



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia

# მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში

---

თებერვალი

2018





## მონეტარული პოლიტიკა საქართველოში

- მონეტარული პოლიტიკის მიზანია შეინარჩუნოს დაბალი და სტაბილური ინფლაცია და ამით ხელი შეუწყოს მაკროეკონომიკურ სტაბილურობას, რაც თავის მხრივ, 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 განხორციელდა. 2017 წლის ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი 4% იყო, ხოლო 2018 წლიდან - 3%-ია.
- მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებები ეკონომიკაზე გავლენას ეტაპობრივად ახდენს და მისი ეფექტი პიკს 4-6 კვარტალის შემდგომ აღწევს. 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 ხედვა მიმდინარე და მოსალოდნელ მაკროეკონომიკურ პროცესებზე მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშში, ყოველი კვარტალის მეორე თვეს ქვეყნდება.

# სარჩევი

1. მოკლე მიმოხილვა.....	5
2. მაკროეკონომიკური გარემოს პროგნოზი. ....	8
2.1 საგარეო სექტორის მიმოხილვა.....	8
2.2 მაკროეკონომიკური პროგნოზი.....	10
2.3 ალტერნატიული საპროგნოზო სცენარი.....	13
2.4 წინა პროგნოზთან შედარება.....	14
3. სამომხმარებლო ფასების ტენდენცია. ....	19
4. მონეტარული პოლიტიკა.....	22
5. ფინანსური გარემო და ტენდენციები.....	25
5.1 სესხები.....	25
5.2. საპროცენტო განაკვეთები და საკრედიტო პირობები.....	26
5.3. გაცვლითი კურსი.....	28
6. ერთობლივი მოთხოვნა.....	32
7. საგარეო მოთხოვნა და საგადასახდლო ბალანსი.....	34
8. გამოშვება.....	38

## ჩანართები

ჩანართი 1. ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის შესრულება და 2017 წლის პროგნოზების შედარება..	16
ჩანართი 2. გაცვლითი კურსის პოლიტიკის რეფორმა საქართველოში.....	30

## დიაგრამები

დიაგრამა N 1.1 მთლიანი წლიური ინფლაციის პროგნოზი.....	5
დიაგრამა N 1.2 რეალური მშპ-ის წლიური ზრდის პროგნოზი.....	6
დიაგრამა N 1.3 მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი.....	6
დიაგრამა N 2.1 ეკონომიკური ჰარტნიორი ქვეყნების რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა.....	8
დიაგრამა N 2.2 ეკონომიკური ჰარტნიორი ქვეყნების წლიური ინფლაცია.....	9
დიაგრამა N 2.3 მთლიანი წლიური ინფლაცია.....	10
დიაგრამა N 2.4 წლიური ინფლაციის მისი მიზნობრივი ნიშნულიდან გადახრის დეკომპოზიცია	11
დიაგრამა N 2.5 რეალური მშპ-ის ზრდა.....	12
დიაგრამა N 2.6 რეალური მშპ-ის კომპონენტები.....	12
დიაგრამა N 2.7 წლიური ინფლაცია საბაზო და ალტერნატიული სცენარების მიხედვით.....	14
დიაგრამა N 2.8 რეალური მშპ-ის ზრდა საბაზო და ალტერნატიული სცენარების მიხედვით.....	14
დიაგრამა N 2.9 მთლიანი წლიური ინფლაციის პროგნოზის ცვლილება.....	15
დიაგრამა N 2.10 რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზის ცვლილება (ბოლო ოთხი კვარტალის საშუალო).....	15
დიაგრამა N 2.11 ცვლილებები 2017-2018 წლების საგარეო სექტორის დაშვებებში.....	16
დიაგრამა N 2.12 წლიური ინფლაციის პროგნოზის შედარება.....	17
დიაგრამა N 2.13 2017 წლის ფაქტობრივი ინფლაციის 2017 წლის თებერვლის პროგნოზირებული-	

თან განსხვავების დეკომპოზიცია (კვარტალების საშუალო).....	17
დიაგრამა N 2.14 წლიური ინფლაციის პროგნოზის შედარება (2017 კვ1 - 2017 კვ4).....	18
დიაგრამა N 3.1 მთლიანი და საბაზო ინფლაცია .....	19
დიაგრამა N 3.2 მთლიანია ინფლაცია და ინფლაცია ერთჯერადი ფაქტორების გარეშე .....	20
დიაგრამა N 3.3 სხვადასხვა პროდუქტების წვლილი მთლიან ინფლაციაში .....	20
დიაგრამა N 3.4 ინფლაცია იმპორტირებულ და ადგილობრივ საქონელზე.....	21
დიაგრამა N 4.1 მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი .....	22
დიაგრამა N 4.2 ლიკვიდობის მიწოდების ინსტრუმენტები .....	24
დიაგრამა N 4.3 ბანკთაშორისი ფულადი ბაზარი.....	24
დიაგრამა N 5.1 ფიზიკურ და იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხები (გაცვლითი კურსის ეფექტის გარეშე) .....	25
დიაგრამა N 5.2 ლარის და უცხოური ვალუტის სესხები (გაცვლითი კურსის ეფექტის გარეშე)...	26
დიაგრამა N 5.3 საპროცენტო განაკვეთები სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე.....	26
დიაგრამა N 5.4 სპრედი სარგებლიანობის მრუდსა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს შორის .....	27
დიაგრამა N 5.5 საშუალო საპროცენტო განაკვეთები დეპოზიტების ნაშთზე.....	27
დიაგრამა N 5.6 საშუალო საპროცენტო განაკვეთები თვის შიგნით გაცემულ სესხებზე .....	28
დიაგრამა N 5.7 საშუალო საპროცენტო განაკვეთები იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხების ნაშთზე .....	28
დიაგრამა N 5.8 რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (ინდექსი იან. 2008 = 100) .....	29
დიაგრამა N 5.9 ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (ინდექსი 31 დეკ. 2013 = 100) .....	29
დიაგრამა N 5.10 სავალუტო ბაზრის ბრუნვა და ეროვნული ბანკის ინტერვენციები.....	31
დიაგრამა N 6.1 კაპიტალის ფორმირების წლიური ზრდის ტემპი.....	32
დიაგრამა N 6.2 მშპ-ის და კერძო მოხმარების რეალური ზრდა.....	33
დიაგრამა N 7.1 საქონლის რეგისტრირებული ექსპორტის წლიური ცვლილება .....	34
დიაგრამა N 7.2 ტურისტული შემოსავლების წლიური ზრდა.....	35
დიაგრამა N 7.3 საერთაშორისო ვიზიტორების რაოდენობა თვეების მიხედვით.....	35
დიაგრამა N 7.4 საქონლის რეგისტრირებული იმპორტის წლიური ცვლილება.....	36
დიაგრამა N 7.5 იმპორტის წლიური ცვლილება ცალკეული სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით .	36
დიაგრამა N 7.6 ფულადი გზავნილების წლიური ზრდა .....	37
დიაგრამა N 7.7 ინვესტიციები და დანაზოგები .....	37
დიაგრამა N 8.1 ეკონომიკის ძირითადი მიმართულებების წვლილები მშპ-ის ზრდაში .....	38

## ცხრილები

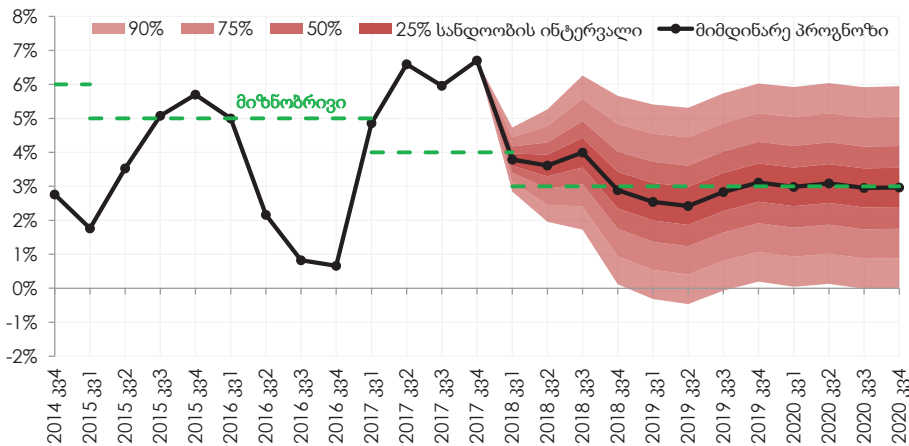
ცხრილი N 5.1 ეფექტური გაცვლითი კურსების წლიური ცვლილება (2017 წლის მე-4 კვარტალი) .....	29
---	----

# 1. მოკლე მიმოხილვა

2017 წლის მეოთხე კვარტალში **წლიურმა ინფლაციამ** 6.7% შეადგინა, რაც წინა პერიოდში პროგნოზირებულზე ოდნავ მაღალი აღმოჩნდა და რისი ძირითადი მიზეზებიც საერთაშორისო ბაზრებზე გარკვეულ სასაქონლო ჯგუფებზე გაზრდილი ფასები და ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურება იყო. მიმდინარე წლის იანვარში კი წლიურმა ინფლაციამ 4.3% შეადგინა. 2017 წლის განმავლობაში ინფლაციის მაჩვენებელზე ზრდის მიმართულებით იმოქმედა ერთჯერადმა ფაქტორებმა. კერძოდ, სამომხმარებლო ფასებზე აისახა როგორც აქციზის გადასახადების ზრდა, ისევე საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის ფასების მატება. აღნიშნული ფაქტორების გავლენა ინფლაციის წლიურ მაჩვენებელზე მიმდინარე წელს აღმოიფხვრება.

**საქართველოს ეროვნული ბანკის პროგნოზით**, საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაცია 3%-იან მიზნობრივ მაჩვენებელამდე ეტაპობრივად შემცირდება. კერძოდ, მიმდინარე წლის პირველ ნახევარში ინფლაცია საშუალოდ 3.5-4%-ის ფარგლებში იქნება, ხოლო წლის მეორე ნახევრიდან კვლავ გააგრძელებს შემცირებას და დასტაბილურდება 3%-იანი მიზნობრივი ნიშნულის ფარგლებში (იხ. დიაგრამა 1.1). ინფლაციის პროგნოზზე ძირითად გავლენას ახდენს როგორც რეალური ეკონომიკური აქტივობა, ასევე ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი. კერძოდ, მაშინ, როდესაც ეკონომიკური აქტივობის ჩამორჩენა პოტენციური დონიდან ინფლაციას შემცირებისკენ უბიძგებს, 2017 წლის ბოლოს ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურება ინფლაციის შემცირების აღნიშნულ წნეხს ნაწილობრივ ანეიტრალეებს. შედეგად, ინფლაცია 3%-იან ნიშნულამდე მცირდება ეტაპობრივად, საშუალოვადიან პერიოდში ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის კვლავ გამყარების ფონზე.

დიაგრამა 1.1 მთლიანი წლიური ინფლაციის პროგნოზი

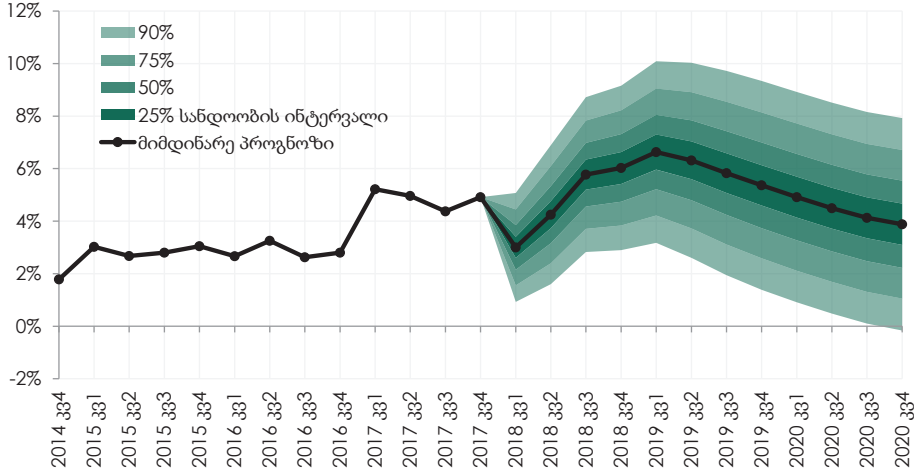


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

2017 წელს რეალური **მთლიანი შიდა პროდუქტის** (მშპ-ის) ზრდა მოსალოდნელზე ზომიერად მაღალი აღმოჩნდა. წინასწარი მონაცემებით, რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა 2017 წლის მეოთხე კვარტალში 4.7% იყო, ხოლო მთლიანად 2017-ის წლიურმა ზრდამ კი 4.8% შეადგინა. ეკონომიკური აქტივობის გაუმჯობესებას, ძირითადად, საგარეო სექტორში არსებული დადებითი ტენდენციები უწყობს ხელს. კერძოდ, მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა საქონლისა და მომსახურების ექსპორტის მაჩვენებელი, ასევე გაიზარდა ფულადი გზავნილები. თუმცა, წლის მანძილზე საშინაო ფაქტორებიდან ეკონომიკურ ზრდაზე ასევე პოზიტიური გავლენა აქვს ინვესტიციების შედარებით მაღალ მოცულობასა და მოხმარების ზომიერ ზრდას, რასაც, თავის მხრივ, ბიზნესისა და სამომხმარებლო განწყობის გაუმჯობესება და სესხების ზრდა უწყობს ხელს.

საქართველოს ეროვნული ბანკის პროგნოზით, 2018 წელს რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდა 4.5%-ის ფარგლებში იქნება (იხ. დიაგრამა 1.2). პროგნოზის მიხედვით, მშპ-ის ზრდაში დადებითი წვლილი ექნება, როგორც წმინდა ექსპორტს, ასევე მოხმარებასა და ინვესტიციებს, რასაც საგარეო შემოდინებები, ბიზნეს-განწყობის გაუმჯობესება და სახელმწიფო ბიუჯეტის კაპიტალური ხარჯები განაპირობებს. მიუხედავად აღნიშნული გაუმჯობესებისა, არსებული შეფასებით, ერთობლივი მოთხოვნა ჯერ კიდევ ჩამორჩება მშპ-ის პოტენციურ დონეს. პროგნოზის მიხედვით, აღნიშნული ჩამორჩენა 2018 და 2019 წლებში ეტაპობრივად აღმოიფხვრება.

დიაგრამა 1.2 რეალური მშპ-ის წლიური ზრდის პროგნოზი

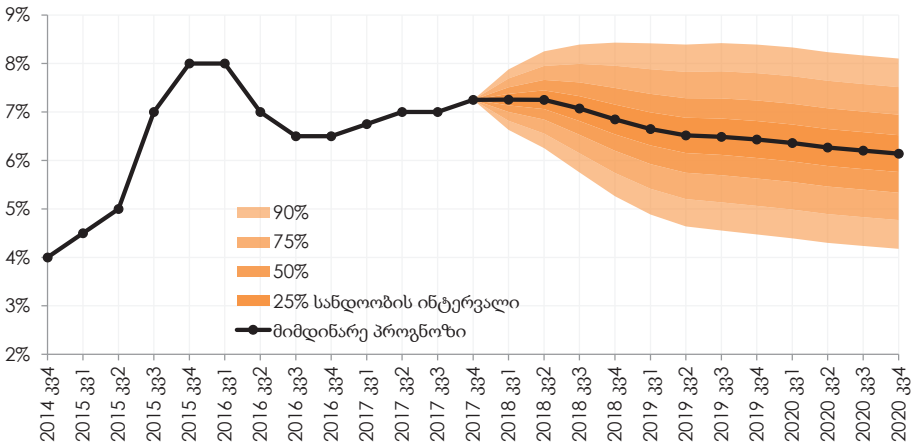


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

მონეტარულ პოლიტიკასთან დაკავშირებული გადაწყვეტილებების მიღებისას უნდა აღინიშნოს, რომ მონეტარული პოლიტიკის მიზანი ვერ იქნება ინფლაციაზე მოქმედი მოკლევადიანი და ერთჯერადი ფაქტორების სრულად განეიტრალება. აღნიშნული შესაძლებელი იქნებოდა მხოლოდ ეკონომიკური ზრდის მკვეთრად შემცირებისა და უმუშევრობის ზრდის ხარჯზე. ამდენად, ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის განსაზღვრისას ცდილობს, გააკეთოს დაბალანსებული არჩევანი: ერთი მხრივ, რამდენად სწრაფად დაუბრუნდება ინფლაცია მიზნობრივ დონეს და, მეორე მხრივ, როგორი გავლენა ექნება ამა თუ იმ გადაწყვეტილებას ეკონომიკურ ზრდაზე.

ინფლაციური მოლოდინების მოსათოკად ეროვნულმა ბანკმა მონეტარული პოლიტიკის საპროცენტო განაკვეთი 2017 წელს ეტაპობრივად 6.50%-დან 7.25%-მდე გაზარდა. მიმდინარე მაკროეკონომიკური პროგნოზის შესაბამისი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მოსალოდნელი ტრაექტორიის მიხედვით, სხვა თანაბარ პირობებში, ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსიდან მომდინარე ინფლაციური ზეწოლის კიდევ უფრო შემცირების მიზნით, მო-

დიაგრამა 1.3 მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი



ნეტარული პოლიტიკა დროებით გამკაცრებულ პოზიციაზე რჩება. თუმცა, შემდგომში, ინფლაციის 3%-იან ნიშნულამდე შემცირებასთან ერთად, მოსალოდნელია, რომ სამუალოვადიან პერიოდში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ეტაპობრივად კვლავ შემცირდება მის ნეიტრალურ დონემდე (იხ. დიაგრამა 1.3). აღსანიშნავია, რომ მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი არ წარმოადგენს ეროვნული ბანკის დაპირებას მონეტარული პოლიტიკის შემდგომ გადაწყვეტილებებთან დაკავშირებით, არამედ ასახავს საორიენტაციო ტრაექტორიას იმ დაშვებით, რომ ეგზოგენური ფაქტორები პროგნოზში გათვალისწინებული სცენარით განვითარდება.

აღნიშნული პროგნოზები **დამოკიდებულია ეგზოგენურ ფაქტორებზე და შესაძლებელია შეიცვალოს როგორც ზრდის, ასევე შემცირების მიმართულებით.** საგარეო ფაქტორების მხრივ, მნიშვნელოვანია ეკონომიკური ვითარება სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში, დოლარისა და ევროს გლობალური ტენდენციები, სურსათისა და ნავთობის საერთაშორისო ფასები. შიდა ფაქტორების მხრივ, მაკროეკონომიკურ პროგნოზზე მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს ბიუჯეტის დეფიციტი, საკრედიტო აქტივობა ისევე, როგორც ბიზნესის განწყობა. შესაბამისად, თუკი საგარეო ფაქტორები ან/და შიდა ფაქტორები მოსალოდნელისგან განსხვავებული იქნება, ეს გავლენას მოახდენს საპროგნოზო მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე და, შესაბამისად, ეროვნული ბანკის მომავალ გადაწყვეტილებებზე.

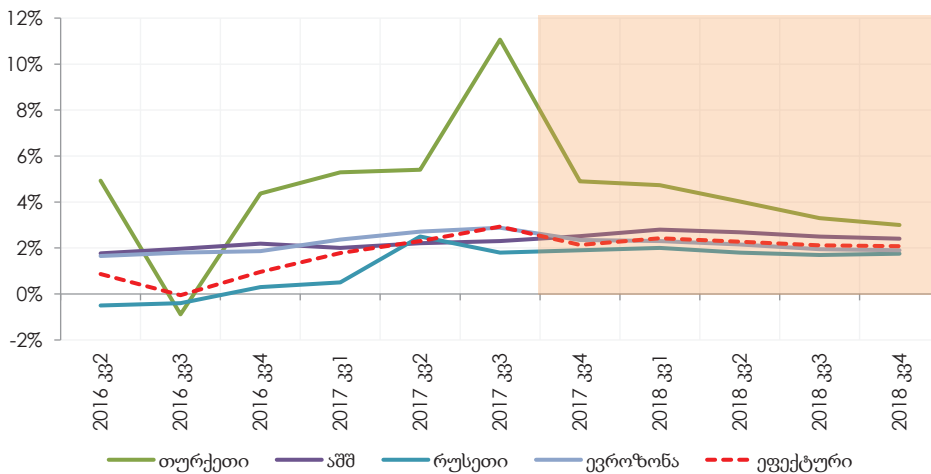


## 2. მაკროეკონომიკური გარემოს პროგნოზი

### 2.1 საბარეო სექტორის მიმოხილვა

პარტნიორ ქვეყნებთან ფინანსური და ეკონომიკური კავშირების გაღრმავების ფონზე, საქართველოს ეკონომიკა საგარეო სექტორიდან მზარდ ზეგავლენას განიცდის, რაც ძირითადად საექსპორტო შემოსავლების, ფულადი გზავნილებისა და პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების არხებით გამოვლენა. 2017 წელს ბოლო ათწლეულის განმავლობაში **ევროზონის** ეკონომიკაში ზრდის საუკეთესო მაჩვენებელი დაფიქსირდა. კერძოდ, რეალური მშპ საგრძნობლად (2.6%-ით) გაიზარდა მე-3 კვარტალში და, წინასწარი მონაცემებით, ტენდენცია მე-4 კვარტალშიც გაგრძელდა. აღნიშნულს ხელს უწყობდა პოზიტიური გლობალური გარემო, შრომის გაჯანსაღებული ბაზარი და დაკრედიტების სახარბიელო პირობები. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ გასული წლის ბოლოს მოხერხდა ე.წ. ბრეჯიტის ირგვლივ არსებული პრობლემატური საკითხების გადაწყვეტა ევროკავშირსა და გაერთიანებულ სამეფოს შორის, რამაც ფინანსურ ბაზრებს გაუჩინა დადებითი მოლოდინი მოლაპარაკებების უმტკივნეულოდ გაგრძელების შესახებ. მსოფლიო ბანკის შეფასებით<sup>1</sup> მოსალოდნელია, რომ ევროზონაში პოზიტიური ტენდენცია მიმდინარე წელსაც გაგრძელდება, მხოლოდ უფრო ზომიერად. იმავე შეფასებით, რეალური მშპ ევროზონაში 2017 წელს 2.4%-ით გაიზარდა, ხოლო 2018 წლის პროგნოზი კი - 2.1%-ია.

დიაგრამა 2.1 ეკონომიკური პარტნიორი ქვეყნების რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა



წყარო: Bloomberg, საქართველოს ეროვნული ბანკი.

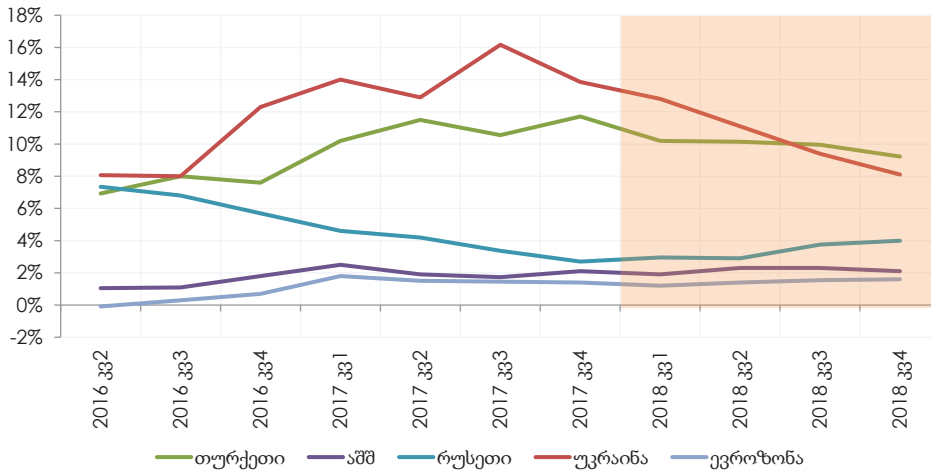
**უკრაინის** ეკონომიკური აქტივობის გაჯანსაღება 2017 წელს წელი ტემპით მიმდინარეობდა, რასაც, ძირითადად, მის აღმოსავლეთ ნაწილში მიმდინარე კონფლიქტი და დონბასის ინდუსტრიული რეგიონისთვის დაწესებული ეკონომიკური ბლოკადა განაპირობებდა. ამას თან დაერთო რეფორმების განხორციელების სუსტი ტემპიც, რაც სსფ-ის მხრიდან ფინანსურ დახმარებას აზრკოლებს. უარყოფითი კუთხით ასევე საგრძნობი იყო მწირი მოსავალი სოფლის მეურნეობაში. მსოფლიო ბანკის შეფასებით<sup>2</sup>, 2017 წელს ეკონომიკურმა აქტივობამ უკრაინაში მხოლოდ 2%-ით მოიმატა, ხოლო ეკონომიკური ბლოკადის ეფექტის ამოწურვასთან ერთად, 2018 წელს რეალური მშპ 3.5%-ით გაიზარდება. რაც შეეხება ინფლაციას, გაუფასურებული ადგილობრივი ვალუტის ფონზე, ფასების დონე ორნიშნა სიდიდით იზრდება - წლის საშუალო ინფლაციამ დაახლოებით 15% შეადგინა.

1 Global Economic Prospects, January 2018: Broad-Based Upturn, but for How Long? Advance edition. Washington, DC.

2 იგივე.

წინასწარი მონაცემებით, **თურქეთის** ეკონომიკა 2017 წელს რეკორდული მარევენბლით - 6.7%-ით გაიზარდა.<sup>3</sup> დადებით ტენდენციას ხელი შეუწყო საგარეო (განსაკუთრებით, ევროზონის) მოთხოვნის გაუმჯობესებამ, ფისკალურმა სტიმულმა და საბაზო ეფექტმა. თუმცა, წლის ბოლოს მნიშვნელოვნად გადრმავდა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი, რამაც საინვესტიციო განწყობა გააუარესა და გაუფასურების ზეწოლა გააჩინა ადგილობრივ ვალუტაზე. ნაწილობრივ ამ უკანასკნელი გარემოებისა და, ასევე, მერყევი პოლიტიკური ვითარების გამო 2018 წელს, მსოფლიო ბანკის შეფასებით, თურქეთის ეკონომიკის ზრდა შედარებით მოკრძალებული 3.5%, იქნება. ლირის გაუფასურების შედეგად, სამომხმარებლო ფასები 2017 წელს საშუალოდ 11%-ით გაიზარდა.

ღიბრბამ 2.2 აკონომიკური კარტინორი კვყნების წლიური ინფლაციი



წყარო: Bloomberg, საქართველოს ეროვნული ბანკი.

2017 წლის განმავლობაში, ნავთობის დაბალი გლობალური ფასებისა და საერთაშორისო სანქციებით მიღებული შოკიდან **რუსეთის** ეკონომიკა ეტაპობრივად, თუმცა, არათანაბარი ტემპით გამოდიოდა. სასაქონლო ეკონომიკა ეტაპობრივად, თუმცა არათანაბარი ტემპით გამოდიოდა. ნავთობზე ფასების ზრდამ, მიზნობრივმა ფისკალურმა სტიმულმა და შემცირებულმა საგარეო დისბალანსმა ხელი შეუწყო დადებით ტენდენციას. გაუმჯობესდა კერძო მოხმარება, რაც გაჯანსაღებული შრომის ბაზრითა და რეკორდულად მცირე ინფლაციით იყო განპირობებული. მსოფლიო ბანკის შეფასებით, 2017-2018 წლებში რეალური მშპ-ის ზრდა რუსეთში 1.7%-ს შეადგენს<sup>4</sup>.

რუსეთის ეკონომიკის გაჯანსაღებას 2017 წელს დადებითი გადამდები ეფექტი ჰქონდა **სომხეთის** ეკონომიკაზე, ძირითადად გაზრდილი ფულადი გზავნილებისა და საექსპორტო შემოსავლების სახით. ამასთან, მნიშვნელოვნად გაიზარდა ინდუსტრიული (სამთომომპოვებითი) სექტორი, რაც განპირობებული იყო გლობალურ ბაზრებზე ლითონზე მოთხოვნისა და ფასების მატებით. არსებული ტენდენციების შენარჩუნების შემთხვევაში, მსოფლიო ბანკი ვარაუდობს, რომ რეალური მშპ-ის ზრდა სომხეთში 2017-2018 წლებში საშუალოდ 3.7%-ის ფარგლებში იქნება.

ნავთობის ფასების შემცირებით მიღებული 2014-2016 წლების შოკის ზეგავლენით, **აზერბაიჯანის** ეკონომიკა 2017 წელსაც აგრძელებდა შემცირებას. ამასთან, მონეტარული პოლიტიკის სუსტი გადაცემის პირობებში, ვერ მოხერხდა ინფლაციის შებოჭვა, რამაც ძლიერ დააზარალა რეალური შემოსავლების ზრდა. თუმცა, არასანავთობო სექტორში იკვეთებოდა გაჯანსაღების ნიშნები, ხოლო სასაქონლო ბაზრებზე ფასების სტაბილიზაციის ფონზე კი საგარეო დისბალანსი ოდნავ გაუმჯობესდა. მსოფლიო ბანკის შეფასებით, აზერბაიჯანის ეკონომიკა 2017 წელს 1.4%-ით შემცირდა, თუმცა, 2018 წელს მოსალოდნელია 0.9%-იანი ზრდა. 2017 წელს ინფლაციის მარევენბელი კვლავ მაღალი - საშუალოდ 13% - იყო.

მზარდი კერძო ინვესტიციების შედეგად, **აშშ**-ის რეალური მშპ-ის ზრდამ წინასწარი შეფასებით წლიური 2.3% შეადგინა. მიუხედავად მძიმე სტიქიური მოვლენებით მიღებული შედეგებისა, გაჯანსაღებას ხელს უწყობდა დადებითი ტენდენციები ენერგეტიკულ სექტორში, შესუსტებული აშშ დოლარი და

3 Global Economic Prospects, January 2018: Broad-Based Upturn, but for How Long? Advance edition. Washington, DC.

4 იგივე.

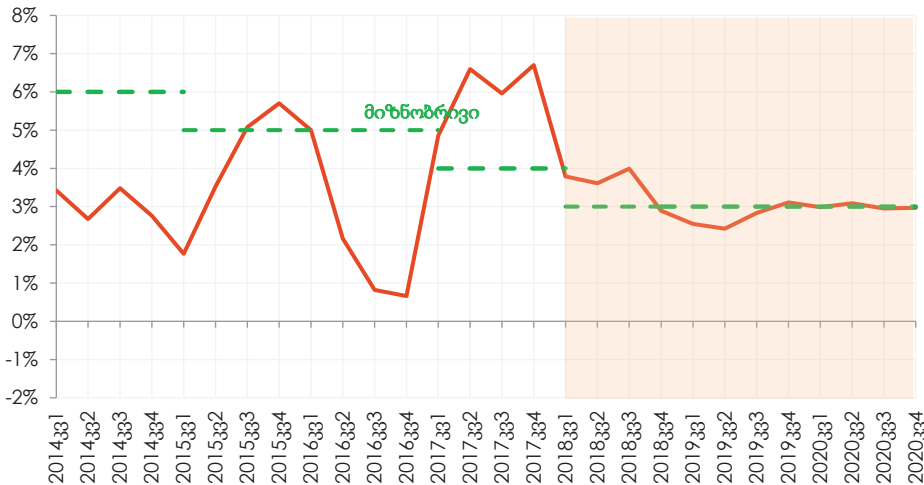
ძლიერი საგარეო მოთხოვნა. ამასთან, კვლავ მცირდებოდა უმუშევრობის დონე და იზრდებოდა რეალური ხელფასი. დაგეგმილი ცვლილებები საგადასახადო კანონმდებლობაში მსოფლიო ბანკის შეფასებით, ნაწილობრივ გავლენას მოახდენს 2018 წლის აშშ-ის რეალური მშპ-ის ზრდაზე, რომლის პროგნოზი 2.5%-ს შეადგენს<sup>5</sup>.

2017 წლის განმავლობაში იმ სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში, სადაც ინფლაციის მოლოდინები შემცირდა, ადგილობრივი ვალუტების მოსალოდნელზე ნაკლები გაუფასურების პარალელურად, ცენტრალურმა ბანკებმა შეარბილეს მონეტარული პოლიტიკა და შეიქმნა ნიადაგი ეკონომიკური აქტივობის გაუმჯობესებისთვის. ასევე, განვითარებულ ქვეყნებში, სადაც გამოშვების ზრდა ჩამორჩება პოტენციურს და იმავდროულად, სამომხმარებლო ფასები დაბალი ტემპით იზრდება, კვლავ შენარჩუნდა შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის მოლოდინები. აღსანიშნავია, რომ ევროპის ცენტრალურმა ბანკმა გამოაცხადა 2018 წლის იანვრიდან რაოდენობრივი შერბილების ეტაპობრივი დასრულების შესახებ, რაც გულისხმობს ფასიანი ქაღალდების ყოველთვიური შესყიდვების მოცულობის შემცირებას.

2.2 ბაზრობის მონიტორინგი

2017 წლის დეკემბერში **წლიურმა ინფლაციამ** 6.7% შეადგინა და მე-4 კვარტალის საშუალო მაჩვენებელს გაუტოლდა. წინა პროგნოზების შესაბამისად, მიზნობრივზე მაღალი ინფლაცია მე-4 კვარტალშიც შენარჩუნდა (იხ. დიაგრამა 2.3), თუმცა იგი პროგნოზირებულზე ოდნავ უფრო მაღალი აღმოჩნდა, რისი მიზეზიც საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის გაზრდილი ფასები და ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურება იყო. რაც შეეხება მთლიანად 2017 წლის მანძილზე ინფლაციის ზრდას, ეს ძირითადად მიწოდების მხრიდან მოქმედმა ერთჯერადმა ფაქტორებმა განაპირობა, კერძოდ, ნავთობისა და სურსათის სასაქონლო ჯგუფებზე საერთაშორისო საბაზრო ფასების ზრდამ და აქციის გადასახადების მატებამ. ამ უკანასკნელის ეფექტი 2018 წლიდან აღმოიფხვრება.

დიაგრამა 2.3 მთლიანი წლიური ინფლაცია

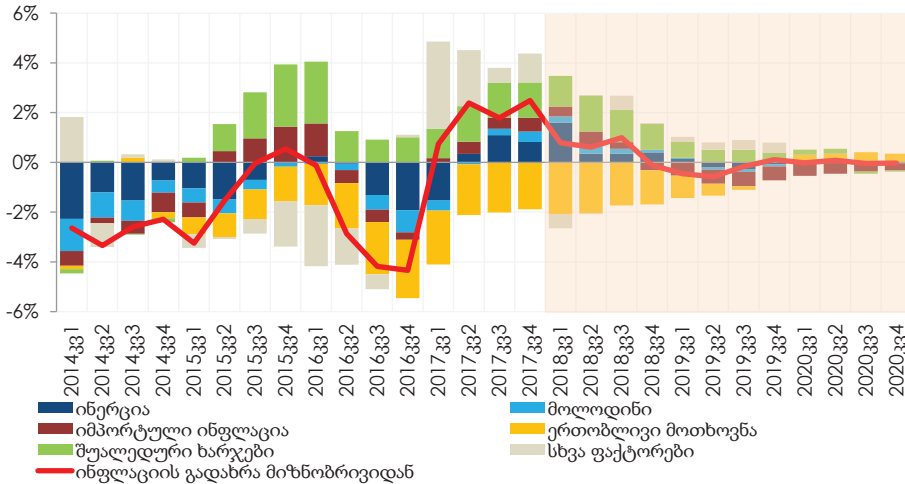


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

მიმდინარე წლის დასაწყისში სამომხმარებლო ტარიფების ზრდა ელექტროენერჯისა და წყალზე, პროგნოზის მიხედვით, გავლენას მოახდენს **წლიურ ინფლაციაზე** და განაპირობებს მის დროებით შენარჩუნებას მიზნობრივთან შედარებით მაღალ ნიშნულზე. ამ გარემოებას ასევე ხელს უწყობს 2017 წლის მეორე ნახევარში დაწყებული ნავთობისა და სურსათის სასაქონლო ჯგუფებზე ფასების ზრდის ტენდენციაც, რომლის ეფექტის ამოწურვასთან ერთად წლიური ინფლაცია წლის მეორე ნახევარში გააგრძელებს შემცირებას და მიუახლოვდება მიზნობრივ 3%-იან მაჩვენებელს (იხ. დიაგრამა 2.3).

5 Global Economic Prospects, January 2018: Broad-Based Upturn, but for How Long? Advance edition. Washington, DC.

დიაგრამა 2.4 ფლოური ინფლაციის მისი მიზნობრივი ნიშნულიდან გადახრის დამატებითი დახვეწა



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ზემოაღნიშნული ფაქტორების გარდა, 2018 წლის პირველ ნახევარში მიზნობრივთან შედარებით მაღალ ნიშნულზე ინფლაციის შენარჩუნება განპირობებული იქნება იმპორტული ინფლაციისა და შუალედური ხარჯების ზრდითაც (იხ. დიაგრამა 2.4). ეს უკანასკნელი ძირითადად დაკავშირებული იქნება იმპორტირებულ შუალედურ საქონელზე ფასების მატებასთან, რისი მიზეზიც 2017 წლის ბოლოს ლარის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის დამატებითი გაუფასურება გახდა. მეორე მხრივ, ინფლაციას შემცირებისკენ უბიძგებს სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა, რაც პოტენციურად შედარებით სუსტი ეკონომიკური აქტივობის შედეგია. ერთობლივი მოთხოვნის პოტენციური დონიდან ჩამორჩენის უარყოფითი ზეგავლენა ინფლაციაზე მხოლოდ ეტაპობრივად აღმოიფხვრება. არსებული პროგნოზის მიხედვით, საშუალოვადიან პერიოდში, ეკონომიკური აქტივობის გაუმჯობესებისა და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გამყარების ფონზე, იმპორტული ინფლაციიდან მომდინარე წნეხის შემცირების პარალელურად, ინფლაცია დასტაბილურდება 3%-იანი მიზნობრივი მაჩვენებლის ფარგლებში.

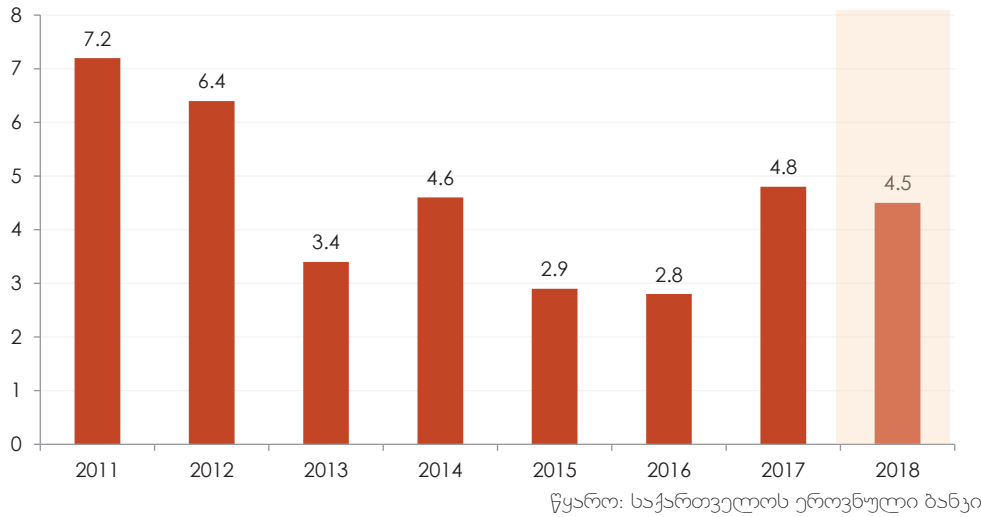
**ინფლაციის პროგნოზს ახლავს რისკები** როგორც ზრდის, ასევე შემცირების მიმართულებით. კერძოდ, სამომხმარებლო ფასების პროგნოზირებულზე უფრო მაღალი ზრდა შესაძლოა გამოიწვიოს საწვავისა და სურსათის ფასების მკვეთრმა მატებამ საერთაშორისო ბაზრებზე. ზოგადად, აღნიშნული ტიპის სასაქონლო ჯგუფების ფასები მაღალი მერყეობით ხასიათდება და ვინაიდან მათ სამომხმარებლო კალათის მნიშვნელოვანი ნაწილი უჭირავთ, ხშირად მათი წვლილი ინფლაციის დინამიკაში საკმაოდ მაღალია. ასევე, საბაზო სცენარის რისკს წარმოადგენს საგარეო შოკის გამწვავება, ევროპის ცენტრალური ბანკის მიერ მონეტარული შერბილებიდან მოსალოდნელზე სწრაფი გამოსვლის დაწყების შემთხვევაში, რაც სავარაუდოდ ევროს გამყარებას გამოიწვევს და აღმავალ ზეწოლას მოახდენს ინფლაციაზე. თუმცა, მეორე მხრივ, ზოგიერთ სავაჭრო პარტნიორ ქვეყანაში ადგილობრივი ვალუტის მოსალოდნელზე მეტად რეალურმა გაუფასურებამ შესაძლოა ნაწილობრივ შეამსუბუქოს საქართველოში იმპორტული ინფლაციიდან მომდინარე წნეხი.

წინასწარი შეფასებით, რეალური მშპ-ის ზრდამ 2017 წლის მე-4 კვარტალში 4.7% შეადგინა, ხოლო მთლიანად წლის განმავლობაში კი - 4.8%. აღნიშნულზე დაყრდნობით, ეკონომიკური აქტივობა წლიურად პროგნოზირებულზე მეტად არის გაზრდილი, რაც ძირითადად საგარეო მოთხოვნის მნიშვნელოვანი მატებით არის განპირობებული. კერძოდ, სავაჭრო პარტნიორებში გაუმჯობესებული ეკონომიკური ვითარებისა და ლარის რეალური გაცვლითი კურსის კონკურენტუნარიანობის გაუმჯობესების პირობებში მკვეთრად გაიზარდა საქონლისა და მომსახურების (განსაკუთრებით - ტურიზმის) ექსპორტი. ამასთან, მოსალოდნელზე მეტად გაიზარდა საზღვარგარეთიდან ფულადი გზავნილების მოცულობა, რამაც თავის მხრივ, შიდა მოთხოვნის გაჯანსაღებას შეუწყო ხელი. პოზიტიური ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე, ასევე ჰქონდა ინვესტიციებს სამშენებლო სექტორში.

6 დიაგრამაში სვეტების დადებითი მნიშვნელობა ნიშნავს შესაბამისი ცვლადის წონასწორობაზე მაღალ მნიშვნელობას, რაც ინფლაციის ზრდას განაპირობებს, ხოლო უარყოფითი - პირიქით.

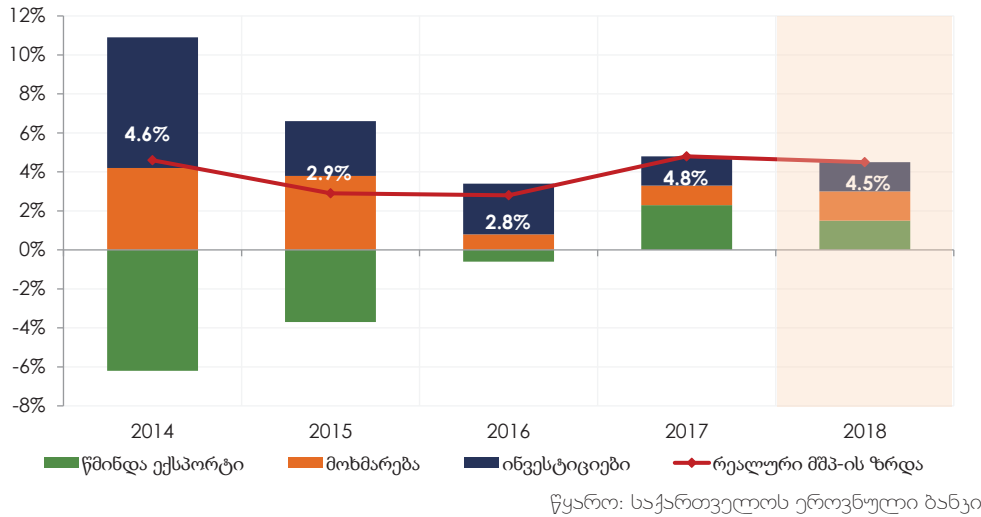


დიაგრამა 2.5 რეალური მშპ-ის ზრდა



წინა შეფასების მსგავსად, **2018 წლის რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზი 4.5%-ის ფარგლებშია** (იხ. დიაგრამა 2.5). მოსალოდნელია, რომ საგარეო სექტორის გაჯანსაღების ტენდენციის შენარჩუნების ფონზე, ეკონომიკური აქტივობის ზრდაში კვლავ დადებით წვლილს შეიტანს წმინდა ექსპორტი, ხოლო კერძო სექტორის (მათ შორის ტურიზმის) დაკრედიტების გააქტიურებისა და ფულადი გზავნილების მდგრადი ზრდის პირობებში ასევე გაუმჯობესდება ინვესტიციები და შიდა მოთხოვნა (იხ. დიაგრამა 2.6). ამ კუთხით აღსანიშნავია დაგეგმილი მსხვილი ინფრასტრუქტურული პროექტების მოსალოდნელი დადებითი ეფექტიც.

დიაგრამა 2.6 რეალური მშპ-ის კომპონენტები



სამომავლო ვითარება სავაჭრო პარტნიორებში **რეალური მშპ-ის პროგნოზის არსებით რისკად** რჩება. რეგიონში გეოპოლიტიკური სიტუაციის გამწვავების შემთხვევაში, ეკონომიკური აქტივობა მოსალოდნელზე ნაკლებად გაიზრდება. ასევე, რისკის შემცველია აშშ დოლარის და ევროს გაცვლითი კურსები საერთაშორისო სავალუტო ბაზრებზე, რაც სავაჭრო არხებითა და მასთან დაკავშირებული მოლოდინებით გავლენას ახდენს ეკონომიკურ აქტივობასა და ლარის გაცვლით კურსზე. თუმცა, თუკი გამოყენებული იქნება ევროპასა და ჩინეთთან თავისუფალი ვაჭრობის შესაძლებლობა ან დაჩქარდება საინვესტიციო პროექტები და ბიზნეს განწყობა მოსალოდნელზე მეტად გაუმჯობესდება, მაშინ მშპ-ის ზრდა პროგნოზირებულთან შედარებით მაღალი იქნება.

2017 წლის მე-3 კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მკვეთრად გაუმჯობესდა და რეკორდულად დაბალ მაჩვენებელს - მშპ-ის 3%-ს მიაღწია. აღნიშნულის მიზეზი საგარეო მოთხოვნის მნიშვნელოვანი გაჯანსაღება გახდა. კერძოდ, საქონლის ექსპორტი 20%-ით გაიზარდა, ხოლო მომსახურების ექსპორტი

კი - 24.3%-ით. ამასთან, ტურიზმიდან შემოსავლები 19%-ით, ხოლო ფულადი გზავნილები 20%-ით გაიზარდა. მოკლე და საშუალოვადიანი პროგნოზის მიხედვით, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის მშპ-თან ფარდობა ერთნიშნა ნიშნულზე დარჩება იმ დაშვებით, რომ სავაჭრო პარტნიორებში სტაბილური ვითარება შენარჩუნდება და ექსპორტისა და უცხოეთიდან მიღებული სხვა შემოსავლების ზრდის ტენდენცია გაგრძელდება.

ეროვნული ბანკის ამოცანა ფასების სტაბილურობაა, რომლის ეფექტიან შესრულებას უზრუნველყოფს ინფლაციის პროგნოზის თარგეთირება. ამისთვის საქართველოს ეროვნული ბანკი იყენებს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს, რომელიც იცვლება იმგვარად, რომ ინფლაციის პროგნოზი იყოს მიზნობრივ ნიშნულზე. ინფლაციის თარგეთირების დროს მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებებისას მხედველობაში მიიღება ერთობლივი გამოშვებაც. შესაბამისად, საპროცენტო განაკვეთების რეაგირება მიწოდების შოკზე უნდა იყოს ეტაპობრივი და არა იმდენად აგრესიული, რომ ერთობლივი გამოშვების მკვეთრი ცვლილება გამოიწვიოს. განაკვეთების ეტაპობრივი ცვლილება ოპტიმალურია როგორც გაურკვევლობის პირობებში, ასევე გრძელვადიანი განაკვეთების უფრო ეფექტიანი მართვისათვის. აქედან გამომდინარე, ინფლაციის თითოეული პროგნოზი გულისხმობს საპროცენტო განაკვეთების ისეთ პროგნოზს, რომელიც ყველა ჩამოთვლილ ფაქტორს ითვალისწინებს.

საბაზო მაკროეკონომიკური სცენარის შესაბამისი საპროცენტო განაკვეთის ტრაექტორია წარმოდგენილია დიაგრამა 1.3-ზე. პროგნოზის მიხედვით, მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების დროებით მიმდინარე ნიშნულზე შენარჩუნება, ხოლო შემდეგ მისი ეტაპობრივი კლება. გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის დროებით შენარჩუნება ემსახურება ინფლაციის მოლოდინების მოთოვას მაშინ, როცა პოლიტიკის განაკვეთის შემდგომი კლება მონეტარული პოლიტიკის ოპტიმალური პასუხია ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსიდან მიმდინარე ზეწოლის აღმოფხვრასა და ინფლაციის შემცირებაზე. საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში განაკვეთი მცირდება მის ნეიტრალურ დონემდე, რომელიც არსებული შეფასებით, 5-6%-ის ფარგლებშია. პროგნოზისთვის მნიშვნელოვანია ის დაშვება, რომ არსებული საგარეო ფაქტორების გავლენა ლარის მიმდინარე გაცვლით კურსზე ამოწურულია და, შესაბამისად, დაბალი და სტაბილური ინფლაციის მოლოდინები გრძელვადიან პერიოდში ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გამყარების ტრენდს შეუწყობს ხელს.

მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი არ გულისხმობს ეროვნული ბანკის დაპირებას მონეტარული პოლიტიკის შემდგომ გადაწყვეტილებებთან დაკავშირებით. იგი წარმოადგენს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის საორიენტაციო ტრაექტორიას იმ დაშვებით, რომ ეგზოგენური ფაქტორები პროგნოზში გათვალისწინებული სცენარით განვითარდება. შესაბამისად, მომავალში ახალი მონაცემები თუკი პროგნოზირებულისაგან განსხვავებულ სურათს წარმოაჩენს, განსხვავებული იქნება მონეტარული პოლიტიკის პასუხიც. მიუხედავად არსებული გაურკვევლობისა, რაც პროგნოზს ახლავს თან, მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების საორიენტაციო ტრაექტორია სასარგებლო ინფორმაციას შეიცავს, ვინაიდან მასზე დამოკიდებული ლარის გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთები.

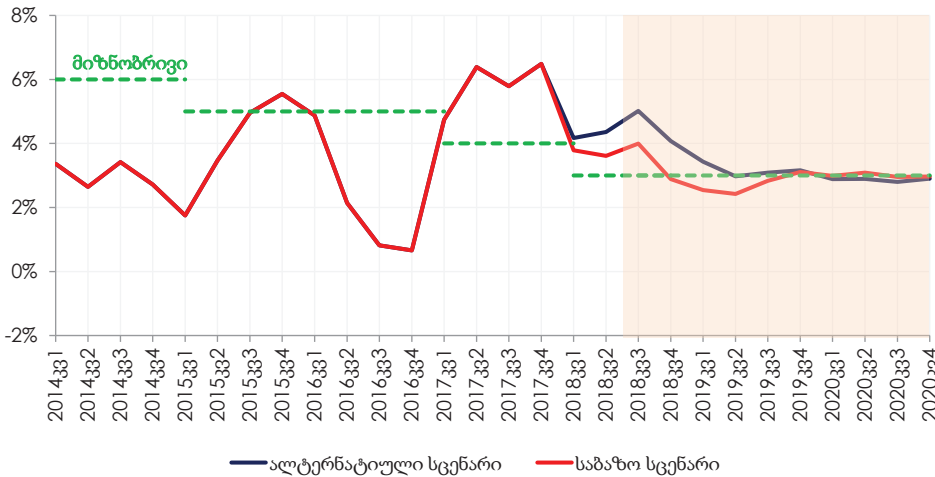
### 2.3 ალტერნატიული საპრობნო სცენარი

ალტერნატიული სცენარი, წინა ანგარიშის მსგავსად, კვლავ საგარეო შოკის გამწვავებას განიხილავს. კერძოდ, აღნიშნული სცენარი ითვალისწინებს ევროპის ცენტრალური ბანკის მიერ რაოდენობრივი შერბილების პოლიტიკიდან მოსალოდნელზე სწრაფად გამოსვლას. ეს, ერთი მხრივ, მოსალოდნელზე მეტად გაამყარებს ევროს სხვა ქვეყნების ვალუტების მიმართ, მეორე მხრივ კი, ევროზონის შემოსავლიანობის მრუდის ზრდის ფონზე ევროზონის ქვეყნებისკენ კაპიტალის გადინების რისკებს წარმოქმნის. აღნიშნულის გათვალისწინებით, განვითარებად ქვეყნებში, მათ შორის საქართველოში, რისკ-პრემიებზე ზრდის წნეხი წარმოიქმნება. შედეგად, ალტერნატიული სცენარის მიხედვით, წლიური ინფლაცია ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსიდან ზეწოლის გამო, საბაზო სცენარით პროგნოზირებულზე მაღალი იქნება (იხ. დიაგრამა 2.7), ხოლო ეკონომიკური ზრდა რისკ-პრემიების ზრდის შედეგად - დაბალი (იხ. დიაგრამა 2.8). თუმცა, წინა ანგარიშისაგან განსხვავებით, საგარეო შოკის ამჟამად განხილული გამწვავება უფრო ნაკლები ზომისაა, ვინაიდან წინა ანგარიშში განხილული ალტერნატიული სცენარი ნაწილობრივ რეალიზდა და, შედეგად, მიმდინარე კვარტალის საბაზო სცენარის ნაწილი გახდა.

ალტერნატიული სცენარის თანახმად, ინფლაცია საბაზო სცენართან შედარებით უფრო სწრაფად იზრდება, რაც გამოწვეულია უარყოფითი საგარეო

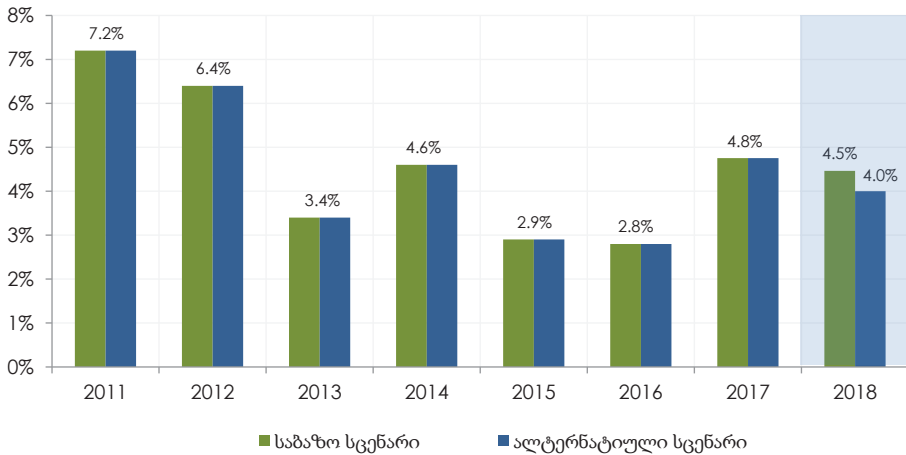
შოკით. კერძოდ, გაუფასურებული ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი ინფლაციურ ზეწოლას ქმნის, რომლის გათვალისწინებითაც 2018 წელს ინფლაცია საბაზო სცენართან შედარებით საშუალოდ 0.8 პროცენტული პუნქტით მაღალი იქნება (იხ. დიაგრამა 2.7). ამის პასუხად, ინფლაციური მოლოდინების შესამცირებლად, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ტრაექტორია 2018 წელს, საბაზო სცენართან შედარებით, 0.7 პროცენტული პუნქტით აიწევს. უფრო მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის შედეგად 2018 წლისათვის ეკონომიკური ზრდა მცირეა საბაზო სცენართან შედარებით და 4 პროცენტის ფარგლებშია. საბოლოოდ, მონეტარული პოლიტიკის შესაბამისი რეაგირება უზრუნველყოფს ინფლაციური მოლოდინების განეიტრალებას და ინფლაციაზე ზრდის ზეწოლის შემცირებას. შედეგად, საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაცია 3 პროცენტთან მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუბრუნდება.

დიაგრამა 2.7 ფლოური ინფლაცია საბაზო და ალტერნატიული სცენარების მიხედვით



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

დიაგრამა 2.8 რეალური მშპ-ის ზრდა საბაზო და ალტერნატიული სცენარების მიხედვით



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

2.4 წინა პრობლემთან შედარება

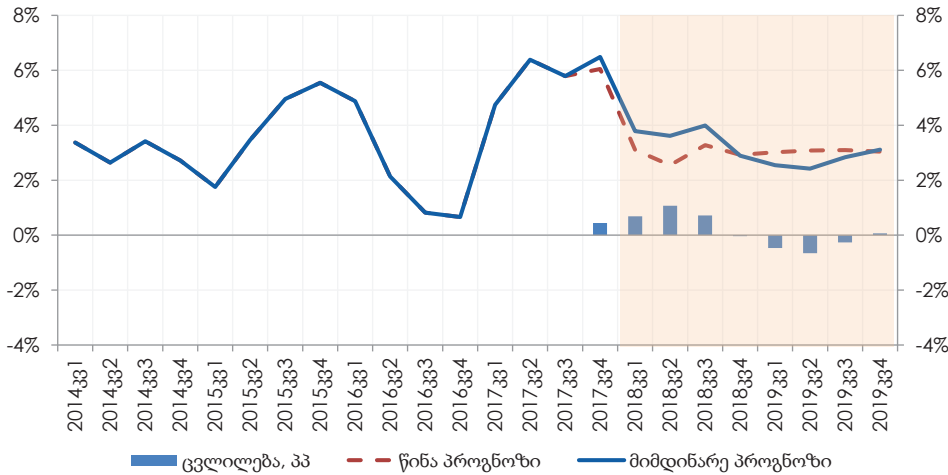
2018 წლისათვის ინფლაციის პროგნოზი წინა კვარტალთან შედარებით, ზრდის მიმართულებით გადაიხედა (იხ. დიაგრამა 2.9). პროგნოზის ცვლილება, ერთი მხრივ, ელექტროენერჯისა და წყლის ტარიფების მატებამ განაპირობა, რასაც ფასების დონეზე როგორც პირდაპირი, ასევე არაპირდაპირი გავლენა ექნება. მეორე მხრივ, 2017 წლის მეორე ნახევრიდან ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი გაუფასურდა, რაც სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნებიდან იმპორტული ინფლაციის ზრდის რისკებს წარმოშობს. ამასთანავე, საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის ფასებს ზრდის ტენდენცია აქვს და მოსალოდნელია, რომ 2018 წლის განმავლობაში, წინა წელთან შედარებით საწვავის ფასები ინფლაციაში კვლავ



დადებით წვლილს შეიტანს. განახლებული პროგნოზით მოსალოდნელია, რომ 2018 წლის პირველ ნახევარში ინფლაციის მაჩვენებელი 3.5-4%-ის ფარგლებში იქნება, თუმცა წლის მეორე ნახევრიდან კლებას გააგრძელებს და 3%-იან მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუახლოვდება.

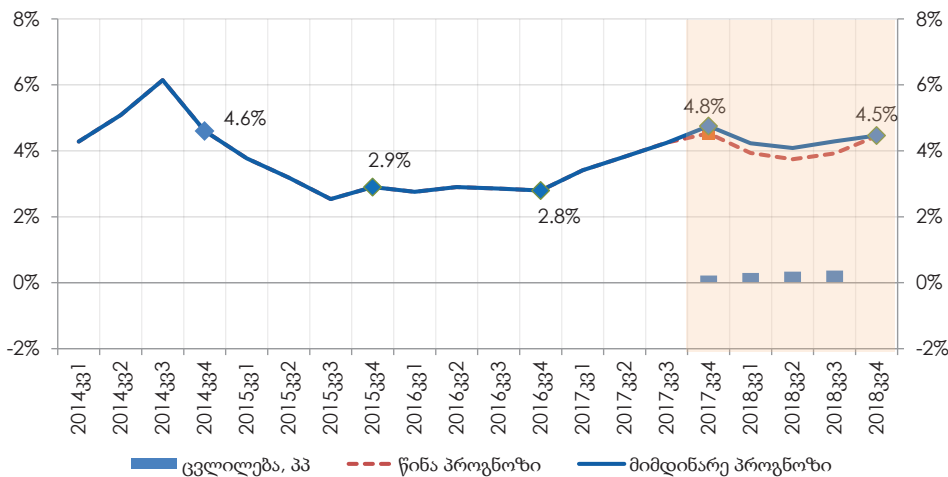
რაც შეეხება ეკონომიკურ აქტივობას, წინა კვარტალთან შედარებით 2018 წლის რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზი იმავე დონეზე, 4.5%-ზე, შენარჩუნდა (იხ. დიაგრამა 2.10). ახალი ფაქტორები, რომლებიც შეიძლება პროგნოზის ცვლილების მიზეზი ყოფილიყო, არ გამოკვეთილა. კერძოდ, სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის მოლოდინები სტაბილურია და მხოლოდ მცირედით გაიზარდა. ასევე, მნიშვნელოვნად არ შეცვლილა მოლოდინები შიდა მოთხოვნასთან, მათ შორის ფისკალურ პოლიტიკასთან დაკავშირებით.

დიაგრამა 2.9 მთლიანი წლიური ინფლაციის პრობნოზის ცვლილება



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

დიაგრამა 2.10 რეალური მშპ-ის ზრდის პრობნოზის ცვლილება (ბოლო ოთხი კვარტალის საშუალო)



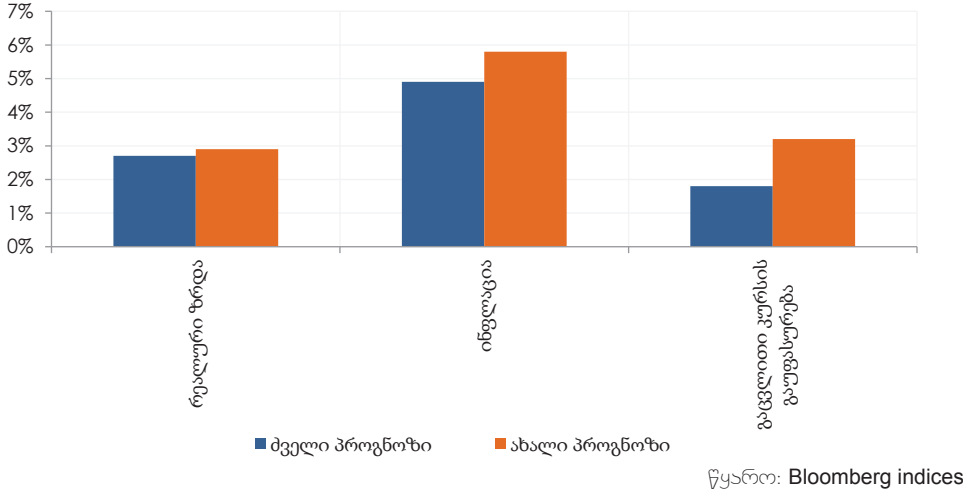
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

პროგნოზისთვის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია დაშვებები ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის, ინფლაციისა და გაცვლითი კურსების მოსალოდნელი დინამიკის შესახებ. შესაბამისად, პროგნოზისა და მასთან დაკავშირებული რისკების ცვლილებას მნიშვნელოვნად განაპირობებს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეკონომიკური ვითარების შესახებ განახლებული დაშვებები (იხ. დიაგრამა 2.11).

2018 წლის პროგნოზის საგარეო სექტორის დაშვებებში გარკვეულწილად გაიზარდა სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების მოსალოდნელი გაუფასურების მასშტაბი აშშ დოლართან მიმართებაში. ეს ცვლილება თურქული ლირის მოსალოდნელი გაუფასურების ზომის ზრდამ განაპირობა; თურქეთში ინფლაციაც მაღალია და, შედეგად, საქართველოს რეალურ ეფექტურ გაცვლით კურსზე გადმოცემა უფრო ნაკლები იქნება. სხვა ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების შემთხვევაში კი გაცვლითი კურსის პროგნოზი თითქმის არ შეცვლილა,

ან პირიქით, გამყარების მიმართულებით გადაიხედა. საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის ფასების მზარდი ტენდენციის ფონზე გაზრდილია სავაჭრო პარტნიორების მოსალოდნელი ინფლაცია. რაც შეეხება ეკონომიკურ აქტივობას, წინა პროგნოზთან შედარებით, მცირედით მოიმატა სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზი.

დიაგრამა 2.11 ცვლილებები 2017-2018 წლების საბარეო სექტორის დაშვებებში



## ჩანართი 1. ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის შესრულება და 2017 წლის პროგნოზების შედარება

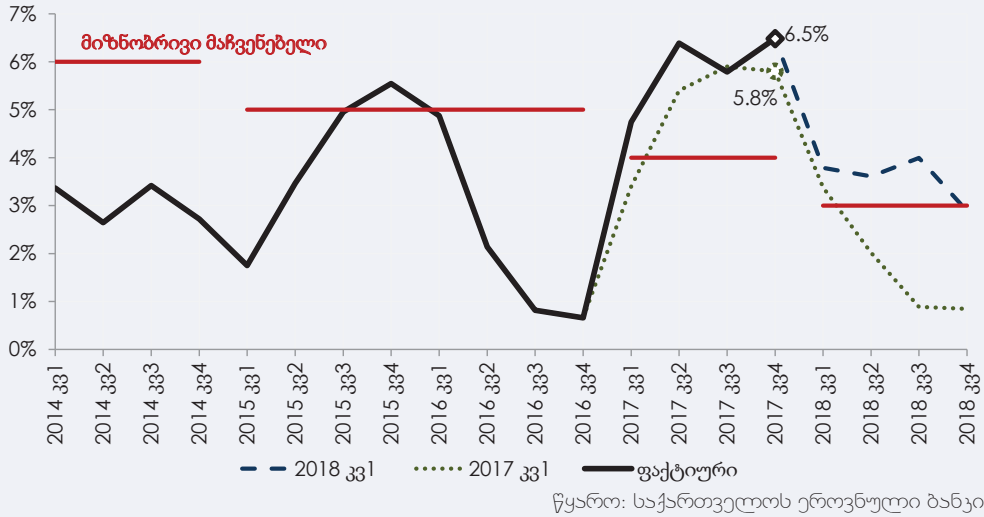
მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილებები ეკონომიკაზე გავლენას ეტაპობრივად ახდენს და მისი ეფექტი პიკს 4-6 კვარტალის შემდგომ აღწევს. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის ფორმირებისას განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ინფლაციის პროგნოზი საშუალოვადიან პერიოდში. აქედან გამომდინარე, იმისათვის, რომ შევაფასოთ რამდენად სწორად წარმართა მონეტარული პოლიტიკა ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის მისაღწევად, საჭიროა წარსული პერიოდების პროგნოზების ანალიზი. ინფლაციის პროგნოზი კი ადეკვატურად ითვლება, თუ მისი გადახრა ფაქტობრივი მონაცემებიდან მოულოდნელმა ეგზოგენურმა (მონეტარული პოლიტიკისგან დამოუკიდებელმა) ფაქტორებმა განაპირობა. საქართველოში, ისევე როგორც ყველა ღია ტიპის ეკონომიკაში, ეგზოგენური შოკები გარდაუვალია. მონეტარული პოლიტიკა ერთობლივ მოთხოვნაზე ზემოქმედების ინსტრუმენტია და ცენტრალური ბანკები, როგორც წესი, მოთხოვნის შოკებზე რეაგირებენ. ეგზოგენურ შოკებზე რეაგირება ეკონომიკის დიდ მერყეობასა და მაღალ საზოგადოებრივ დანახარჯებს იწვევს. შესაბამისად, ცენტრალური ბანკები ასეთ შოკებზე ძირითადად არ რეაგირებენ, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც ასეთი ტიპის შოკებს გავლენა აქვთ საშუალო/გრძელვადიანი ინფლაციის მოლოდინებზე.

ინფლაციის პროგნოზის ფაქტობრივთან შედარების ანალიზს 2017 წლის პირველი კვარტალიდან დავიწყებთ, რადგანაც 2016 წლის ანალიზი წინა წლის ანალოგიურ ჩანართშია წარმოდგენილი.

2017 წლის თებერვლის პროგნოზი ძირითადად თანხვედრაში იყო ფაქტობრივ ინფლაციასთან (იხ. დიაგრამა 2.12). 2017 წლის თებერვლის პროგნოზის მიხედვით მოსალოდნელი იყო ინფლაციის მიზნობრივზე მეტად ზრდა და 2017 წლის მანძილზე შენარჩუნება. ამის მიზეზი გარკვეულ პროდუქტებზე (ნავთობპროდუქტები, თამბაქო, ავტომობილები) აქციზის გადასახადის მატება იყო, რასაც ინფლაციაზე ერთჯერადი ეფექტი ჰქონდა. იქიდან გამომდინარე, რომ აქციზის გადასახადის ზრდის გადაწყვეტილება 2016 წლის ბოლოს იქნა მიღებული, მისი შესაძლო ზეგავლენა ინფლაციაზე 2016 წლის ნოემბრის პროგნოზში არ იყო გათვალისწინებული. შედეგად, 2016 წლის ნოემბრის პროგნოზი 2017 წლისათვის შედარებით უფრო დაბალ ინფლაციას პროგნოზირებდა.

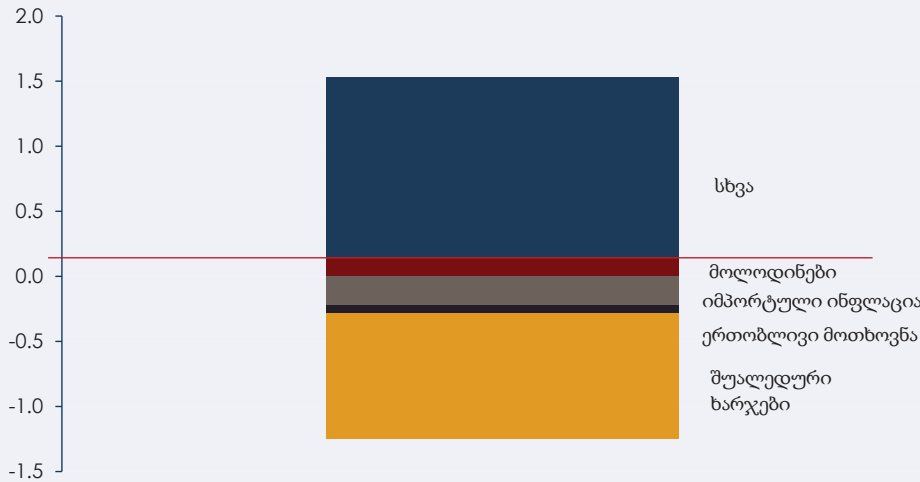
7 გამოთვლები განხორციელებულია საქართველოს ხუთი ძირითადი სავაჭრო პარტნიორისთვის (აშშ, ევროკავშირი, თურქეთი, უკრაინა, რუსეთი) გაკეთებულ პროგნოზებზე დაყრდნობით.

დიაგრამა 2.12 ფლოური ინფლაციის პროგნოზის შედარება



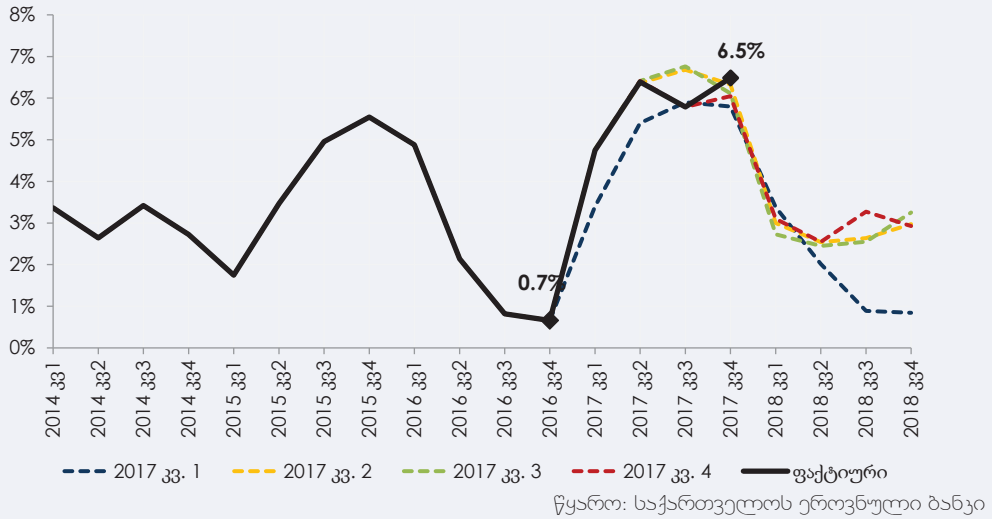
პროგნოზირებული ინფლაცია საშუალოდ ფაქტობრივ ინფლაციასთან ახლოს იყო (იხ. დიაგრამა 2.13). ინფლაციის დეკომპოზიციის ანალიზი აჩვენებს, რომ ინფლაციის პროგნოზირებულზე მეტად ზრდა სხვა ფაქტორების კატეგორიამ განაპირობა, რაც აქციზების განაკვეთის ზრდის არაპირდაპირ ეფექტებსა და წლის მეორე ნახევარში ბუნებრივი აირის ტარიფების ზრდას უკავშირდება. თუმცა, მეორე მხრივ, პროგნოზირებულთან შედარებით ნაკლები აღმოჩნდა შუალედური ხარჯების გავლენა ინფლაციაზე, რაშიც მოიაზრება როგორც იმპორტული შუალედური საქონელი, ასევე სესხების დოლარიზაციის გავლენა ფირმების ხარჯებზე. კერძოდ, 2017 წლის თებერვლის ინფლაციის პროგნოზში 2017 წლისათვის გაცვლითი კურსის უფრო სუსტი ნიშნული იყო გათვალისწინებული, ვიდრე ეს სინამდვილეში აღმოჩნდა.

დიაგრამა 2.13 2017 წლის ფაქტობრივი ინფლაციის 2017 წლის თებერვლის პროგნოზ-ზირაბულთან განსხვავების დაკომპოზიციის (კვარტალების საშუალო)



რაც შეეხება ცალკეული კვარტალების პროგნოზების ანალიზს, 2017 წლის მეორე კვარტალში ინფლაციის პროგნოზი გაიზარდა. ამის ძირითადი მიზეზი იყო ის ფაქტი, რომ მეორე კვარტალში საკვები პროდუქტების ფასების მატებამ მოსალოდნელზე მეტად გაზარდა ინფლაცია. 2017 წლის მესამე და მეოთხე კვარტალის პროგნოზები კი უმნიშვნელოდ შეიცვალა (იხ. დიაგრამა 2.14).

დიაგრამა 2.14 წლიური ინფლაციის პროგნოზის შედარება (2017 კვ.1 - 2018 კვ.4)



მონეტარული პოლიტიკის ფორმირება 2017 წლის განმავლობაში შეიძლება შემდეგნაირად შევაჯამოთ: წლის დასაწყისში გაზრდილი ინფლაციური მოლოდინების პრევენციისათვის მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ეტაპობრივად 0.5 პროცენტული პუნქტით 7 პროცენტამდე გაიზარდა. როგორც უკვე აღინიშნა, მიზნობრივზე მაღალი ინფლაციის ძირითადი მიზეზი აქციზის გადასახადის ზრდა იყო, რასაც ერთჯერადი ზეგავლენა ჰქონდა ინფლაციაზე. ამგვარად, შემდგომი პერიოდის განმავლობაში საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი უცვლელად შეინარჩუნა. თუმცა 2017 წლის ბოლოს ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურებისა და საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის ფასების ზრდის ფონზე, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა კვლავ გაზარდა რეფინანსირების განაკვეთი 7.25 პროცენტამდე, რათა შეემცირებინა ეფექტური კურსიდან მომდინარე ზეწოლა, რომელიც 2018 წლის ინფლაციაზე მოახდენდა გავლენას.

### 3. სამომხმარებლო ფასების ტენდენცია

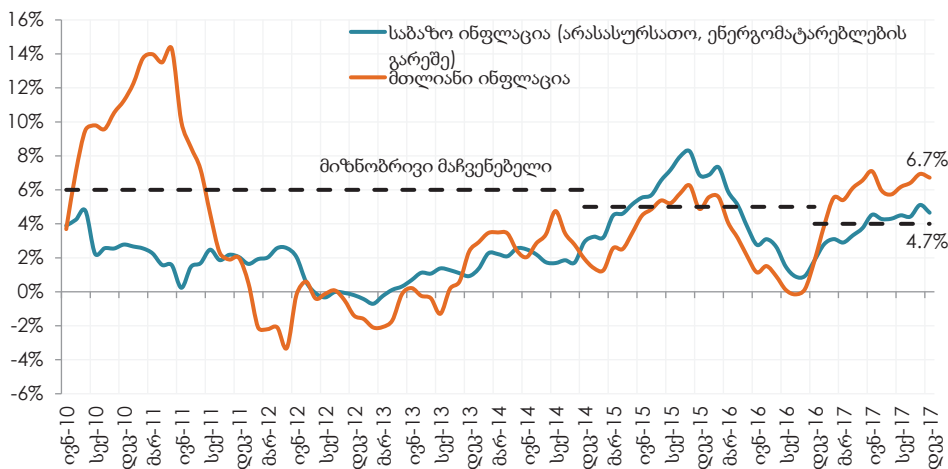
2017 წელს, როგორც მოსალოდნელი იყო, ერთჯერადი ფაქტორების გამო, ინფლაციის მაჩვენებელმა მოიმატა. თებერვლიდან წლის ბოლომდე იგი 4 პროცენტის მიზნობრივი მაჩვენებლის მაღლა ნარჩუნდებოდა. გასულ წელს ინფლაციის ზრდა მეტწილად თამბაქოს ნაწარმზე და საწვავზე ფასების ზრდას უკავშირდება, რაც ამ პროდუქტებზე აქციზის გადასახადის ზრდითა და მსოფლიო ბაზარზე ნავთობის ფასის მატებით იყო გამოწვეული. გარდა ამისა, ერთჯერად ფაქტორებს აგვისტოდან დაემატა ბუნებრივი აირის გადასახდელის გაძვირებაც.

« 2017 წელს ინფლაციის მაჩვენებლის მატება ერთჯერად ფაქტორებს უკავშირდება.

2017 წლის დეკემბერში წლიურმა ინფლაციამ 6.7 პროცენტი შეადგინა. საბაზო ინფლაცია, რომელიც აჩვენებს ინფლაციას სურსათისა და ენერგომატარებლების ფასების ცვლილების გარეშე, ამ პროდუქტებზე შედარებით მაღალი ფასის გამო, წლის განმავლობაში საერთო ინფლაციაზე ნაკლები იყო და დეკემბერში 4.7 პროცენტს შეადგენდა (იხ. დიაგრამა 3.1), საიდანაც 2.0 პროცენტული პუნქტი (პპ) თამბაქოს პროდუქტებზე მოდიოდა. საბაზო ინფლაციაზე დაკვირვება მნიშვნელოვანია ფასების დონის გრძელვადიანი ტრენდის შეფასებისთვის. დაბალი საბაზო ინფლაცია მომავალში მთლიანი ინფლაციის მაჩვენებლის შემცირების სიგნალს იძლევა.

« დაბალი საბაზო ინფლაცია მომავალში მთლიანი ინფლაციის შემცირების სიგნალს იძლევა.

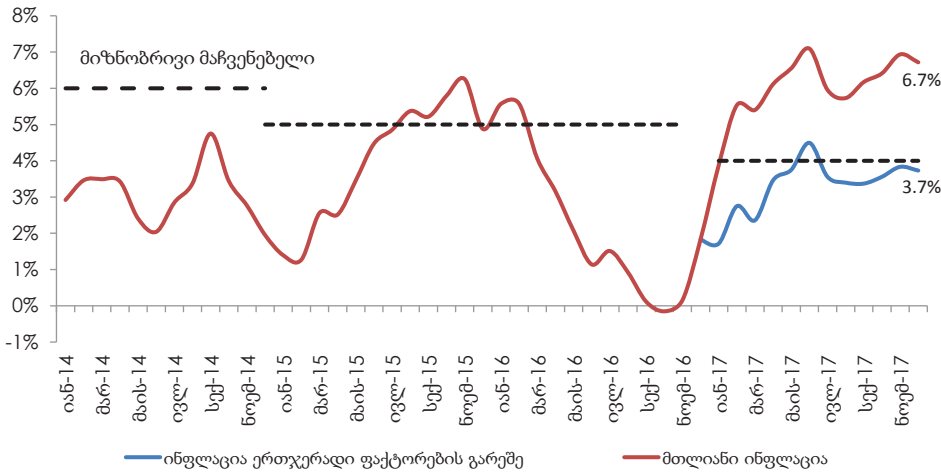
დიაგრამა 3.1 მთლიანი და საბაზო ინფლაცია



წყარო: საქსტატი.

როგორც აღინიშნა, ინფლაციის ზრდა ძირითადად უკავშირდება საწვავზე და სიგარეტზე ფასების მატებას. ამ პროდუქტების წვლილი მთლიან ინფლაციაში წლის განმავლობაში 2.1 პპ-დან 2.9 პპ-მდე მერყეობდა. აგვისტოდან ერთჯერად ფაქტორებს გაზის გადასახდელის გაძვირებაც დაემატა. დეკემბრის 6.7 პროცენტის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან 2.9 პპ საწვავზე, თამბაქოზე და გაზის გადასახდელზე მოდიოდა (იხ. დიაგრამა 3.2), მათ შორის სურსათზე - 2.1 პპ, ხოლო დანარჩენ პროდუქტებზე - 1.7 პპ (იხ. დიაგრამა 3.3).

დიაგრამა 3.2 მთლიანი ინფლაცია და ინფლაცია ერთჯერადი ფაქტორების ბარეშე



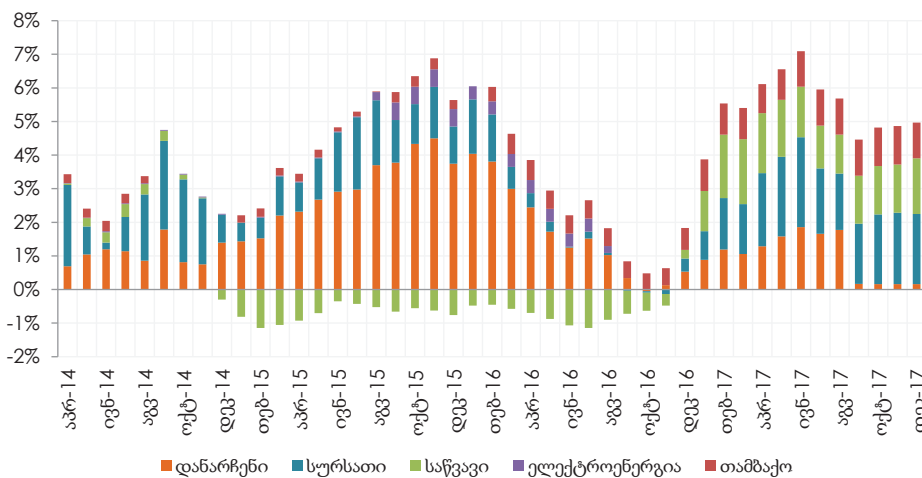
წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკის გაანგარიშება

2017 წლის განმავლობაში მაღალი იყო ინფლაცია სურსათის ჯგუფში. მთლიან ინფლაციაში მისი წვლილი 0.8 პპ-დან 2.7 პპ-მდე მერყეობდა. ამის მიზეზი რამდენიმეა: 2016 წელს ხილისა და ბოსტნეულის ფასები წლიურად მნიშვნელოვნად შემცირებული იყო, 2017 წელს კი საბაზო ეფექტის გამო ხილსა და ბოსტნეულზე ფასებმა წინა წელთან შედარებით მნიშვნელოვნად მოიმატა. საგრძნობლად არის გაძვირებული ხორცი და ხორცის პროდუქტები, რაც პირუტყვის ექსპორტის ზრდას უკავშირდება. მსოფლიო ბაზარზე შაქარზე მაღალი ფასის გამო, დაახლოებით ორი წლის მანძილზე მნიშვნელოვნად ძვირდებოდა შაქრის შემცველი პროდუქტები, ხოლო ამ ჯგუფის წვლილი საერთო ინფლაციაში 0.3 პპ-დან 0.6 პპ-მდე მერყეობდა. მსოფლიო ბაზარზე შაქრის ფასის შემცირებასთან ერთად, 2017 წლის დასაწყისიდან ამ პროდუქტებზე ინფლაცია თანდათან მცირდებოდა და მეოთხე კვარტალში საბაზო ეფექტი თითქმის ამოიწურა. სურსათის ფასების წვლილმა საერთო ინფლაციაში მაქსიმალურ ნიშნულს იენისში მიაღწია და 2.7 პპ შეადგინა, თუმცა შემდეგ იკლო და დეკემბერში 2.1 პპ-მდე შემცირდა.

«სურსათის მაღალი ინფლაცია ძირითადად საბაზო ეფექტით არის გამოწვეული.»

მთლიან ინფლაციაში მნიშვნელოვანი წონა აქვს ასევე ჯანმრთელობის დაცვის ჯგუფს, სადაც წლიური ინფლაცია საკმაოდ მაღალია. დეკემბერში ამ ჯგუფის ფასების მატებამ 8.1 პროცენტი შეადგინა, ხოლო მთლიან ინფლაციაში მისი წვლილი 0.7 პპ-ს გაუტოლდა.

დიაგრამა 3.3 სხვადასხვა პროდუქტების წვლილი მთლიან ინფლაციაში



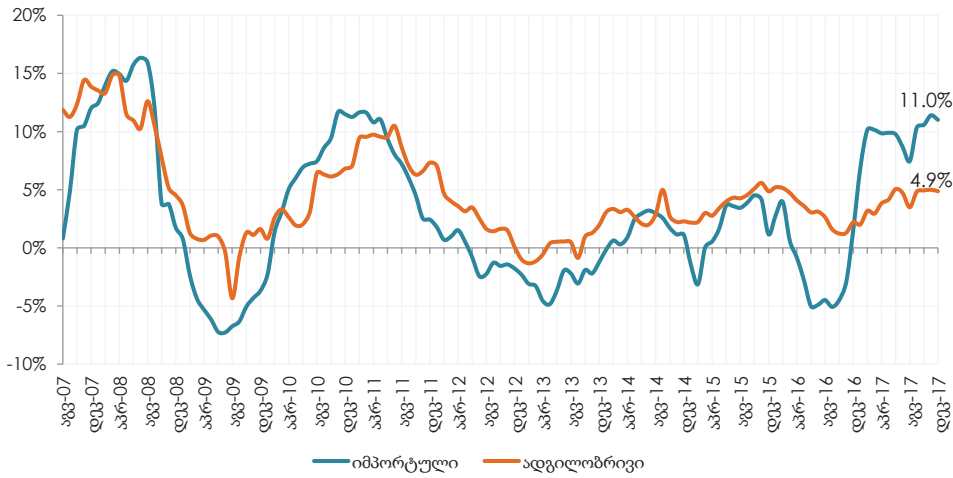
წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკის გაანგარიშება

2017 წლის განმავლობაში ინფლაციის მატება განსაკუთრებით იმპორტირებულ საქონელზე აისახებოდა. დეკემბერში ინფლაცია იმპორტირებულ საქონელზე 11 პროცენტს შეადგენდა. ამის მიზეზი, პირველ რიგში, კვლავ საწვავისა და



სიგარეტის გაძვირება. შედარებით დაბალ ნიშნულზე ნარჩუნდება ადგილობრივი პროდუქტების ინფლაცია. დეკემბერში ადგილობრივი პროდუქტების ინფლაციის დონე 4.9 პროცენტით განისაზღვრა.

დიაგრამა 3.4 ინფლაცია იმპორტირებულ და ადგილობრივ საქონელზე



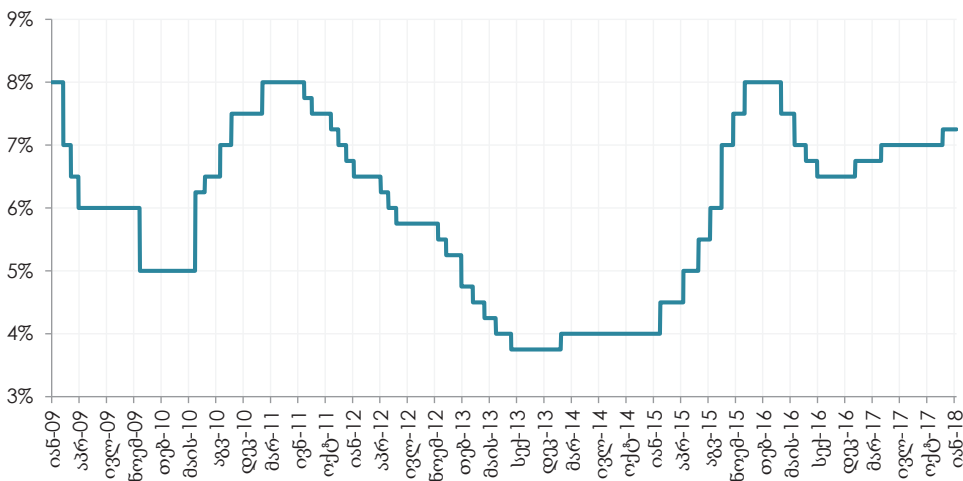
წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკის განგარიშება



## 4. მონეტარული პოლიტიკა

2017 წლის განმავლობაში საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკა ზომიერი გამკაცრების ფაზაში იყო. გასული წლის დასაწყისში გაიზარდა ინფლაციური მოლოდინები, რაც უკავშირდებოდა ინფლაციის მაჩვენებლის მატებას ერთჯერადი ფაქტორების გამო. კერძოდ, გარკვეულ სასაქონლო ჯგუფებზე აქციზის გადასახადისა და მსოფლიო ბაზარზე ნავთობის ფასის ზრდამ მნიშვნელოვანწილად განაპირობა მოლოდინების მიზნობრივ მაჩვენებელზე მაღლა შენარჩუნება. გააქტიურებული ინფლაციური მოლოდინების ფონზე, ეროვნულმა ბანკმა მონეტარული პოლიტიკა ჯერ იანვარში, შემდგომ კი მაისში 0.25-0.25 პროცენტული პუნქტით 7.0 პროცენტამდე გაიზარდა, რაც საკმარისი იყო ინფლაციური მოლოდინების მოსათოკად. თუმცა 2017 წლის ოქტომბერ-ნოემბერში საგრძნობლად გაუფასურდა ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი, რამაც გაზარდა ზეწოლა ინფლაციაზე. ამასთანავე, ეკონომიკური აქტივობის მოსალოდნელებზე მეტად გაუმჯობესება ასუსტებდა მოთხოვნის მხრიდან ინფლაციის შემცირების შესაძლებლობას. აღნიშნული ფაქტორებიდან გამომდინარე, გამოიკვეთა მონეტარული პოლიტიკის რეაგირების საჭიროება და დეკემბრის შეხვედრაზე მონეტარული პოლიტიკის შემდგომი გამკაცრების გადაწყვეტილება იქნა მიღებული. შედეგად, რეფინანსირების განაკვეთი 0.25 პროცენტული პუნქტით 7.25 პროცენტამდე გაიზარდა.

დიაგრამა 4.1 მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის ბოლო შეხვედრა 2018 წლის 31 იანვარს გაიმართა. მიღებული გადაწყვეტილებით რეფინანსირების განაკვეთი უცვლელი დარჩა და 7.25%-ით განისაზღვრა. კომიტეტის წინა სხდომის შემდეგ ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი გამყარდა. თუმცა, წინა პერიოდის გაუფასურების გავლენა ინფლაციაზე ჯერ სრულად არ არის ამოწურული. ამასთანავე, 2017 წელს მოსალოდნელებზე მაღალი ეკონომიკური ზრდის მიუხედავად, ერთობლივი მოთხოვნა კვლავ პოტენციურ დონეზე ქვემოთ ნარჩუნდება, რაც ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებს. აქედან გამომდინარე, ამ ეტაპზე პოლიტიკის დამატებითი რეაგირების საჭიროება არ გამოიკვეთა. ეროვნული ბანკის შემდგომი ქმედებები დამოკიდებული იქნება იმაზე, თუ რამდენად სწრაფად განეიტრალებს ფასებზე ზრდის მიმართულებით მოქმედი ფაქტორები. არსებული პროგნოზით, წლიური ინფლაციის მაჩვენებელი 2018 წლის პირველი თვეების განმავლობაში შემცირდება და წლის განმავლობაში საშუალოდ მიზნობრივ დონესთან ახლოს იქნება. მოსალოდნელია, რომ საშუალოვადიან პერიოდში, სხვა თანაბარ პირობებში, ინფლაცია მიზნობრივი მაჩვენებლის ფარგლებში მოექცევა.

« საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი უცვლელად 7.25 პროცენტზე დატოვა.

2017 წლის დეკემბერში წლიურმა ინფლაციამ 6.7 პროცენტი შეადგინა. აღნიშნულ მაჩვენებელზე ერთჯერადი ფაქტორების გავლენა დაახლოებით 2.9 პროცენტული პუნქტი იყო. 2018 წლის იანვარში კი, ერთჯერადი ფაქტორების ეფექტის ნაწილობრივ განეიტრალებასთან ერთად, როგორც მოსალოდნელი იყო, ინფლაცია მნიშვნელოვნად შემცირდა და 4.3% შეადგინა. 2018 წელს ინფლაციაზე გავლენას კვლავ მოახდენს ეგზოგენური ფაქტორები, თუმცა უფრო ნაკლები ზომის: კერძოდ, 2018 წლის განმავლობაში ინფლაციის მაჩვენებელზე აისახება იანვრიდან ადმინისტრირებული ფასების (ელექტროენერჯისა და წყალზე ტარიფების) ზრდა, რომლის გავლენა დაახლოებით 0.3 პროცენტული პუნქტია; საერთაშორისო ბაზრებზე 2017 წლის მეორე ნახევრიდან დაწყებული ნავთობის ფასების მატება 2018 წელსაც გაგრძელდა და მისი წვლილი წლიური ინფლაციის მაჩვენებელში, სხვა თანაბარ პირობებში, საშუალოდ 0.5 პროცენტული პუნქტი იქნება.

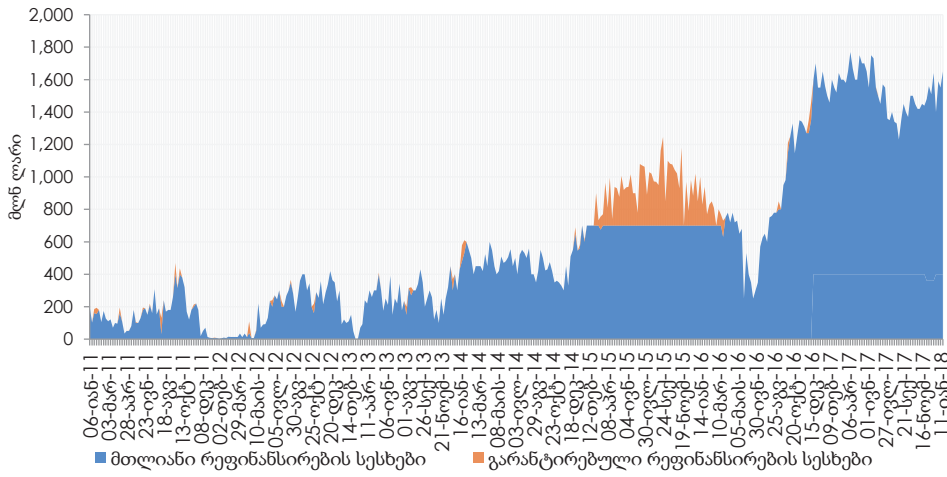
წინასწარი მონაცემებით, 2017 წლის მეოთხე კვარტალში, რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის ზრდამ წლიურად 4.7% შეადგინა, ხოლო მთლიანად 2017 წელს, ეკონომიკური ზრდა 4.8% იყო. ეკონომიკური აქტივობის გაუმჯობესებას ძირითადად საგარეო სექტორში არსებული დადებითი ტენდენციები უწყობდა ხელს. კერძოდ, მნიშვნელოვნად გაიზარდა საქონლისა და მომსახურების ექსპორტის მაჩვენებელი, ფულადი გზავნილები და ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლები. ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლები 2017 წლის მეოთხე კვარტალში წლიურად 19.2% პროცენტით, ხოლო ჯამურად 2017 წელს 27% პროცენტით გაიზარდა. აღნიშნული დინამიკა, მოსალოდნელია, რომ აისახება 2017 წლის მიმდინარე ანგარიშის მნიშვნელოვან გაუმჯობესებაში.

ეროვნული ბანკის არსებული პროგნოზების მიხედვით მოსალოდნელია, რომ საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაცია მიზნობრივი მაჩვენებლის ფარგლებში იქნება. გასათვალისწინებელია ინფლაციაზე მოქმედი რისკები. ინფლაციის პროგნოზზე ზრდის მიმართულებით მოქმედ რისკებში მოიაზრება საწვავისა და სურსათის ფასების მკვეთრი მატება საერთაშორისო ბაზრებზე. ასევე, რისკს წარმოადგენს საგარეო შოკის გამწვავება. კერძოდ კი ევროპის ცენტრალური ბანკის მიერ რაოდენობრივი შერბილებიდან მოსალოდნელზე სწრაფი გამოსვლის დაწყება, რაც, სავარაუდოდ, ევროს შემდგომ გამყარებას გამოიწვევს. ინფლაციის პროგნოზზე შემცირების მიმართულებით მოქმედ რისკ-ფაქტორებში აღსანიშნავია ზოგიერთ სავაჭრო პარტნიორ ქვეყანაში ადგილობრივი ვალუტის მოსალოდნელზე მეტად გაუფასურება, რაც შეამსუბუქებს საქართველოში იმპორტული ინფლაციიდან მომდინარე წნეხს.

მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობისათვის მნიშვნელოვანია, რომ პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილება აისახოს ბანკთაშორის საპროცენტო განაკვეთზე და, საბოლოოდ, გავლენა მოახდინოს რეალურ ეკონომიკაზე. საბანკო სისტემა ამჟამად ლარის მოკლევადიანი ლიკვიდობის დეფიციტის პირობებში ოპერირებს. შესაბამისად, კომერციული ბანკები მათთვის საჭირო დამატებით სახსრებს ეროვნული ბანკის მთავარი ინსტრუმენტის - რეფინანსირების სესხების საშუალებით ავსებენ. ეროვნული ბანკი მოკლევადიან ლიკვიდობას საბანკო სისტემას ერთკვირიანი და ერთთვიანი რეფინანსირების სესხების აუქციონების მეშვეობით საჭირო ოდენობით აწვდის. საპროცენტო განაკვეთების მერყეობის კიდევ უფრო შემცირებისა და ბანკთაშორის ბაზრის ეფექტიანობის ზრდის წახალისების მიზნით, 2017 წლის 10 აგვისტოდან ეროვნული ბანკის ერთდღიანი სესხებისა და დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთები განისაზღვრება როგორც პოლიტიკის განაკვეთს +/- 1 პროცენტული პუნქტი, მანამდე არსებული პოლიტიკის განაკვეთს +/-1.5 პროცენტული პუნქტის ნაცვლად. ამგვარად, ბანკთაშორის ფულად ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთები პოლიტიკის განაკვეთის გარშემო მერყეობს.

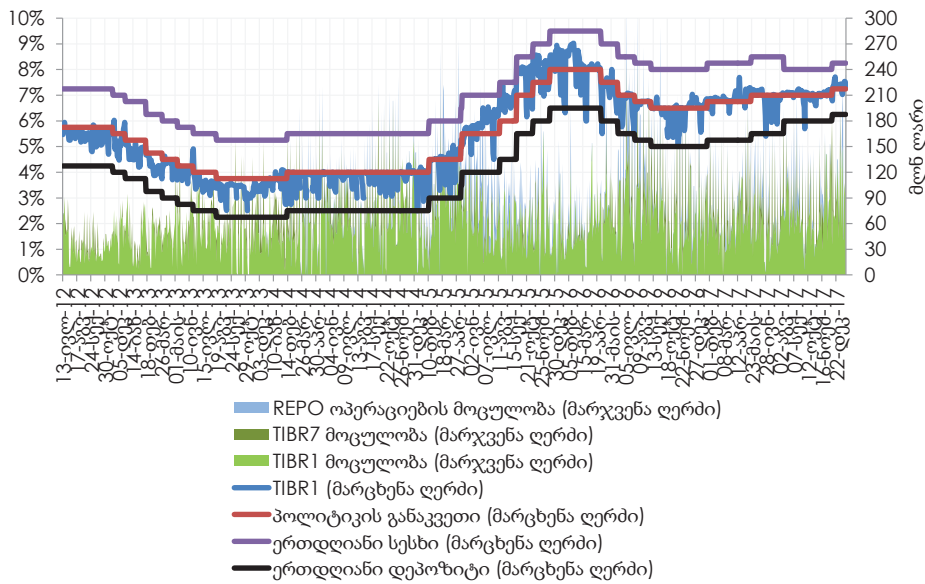
*« ბანკთაშორის ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთები მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის გარშემო მერყეობს.*

დიაგრამა 4.2 ლიკვიდობის მიწოდების ინსტრუმენტები



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

დიაგრამა 4.3 ბანათაშორისი ფულადი ბაზარი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

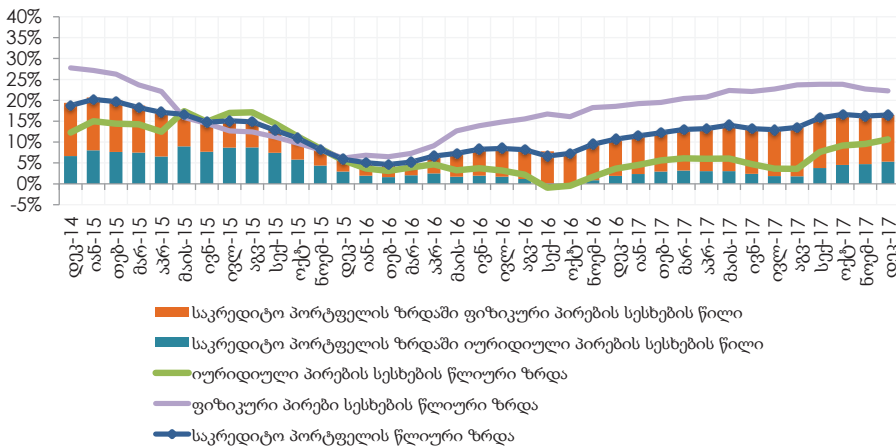
## 5. ფინანსური გარემო და ტენდენციები

### 5.1 სესხები

2017 წლის მეოთხე კვარტალში გაუმჯობესდა საკრედიტო აქტივობა. დეკემბერში საკრედიტო პორტფელის ზრდამ, გაცვლითი კურსისა და ერთ-ერთი მიკროსაფინანსო ორგანიზაციის ბანკად გარდაქმნის ეფექტების გამორიცხვით, წლიურად 16.5% შეადგინა. საკრედიტო პორტფელის ზრდა მნიშვნელოვანწილად კვლავ ფიზიკურ პირებზე გაცემულმა სესხებმა განაპირობა, თუმცა გაიზარდა იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხებიც. დეკემბერში, სექტემბერთან შედარებით, ფიზიკურ პირებზე გაცემული სესხების ზრდის ტემპი 1.6 პპ-ით შემცირდა და 22.2% შეადგინა, ხოლო იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხების ზრდის ტემპი 3 პპ-ით გაიზარდა და 10.7% შეადგინა. ბიზნეს სესხების ზრდა, სექტორულ ჭრილში დიდწილად მშენებლობის, ტრანსპორტის, გადამამუშავებელი სექტორებისა და ენერჯეტიკის სექტორების დაკრედიტებით იყო განპირობებული, ვაჭრობისა და სოფლის მეურნეობის დაკრედიტების ზრდა კი უმნიშვნელო იყო. საკრედიტო პირობების კვლევის მიხედვით, მომდევნო კვარტალში საბანკო სექტორის წარმომადგენლების მოლოდინები ბიზნეს საკრედიტის ზრდასთან დაკავშირებით, პოზიტიურია. მოთხოვნის ზრდა მოსალოდნელია როგორც კორპორატიულ, ისე მცირე და საშუალო ბიზნეს სესხებზე. ამასთან, არსებობს საცალო სესხებზე მოთხოვნის ოდნავ შემცირების მოლოდინიც, რაც ეროვნული ბანკის მიერ განხორციელებულ ღონისძიებებს უკავშირდება. კერძოდ, ჯანსაღი საკრედიტო სტანდარტების წახალისებისა და მხარდაჭერის მიზნით, 2017 წელს ეროვნულმა ბანკმა დააწესა ლიმიტები სესხის მომსახურებისა და სესხის უზრუნველყოფის კოეფიციენტებზე. საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკისა და ევროდირექტივების მოთხოვნების შესაბამისად ეროვნული ბანკი გააგრძელებს მომხმარებელთა დაცვის კუთხით მოთხოვნების გამკაცრებას და გაავრცელებს ყველა სესხის გამცემზე.

«საკრედიტო პირობების კვლევის მიხედვით, მომდევნო კვარტალში საბანკო სექტორის წარმომადგენლების მოლოდინები ბიზნეს საკრედიტის ზრდასთან დაკავშირებით, პოზიტიურია. ამასთან, არსებობს საცალო სესხებზე მოთხოვნის ოდნავ შემცირების მოლოდინიც, რაც ეროვნული ბანკის მიერ განხორციელებულ და დაგეგმილ ღონისძიებებს უკავშირდება.»

დიაგრამა 5.1 ფიზიკურ და იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხები (ბაცვლი-თი კურსის ეფექტის ბარაჟი)

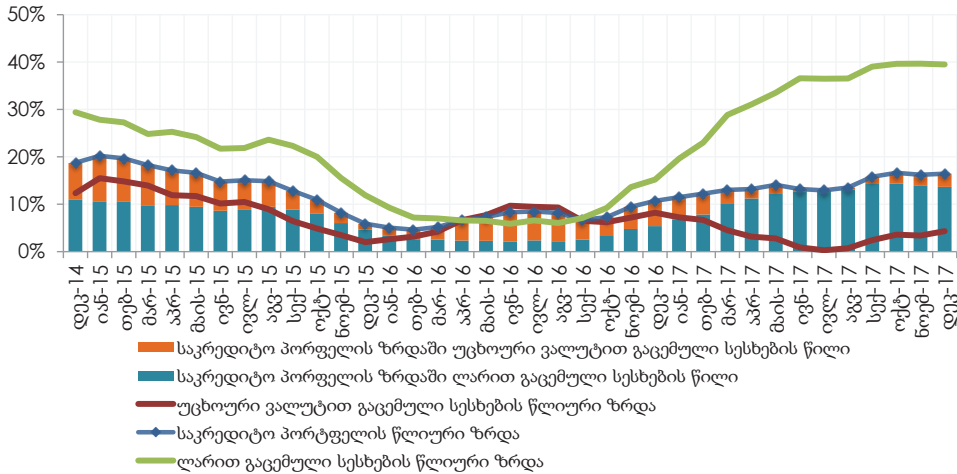


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ვალუტების ჭრილში საგულისხმოა, რომ საკრედიტო პორტფელის ზრდა მნიშვნელოვანწილად კვლავ ეროვნული ვალუტით გაცემულმა სესხებმა განაპირობა. დეკემბერში უცხოური ვალუტით დენომინირებული პორტფელის წლიური ზრდა 4.3% იყო, ხოლო ლარის პორტფელის ზრდამ 39.5% შეადგინა. აღსანიშნავია, რომ ლარით გაცემული სესხების მაღალი ზრდის ტემპი ნაწილობრივ გამოწვეულია გაღარების ერთჯერადი პროგრამით, რომლის ფარგლებშიც დაახლოებით 80 მლნ აშშ დოლარის ჯამური ოდენობის სესხები გაღარდა, და ლარიზაციის ღონისძიებებით. მეოთხე კვარტალში სესხების ლარიზაციის მაჩვენებელი 1.1 პპ-ით შემცირდა და 41.9% შეადგინა.



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

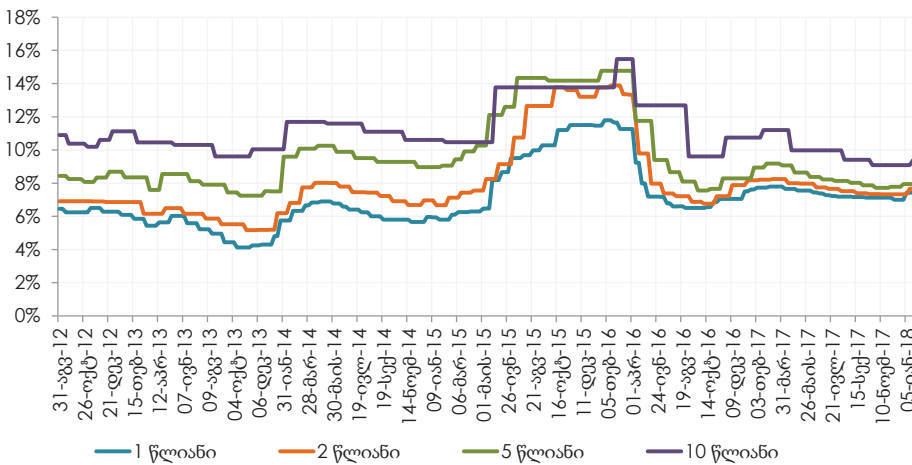


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

5.2 საპროცენტო ბანაკვითები და საკრედიტო პირობები

გასული წლის ბოლოს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთმა 7.25% შეადგინა. 2017 წლის ბოლოდან სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე საპროცენტო განაკვეთები ოდნავ გაიზარდა, რაც ინფლაციური მოლოდინების ზრდითა და მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებით იყო განპირობებული (იხ. დიაგრამა 5.3).

დიაგრამა 5.3 საპროცენტო ბანაკვითები სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე

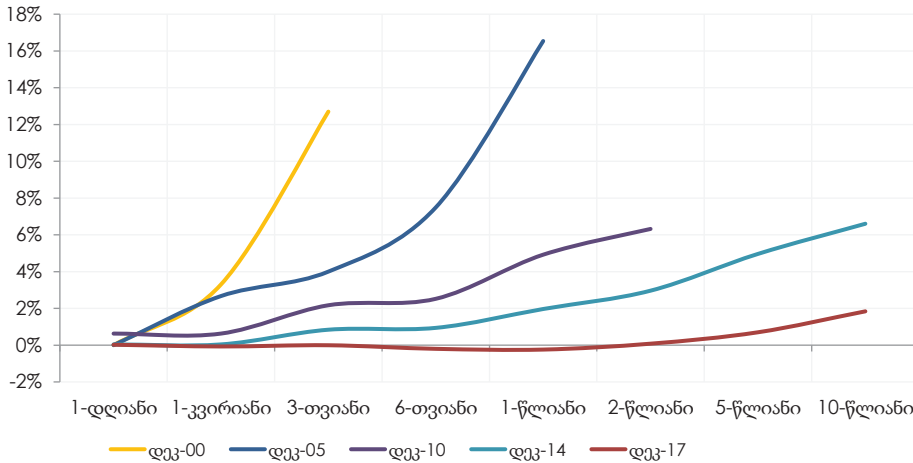


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

წინა კვარტალთან შედარებით, გრძელვადიანსა და მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობაზე შემცირების მიმართულებით იმოქმედა მონეტარული პოლიტიკის საშუალოვადიან პერიოდში შერბილების მოლოდინმა. აღსანიშნავია, რომ წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, აღნიშნული მაჩვენებელი მნიშვნელოვნად შემცირებულია, რაც მეტწილად მონეტარულ ინსტრუმენტებზე ნდობისა და პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზირებადობის გაუმჯობესებას უკავშირდება.

« წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით გრძელვადიანსა და მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა მნიშვნელოვნად შემცირდა, რაც მეტწილად მონეტარულ ინსტრუმენტებზე ნდობისა და პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზირებადობის გაუმჯობესებას უკავშირდება.

დიაგრამა 5.4 საკრედიტო სარგებლიანობის მრუდსა და მონეტარული პოლიტიკის ბანაკვით შორის

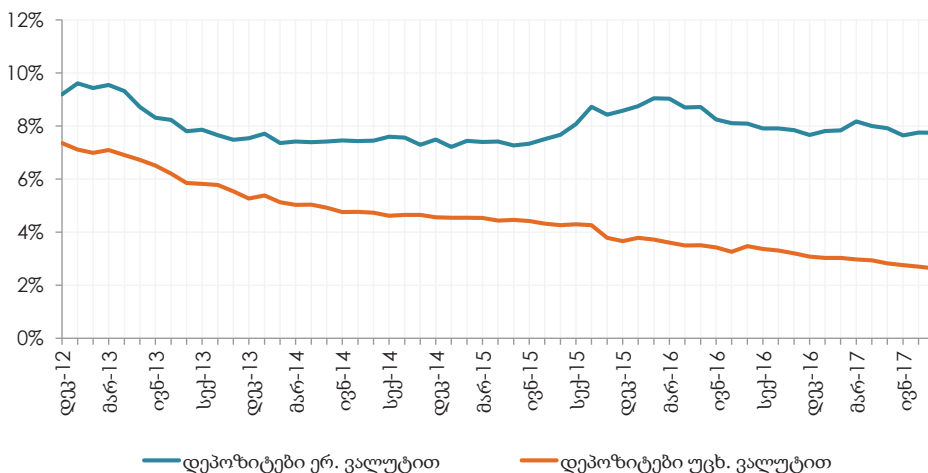


წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

დეკემბერში, სექტემბერთან შედარებით, საპროცენტო განაკვეთი ეროვნული ვალუტით განთავსებულ დეპოზიტებზე 0.4 პპ-ით შემცირდა და 7.3% შეადგინა, ხოლო უცხოური ვალუტის დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთი 0.1 პპ-ით შემცირდა და 2.5%-ს გაუტოლდა. საკრედიტო პირობების კვლევის მიხედვით, 2017 წლის მეოთხე კვარტალში ლარის რესურსის ხარჯის შემცირება დეპოზიტების სტრუქტურის ცვლილებით, კერძოდ მიმდინარე და მოთხოვნამდე დეპოზიტების წილის ზრდით, იყო განპირობებული. დოლარის დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთების შემცირების ტენდენცია ჭარბმა ლიკვიდობამ განაპირობა. ჭარბი ლიკვიდობა კი, თავის მხრივ, სავალუტო რისკის ზრდის ფონზე, დოლარის სესხებზე მოთხოვნის შემცირებას უკავშირდება. მომდევნო კვარტალში, საბანკო სექტორის წარმომადგენლები, ლარის რესურსზე ხარჯის მნიშვნელოვან ცვლილებას არ ელოდებიან, თუმცა შესაძლოა გაიზარდოს დოლარის რესურსის ხარჯი, რაც LIBOR<sup>8</sup>-ის ზრდით იქნება განპირობებული.

« მომდევნო კვარტალში, საბანკო სექტორის წარმომადგენლები, ლარის რესურსზე ხარჯის მნიშვნელოვან ცვლილებას არ ელოდებიან, თუმცა შესაძლოა გაიზარდოს დოლარის რესურსის ხარჯი, რაც LIBOR-ის ზრდით იქნება განპირობებული.

დიაგრამა 5.5 საშუალო საპროცენტო განაკვეთები დეპოზიტების ნაშთზე



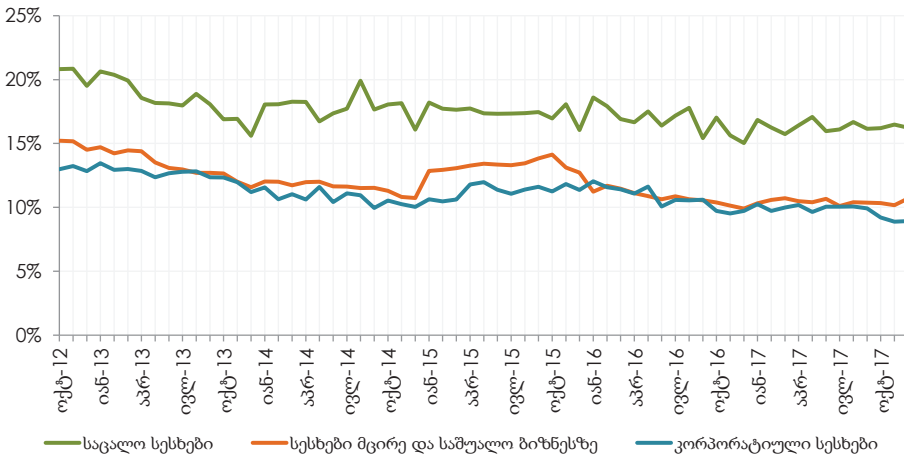
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

იმავ კვლევის მიხედვით, 2017 წლის მეოთხე კვარტალში, წინა კვარტალთან შედარებით, დაკრედიტების არასაპროცენტო პირობები იურიდიული და ფიზიკური პირებისათვის არ შეცვლილა, ხოლო საპროცენტო პირობები ოდნავ გამკაცრდა. გამკაცრება შეეხო როგორც ლარით, ისე უცხოური ვალუტით გაცემულ სესხებს. მიწოდების პირობების ცვლილების ძირითადი განმსაზღვრელი ეკონომიკური ტენდენციები, კონკურენცია და საკრედიტო პორტფელის ხარისხი იყო. დეკემბერში, სექტემბერთან შედარებით, განაკვეთები მცირე და საშუალო

8 LIBOR – ლონდონის ბანკთაშორისი მოკლევადიანი განაკვეთი.

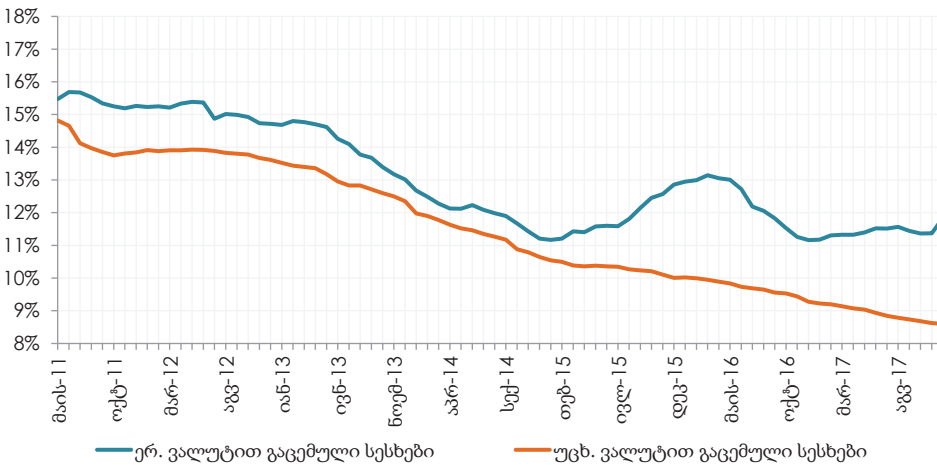
ბიზნესისათვის გაცემულ სესხების ნაკადებზე 0.3 პპ-ით გაიზარდა და 10.7% შეადგინა. კორპორატიული სესხების ნაკადებზე განაკვეთები 1 პპ-ით შემცირდა და 8.9% შეადგინა, ხოლო საცალო სესხებზე განაკვეთები 0.1 პპ-ით გაიზარდა და 16.2%-ს გაუტოლდა (იხ. დიაგრამა 5.6). დეკემბერში, სექტემბერთან შედარებით, საშუალო საპროცენტო განაკვეთები იურიდიულ პირებზე ეროვნული ვალუტის სესხებზე 0.1 პპ-ით შემცირდა, ხოლო უცხოური ვალუტით გაცემულ სესხებზე 0.2 პპ-ით შემცირდა (იხ. დიაგრამა 5.7). გამოკითხულთა მოლოდინების მიხედვით, მომდევნო კვარტალში მიწოდების საპროცენტო პირობები შესაძლოა ოდნავ გამკაცრდეს.

დიაგრამა 5.6 საშუალო საპროცენტო ბანაკვითები თვის შიგნით ბაცეზულ სესხებზე



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

დიაგრამა 5.7 საშუალო საპროცენტო ბანაკვითები იურიდიულ პირებზე ბაცე-ზული სესხების ნაშთზე



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

5.3 ბაცვლითი პურსი

2017 წლის მეოთხე კვარტალში ლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი წინა კვარტალთან შედარებით აშშ დოლარის მიმართ 7.1%-ით, ხოლო ევროსთან 7.4%-ით გაუფასურდა. ამასთან, ლარი 8.0%-ით გაუფასურდა რუსულ რუბლთან, ხოლო თურქულ ლირასთან მიმართებაში 1.0%-ით გამყარდა. ამავე პერიოდში ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი კვარტალურად 5%-ით, ხოლო წლიურად კი 3.9%-ით გაუფასურდა.

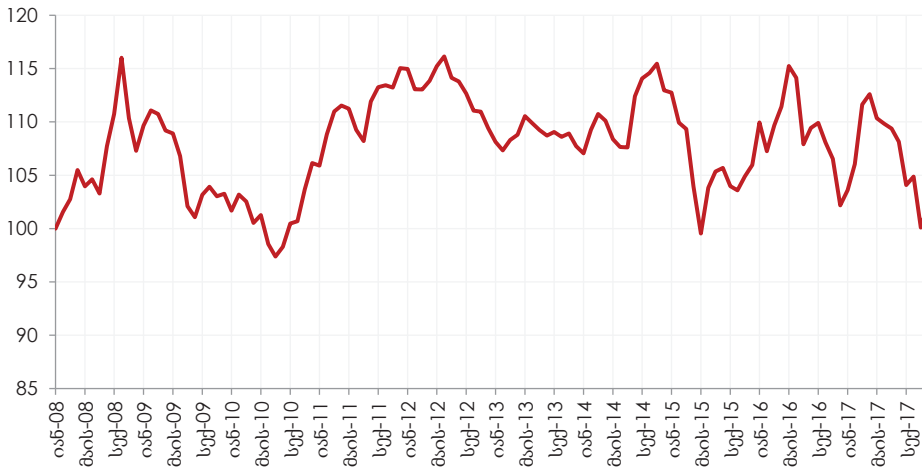
2017 წლის მეოთხე კვარტალში რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი კვარტალურად 4.4%-ით, ხოლო წლიურად კი 3.0%-ით გაუფასურდა.

ნომინალური ეფექტური კურსის მცირედ განსხვავებული სურათია სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით შესწორებული წონებისა და მომსახურების გათვალისწინებით (იხ. დიაგრამა 5.2). კერძოდ, ამგვარად შესწორებული



ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი 2017 წლის მეოთხე კვარტალში წინა კვარტალთან შედარებით 5.2%-ით, ხოლო წლიურად 3.5%-ით გაუფასურდა.

ღიაბრამა 5.8 რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (ინდექსი იან. 2008=100)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

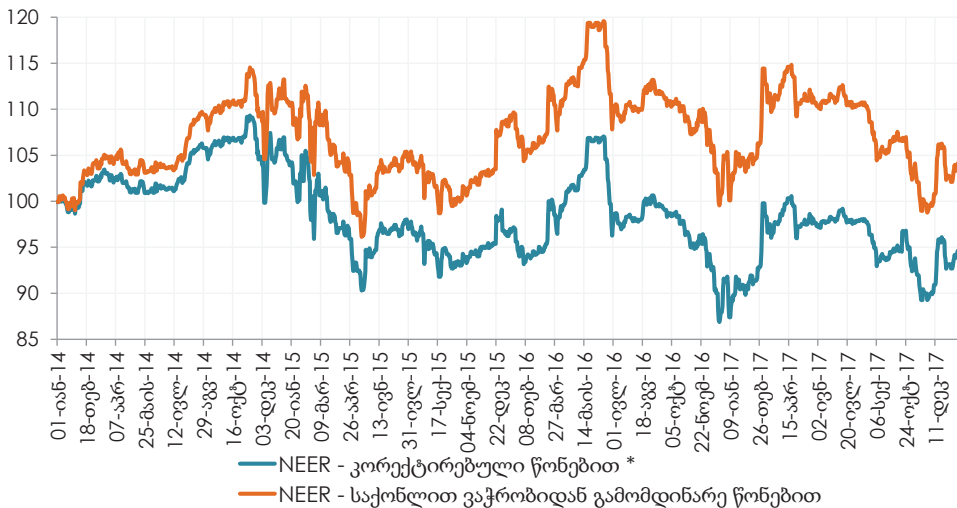
ცხრილი 5.1 ეფექტური გაცვლითი კურსების წლიური ცვლილება (2017 წლის მე-4 კვარტალი)

	ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ცვლილება, %	რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ცვლილება, %	წვლილი რეალურ ეფექტურ გაცვლით კურსში
ეფექტური გაცვლითი კურსი*	-3.9	-3.0	-3.0
ევროზონა	-11.9	-7.3	-1.8
თურქეთი	11.4	5.9	1.2
უკრაინა	0.0	-6.4	-0.4
სომხეთი	-3.1	1.4	0.1
აშშ	-3.9	0.4	0.0
რუსეთი	-11.1	-7.5	-0.9
აზერბაიჯანი	-4.6	-7.8	-0.7
დანარჩენი	-7.2	-2.7	-0.5

\* გაცვლითი კურსის ზრდა აღნიშნავს გამყარებას.

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ღიაბრამა 5.9 ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (ინდექსი 31 დეკ. 2013=100)



\* წონების კორექტირება ხორციელდება სასაქონლო პროდუქციით ვაჭრობის და ტურიზმის ექსპორტის გათვალისწინებით, ზრდა = გამყარება, 31 დეკ. 2013 = 100.

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

## ჩანართი 2. გაცვლითი კურსის პოლიტიკის რეფორმა საქართველოში

მაკროეკონომიკური პოლიტიკის მთავარ მიზანს მაღალი გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდის უზრუნველყოფა წარმოადგენს. მცირე ზომის ღია ეკონომიკების შემთხვევაში გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდის ხელშესაწყობად მონეტარული და გაცვლითი კურსის პოლიტიკა ორიენტირებულია ორ მიმართულებაზე. ესენია: (ა) მოქნილი გაცვლითი კურსი, რომელიც ასუსტებს საგარეო შოკების უარყოფით გავლენას და ამით ხელს უწყობს დასაქმებისა და შინამეურნეობების ადგილობრივი ვალუტით დენომინირებული შემოსავლების სტაბილურობას; (ბ) დაბალი და სტაბილური ინფლაცია, რაც უზრუნველყოფს დანაზოგებისა და შემოსავლის მომავალი ნაკადების მსყიდველობითი უნარის სტაბილურობას ადგილობრივი ვალუტით.

საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა არაერთი ღონისძიება განახორციელა მონეტარული და გაცვლითი კურსის პოლიტიკის ჩარჩოების დასახვეწად. წინამდებარე ჩანართში ყურადღება ეთმობა გაცვლითი კურსის პოლიტიკასთან დაკავშირებულ რეფორმებს, რომლებიც ძირითადად 2009 წლიდან განხორციელდა. აღნიშნული რეფორმების შედეგები გამოიკვეთა 2014-2015 წლის საგარეო შოკის დროს, როდესაც გაიზარდა გაცვლითი კურსის მოქნილობა. რომ არა წინა წლებში გატარებული რეფორმები, ეროვნულ ბანკს არ ექნებოდა საკმარისი ინსტრუმენტები ამ შოკთან გასამკლავებლად.

2009 წელს განხორციელებულ სავალუტო ოპერაციებთან დაკავშირებულ ცვლილებათა შორის გამოსარჩევია შემდეგი სამი:

1. ბანკთაშორისი სავალუტო ბაზრის გაუმჯობესებული ინფრასტრუქტურა;
2. ოფიციალური გაცვლითი კურსის განსაზღვრის გაუმჯობესებული მექანიზმი;
3. ეროვნული ბანკი ფასისმიერი მეთოდიდან გადავიდა მოცულობაზე დაფუძნებულ სავალუტო ინტერვენციებზე.

აღსანიშნავია, რომ 2009 წლამდე ბანკთაშორისი სავალუტო ბაზრის ვაჭრობები ხორციელდებოდა დროის განსაზღვრულ ინტერვალში, რომელიც, როგორც წესი, ერთ საათზე ნაკლები იყო, ხოლო პლატფორმას წარმოადგენდა თბილისის ბანკთაშორისი ბირჟა. ამ პერიოდში ეროვნული ბანკის ინტერვენციები სავალუტო ბაზარზე იყო საკმაოდ ხშირი - მაგალითად, 2008 წელს საშუალოდ თვეში 17-ჯერ 22 სამუშაო დღის განმავლობაში. ინტერვენციების განხორციელებისას, ეროვნული ბანკი განსაზღვრავდა მოცემული სესიის დროს თუ რა მოცულობის ჩარევა იყო საჭირო კურსის სტაბილურად შესანარჩუნებლად. აღნიშნული სესიის განმავლობაში დადგენილი კურსი კი წარმოადგენდა ეროვნული ბანკის ოფიციალურ მაჩვენებელს.

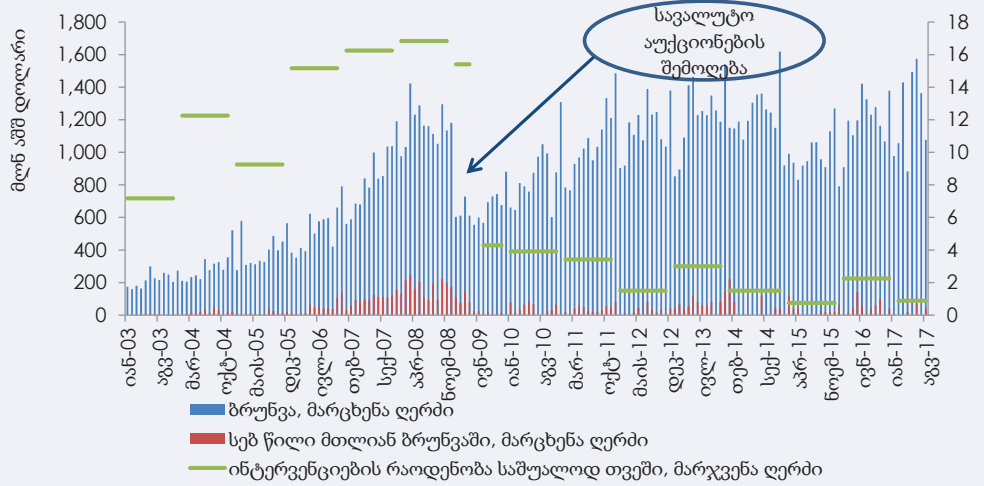
2009 წლიდან ბანკთაშორისი სავალუტო ბაზარი გადავიდა ბილატერალურ ვაჭრობებზე და ტრანზაქციები ხორციელდება ბლუმბერგის პლატფორმაში. აღნიშნულ ახალ პლატფორმას აქვს მნიშვნელოვანი უპირატესობები, როგორებიცაა (ა) ტრანზაქციების განხორციელების შესაძლებლობა 24/7; (ბ) მონაწილეობა არ არის შეზღუდული; (გ) არ არის დამატებითი საკომისიოები, გარდა ტერმინალის მოხმარების წლიური გადასახადისა. ახალი პლატფორმა აღჭურვილია თანამედროვე და სანდო ტექნოლოგიებით და უცხოური ვალუტის ტრანზაქციების შესრულება არის მარტივი და ურისკო. აღნიშნულ პლატფორმაში ჩასართავად არ არის საჭირო ეროვნული ბანკის ნებართვა.

ბლუმბერგის ახალი პლატფორმა, სადაც ხორციელდება ბანკთაშორისი უცხოური ვალუტის გარიგებების 95 პროცენტზე მეტი, საშუალებას აძლევს ეროვნულ ბანკს დააკვირდეს სავალუტო ბაზარს რეალურ დროში და დაიანგარიშოს ოფიციალური კურსი, რომელიც ასახავს ბაზრის მიმდინარე დინამიკას. ლარის ოფიციალური გაცვლითი კურსის განსაზღვრა ხდება ბოლო 24 საათის განმავლობაში განხორციელებული ბანკთაშორისი გარიგებების გათვალისწინებით, 16:30 სთ-მდე. ოფიციალური გაცვლითი კურსის გამოქვეყნება ხდება ეროვნული ბანკის ვებ გვერდზე 17:00 სთ-თვის. იმისათვის რომ დაანგარიშებულ იქნას გაცვლითი კურსი, ბოლო 24 საათის განმავლობაში განხორციელებული გარიგებების ჯამური მოცულობა უნდა აღემატებოდეს 1.5 მლნ აშშ დოლარს. წინააღმდეგ შემთხვევაში, მხედველობაში მიიღება წინასასანგარიშო პერიოდის ტრანზაქციებიც. აღნიშნული ზღვარი 2018 წლიდან ამოქმედდა და შეცვალა მანამდე მოქმედი 3.0 მლნ აშშ დოლარის ლიმიტი. ეს გადაწყვეტილება ხელს შეუწყობს ბაზარზე არსებული და ეროვნული ბანკის მიერ გამოცხადებული კურსის დაახლოებას იმ შემთხვევაში, როდესაც ბანკთაშორისი ბაზრის ბრუნვა მცირეა და ვერ აღემატება 3.0 მლნ აშშ დოლარს.

როგორც აღვნიშნეთ, 2009 წლიდან ეროვნული ბანკი გადავიდა მოცულობაზე დაფუძნებულ სავალუტო ინტერვენციებზე. დღესდღეობით ინტერვენციების განხორციელება ხდება ბლუმბერგის აუქციონის სისტემის საშუალებით. ეს წარმოადგენს გაცვლითი კურსის პოლიტიკის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს ცვლილებას. რეფორმამდე არსებული ინტერვენციების მექანიზმისგან განსხვავებით, ახალი სავალუტო აუქციონები ეფუძნება საბაზრო პრინციპებს.

სავალუტო აუქციონების შემოღებამ გაზარდა გაცვლითი კურსის მოქნილობა და მოკლევადიანი მერყეობები არაპროგნოზირებადი გახდა. შედეგად, შემცირდა სპეკულაციური წნეხი სავალუტო ბაზარზე და ასევე იკლო ეროვნული ბანკის ინტერვენციების საჭიროებამ. რეფორმების შემდგომ ინტერვენციების რაოდენობა მკვეთრად შემცირდა თვეში 17-დან 4-მდე, ხოლო 2017 წელს ინტერვენციები თვეში საშუალოდ ერთზე ნაკლები იყო (იხ. დიაგრამა 5.9).

დიაგრამა 5.10 სავალუტო ბაზრის ბრუნვა და ეროვნული ბანკის ინტერვენციები



## 6. ერთობლივი მოთხოვნა

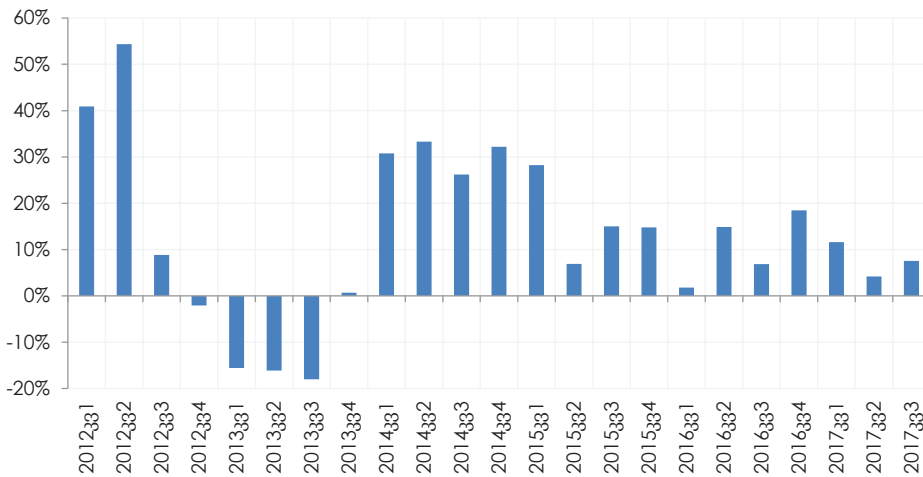
2017 წლის მესამე კვარტალში მთლიანი შიდა პროდუქტის რეალურმა ზრდამ 4.4% შეადგინა. ეკონომიკის ზრდაში ყველაზე დიდი წვლილი წმინდა ექსპორტმა შეიტანა. იმავდროულად, შიდა მოთხოვნა კვლავ სუსტი რჩება. წინასწარი მონაცემებით, ბოლო კვარტალში ექსპორტის ზრდის მაღალი ტემპი ნარჩუნდება და წმინდა ექსპორტი როგორც მეოთხე კვარტალში, ისე წლიურ დონეზე ეკონომიკურ ზრდაში ყველაზე მეტ წვლილს შეიტანს.

2017 წლის მესამე კვარტალში კაპიტალის ფორმირების (ინვესტიციების) ზრდის ტემპი გაიზარდა და 7.6% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 6.1). კაპიტალის ზრდას ერთი მხრივ ხელს უწყობდა უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების მატება (ძირითადი ზრდა მშენებლობის სექტორზე მოდის), ხოლო მეორე მხრივ მთავრობისა და ადგილობრივი კერძო სექტორის საინვესტიციო აქტივობა.

« 2017 წლის მესამე კვარტალში მთლიანი შიდა პროდუქტის რეალურმა ზრდამ 4.4% შეადგინა.

« 2017 წლის მესამე კვარტალში კაპიტალის ფორმირების ზრდის ტემპი გაიზარდა და 7.6% შეადგინა.

დიაგრამა 6.1 კაპიტალის ფორმირების წლიური ზრდის ტემპი



წყარო: საქსტატი

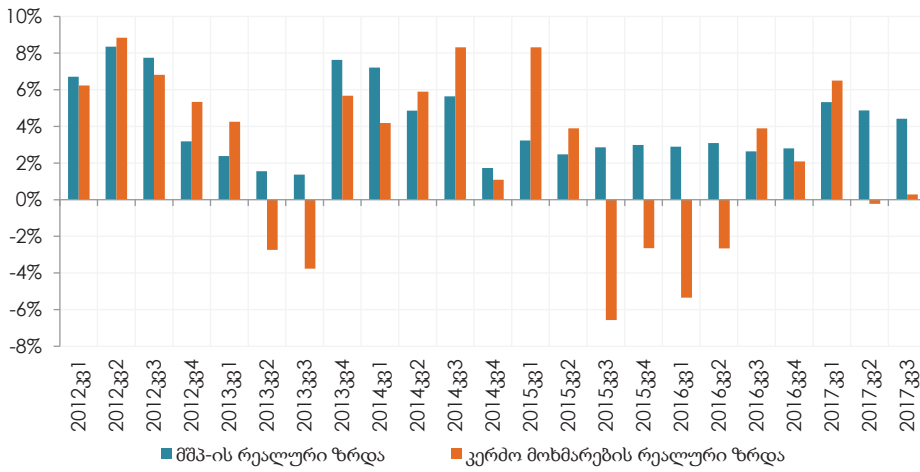
2017 წლის მესამე კვარტალში კერძო მოხმარების რეალური ზრდა დადებითი გახდა და 0.3 პროცენტი შეადგინა (იხ. დიაგრამა 6.2). მცირე ზრდის ტემპი იმაზე მიანიშნებს, რომ შიდა მოთხოვნა კვლავ სუსტი რჩება. მესამე კვარტალში სამთავრობო მოხმარების ნომინალური მაჩვენებელი უმნიშვნელოდ გაიზარდა წლიურ დონეზე.

საგარეო მოთხოვნაში კვლავ გაუმჯობესების ტენდენცია აღინიშნება, რაც აისახება ექსპორტის ზრდაში. მესამე კვარტალში ექსპორტი რეალური ზრდის მაღალ ტემპს ინარჩუნებს, მიუხედავად იმისა, რომ მეორე კვარტალთან შედარებით ზრდის ტემპი შემცირდა. შედეგად, 2017 წლის მესამე კვარტალში, წმინდა ექსპორტის სალდო წლიურ დონეზე მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა, მეორე კვარტალის მსგავსად. წინასწარი მონაცემებით, დადებითი ტენდენცია გაგრძელდა მეოთხე კვარტალშიც: ფასების ზრდის ტემპის მატების მიუხედავად, კვლავ მაღალი რჩება ექსპორტის რეალური წლიური ზრდის ტემპი, თუმცა ის მცირედით შემცირდა წინა პერიოდთან შედარებით. ამდენად, მოსალოდნელია, რომ ბოლო კვარტალის წმინდა ექსპორტი კვლავ დადებით წვლილს შეიტანს ეკონომიკის ზრდაში. 2017 წლის მესამე კვარტალში იმპორტის ნომინალური ზრდის მიუხედავად, იმპორტის ფასების ინდექსის წლიური ზრდის ტემპის საგრძნობი მატების გამო, იმპორტის რეალური ზრდა შეჩერდა. წინასწარი მონაცემებით, მეოთხე კვარტალში, მესამე კვარტალის მსგავსად, იმპორტის წლიური ნომინალური ზრდა ბათილდება საიმპორტო საქონელზე ფასების ინდექსის მატებით.

« 2017 წლის მესამე კვარტალში კერძო მოხმარების რეალური ზრდა დადებითი გახდა (0.3 პროცენტი).

« ექსპორტი წლიური ზრდის მაღალ ტემპს ინარჩუნებს.

დიაგრამა 6.2 მშპ-ის და კერძო მოხმარების რეალური ზრდა



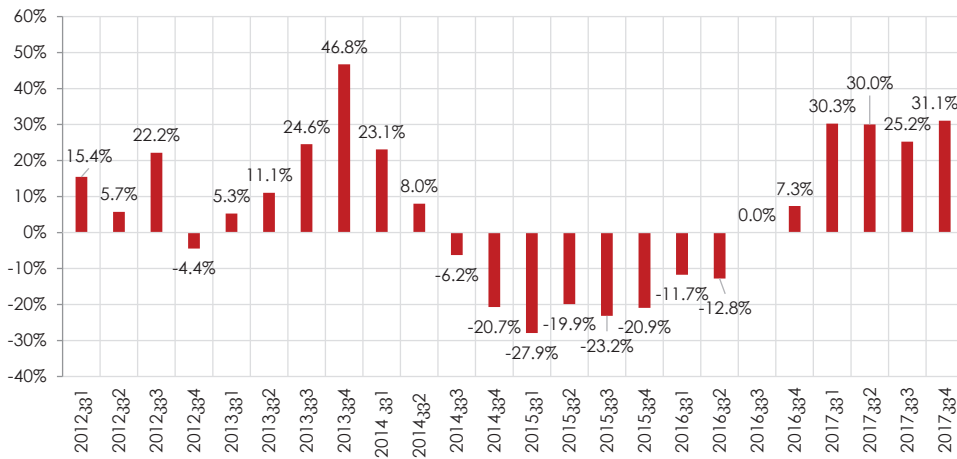
წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკის განგარიშება

## 7. საგარეო მოთხოვნა და საბადასახელო ბალანსი

2017 წლის განმავლობაში საქართველოს ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური მდგომარეობა უმჯობესდებოდა, რამაც დადებითი გავლენა მოახდინა ქართული ექსპორტის ზრდაზე. საგარეო მოთხოვნის გააქტიურების კვალდაკვალ, საქონლის რეგისტრირებული ექსპორტი 2017 წლის მეოთხე კვარტალში წლიურად 31.1%-ით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 7.1). ზრდაში ყველაზე მაღალი წვლილი კვლავ შუალედური და სამომხმარებლო საქონლის ექსპორტს უჭირავს. კერძოდ, გაიზარდა ფეროშენადნობების, ყურძნის ნატურალური ღვინოების, მსუბუქი ავტომობილებისა და სიგარეტების ექსპორტი.

« საქონლის რეგისტრირებული ექსპორტი 2017 წლის მეოთხე კვარტალში წლიურად 31.1%-ით გაიზარდა.

დიაგრამა 7.1 საქონლის რეგისტრირებული ექსპორტის წლიური ცვლილება



წყარო: საქსტატი

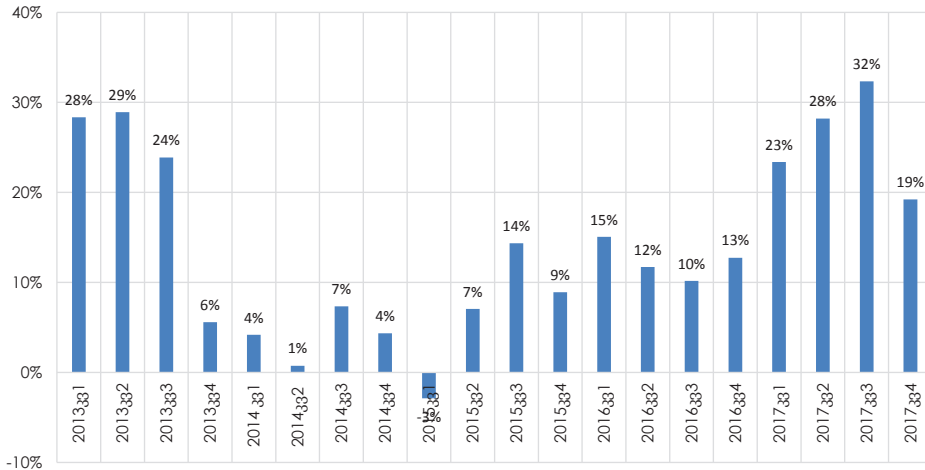
ექსპორტის მოცულობა მნიშვნელოვნად გაზრდილია ძირითად სავაჭრო პარტნიორებში, რაც ამ ქვეყნებში გაჯანსაღებული ეკონომიკური მდგომარეობის შედეგად გაზრდილ საგარეო მოთხოვნას უკავშირდება. 2017 წლის მეოთხე კვარტალში წინა წლის ამავე პერიოდთან შედარებით ექსპორტის მოცულობა რუსეთსა და თურქეთში საშუალოდ 63%-ითა და 65%-ით არის გაზრდილი. დსთ-ს ქვეყნებში ექსპორტის საგრძნობი მატება აღინიშნა ასევე აზერბაიჯანში, სომხეთსა და უკრაინაში. წინა კვარტლისგან განსხვავებით, ექსპორტი გაიზარდა ჩინეთშიც. აღსანიშნავია აგრეთვე ექსპორტის მატება აშშ-ში.

« მეოთხე კვარტალში ტურისტული შემოსავლები წლიურად 19%-ით გაიზარდა და 575 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა.

საგარეო მოთხოვნის გაჯანსაღება აისახა როგორც საქონლის, ასევე მომსახურების, კერძოდ კი ტურიზმის ზრდაზე. 2017 წლის დასაწყისიდან განუზრვლად იზრდებოდა ტურისტული შემოსავლები და ეს ტენდენცია მეოთხე კვარტალშიც გაგრძელდა. კერძოდ, 2017 წლის მეოთხე კვარტალში ტურიზმიდან მიღებულმა შემოსავლებმა 575 მლნ აშშ დოლარი შეადგინა, რაც 19.2%-ით მეტია წინა წლის შესაბამისი პერიოდის მონაცემებთან შედარებით (იხ. დიაგრამა 7.2).



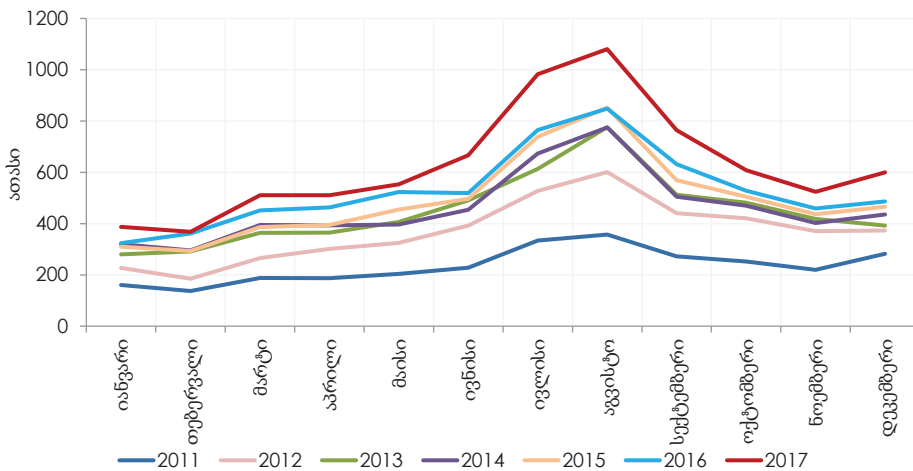
დიაგრამა 7.2 ტურისტული შემოსავლების წლიური ზრდა



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

კვლავ ზრდად ტენდენციას აჩვენებს საქართველოში შემოსული საერთაშორისო ვიზიტორების, განსაკუთრებით ტურისტების<sup>9</sup> რაოდენობა. 2017 წლის მეოთხე კვარტალში საერთაშორისო მოგზაურების რაოდენობა წლიურად 18%-ით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 7.3). მოგზაურების უმეტესობას (40%) ტურისტები შეადგენდნენ. მეზობელი ქვეყნებიდან (აზერბაიჯანი, სომხეთი, რუსეთი, თურქეთი) შემოსული მოგზაურებმა მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანეს საქართველოში შემოსული მთლიანი ვიზიტორების ზრდაში. ამასთანავე, საგრძნობლად მოიმატა ირანიდან, ისრაელიდან და ინდოეთიდან მოგზაურების რაოდენობამ.

დიაგრამა 7.3 საერთაშორისო ვიზიტორების რაოდენობა თვეების მიხედვით



წყარო: საქართველოს ტურიზმის ეროვნული ადმინისტრაცია

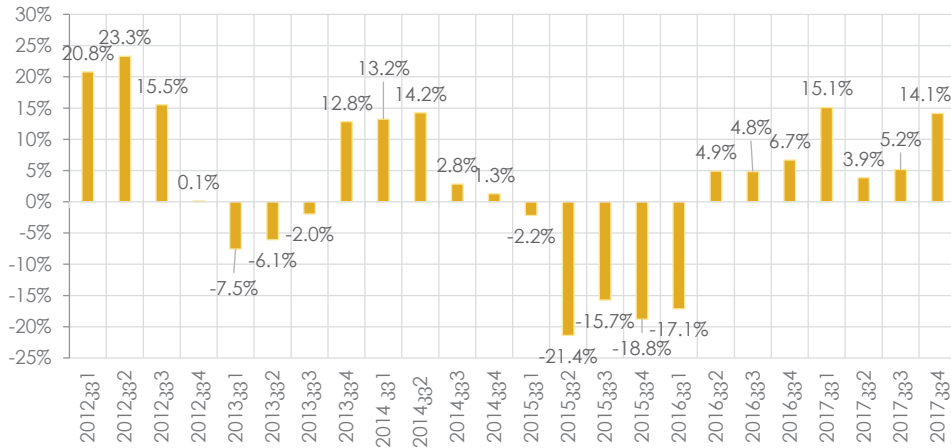
საქონლისა და მომსახურების ექსპორტის მაღალი ზრდის ფონზე, ზომიერად გაიზარდა იმპორტიც. 2017 წლის მეოთხე კვარტალში საქონლის რეგისტრირებული იმპორტი წლიურად 14.1%-ით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 7.4). აღსანიშნავია, რომ იმპორტი გაზრდილია დსთ-ს ქვეყნებიდან, ხოლო შემცირდა ევროკავშირის ქვეყნებიდან. საქონლის იმპორტის ზრდა კვლავ შუალედურ და სამომხმარებლო საქონელზე მოთხოვნის მატებამ გამოიწვია.

« 2017 წლის მეოთხე კვარტალში საქონლის რეგისტრირებული იმპორტი წლიურად 14.1%-ით გაიზარდა.

9 უცხოელი მოქალაქეები, რომელთაც საქართველოს საზღვარი გადმოკვეთეს 24 საათით და მეტი დროით.



დიაგრამა 7.4 საქონლის რეგისტრირებული იმპორტის წლიური ცვლილება

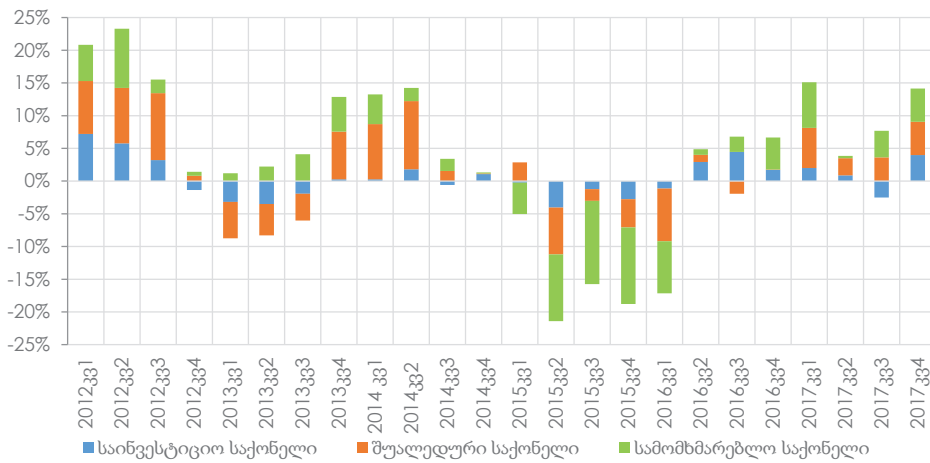


წყარო: საქსტატი

2017 წლის მეოთხე კვარტალში შუალედური საქონლისა და სამომხმარებლო საქონლის იმპორტმა მთლიანი იმპორტის დაახლოებით 40% და 44% შეადგინა, შესაბამისად. აღნიშნულ პერიოდში შუალედური საქონლის იმპორტი წლიურად 12.5%-ით გაიზარდა და მისმა წვლილმა მთლიანი იმპორტის ზრდაში 5.1 პროცენტული პუნქტი შეადგინა; ასევე სამომხმარებლო საქონლის იმპორტის 11.1 პროცენტის მატების წვლილი მთლიანი იმპორტის ზრდაში 5.1 პროცენტულ პუნქტი იყო (იხ. დიაგრამა 7.5). მეორე მხრივ, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების საგრძნობი მატების პარალელურად, გაზრდილია საინვესტიციო საქონლის იმპორტი.

« 2017 წლის მეოთხე კვარტალში საქონლის იმპორტის ზრდა ძირითადად შუალედურ და სამომხმარებლო საქონელზე მოთხოვნის ზრდამ განაპირობა.

დიაგრამა 7.5 იმპორტის წლიური ცვლილება ცალკეული სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით

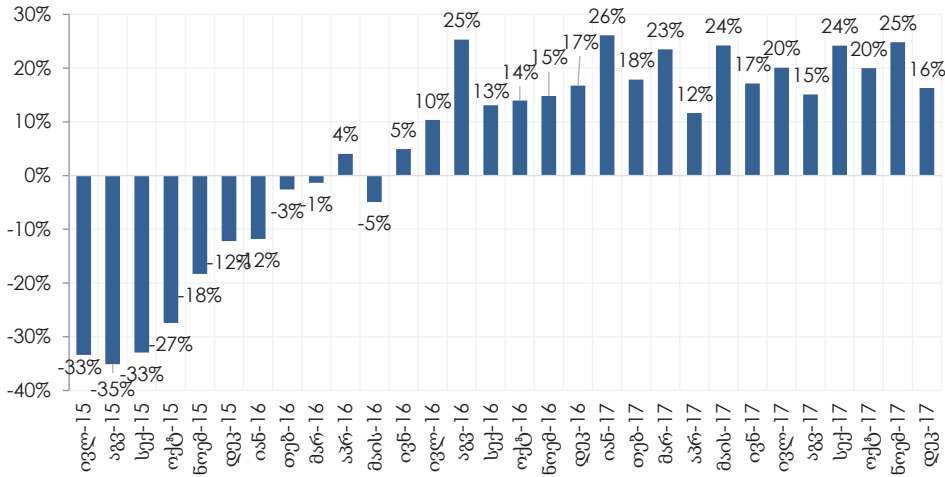


წყარო: საქსტატი

ზრდის ტენდენციით ხასიათდება ფულადი გზავნილების დინამიკაც. 2017 წლის მეოთხე კვარტალში საქართველოში გადმორიცხული ფულადი სახსრების რაოდენობა წლიურად 20.1%-ით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 7.6), ძირითადად რუსეთიდან და ევროკავშირის ქვეყნებიდან (საბერძნეთი, იტალია) გადმორიცხვების მატების ხარჯზე. ფულადი გზავნილების არსებითი ზრდა ასევე განაპირობა ისრაელიდან და თურქეთიდან მიღებულმა თანხებმა, ხოლო აშშ-დან და უკრაინიდან მიღებული გზავნილები მცირედით არის გაზრდილი.

« 2017 წლის მეოთხე კვარტალში საქართველოში გადმორიცხული ფულადი გზავნილების რაოდენობა 20%-ით გაიზარდა.

დიაგრამა 7.6 ფულადი გზავნილების წლიური ზრდა



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

საქონლისა და მომსახურების ექსპორტის, ფულადი გზავნილების მაღალი ზრდებისა და იმპორტის შედარებით დაბალი ზრდის შედეგად, 2017 წელს მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი. კერძოდ, 2017 წლის პირველ სამ კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი არსებითად გაუმჯობესდა და მთლიანი შიდა პროდუქტის 7.1%-ს შეადგინა. შედარებისთვის, 2016 წლის იმავე პერიოდში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი 11.2%-ს შეადგენდა. მიმდინარე ანგარიშის ბალანსზე უარყოფითად მოქმედებს შემოსავლის ანგარიშის დეფიციტი. 2016 წელს ამ უკანასკნელის მნიშვნელოვანი გაუარესება დაფიქსირდა, რაც გამოწვეული იყო პირდაპირი ინვესტორი საწარმოების მოგების ზრდის შედეგად როგორც გაცემული დივიდენდების, ასევე რეინვესტირებული შემოსავლების მოცულობის ზრდით. აღნიშნული ტენდენცია გაგრძელდა 2017 წელსაც. შესაბამისად, მიმდინარე ანგარიშის გაუმჯობესება საინვესტიციო შემოსავლების უარყოფითი სალდოს გაღრმავებამ შეასუსტა.

« 2017 წლის მესამე კვარტალში შემოსავლის ანგარიშის უარყოფითი სალდოს ზრდა გაგრძელდა.

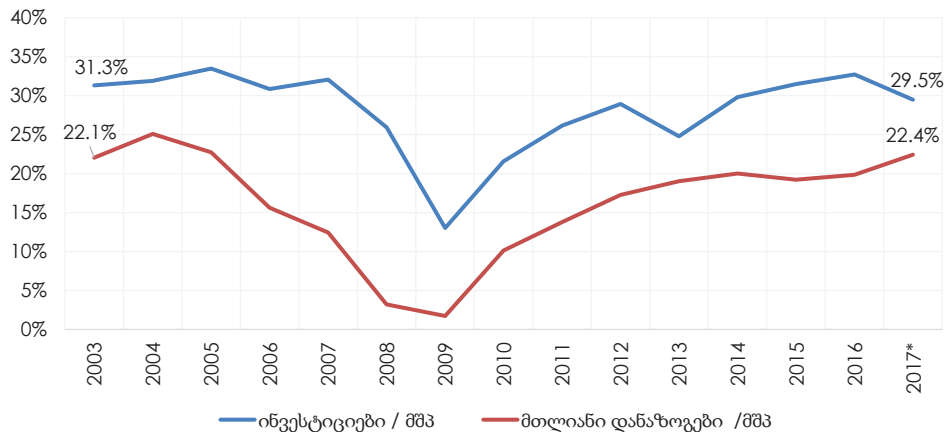
მიმდინარე ანგარიშის დაფინანსების ძირითადი წყარო კვლავ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებია, რომელთა მოცულობა 2017 წლის მესამე კვარტალში დაახლოებით 594 მლნ აშშ დოლარს შეადგენს. პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების უდიდესი წილი 28% (164 მლნ) ტრანსპორტის დარგში განხორციელდა. აღსანიშნავია ასევე, მშენებლობისა (116 მლნ) და ენერჯეტიკის (72 მლნ) დარგებში განხორციელებული ინვესტიციები, რომელთა წილი მთლიან ინვესტიციებში 20% და 12% იყო, შესაბამისად.

« მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების ძირითადი წყარო კვლავ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებია.

დანაზოგებისა და ინვესტიციების ანალიზი აჩვენებს, რომ 2017 წლის სამ კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაუმჯობესება გამოწვეულია როგორც ინვესტიციების შემცირებით, ასევე დანაზოგების ზრდით. 2016 წლის მაჩვენებლებთან შედარებით, ინვესტიციების ფარდობა მშპ-სთან 3.2 პროცენტული პუნქტით შემცირდა და 29.5% შეადგინა, ხოლო დანაზოგები 2.6 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა მშპ-ს 22.4 %-მდე (იხ. დიაგრამა 7.7).

« მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაუმჯობესება გამოწვეულია, როგორც ინვესტიციების შემცირებით ასევე დანაზოგების ზრდით.

დიაგრამა 7.7 ინვესტიციები და დანაზოგები



\*2017 წლის მონაცემები ეყრდნობა წლის პირველი სამი კვარტალის მონაცემებს.

წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკის გაანგარიშებები

## 8. გამოშვება

2017 წლის მესამე კვარტალში მთლიანი შიდა პროდუქტი წინა წლის მესამის პერიოდთან შედარებით 4.4%-ით გაიზარდა. ზრდაში უდიდესი წვლილი, 3.4 პპ, მომსახურებაზე მოდიოდა, ინდუსტრიული დარგების წვლილმა 1.3 პპ შეადგინა, ხოლო სოფლის მეურნეობის წვლილი უარყოფითი იყო და -0.2 პპ-ს შეადგენდა (იხ. დიაგრამა 8.1).

მესამე კვარტალში ყველაზე მეტად, ეკონომიკის უმსხვილესი დარგის, ვაჭრობის ზრდა არის გამოსარჩევი. ამ პერიოდში ვაჭრობის წლიურმა ზრდამ 9.6 პროცენტი, ხოლო მისმა წვლილმა საერთო ზრდაში, ყველაზე მეტი, 1.4 პპ შეადგინა. აღნიშნული ფაქტი ეკონომიკური აქტივობისა და მოთხოვნის გამოცოცხლების დაწყებაზე მიუთითებს. 2017 წლის ეკონომიკურ ზრდას მნიშვნელოვნად უწყობს ხელს ქვეყანაში შემოსულ ვიზიტორთა საგრძნობლად მომატებული ნაკადიც. უცხოელთა გაზრდილი რაოდენობა განსაკუთრებით პოზიტიურად მოქმედებს მომსახურების დარგების, კერძოდ სასტუმროების და რესტორნების, ტრანსპორტის, უძრავი ქონებით ოპერაციების სექტორების გამოშვებაზე. აქტიური კერძო მშენებლობებისა და ასევე, სავარაუდოდ, უცხო ქვეყნის მოქალაქეების მხრიდან მომატებული მოთხოვნის ფონზე, უძრავი ქონებით ოპერაციების დარგში გამოშვებამ 2017 წლის მესამე კვარტალში წლიურად 6.3 პროცენტით მოიმატა (წვლილი ზრდაში 0.4 პპ), ხოლო სასტუმროებისა და რესტორნების გამოშვებამ - 12.6 პროცენტით (0.3 პპ საერთო ზრდაში). სარკინიგზო ტრანსპორტის გარდა, გაიზარდა ტრანსპორტის ყველა სახეობის გამოშვება. საერთო ჯამში, ტრანსპორტის ზრდამ 3.8 პროცენტი შეადგინა, ხოლო ამ დარგის წვლილმა ზრდაში - 0.3 პპ. მიმდინარე წელს მაღალი ზრდაა კავშირგაბმულობის სექტორში. წლის პირველ ნახევართან შედარებით, ზრდა შედარებით შენედა მესამე კვარტალში, თუმცა კვლავ მაღალი იყო და 4.9 პროცენტი შეადგინა. ტრადიციულად მაღალი იყო საფინანსო სექტორის ზრდა (7.2 პროცენტი).

« მესამე კვარტალში ზრდის უმთავრესი მამოძრავებელი ვაჭრობა იყო.

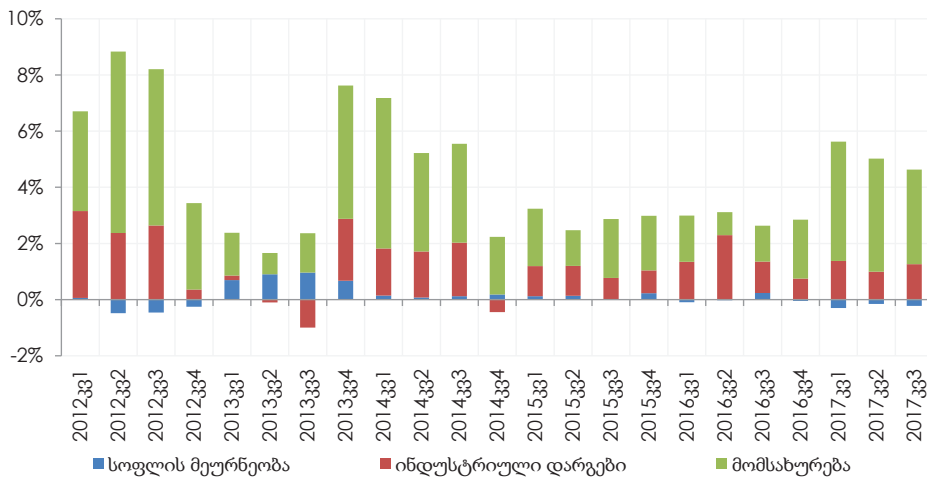
« ვიზიტორთა გაზრდილი ნაკადი პოზიტიურად მოქმედებს გამოშვებაზე.

2017 წელს ინდუსტრიული დარგებიდან, ისევე როგორც წინა წლებში, მაღალი ზრდა ნარჩუნდება მშენებლობაში. საქართველოს ტერიტორიაზე მასშტაბური გაზსადენის მშენებლობის გარდა, მაღალი ინტენსივობა აღინიშნება სახელმწიფოს მიერ განხორციელებულ ინფრასტრუქტურულ პროექტებსა და კერძო სექტორის მშენებლობაში. მესამე კვარტალში, საერთო ჯამში, მშენებლობის ზრდამ წლიურად 9.3 პროცენტი შეადგინა, ხოლო მისმა წვლილმა ზრდაში 0.4 პპ.

« მაღალი ზრდა ნარჩუნდება მშენებლობაში.

2017 წლის განმავლობაში მცირდება სოფლის მეურნეობის გამოშვება. მესამე კვარტალში შემცირების მაჩვენებელმა წლიურად 2.8 პროცენტი შეადგინა, ხოლო უარყოფითი წვლილი საერთო ზრდაში 0.2 პპ-ს გაუტოლდა.

დიაგრამა 8.1 ეკონომიკის ძირითადი მიმართულებების წვლილები მშპ-ის ზრდაში



წყარო: საქსტატი

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)

