზრდა დაფიქსირდა ევროკავშირის მიმართულებით. დსთ-ის ქვეყნების შემთხვევაში გაუარესება შეინიშნება. კერძოდ, ექსპორტის წლიური კლება მეორე კვარტალთან შედარებით 34.2%-იდან 42.3%-მდე გაიზარდა. ექსპორტიდან მიღებული შემოსავლების კლება დაფიქსირდა სხვა დანარჩენი ქვეყნების შემთხვევაშიც (14.7%). დსთ-ის ქვეყნებს შორის ექსპორტის კლება გაიზარდა რუსეთის (-35%-დან -47%-მდე), სომხეთის (-20%-დან -35%-მდე) და უკრაინის (-48%-დან -53%-მდე) შემთხვევაში. ამავე დროს, მკვეთრ მატებას ჰქონდა ადგილი თურქმენეთისა და უზბეკეთის შემთხვევაში. ამ უკანასკნელის მიმართულებით ბოლო თვეების განმავლობაში ექსპორტი სტაბილურად მაღალი ტემპებით იზრდება. სხვა დანარჩენ ქვეყნებში ექსპორტის კლება ძირითადად განაპირობა

« 2015 წლის მეორე-მესამე კვარტალებში საქონლის ექსპორტის კლება შემცირდა. დამატებითი შოკების არარსებობის შემთხვევაში მოსალოდნელია, რომ ეს ტენდენცია გაგრძელდება.

თურქეთში (-40%), აშშ-სა (-34%) და ჩინეთში (-6.4%) გაყიდვების შემცირებამ. თუმცა, აღსანიშნავია ექსპორტის მნიშვნელოვანი ზრდა კანადის მიმართულებით (30.7%).

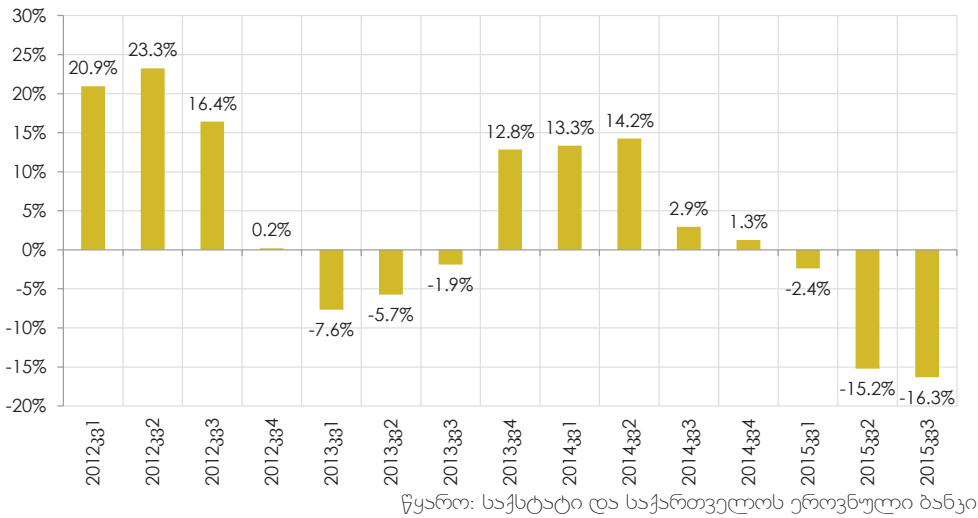
დსთ-ის, მიმართულებით ექსპორტის კლების შესაბამისად, ამ ბაზრებისათვის მნიშვნელოვანი, ტრადიციული საქონელი გაყიდვებიც შემცირდა. კერძოდ, 2015 წლის მესამე კვარტალში, წინა კვარტალთან შედარებით მეტია მინერალური წყლების (-63%), ღვინის (-43%) და სხვა სპირტიანი სასმელების (-14%) წლიური შემცირება. საგრძნობლად არის შემცირებული კაკლის (თხილის) (-49%) საგარეო გაყიდვები. ასევე, კვლავ მკვეთრად შემცირდა ავტომობილების რეექსპორტი (-65%). მაღალია ნახშირბადიანი ფოლადის ნაწარმის (-48%) ექსპორტის შემცირება. მსგავსი მაღალი ტემპებით შემცირება გარკვეულწილად შეამსუბუქა მინერალური სასუქების (101%), ოქროს (45%) და სამკურნალო საშუალებების (17%) ექსპორტის ზრდამ.

2015 წლის მესამე კვარტალში, რეგიონის ქვეყნებში გარკვეული ეკონომიკური სტაბილიზაციის ნიშნების და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურების ფონზე, სახეზეა ექსპორტის კლების ტემპის შემცირების ტენდენცია. თუკი არ იქნება დამატებითი შოკები, მოსალოდნელია ამ ტენდენციის გაგრძელება. ამასთან, გასათვალისწინებელია, რომ 2015 წლის დარჩენილ პერიოდში (საბაზო ეფექტის გამო) ავტომობილების რეექსპორტის კლება შემცირდება.

2015 წლის მესამე კვარტალში რეგისტრირებული საქონლის იმპორტი წლიურად 8.3%-ით შემცირდა. კლება კიდევ უფრო მაღალია და 16.3%-ს შეადგენს, თუ არ გავითვალისწინებთ C ჰეპატიტის სამკურნალო საშუალების იმპორტს<sup>17</sup>. იმპორტის შემცირებაში კვლავ მაღალი იყო ნავთობპროდუქტების იმპორტის კლების გავლენა, რომელიც საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის დაბალი ფასების გამო შემცირებულ დონეზე ნარჩუნდება. გარდა ამისა, მეორე კვარტალიდან უკვე სახეზეა გაცვლითი კურსის გაუფასურების მაკორექტირებელი ეფექტი, რაც იმით დასტურდება, რომ წინა კვარტალისაგან განსხვავებით, კლება უკვე შეეხო თითქმის ყველა საიმპორტო პროდუქტს. მნიშვნელოვანად არის შემცირებული გრძელვადიანი მოხმარების საქონლის იმპორტი. კერძოდ კი, სხვადასხვა ტიპის ელექტრო მოწყობილობების და სამშენებლო ტექნიკისა თუ მასალების შესყიდვები. მაღალია კვების პროდუქტების იმპორტის კლების წვლილი მთლიანი იმპორტის შემცირებაში.

« 2015 წლის მესამე კვარტალში რეგისტრირებული საქონლის იმპორტის წლიური შემცირება 16.3%-ს შეადგენს (გრანტით მიღებული C ჰეპატიტის წამლების იმპორტის გარეშე).

დიაგრამა 7.2 რეგისტრირებული საქონლის იმპორტის წლიური ზრდა



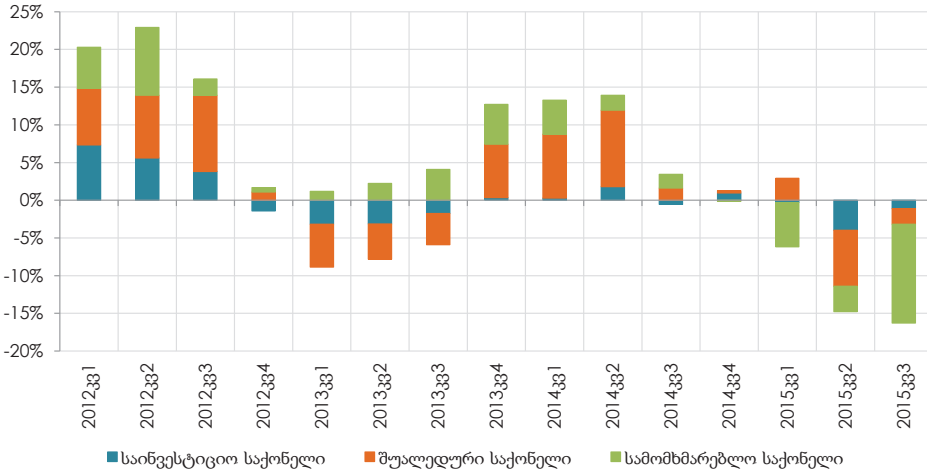
ცალკეული სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით იმპორტის ანალიზი გვიჩვენებს, რომ 2015 წლის მესამე კვარტალში იმპორტის კლება ძირითადად განპირობებული იყო სამომხმარებლო საქონლის იმპორტის 27%-იანი კლებით, რომლის წვლილმა მთლიანი იმპორტის შემცირებაში -13.1 პროცენტული პუნქტი შეადგინა. საინვესტიციო ტიპის საქონლის წლიური კლება შედარებით მოკრძალებული (-9%) იყო. რაც შეეხება შუალედური ტიპის საქონელს, ამ შემთხვევაშიც შემცირება დაფიქსირდა, შედარებით დაბალი, -5.2%-იანი ტემპით, რომლის გავლენამ იმპორტის კლების მთლიან მაჩვენებელზე -2.1 პროცენტული

« სუსტი ადგილობრივი მოთხოვნის და რეექსპორტის შემცირების ფონზე მოსალოდნელია, რომ იმპორტის მნიშვნელოვანი ტემპებით შემცირება გაგრძელდება შემდეგ პერიოდებშიც.

17 C ჰეპატიტის სამკურნალო საშუალებს საქართველო გრანტის სახით იღებს და შესაბამისად ამ ოპერაციას მიმდინარე ანგარიშზე გავლენა არ აქვს.

პუნქტი შეადგინა. სულ 2015 წლის 9 თვის განმავლობაში იმპორტი (C ჰეკატის წამლების გარეშე) შემცირდა 14%-ით. აქედან სამომხმარებლო საქონლის წვლილი 10 პროცენტული პუნქტია, ხოლო შუალედური და საინვესტიციო საქონლის წვლილი 2 პროცენტული პუნქტია თითოეულის.

დიაგრამა 7.3 იმპორტის წლიური ცვლილება ცალკეული სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით



წყარო: საქსტატი

ევროპასა და რეგიონში განვითარებული კრიზისი ნეგატიურად აისახა ფულად გზავნილებზე. 2015 წლის მესამე კვარტალში ფულადი გზავნილები წლიურად 34%-ით შემცირდა და 264 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა. აღნიშნული მაჩვენებელი მნიშვნელოვნად ჩამორჩება წინა კვარტალის მონაცემსაც, რაც უმთავრესად საბერძნეთიდან გადმორიცხვების მკვეთრი შემცირების შედეგია (-83%). თავის მხრივ საბერძნეთიდან გადმორიცხვების გაუარესება აღნიშნულ პერიოდში, ამ ქვეყანაში მიმდინარე პროცესებმა განაპირობა. მთლიანი შემცირება ძირითადად კვლავ გამოწვეული იყო რუსეთიდან გზავნილების წლიურად 43%-იანი შემცირებით. გზავნილები შემცირდა ასევე ევროპის მიმართულებიდან. საბერძნეთისაგან განსხვავებით, შედარებით დაბალია კლება იტალიიდან (-14%). წინა პერიოდებისაგან განსხვავებით, ზრდა დაფიქსირდა ესპანეთის შემთხვევაში (2.5%). გრძელდება ფულადი გზავნილების მკვეთრი შემცირება უკრაინიდან. საერთო ჯამში დსთ-ის ქვეყნებიდან გზავნილები 41.2%-ით, ხოლო ევროკავშირიდან 42.3%-ით შემცირდა. მატების ტენდენციით ხასიათდება ფულადი გზავნილები აშშ-დან და თურქეთიდან, სადაც წლიურმა ზრდამ შესაბამისად 17.4% და 7% შეადგინა.

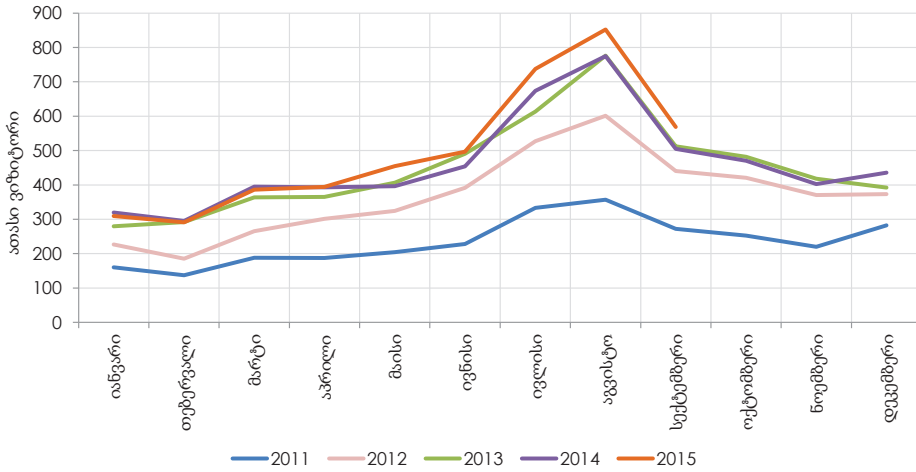
« 2015 წლის მესამე კვარტალში ფულადი გზავნილები წლიურად 34%-ით შემცირდა.

2015 წლის მესამე კვარტალში, წინა წლის ანალოგიურ პერიოდთან შედარებით 10.5%-ით იმატა საქართველოში შემოსვლელი სხვადასხვა ტიპის ვიზიტორების ოდენობამ. ამ პერიოდში ვიზიტორთა რაოდენობის ზრდა მნიშვნელოვნად განაპირობა ტრანზიტით შემოსული უცხოელი მოქალაქეების რაოდენობის მკვეთრმა ზრდამ (30.4%), თუმცა ზრდა დაფიქსირდა ტურისტებშიც<sup>18</sup> (5.1%). ამასთან ტურისტების ზრდის ტემპი სტაბილურად იმატებს. ქვეყნების მიხედვით ვიზიტორების ანალიზმა აჩვენა, რომ წამყვანი მიმართულებებიდან ყველაზე მაღალ წლიურ ზრდას ადგილი ჰქონდა სომხეთიდან (15.6%) და რუსეთის ფედერაციიდან (14.3%). წინა პერიოდებისაგან განსხვავებით, გაიზარდა უკრაინიდან და თურქეთიდან შემოსული ვიზიტორების რიცხვი (შესაბამისად, 5.5% და 1.5%). ევროპის მიმართულებიდან ვიზიტორების რაოდენობა წლიურად 6.1%-ით არის მომატებული.

« 2015 წლის მესამე კვარტალში, საქართველოში შემოსვლელი ვიზიტორების 10.5%-ით ზრდა ძირითადად ტრანზიტით შემოსული უცხოელი მოქალაქეების რაოდენობის მნიშვნელოვანი მატების შედეგია.

18 უცხო ქვეყნის მოქალაქეთა ნაკადი, რომელთაც საქართველოს სახელმწიფო საზღვარი გადმოკვეთს 24 საათი და მეტი პერიოდით.

დიაგრამა 7.4 ზომოსვლელ ვიზიტორთა ოდენობა თვების მიხედვით



წყარო: საქსტატი

რაც შეეხება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების წყაროებს, 2015 წლის მეორე კვარტალში დეფიციტი ძირითადად პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებით დაფინანსდა. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შემოდინებამ 2015 წლის მეორე კვარტალში 354.7 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა, რაც წინა წლის მაჩვენებელს თითქმის 2-ჯერ აღემატება. მკვეთრი ზრდა ძირითადად განპირობებული იყო მილსადენის მშენებლობასთან დაკავშირებულ ინვესტირებასთან სატრანსპორტო სექტორში, რომელმაც მთლიანი უცხოური ინვესტიციების 58% შეადგინა. ასევე, ზრდა დაფიქსირდა სასტუმროებისა და რესტორნების სფეროში განხორციელებული ინვესტიციების შემთხვევაში.

## 8. ერთობლივი გამოშვება

2015 წლის მეორე კვარტალში მთლიანი შიდა პროდუქტი 2.5%-ით გაიზარდა წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით. ზრდაში უდიდესი წვლილი, 1.3 პროცენტული პუნქტი, მომსახურებამ შეიტანა, ინდუსტრიულმა დარგებმა - 0.9 პპ, ხოლო სოფლის მეურნეობამ - 0.2 პპ.

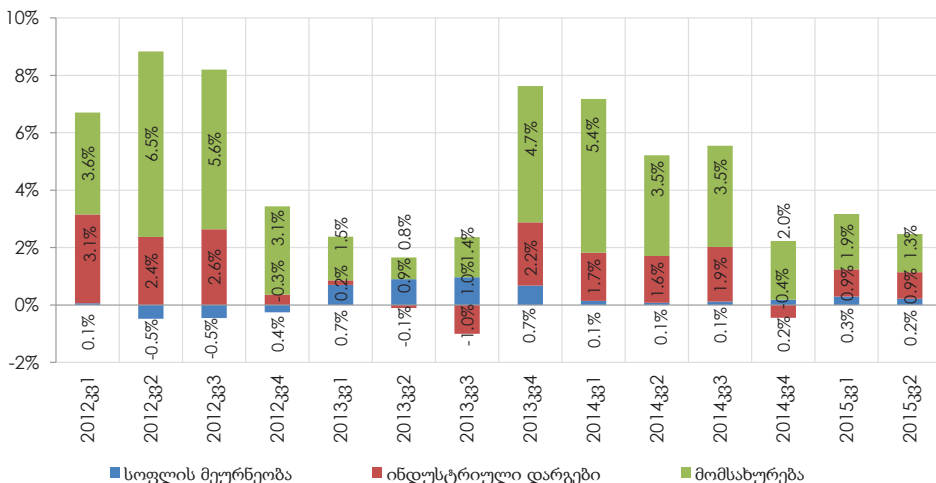
მომსახურებიდან ყველაზე დიდი წვლილი ზრდაში ტრანსპორტის სექტორზე მოდის (ზრდა 5.9%, წვლილი მშპ-ს ზრდაში 0.4 პპ). თავად ტრანსპორტის სექტორის ზრდა მეტწილად ტურიზმის სექტორის ზრდით არის გამოწვეული. მეორე კვარტალში წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით ვიზიტორთა ნაკადმა 8.2%-ით მოიმატა. ამ ფაქტმა პოზიტიურად იმოქმედა სამოგზაურო ბიუროებისა და ტურისტული აგენტების საქმიანობაზე, რომელთა გამოშვებამ ნომინალურად თითქმის 40%-ით მოიმატა. გაზრდილია ასევე სარკინიგზო, მილსადენებით, საჰაერო, ტვირთის სატრანსპორტო დამუშავება და დამხმარე სატრანსპორტო საქმიანობა. ვიზიტორების ნაკადის ზრდას შეიძლება დაუკავშირდეს სასტუმროებისა და რესტორნების გამოშვების მატებაც (7.3%). შეიძლება ითქვას, რომ საერთაშორისო ტურისტულ ბაზარზე საქართველოს კონკურენტუნარიანობის შენარჩუნებას ლარის თავისუფლად მცურავმა გაცვლითი კურსის რეჟიმმა მნიშვნელოვნად შეუწყო ხელი.

«მეორე კვარტალის ზრდაში ძირითადი წვლილი მშენებლობისა და ტრანსპორტის დარგებმა შეიტანა.»

მეორე კვარტალში ისევ იზრდებოდა უძრავი ქონების შესაძენად აღებული კრედიტების მოცულობა. ამით შეიძლება აიხსნას უძრავი ქონებით ოპერაციების, იჯარა და კომერციული მომსახურების გამოშვების 5.9%-ით ზრდა (წვლილი მშპ-ს ზრდაში - 0.3 პპ), სადაც დიდი ნაწილი უძრავი ქონების სააგენტოების გამოშვებაზე მოდის. ტრადიციულად მაღალი იყო საფინანსო საქმიანობის ზრდა (ზრდა - 10.6%, წვლილი მშპ-ს ზრდაში - 0.3 პპ). შედარებით გამოცოცხლდა სამომხმარებლო აქტივობა. შედეგად, პირველ კვარტალში ვარდნის შემდეგ, ეკონომიკის უმსხვილესი დარგი - ვაჭრობა, მეორე კვარტალში 0.8%-ით გაიზარდა.

ინდუსტრიული დარგებიდან გამოირჩეოდა მშენებლობა, რომელიც ინარჩუნებდა ზრდის მაღალ ტემპს (ზრდა - 14.5%, წვლილი მშპ-ს ზრდაში - 0.9 პპ) როგორც კერძო სექტორის, ასევე საჯარო სექტორის მაღალი აქტივობის ხარჯზე. ინტენსიური იყო როგორც ბინათმშენებლობა, ასევე მთავრობის მიერ განხორციელებული ინფრასტრუქტურული პროექტები. ახალი სიმძლავრეების ამოქმედების შედეგად, სამთომომპოვებელ მრეწველობაში ზედიზედ სამი კვარტალია მაღალი ზრდა ფიქსირდება. მეორე კვარტალში ეს დარგი 12.7%-ით გაიზარდა (წვლილი მშპ-ს ზრდაში 0.1პპ). საგარეო მოთხოვნის კლების და

დიაგრამა 8.1 ეკონომიკის ძირითადი მიმართულებების წვლილები მშპ-ის ზრდაში



წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკი

ექსპორტის შემცირების ფონზე განაგრძო ვარდნა დამამუშავებელმა მრეწველობამ (ვარდნა -3.2%; უარყოფითი წვლილი ზრდაში -0.3 პპ). ამ დარგიდან ყველაზე მეტად ალკოჰოლიანი სასმელების წარმოება შემცირდა, სადაც ნომინალურმა ვარდნამ 28% შეადგინა.

მიმდინარე წელს მოსალოდნელზე ნაკლებად იზრდება სოფლის მეურნეობა. პირველ კვარტალში 3.9%-იანი ზრდის შემდეგ, მეორე კვარტალში 2.6%-მდე შენეელდა და მშპ-ს ზრდაში მხოლოდ 0.2 პპ წვლილი შეიტანა.

საქართველო, თბილისი 0114, სანაპიროს 2  
ტელ.: (995 32) 240 6480; ფაქსი: (995 32) 240 6571; ცხელი ხაზი: (995 32) 240 6406  
ელ-ფოსტა: [info@nbg.ge](mailto:info@nbg.ge); [www.nbg.ge](http://www.nbg.ge)

