

# მონეტარული პოლიტიკის ანბარიში

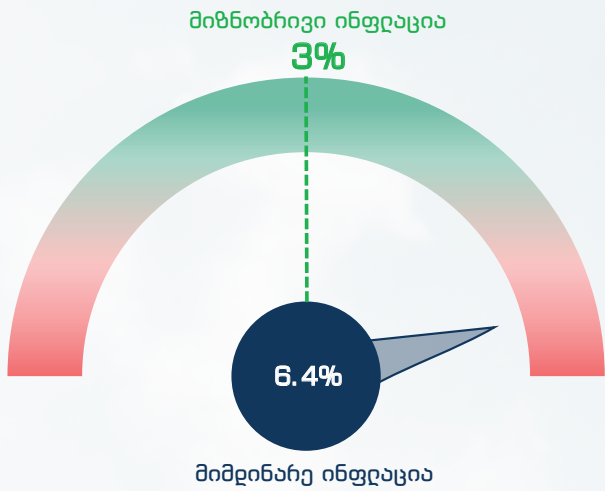
თებერვალი

2020



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia

## ინფლაცია



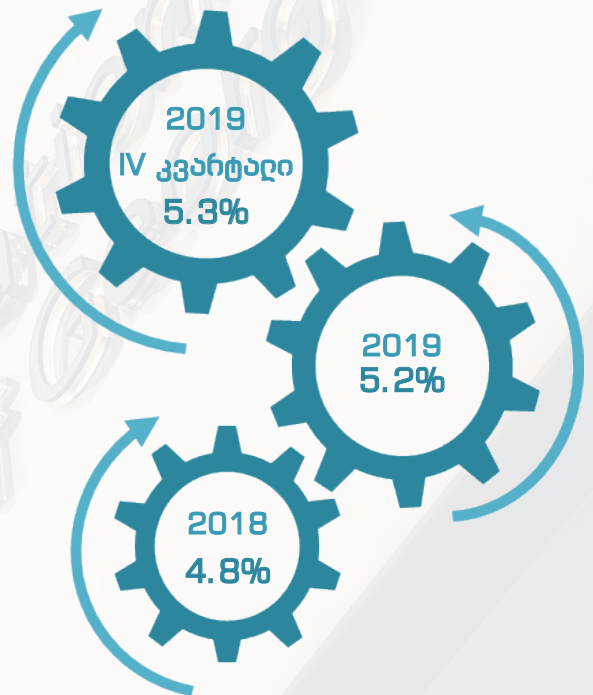
6.4%

ინფლაცია კვლავ მიზნობრივ შარვენებელზე მაღალია

## ეკონომიკური ზრდა

ეკონომიკაში ერთობლივი მოთხოვნა ძლიერია

5.3%



## მონეტარული პოლიტიკა

**9.0%**



9.0%

ინფლაციის შესამცირებლად ეროვნული ბანკი გამკაცრებულ მონეტარულ პოლიტიკას ინარჩუნებს



## საპროცენტო განაკვეთზე გადაწყვეტილება

### მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი 9.0%-ზე შევინარჩუნეთ.

ჩვენი როლი არის საპროცენტო განაკვეთებით ზემოქმედება ეკონომიკის მთლიანი ხარჯვის მოცულობაზე, რისი მეშვეობითაც უზრუნველვყოფთ ინფლაციის სამიზნე 3%-იან მაჩვენებელზე დაბრუნებას.

დაბალი და სტაბილური ინფლაცია ხელს უწყობს დასაქმებასა და ეკონომიკურ ზრდას.

2019 წლის მეორე ნახევარში, ლარის გაცვლითი კურსის აშშ დოლართან და სხვა სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებთან გაუფასურებამ სამომხმარებლო საქონლის ფასები სამიზნე 3%-იან მაჩვენებელზე მეტად გაზარდა. მართალია, ლარის კურსი აშშ დოლართან მიმართებით ბოლო პერიოდში მყარდება, მაგრამ ფასები კვლავ გაზრდილ დონეზეა. გაზრდილ ინფლაციას ხელს უწყობს ერთობლივი მოთხოვნის გააქტიურებაც.

არსებული მდგომარეობიდან გამომდინარე, 2020 წლის იანვარში საპროცენტო განაკვეთი გაზრდილ დონეზე, 9%-ზე შევინარჩუნეთ. გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთი ქვეყანაში მთლიანი ხარჯვის მოცულობას შეამცირებს, რაც, საბოლოოდ, სამომხმარებლო პროდუქტების ფასების ზრდას შეანელებს. ამავდროულად, პროცენტის ზრდა ლარში დაკრედიტებას ანელებს, ლარში დაზოგვას უფრო მიმზიდველს ხდის და ინვესტორებს უბიძგებს გამოიყენონ ლარის ფასიანი ქაღალდები. ეს კი ლარზე მოთხოვნის ზრდასა და კურსის გამყარებას უწყობს ხელს.

ეროვნული ბანკის მიერ პროცენტის ზრდა ეკონომიკაზე სრულად დაახლოებით 4-6 კვარტალში აისახება. იმ შემთხვევაში, თუ ეკონომიკა ჩვენი პროგნოზების შესაბამისად განვითარდა, გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთი ლარის ეფექტურ კურსს დღევანდელთან შედარებით გაამყარებს. მაღალი საპროცენტო განაკვეთის გამო ეკონომიკის მთლიანი ხარჯვაც შედარებით დაბალი იქნება. შედეგად, ინფლაცია სამიზნე დონეს დაახლოებით 3 კვარტალში დაუბრუნდება.

ნებისმიერ შემთხვევაში, ჩვენ გამოვიყენებთ ჩვენ ხელთ არსებულ ყველა ინსტრუმენტს ფასების სტაბილურობის შესანარჩუნებლად და ლარის მსყიდველობითი უნარის დასაცავად, რაც ნიშნავს, რომ ფასების საერთო დონის ზრდა 3%-იან მაჩვენებელს დაუბრუნდება.

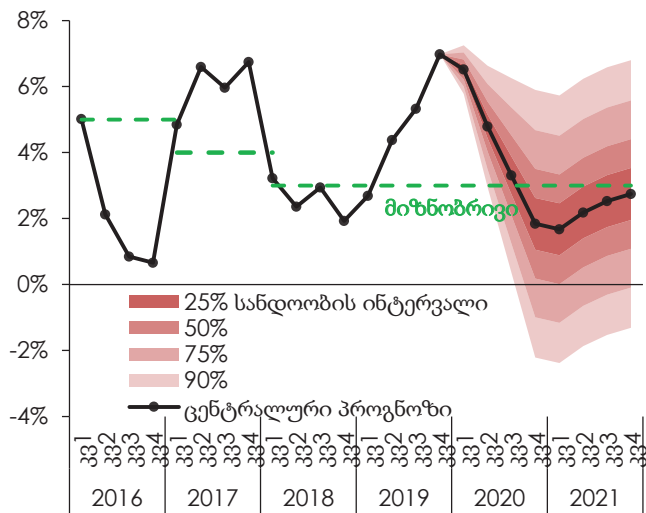
# სარჩევნო

მოკლე მიმოხილვა.....	6
1 მიმდინარე მაკროეკონომიკური მდგომარეობა .....	9
1.1 მსოფლიო ეკონომიკის მიმოხილვა .....	9
1.2 საგარეო მოთხოვნა და საგადასახდლო ბალანსი .....	12
1.3 ადგილობრივი ეკონომიკის მიმოხილვა.....	15
1.3.1 ერთობლივი მოთხოვნა .....	15
1.3.2 გამოშვება .....	16
1.4 ფინანსური გარემო და ტენდენციები .....	17
1.4.1 სესხები .....	17
1.4.2 საპროცენტო განაკვეთები და საკრედიტო პირობები.....	18
1.4.3 გაცვლითი კურსი .....	19
1.5 სამომხმარებლო ფასები.....	22
2 მაკროეკონომიკური პროგნოზი .....	24
2.1 საბაზო მაკროეკონომიკური პროგნოზი .....	24
2.2 წინა პროგნოზთან შედარება.....	26
2.3 ალტერნატიული საპროგნოზო სცენარი .....	28
3 მონეტარული პოლიტიკა .....	32
<b>ჩანართები</b>	
ჩანართი 1. ინფლაციასა და გაცვლით კურსს შორის კავშირი (2018 და 2019 წლების მაგალითები).....	21
ჩანართი 2. ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის შესრულება და 2019 წლის პროგნოზების შეფასება .....	29

## მოკლე მიმოხილვა

2019 წელს ინფლაცია ზრდის დინამიკით ხასიათდებოდა, რაც, ერთჯერად ფაქტორებთან ერთად, ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის მოსალოდნელზე მეტად გაუფასურებით იყო განპირობებული. მშპ-ის განახლებული მონაცემების მიხედვით, ბოლო პერიოდში შემოთაღნიშნულ ფაქტორს დაემატა ერთობლივი მოთხოვნის გააქტიურებაც. შედეგად, მოსალოდნელია, რომ მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრებულ პოზიციაზე შენარჩუნდება და ეტაპობრივ კლებას დაინყებს ინფლაციური მოლოდინების 3%-იან მიზნობრივ დონემდე შემცირებასთან ერთად.

მოკლევადიანად მაღალი ინფლაციის შენარჩუნების შემდეგ მოსალოდნელია მისი მიზნობრივზე მეტად შემცირება და მიზნობრივ 3%-თან ქვემოდან მიახლოება.



დიაგრამა 1. მთლიანი წლიური ინფლაციის პროგნოზი

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

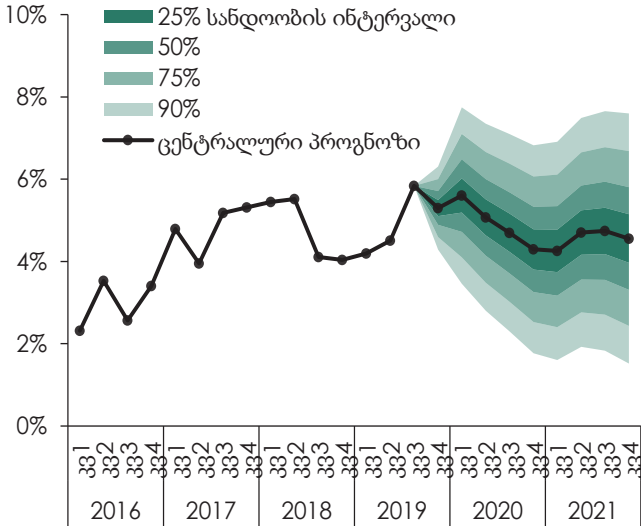
ფაქტობრივმა წლიურმა ინფლაციამ 2019 წლის მეოთხე კვარტალში წინა პროგნოზს 0.5 პროცენტული პუნქტით გადააჭარბა და, საშუალოდ, 7% შეადგინა. მიუხედავად იმისა, რომ წლის მანძილზე მაღალ ინფლაციას, ნაწილობრივ, სიგარეტსა და სურსათის გარკვეულ კომპონენტებზე ფასების პროგნოზირებულზე სწრაფმა ზრდამ შეუწყო ხელი, მნიშვნელოვანი იყო გაცვლითი კურსის მოსალოდნელზე მეტად გაუფასურებიდან მომავალი ინფლაციური წნეხიც. გარდა ამისა, ეკონომიკური ზრდის განახლებული მონაცემები გაზრდილ შიდა მოთხოვნაზე მიუთითებს, რამაც ხელი შეუწყო ასევე ინფლაციის პროგნოზის ზედა მიმართულებით გადახედვასა და მონეტარული პოლიტიკის შესაბამის რეაგირებას.

საქართველოს ეროვნული ბანკის მიმდინარე პროგნოზით, ინფლაცია მომდევნო სამი კვარტალის განმავლობაში მიზნობრივ მაჩვენებელზე მაღლა შენარჩუნდება, ხოლო შემდგომ - ეტაპობრივი შემცირების ფაზის გავლის შემდეგ - საშუალოვადიან პერიოდში მას ქვემოდან დაუახლოვდება (იხ. დიაგრამა 1). მთლიანობაში, აღნიშნულს გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკა განაპირობებს, რომელიც უშვებს დროებით მიზნობრივზე დაბალ ინფლაციას, გრძელვადიანი ინფლაციის მოლოდინების მიზნობრივ დონემდე შემცირების მიზნით.

როგორც აღინიშნა, ინფლაციის ზრდის ერთ-ერთი ფაქტორი ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურება იყო. ეს უკანასკნელი სამომხმარებლო ფასებზე ზეწოლას ახდენს, ვინაიდან ზრდის როგორც იმპორტულ ინფლაციას, ასევე იმ კომპანიების შუალედურ ხარჯებს, რომელთაც სასესხო ვალდებულებები უცხოური ვალუტით აქვთ. თუკი გასულ პერიოდებში გაცვლითი კურსის ინფლაციურ ზეწოლას სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა აბალანსებდა, ბოლო პერიოდში ეს ტენდენცია შეიცვალა. კერძოდ, განახლებულ მონაცემებზე დაფუძნებული შეფასებით, 2019 წლის ბოლოს



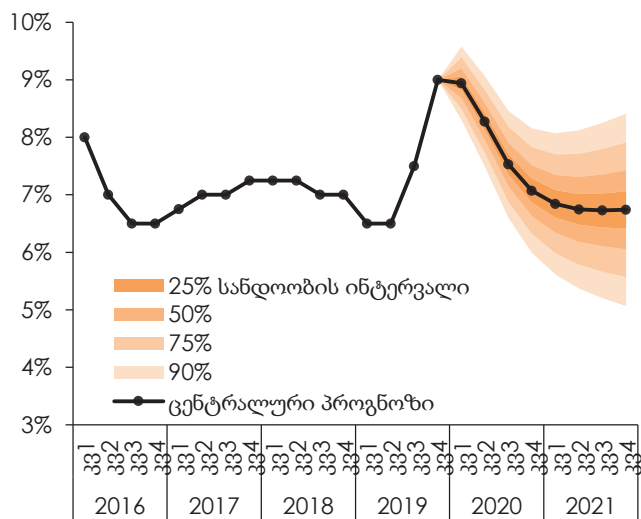
ბოლო პერიოდში რეალური მშპ-ს გაუმჯობესების ფონზე, 2020 წლის ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი ზედა მიმართულებით გადაიხედა, რაც დროებით მონეტარული პოლიტიკის მკაცრ პოზიციამ შენარჩუნების საჭიროებას ზრდის.



დიაგრამა 2. რეალური მშპ-ის წლიური ზრდის პროგნოზი

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

მიზნობრივზე მაღალი ინფლაციისა და ინფლაციური მოლოდინების საპასუხოდ, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი დროებით გამკაცრებულ ნიშნულზე შენარჩუნდება, შემდეგ კი, ინფლაციის მოლოდინების შემცირების პარალელურად, მოსალოდნელია, რომ კვლავ შემცირდება მის ნეიტრალურ დონემდე.



დიაგრამა 3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ეკონომიკური აქტივობის ჩამორჩენა პოტენციური დონიდან აღმოიფხვრა. მიმდინარე შეფასებით, საშუალოვადიან პერიოდში გამოშვების გაპი<sup>1</sup> მცირედ პოზიტიურ დონეზე შენარჩუნდება (დაახლოებით 0.5 პპ-ის ფარგლებში). აღნიშნულს ხელი შეუწყო ბოლო პერიოდის ეკონომიკურმა ზრდამაც. 2019 წლის მესამე კვარტალის რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ-ის) წლიური ზრდა 5.8% იყო, ხოლო მეოთხე კვარტალში ზრდამ, წინასწარი მონაცემებით, 5.3% შეადგინა.

რაც შეეხება მომავალში მოსალოდნელ დინამიკას, ეროვნული ბანკის 2020 წლის რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზი 5%-მდე გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 2). გაზრდილი ინფლაციის პირობებში, გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის მიუხედავად, ერთობლივ მოთხოვნაზე ზრდის მიმართულებით მოქმედი ფაქტორები კვლავ ძლიერია. მიმდინარე შეფასებით, ზრდაში მნიშვნელოვან წვლილს შეიტანს შიდა მოთხოვნისა და ინვესტიციების ზრდა, რაც ფისკალური სტიმულისა და დაკრედიტების ტენდენციებს უკავშირდება. ამავდროულად, პოზიტიური, თუმცა მოკრძალებული, წვლილი ექნება წმინდა ექსპორტს.

მიზნობრივზე მაღალი ინფლაციისა და ინფლაციური მოლოდინების ზრდის ფონზე, მიმდინარე მაკროეკონომიკური პროგნოზის მიხედვით, მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრებულ ნიშნულზე ნარჩუნდება, ხოლო შემდგომ, მხოლოდ ინფლაციის მოლოდინების შემცირების პარალელურად, განაკვეთი მის ნეიტრალურ დონემდე ეტაპობრივად შემცირდება (იხ. დიაგრამა 3). საბაზო პროგნოზის მიხედვით მონეტარული პოლიტიკის პასუხი ეყრდნობა დაშვებას, რომ სუვერენული ან ადგილობრივი ვალუტის რისკ პრემია, ბოლო პერიოდში გაზრდილი გაურკვევლობის მიუხედავად, მნიშვნელოვნად არ მოიმატებს. წინააღმდეგ შემთხვევაში, თუკი ინფლაციაზე გაცვლითი კურსიდან მომდინარე ზენოლა გაგრძელდა, ეროვნული ბანკი მზადაა, გააგრძელოს მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება ვიდრე ინფლაცია მის მიზნობრივ ნიშნულს არ დაუბრუნდება. მიმდინარე პროგნოზის მიხედვით, პოლიტიკის განაკვეთი, თავდაპირველი მნიშვნელოვანი ზრდის შემდეგ, ნეიტრალურ დონემდე, რომელიც არსებული შეფასებით 6.5%-ის ფარგლებშია, 2 წლის შემდეგ შემცირდება.

მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი არ ნარმოადგენს ეროვნული ბანკის დაპირებას მონეტარული პოლიტიკის მომავალ გადაწყვეტილებებთან დაკავშირებით, ის ასახავს საორიენტაციო ტრაექტორიას იმ დაშვებით, რომ ეგზოგენური ფაქტორები პროგნოზში გათვალისწინებული სცენარით განვითარდება.

<sup>1</sup> ფაქტიური მშპ-ს პროცენტული გადახრა პოტენციური დონიდან.

შესაბამისად, თუკი საგარეო ან/და შიდა ფაქტორები მოსალოდნელისგან განსხვავებული იქნება, ის საპროგნოზო მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებსა და, შესაბამისად, ეროვნული ბანკის მომავალ გადანყვეტილებებზეც მოახდენს გავლენას.

# 1 მიმდინარე მაკროეკონომიკური მდგომარეობა

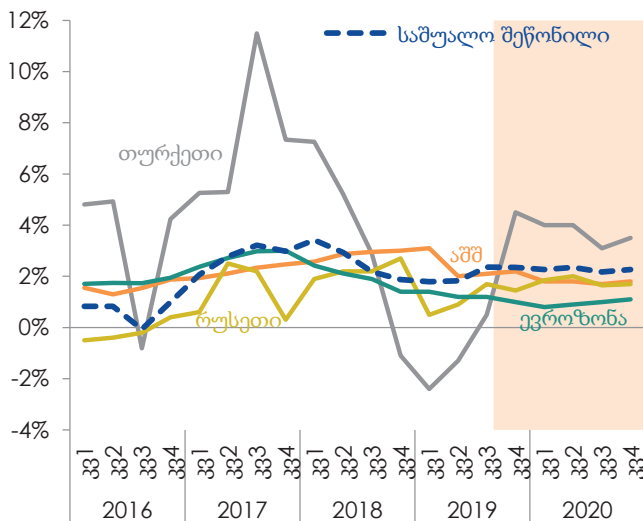
არსებული პროგნოზებით, მოსალოდნელია, რომ მიმდინარე მაკროეკონომიკური მდგომარეობა გლობალურად მცირედით გაუმჯობესდება, რაც საქართველოს ექსპორტზეც აისახება. თუმცა, წინა პერიოდებში, ამ უკანასკნელზე მნიშვნელოვანი დადებითი გავლენა იქონია კონკურენტუნარიანმა გაცვლითმა კურსმაც. შედეგად, 2019 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა. ამას თან ერთვის მოხმარების ხელშესახები ზრდაც, რაც აისახა 2019 წელს ეკონომიკური ზრდის მატებაში, რომელიც, წინასწარი შეფასებით, 5.2%-ია. აღნიშნულს ხელს უწყობდა დაკრედიტების შედარებით მაღალი ზრდის ტემპიც, რომელიც ნომინალური მშპ-ს ზრდას კვლავ აღემატება. მიუხედავად ბოლო პერიოდში დასტაბილურებული გაცვლითი კურსისა, წინა პერიოდების გაუფასურება და გააქტიურებული შიდა მოთხოვნა წლიური ინფლაციის ზრდაზე აისახა (ბოლო მონაცემებით 6.4%), რომელიც, როგორც იმპორტირებული, ასევე ადგილობრივი ინფლაციის ხარჯზე, ჯერ კიდევ 3%-იანი მიზნობრივი მაჩვენებლის ზემოთ ნარჩუნდება.

## 1.1 მსოფლიო ეკონომიკის მიმოხილვა

2019 წლის მეოთხე კვარტალშიც სუსტი გლობალური ეკონომიკური ზრდა გაგრძელდა, რაც, ძირითადად განვითარებულ ქვეყნებში, ასევე მზარდ და განვითარებად ქვეყნებში დაბალი ეკონომიკური აქტივობით აიხსნება. თუმცა, საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ზრდის ტემპების დასტაბილურება შეინიშნებოდა.

სუსტი გლობალური აქტივობა 2019 წლის ბოლო კვარტალშიც გაგრძელდა. სსფ-ს იანვრის შეფასებით<sup>2</sup>, გლობალური ეკონომიკური ზრდა 2019 წლისთვის 2.9%-ით განისაზღვრა, რაც წინა პროგნოზთან შედარებით<sup>3</sup> 0.1 პროცენტული პუნქტით (პპ) დაბალია. თუმცა 2020 წლისთვის ზრდის ტემპების მცირე (3.3%-მდე) მატებაა მოსალოდნელი. აღნიშნული, ძირითადად, განპირობებულია აშშ-ჩინეთის შეთანხმების პირველი ფაზით და „ბრექსიტის“ ირგვლივ არსებული გაურკვევლობის შემცირებით. ასევე მნიშვნელოვანია სხვადასხვა ქვეყნებში შერბილებული მონეტარული პოლიტიკა და გაზრდილი ფისკალური სტიმული.

2019 წლის მეოთხე კვარტალში ზრდის ტემპების შენელება გაგრძელდა აშშ-ში, რაც ძირითადად დაბალი სამომხმარებლო დანახარჯებით და შემცირებული საცალო გაყიდვებით არის განპირობებული. ამას, ასევე, ემატება, პრემიუმის იმპიჩმენტის პროცესი. რაც შეეხება აშშ-ჩინეთის სავაჭრო ურთიერთობას, იანვარში ხელი მოეწერა შეთანხმების პირველ ფაზას, რაც პოზიტიურად უნდა აისახოს ეკონომიკაზე. სსფ-ს იანვრის შეფასებით<sup>4</sup>, რეალური ეკონომიკური



დიაგრამა 1.1.1. ეკონომიკური პარტნიორი ქვეყნების რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა

წყარო: Bloomberg, საქართველოს ეროვნული ბანკი

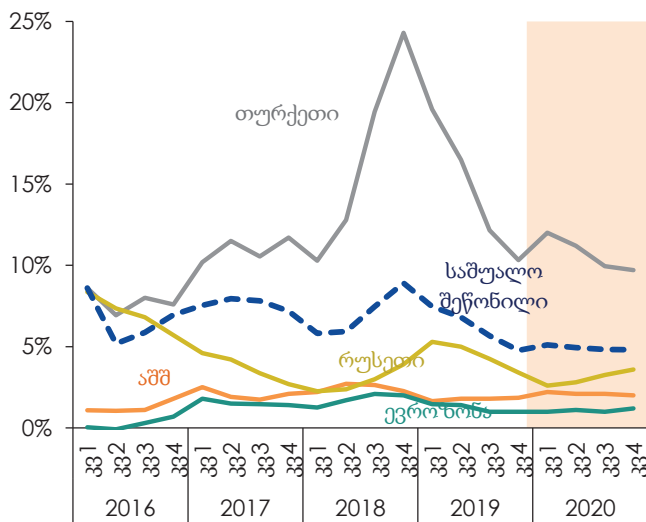
2 International Monetary Fund. 2020. World Economic Outlook Update: Tentative Stabilization, Sluggish Recovery? Washington, DC, January.

3 International Monetary Fund. 2019. World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers. Washington, DC, October.

4 International Monetary Fund. 2020. World Economic Outlook Update: Tentative Stabilization, Sluggish Recovery? Washington, DC, January.



სტაბილური იყო ინფლაციის დონე საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში, თუ არ ჩავთვლით თურქეთს, სადაც ბოლო პერიოდში, მიზნობრივზე საკმაოდ მაღალი ინფლაცია ფიქსირდება.



დიაგრამა 1.1.2. ეკონომიკური პარტნიორი ქვეყნების წლიური ინფლაცია  
წყარო: Bloomberg, საქართველოს ეროვნული ბანკი

ზრდა აშშ-ში 2.3%-ით განისაზღვრა 2019 წელს, ხოლო 2020-ში - 2% იქნება. ინფლაციის მაჩვენებელმა კი 2019 წელს 1.8% შეადგინა, ხოლო 2020 წლის პროგნოზი 2.3%-ია. რაც შეეხება **ევროზონას**, შემცირებული სამომხმარებლო დანახარჯების და ბიზნესგანწყობის ფონზე ზრდის ტემპების შენელება შეიმჩნეოდა 2019 წლის მეოთხე კვარტალშიც. თუმცა, პოზიტიური სიგნალია „ბრექსიტის“ ირგვლივ არსებული გაურკვევლობის მოხსნა. სსფ-ს იანვრის შეფასებით<sup>5</sup>, ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი ევროზონისთვის 2019 წელს 1.2%, ხოლო 2020-ში კი 1.3%-ია. ინფლაციის დონე 2019 წელს 1.2% იყო, ხოლო 2020 წელს 1.4%-ია მოსალოდნელი.

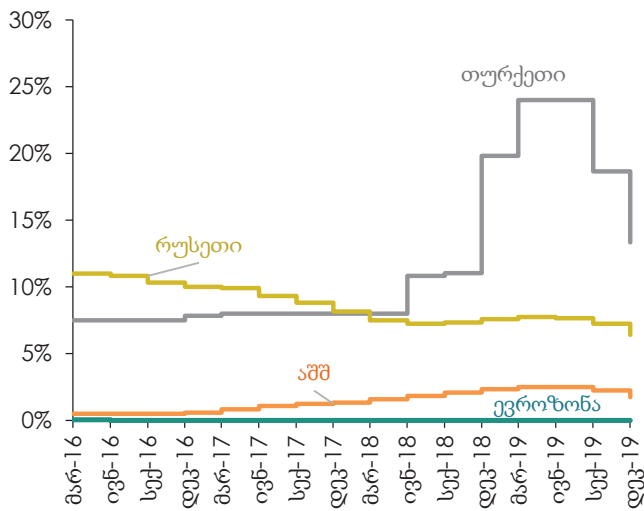
2019 წლის მეოთხე კვარტალში, შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის ფონზე, ეკონომიკური აქტივობის მცირედი გაჯანსაღების პროცესი შეიმჩნეოდა **თურქეთში**. რაც, ძირითადად, განპირობებულია გაზრდილი სამომხმარებლო სესხებით და წარმოების სექტორის გაუმჯობესებით. თუმცა, კვლავ დაბალია სამომხმარებლო და ბიზნესგანწყობა, ასევე მნიშვნელოვნადაა შემცირებული ინვესტიციები და ექსპორტის მოცულობა. ლირის გაუფასურების ფონზე, მაღალი რჩება ინფლაციური წნეხი. წლიურმა ინფლაციამ დეკემბერში 11.8% შეადგინა. სსფ-ს შეფასებით<sup>6</sup>, 2019 წლის თურქეთის ეკონომიკური ზრდა 0.2%, ხოლო 2020-ში კი 3% იქნება. რაც შეეხება ინფლაციას - 2019 წელს ის 15.5% იყო, ხოლო 2020 წელს 12.6%-ია პროგნოზირებული.

ეკონომიკური აქტივობის მცირედი გაჯანსაღება შეიმჩნეოდა **რუსეთშიც**, რაც, ძირითადად, გაზრდილი ფისკალური სტიმულის და შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შედეგია. 2019 წლის მეოთხე კვარტალში, სტაბილური ეროვნული ვალუტის ფონზე დაბალი იყო ინფლაციის დონე. წლიურმა ინფლაციამ დეკემბერში 3% შეადგინა, რაც წინა თვესთან შედარებით 0.5 პპ-ით დაბალი მაჩვენებელია. სსფ-ს იანვრის შეფასებით<sup>7</sup>, ეკონომიკური ზრდა რუსეთში 2019 წელს - 1.1%, ხოლო 2020-ში კი 1.9% იქნება. ინფლაციის დონე 2019 წელს 4.5% იყო, 2020 წელს კი 3.5% იქნება.

**უკრაინის** ეკონომიკა მაღალი აქტივობით გამოირჩეოდა 2019 წლის ბოლოსაც. გაზრდილი ხელფასების ფონზე კიდევ უფრო გაიზარდა სამომხმარებლო დანახარჯები, მაღალია ფიქსირებული ინვესტიციებიც. მთავრობის და

5 International Monetary Fund. 2020. World Economic Outlook Update: Tentative Stabilization, Sluggish Recovery? Washington, DC, January.  
6 International Monetary Fund. 2019. World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers. Washington, DC, October.  
7 International Monetary Fund. 2020. World Economic Outlook Update: Tentative Stabilization, Sluggish Recovery? Washington, DC, January.

**2019 წლის ბოლოს, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთები შემცირდა საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში, ასევე აშშ-შიც.**



დიაგრამა 1.1.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთები სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში  
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ცენტრალური ბანკის რეფორმების ფონზე, წლიურმა ინფლაციამ დეკემბერში 4.2% შეადგინა, რაც წინა თვესთან შედარებით 1 პპ-ით დაბალი მაჩვენებელია. სსფ-ს შეფასებით<sup>8</sup>, უკრაინის რეალური ეკონომიკური ზრდა როგორც 2019, ისე 2020 წელს 3% იქნება. რაც შეეხება ინფლაციას, მან 2019 წელს 7.9% შეადგინა, 2020 წელს კი 5.9%-ია მოსალოდნელი.

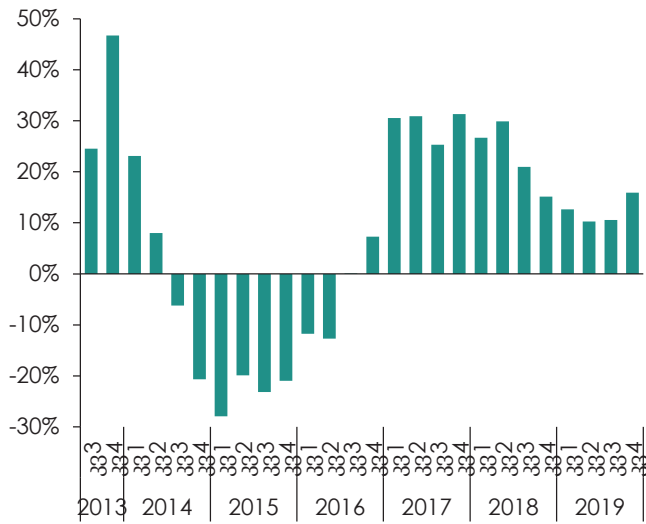
**სომხეთის** ეკონომიკა მაღალი ზრდის პროცესს განაგრძობს, რაც ძირითადად ფიქსირებული ინვესტიციების ზრდამ და გაზრდილმა სამომხმარებლო დანახარჯებმა განაპირობა. გაუმჯობესდა საგადასახდლო ბალანსიც, რაშიც დიდი წვლილი ექსპორტის ზრდამ შეიტანა. სსფ-ს შეფასებით<sup>9</sup> სომხეთის ეკონომიკური ზრდა 2019 წელს 6% იყო, ხოლო ინფლაციის დონემ 1.7% შეადგინა. 2020 წლის ეკონომიკური ზრდისა და ინფლაციის პროგნოზი კი, შესაბამისად, 4.8% და 2.5%-ია. რაც შეეხება **აზერბაიჯანს**, მცირედი შენელება შეიმჩნეოდა ნავთობის სექტორში, რამაც ზრდის ტემპების შეფერხება გამოიწვია. მეორე მხრივ, არასანავთობო სექტორი კვლავ მაღალი აქტივობით გამოირჩეოდა. სსფ-ს შეფასებით<sup>10</sup>, 2019 წელს აზერბაიჯანში ეკონომიკური ზრდა 2.1% იყო, ხოლო წლიური ინფლაცია კი 2.8%. 2020 წელს ეკონომიკური ზრდა და ინფლაცია, შესაბამისად 2.1% და 3%-ის ნიშნულებზეა მოსალოდნელი.

საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების **ცენტრალურმა ბანკებმა** 2019 წლის ბოლო კვარტალში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთები კიდევ უფრო შეამცირეს (თურქეთი, რუსეთი, უკრაინა), რაც შიდა მოთხოვნის ნახალისებისკენ მიმართული ნაბიჯია. ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამაც შეარბილა მონეტარული პოლიტიკა და ფედერალური ფონდების განაკვეთი 1.75-2.00%-იანი შუალედიდან 1.50-1.75%-იან შუალედად შეამცირა. რაც შეეხება ევროპის ცენტრალურ ბანკს, იგი საპროცენტო განაკვეთს უცვლელად, 0%-ის დონეზე ტოვებს, თუმცა ნოემბრიდან, რაოდენობრივი შერბილება განაახლა.

<sup>8</sup> International Monetary Fund. 2019. World Economic Outlook: Global Manufacturing Downturn, Rising Trade Barriers. Washington, DC, October.  
<sup>9</sup> იგივე.  
<sup>10</sup> იგივე.

## 1.2 საგარეო მოთხოვნა და საგადასახდელო ბალანსი

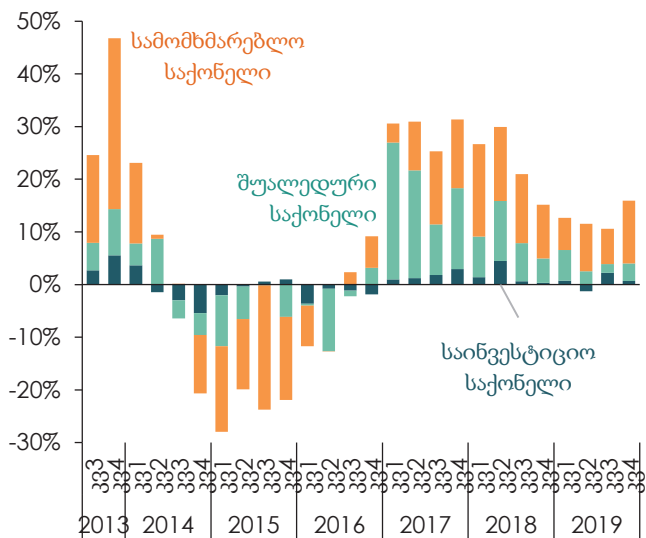
**საქონლის რეგისტრირებული ექსპორტი ზრდას განაგრძობს და 2019 წლის მეოთხე კვარტალში წლიურად 15.9%-ით გაიზარდა.**



დიაგრამა 1.2.1. საქონლის რეგისტრირებული ექსპორტის წლიური ცვლილება

წყარო: საქსტატი (საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური)

**საქონლის ექსპორტის ზრდა უმეტესწილად სამომხმარებლო და შუალედურ საქონელზე საგარეო მოთხოვნის მატებამ გამოიწვია.**



დიაგრამა 1.2.2. ექსპორტის წლიური ცვლილება ცალკეული სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით

წყარო: საქსტატი

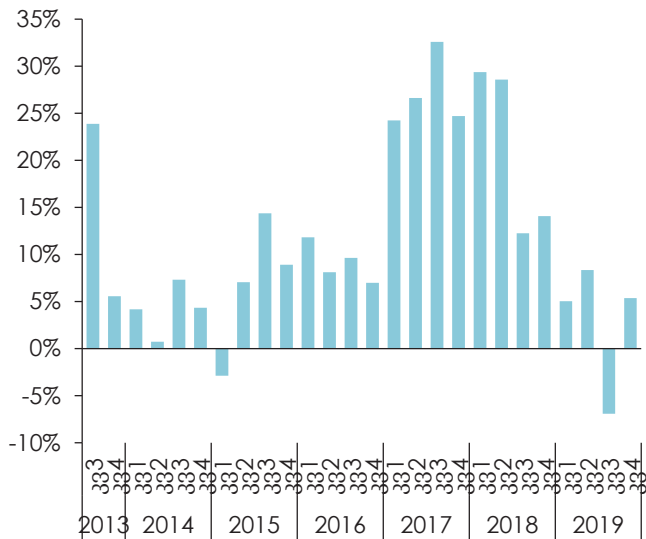
2019 წლის მეოთხე კვარტალში საგარეო მოთხოვნამ ზრდა განაგრძო. კერძოდ, უფრო სწრაფი ტემპით მოიმატა საქონლისა და მომსახურების ექსპორტმა. რუსეთის მხრიდან საჰაერო მიმოსვლის აკრძალვის მიუხედავად, საერთაშორისო მოგზაურებიდან მიღებულმა შემოსავლებმა კვლავ ზრდა დაიწყო. გარდა ამისა, მაღალი ზრდა აჩვენა ფულადმა გზავნილებმა. არსებული შეფასებით, 2019 წელს მოსალოდნელია მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაუმჯობესების გაგრძელება.

საქონლის რეგისტრირებული ექსპორტი 2019 წლის მეოთხე კვარტალში წლიურად 15.9%-ით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 1.2.1). საქონლის ექსპორტი განსაკუთრებით გაზრდილია ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში - სომხეთსა და თურქეთში, ასევე რეგიონის სხვა ქვეყნებში. 2019 წლის მეოთხე კვარტალში, წინა წლის ამავე პერიოდთან შედარებით, სომხეთში ექსპორტი მსუბუქი და სატვირთო ავტომობილების რე-ექსპორტის მკვეთრი გააქტიურების შედეგად გაიზარდა. თურქეთში ექსპორტმა მოიმატა ნახშირბადიანი ფოლადის ნახევარფაბრიკატებისა და მზა ტანსაცმელზე მოთხოვნის გავლენით, ხოლო უკრაინაში გაიზარდა ყურძნის ნატურალურ ღვინოებსა და ქიმიურ სასუქებზე მოთხოვნა. ასევე, ბელორუსში გაიზარდა სპილენძის ჯართზე მოთხოვნა. საპირისპიროდ, რუსეთში ფეროშენადნობებისა და სამკურნალო საშუალებების შესყიდვა თითქმის იმავე დონეზე დარჩა, ხოლო აზერბაიჯანში ექსპორტი შემცირდა სიგარეტებზე მოთხოვნის კლების გავლენით. ევროკავშირის ქვეყნებიდან რუმინეთში კვლავ გაიზარდა სპილენძის მადნებისა და კონცენტრატების შესყიდვა, ხოლო ლიეტუვაში ექსპორტი მინერალური და ქიმიური სასუქების გავლენით არსებითად გაიზარდა. ჩინეთიდან მოთხოვნა სპილენძის მადნებსა და კონცენტრატებზე კვლავ მაღალი იყო.

საქონლის ექსპორტის ზრდა უმეტესწილად სამომხმარებლო და შუალედურ საქონელზე საგარეო მოთხოვნის მატებამ გამოიწვია (იხ. დიაგრამა 1.2.2). მნიშვნელოვანი გავლენა ჰქონდა რეექსპორტის მატებას. სამომხმარებლო საქონლის ექსპორტის ზრდა ძირითადად მსუბუქი ავტომობილების, ყურძნის ნატურალური ღვინოების, სამკურნალო საშუალებების, მინერალური წყლების გავლენით მოხდა. შუალედური საქონლის ექსპორტიდან მაღალი ზრდით გამოირჩეოდა სპილენძის მადნებისა და კონცენტრატების გატანა, ხოლო ფეროშენადნობების ექსპორტი შემცირდა. აღსანიშნავია, რომ ბოლო კვარტალებში ექსპორტი სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით ნაკლებად დი-



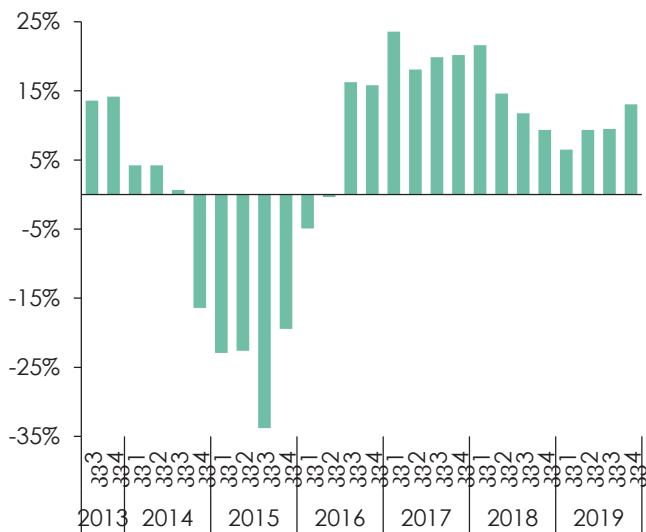
**საერთაშორისო მოგზაურებიდან მიღებული შემოსავლების დინამიკა კვლავ ზრდის მიმართულებით შეიცვალა.**



დიაგრამა 1.2.3. საერთაშორისო მოგზაურებიდან შემოსავლების წლიური ზრდა

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

**ფულადი გზავნილების მოცულობა ზრდას განაგრძობს.**



დიაგრამა 1.2.4. ფულადი გზავნილების წლიური ზრდა

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ვერსიფიცირებულია. მთლიანობაში, ექსპორტის ზრდას, რეექსპორტის მატებასთან ერთად, გაცვლითი კურსის გაუფასურების შედეგად, საგარეო კონკურენტუნარიანობის გაუმჯობესებამაც შეუწყო ხელი.

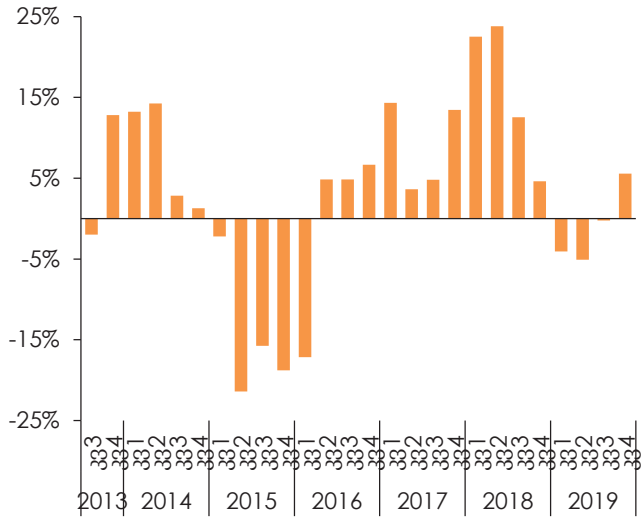
საგარეო მოთხოვნის ზრდას მოგზაურებიდან შემოსავლების მატებამაც ხელი შეუწყო. წინა კვარტალისგან განსხვავებით, 2019 წლის მეოთხე კვარტალში საერთაშორისო მოგზაურებიდან შემოსავლები წლიურად 5.4%-ით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 1.2.3). მოგზაურებიდან შემოსავლების უფრო მაღალი ზრდა რუსეთიდან და ირანიდან შემოსული ვიზიტორების კლებამ შეაფერხა. სხვა თანაბარ პირობებში, მოსალოდნელია, რომ შემდგომ პერიოდში მოგზაურებიდან შემოსავლები ზრდის მიმართულებით სვლას გააგრძელებს.

საერთაშორისო მოგზაურების სტრუქტურაში მომატებულია გრძელვადიანი ვიზიტები (განსაკუთრებით, ტურისტები). მეოთხე კვარტალში საერთაშორისო ვიზიტორების რაოდენობა წლიურად 3.9%-ით გაიზარდა და მათ უმეტესობას (62.5%) ტურისტები შეადგენდნენ. აღსანიშნავია, რომ ბოლო ორი წლის მანძილზე საერთაშორისო ვიზიტორების აქტიურობა გაიზარდა არა მარტო გართობა-დასვენების, არამედ ბიზნეს-პროფესიული საქმიანობის ვიზიტების თვალსაზრისით. ასევე მნიშვნელოვნადაა მომატებული ოჯახის წევრებისა და ნათესავების თანხლებით განმეორებითი ვიზიტები. როგორც მოსალოდნელი იყო, რუსეთის მიერ საჰაერო მიმოსვლის აკრძალვის გამო, რუს ვიზიტორთა რაოდენობა წლიურად შემცირებულია რაც, შესაბამისად, მიღებულ შემოსავლებზეც უარყოფითად აისახა. მეორე მხრივ, მომატებულია ვიზიტორების რაოდენობა ევროკავშირისა და რეგიონის სხვა ქვეყნებიდან.

2019 წლის ბოლოსკენ ფულადი გზავნილების ზრდის ტემპი დაჩქარდა. 2019 წლის მეოთხე კვარტალში საქართველოში გადმორიცხული ფულადი სახსრების მოცულობა წლიურად 13.0%-ით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 1.2.4), ძირითადად, ევროკავშირის ქვეყნებიდან (იტალია, საბერძნეთი), შუა აზიის ქვეყნებიდან (ყირგიზეთი, ყაზახეთი) და უკრაინიდან გადმორიცხვების მატების ხარჯზე. აღსანიშნავია, რომ 2018 წლის მეორე ნახევრიდან დაწყებული რუსეთიდან მიღებული ფულადი გზავნილების კლების ტენდენცია 2019 წლის მეოთხე კვარტალშიც გაგრძელდა, თუმცა შემცირებული ტემპებით. ხოლო, თურქეთიდან მიღებულმა ფულადმა გზავნილებმა, წინა პერიოდებისაგან განსხვავებით, ზრდა აჩვენა.

2019 წლის დასაწყისიდან საქონლის იმპორტი მცირდებოდა, თუმცა მეოთხე კვარტალში მისი წლიური ზრდა (5.6%-ით) დაფიქსირდა (იხ. დიაგრამა 1.2.5). იმპორტის ბოლოდროინდელი მატება, შესაძლოა, გამოწვეულია პირდაპირი

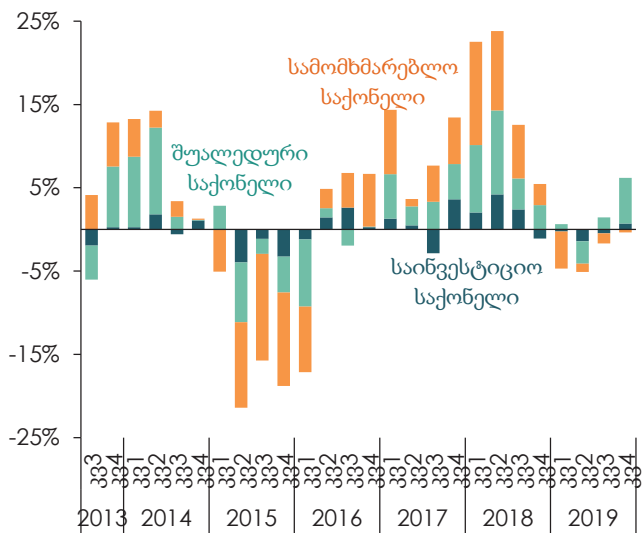
*2019 წლის დასაწყისი საქონლის იმპორტის შემცირებით გამოირჩეოდა, თუმცა მეოთხე კვარტალში წლიურად ზრდა დაფიქსირდა.*



დიაგრამა 1.2.5. საქონლის რეგისტრირებული იმპორტის წლიური ცვლილება

წყარო: საქსტატი

*2019 წლის მეოთხე კვარტალში შუალედური და საინვესტიციო საქონლის იმპორტი გაიზარდა, ხოლო სამომხმარებლო საქონლის იმპორტი იმავე დონეზე დარჩა.*



დიაგრამა 1.2.6. იმპორტის წლიური ცვლილება ცალკეული სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით

წყარო: საქსტატი

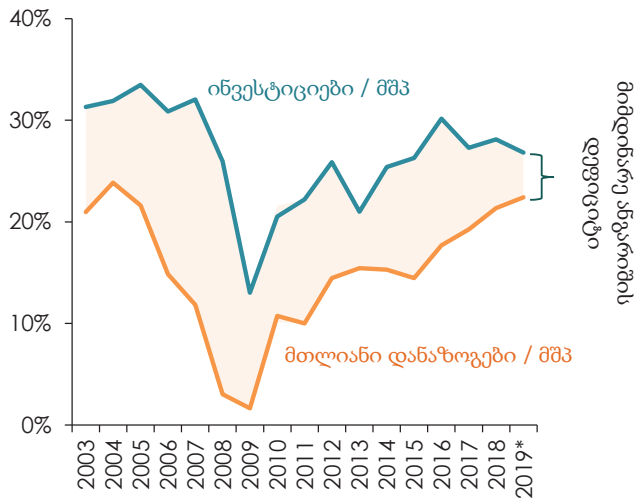
უცხოური ინვესტიციების შემოდინების ზრდითა და ასევე რეექსპორტისთვის განკუთვნილი საქონლის შექმნის გავლენით. რეგიონის ქვეყნებიდან იმპორტი უმეტესად გაზრდილია რუსეთიდან (ძირითადად ელექტროენერჯის იმპორტის გავლენით) და თურქეთიდან (10-ზე მეტი მგზავრისათვის განკუთვნილი ავტომობილების იმპორტის გავლენით), ხოლო დანარჩენი ქვეყნებიდან იმპორტის მატება გამოწვეულია რეექსპორტისთვის განკუთვნილი სპილენძის მადნებისა და კონცენტრატების შემოდინების გავლენით. საყურადღებოა, რომ იმპორტის კლება გაგრძელდა ცალკეული ქვეყნებიდან, როგორცაა თურქეთი (ძირითადად ნავთობპროდუქტების იმპორტის კლების გამო), აზერბაიჯანი (ნავთობპროდუქტებისა და ელექტროენერჯის კლების გამო), უკრაინა (სიგარეტის იმპორტის შემცირების გამო), ხოლო ევროკავშირიდან - საფრანგეთიდან (ჩასატვირთი მოწყობილობებისა და საფრენი აპარატების კლების გამო).

2019 წლის მეოთხე კვარტალში შუალედური საქონლისა და სამომხმარებლო საქონლის იმპორტმა მთლიანი იმპორტის დაახლოებით თანაბარი წილები, 44-44%, შეადგინა. აღსანიშნავია, რომ საქონლის იმპორტის მატება, ძირითადად, შუალედური საქონლის იმპორტის ზრდამ გამოიწვია (იხ. დიაგრამა 1.2.6). კერძოდ, გაზრდილია როგორც სპილენძის მადნებისა და კონცენტრატების, ასევე ნავთობპროდუქტების ცალკეული სახის (კოქსი, ბიტუმი) შესყიდვა. სამომხმარებლო საქონლის იმპორტის კლების უმეტესი ნაწილი ნავთობპროდუქტების იმპორტზე დანახარჯების შემცირების გამოა, რაც, თავის მხრივ, საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის ფასების შარშანდელთან შედარებით, დაბალ დონეს უკავშირდება. საინვესტიციო საქონლის მატება შესაძლოა პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ზრდამ განაპირობა. ნიშანდობლივია, რომ წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით იმპორტი უფრო ნაკლებად დივერსიფიცირებულია.

2019 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაუმჯობესება გაგრძელდა. მესამე კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი დადებითი იყო და 11.8 მლნ აშშ დოლარი (მშპ-ს 0.3%) შეადგინა. მიმდინარე ანგარიშის დადებითი სალდო 2018 წლის მესამე კვარტალის შემდეგ მეორედ დაფიქსირდა და მასთან შედარებით მცირედით გაუმჯობესდა. მთლიანობაში, 2019 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის მნიშვნელოვანი შემცირება არის მოსალოდნელი.

მიმდინარე ანგარიშის დაფინანსების ძირითადი წყარო კვლავ უცხოური პირდაპირი ინვესტიციებია, რომელთა მოცულობა 2019 წლის მესამე კვარტალში წლიურად 13.7%-ით გაიზარდა

დანაშოგებისა და ინვესტიციების ჭრილში, მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუმჯობესება დანაშოგების ზრდასა და ინვესტიციების შემცირებას უკავშირდება.



დიაგრამა 1.2.7. ინვესტიციები და დანაშოგები

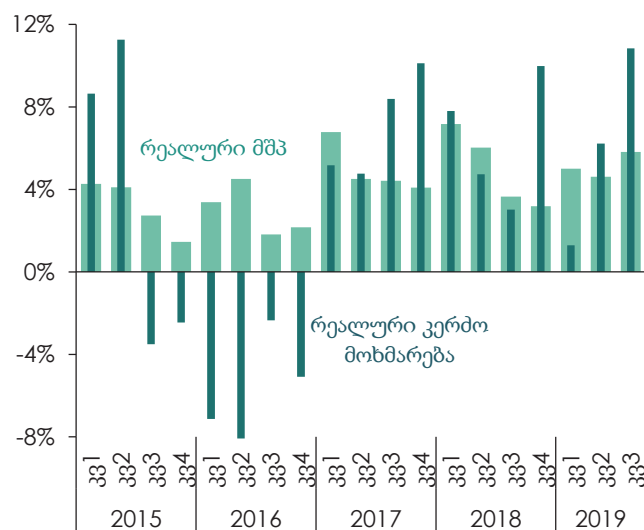
წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკის გაანგარიშებები

\* 2019 წლის მონაცემები მოიცავს 2018 წლის ბოლო ორი კვარტალისა და 2019 წლის პირველი ორი კვარტალის ჯამურ მონაცემს.

და 417 მლნ აშშ დოლარს გაუტოლდა. მესამე კვარტალში საფინანსო დარგში მიღებულმა ინვესტიციებმა გადაიჭარბა სხვა დარგებში შემცირებული ინვესტიციების მოცულობა.

დანაშოგებისა და ინვესტიციების ანალიზი აჩვენებს, რომ 2019 წლის მესამე კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუმჯობესება, ინვესტიციების შემცირებასთან ერთად, დანაშოგების ზრდამაც გამოიწვია. (იხ. დიაგრამა 1.2.7).

მესამე კვარტალის ეკონომიკურ ზრდას კერძო მოხმარება წარმართავდა.



დიაგრამა 1.3.1. მშპ-ს და კერძო მოხმარების რეალური ზრდა

წყარო: საქსტატი და საქართველოს ეროვნული ბანკის გაანგარიშებები

### 1.3 ადგილობრივი ეკონომიკის მიმოხილვა

#### 1.3.1 ერთობლივი მოთხოვნა

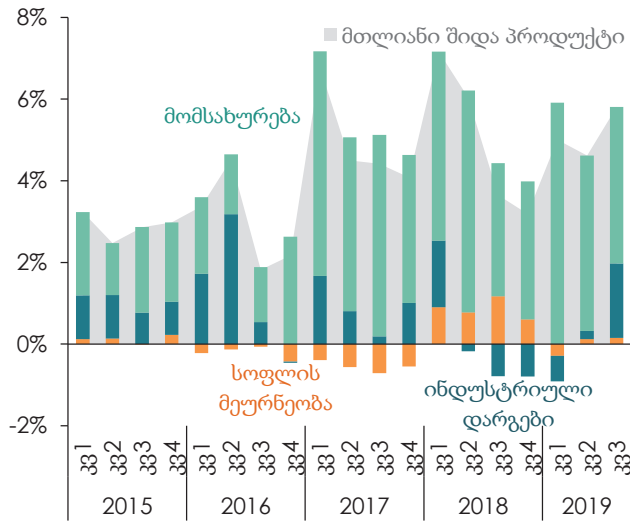
2019 წლის მესამე კვარტალში მთლიანი შიდა პროდუქტის რეალური ზრდამ 5.8% შეადგინა. მშპ-ს ზრდის მთავარი ფაქტორი მოხმარებაა, რაზეც კერძო მოხმარების 9.4%-იანი რეალური ზრდა<sup>11</sup> მიუთითებს. დაახლოებით ამდენითვე არის გაზრდილი სახელმწიფო სექტორის მოხმარებაც.

მშენებლობის სექტორის ძლიერი ზრდის ფონზე გაზრდილია მთლიანი კაპიტალის ფორმირება, ანუ ინვესტიციები.

<sup>11</sup> მოხმარების რეალური ზრდა დათვლილია საშუალო-წლიური ინფლაციის გათვალისწინებით.



**მესამე კვარტალის ზრდაში მნიშვნელოვანი წვლილი ვაჭრობამ და მშენებლობამ შეიტანა.**



დიაგრამა 1.3.2. ეკონომიკის ძირითადი მიმართულების წვლილები მშპ-ის ზრდაში.

წყარო: საქსტატი

**1.3.2 ბამოშვება**

2019 წლის მესამე კვარტალში მთლიანი შიდა პროდუქტი, წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით, 5.8%-ით გაიზარდა. ზრდაში უდიდესი წვლილი - 3.8 პპ - მომსახურებაზე მოდიოდა, ინდუსტრიული დარგების წვლილმა 1.8, ხოლო სოფლის მეურნეობის წვლილმა - 0.2 პპ შეადგინა.

მესამე კვარტალში ეკონომიკის უმსხვილესი დარგის, ვაჭრობის, 9.8 პროცენტის ზრდა აქტიურ ადგილობრივ მოთხოვნაზე მიუთითებს. ვაჭრობის წვლილმა მთლიან ზრდაში 1.2 პპ შეადგინა.

რუსეთიდან ავია მიმოსვლის აკრძალვამ ტურისტულ სექტორზე უარყოფითი გავლენა მოახდინა, თუმცა ეს დანაკლისი სხვა ქვეყნებიდან შემოსულ ვიზიტორთა მატების პარალელურად, ეტაპობრივად ნაზღაურდება. შედეგად, ტურისტულ საქმიანობასთან დაკავშირებული დარგები, არა იმდენად როგორც წინა პერიოდებში, თუმცა მაინც გაიზარდა. მატება დაფიქსირდა უძრავი ქონებით ოპერაციებშიც, სადაც არარეზიდენტების მონაწილეობა სავარაუდოდ, კვლავაც მნიშვნელოვანია.

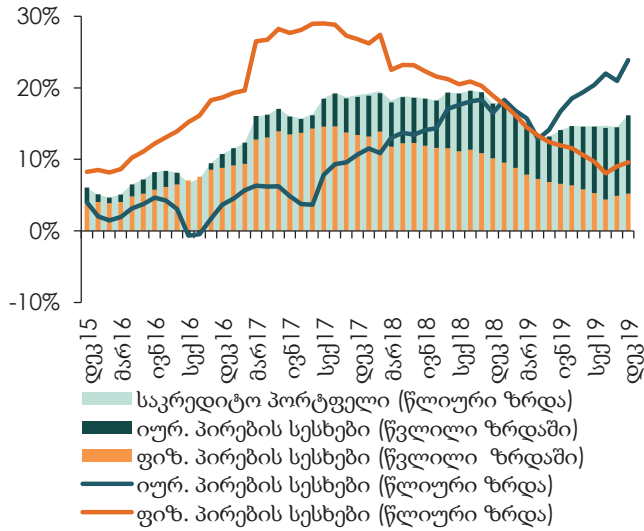
მესამე კვარტალში ეკონომიკური ზრდის ერთ-ერთი მთავარი მამოძრავებელი მშენებლობა იყო (ზრდა 17.1% და 1.3 პპ წვლილი მთლიან ზრდაში). მთავრობის მიერ დაფინანსებული ინფრასტრუქტურული პროექტები მნიშვნელოვნად იყო გააქტიურებული. თუმცა შეიძლება ვივარაუდოთ, რომ ზრდა სამოქალაქო მშენებლობებსაც შეეხო.

მესამე კვარტალში, 2.1%-ით გაიზარდა სოფლის მეურნეობის გამოშვება.

## 1.4 ფინანსური ბარემო და ტენდენციები

### 1.4.1 სესხები

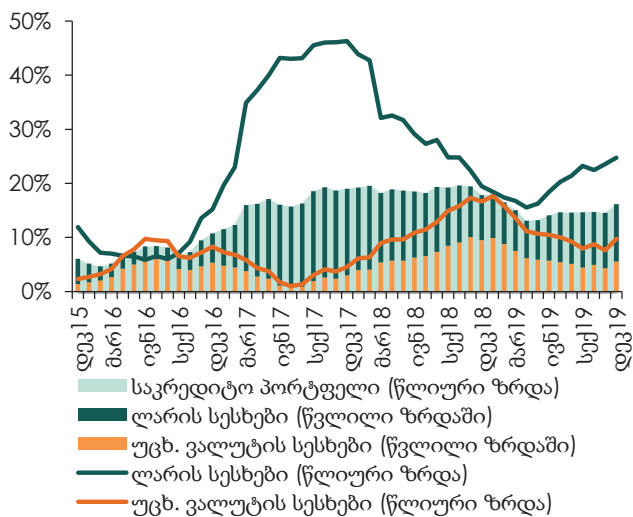
დეკემბერში საკრედიტო პორტფელის წლიური ზრდა მცირედით გაიზარდა და, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით, 16.2% შეადგინა.



დიაგრამა 1.4.1. ფიზიკურ და იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხები (გაცვლითი კურსის ეფექტის გარეშე)

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

საკრედიტო პორტფელის ზრდა, მნიშვნელოვანწილად, კვლავ ეროვნული ვალუტით გაცემული სესხების ზრდით იყო განპირობებული.



დიაგრამა 1.4.2. ლარის და უცხოური ვალუტის სესხები (გაცვლითი კურსის ეფექტის გარეშე)

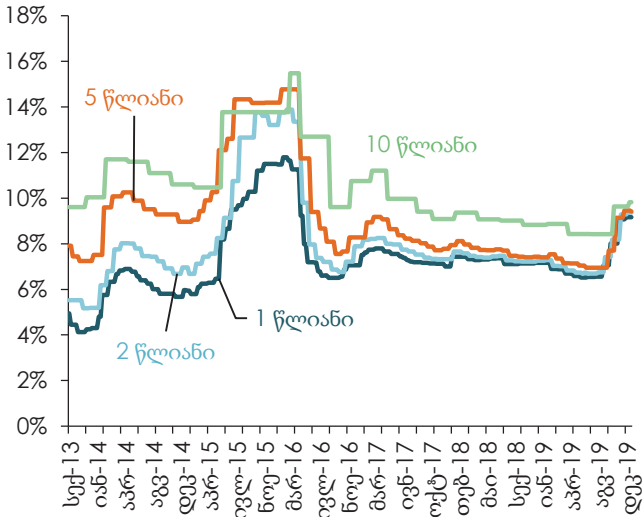
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

დეკემბერში, სექტემბერთან შედარებით, საკრედიტო პორტფელის წლიური ზრდა მცირედით გაიზარდა გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით, 16.2% შეადგინა. აღნიშნულ პერიოდში ფიზიკურ პირებზე გაცემული სესხების ზრდა მცირედით შემცირდა და 9.6% შეადგინა, იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხების ზრდა კი 3.5 პპ-ით 23.9%-მდე გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 1.4.1). ბიზნესსესხების ზრდა სექტორულ ჯრილში დიდწილად ვაჭრობის, მშენებლობის და გამამუშავებელი სექტორების დაკრედიტებამ განაპირობა, ხოლო ტრანსპორტის, სოფლის მეურნეობისა და ენერჯეტიკის სექტორების დაკრედიტება მნიშვნელოვნად არ შეცვლილა. საკრედიტო პირობების კვლევის მიხედვით, მომდევნო კვარტალში საბანკო სექტორის წარმომადგენლები საცალო სესხებზე მოთხოვნის მცირედით ზრდას, ხოლო ბიზნესსესხებზე კი მოთხოვნის მცირედით შემცირებას ელოდებიან.

ვალუტების ჯრილში საგულისხმოა, რომ 2019 წლის მეოთხე კვარტალში საკრედიტო პორტფელის ზრდა, მნიშვნელოვანწილად, კვლავ ეროვნული ვალუტით გაცემული სესხების ზრდით იყო განპირობებული (იხ. დიაგრამა 1.4.2). დეკემბერში უცხოური ვალუტით დენომინირებული პორტფელის წლიურმა ზრდამ 1.8 პპ-ით მოიმატა და 9.7% შეადგინა, ხოლო ლარის პორტფელის ზრდამ 24.7% იყო. მეოთხე კვარტალში სესხების ლარიზაციის მაჩვენებელი გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით მცირედით შემცირდა და 44.6% შეადგინა. მცირე შეფერხების შემდეგ, მოსალოდნელია, რომ ლარიზაციის ზრდის პროცესი მომავალში კვლავ გაგრძელდება. ლარიზაციის ზრდა ფინანსური სტაბილურობის რისკების შემცირების მიმართულებით გადადგმული ნაბიჯია.

1.4.2 საპროცენტო განაკვეთები და საპროცენტო პირობები

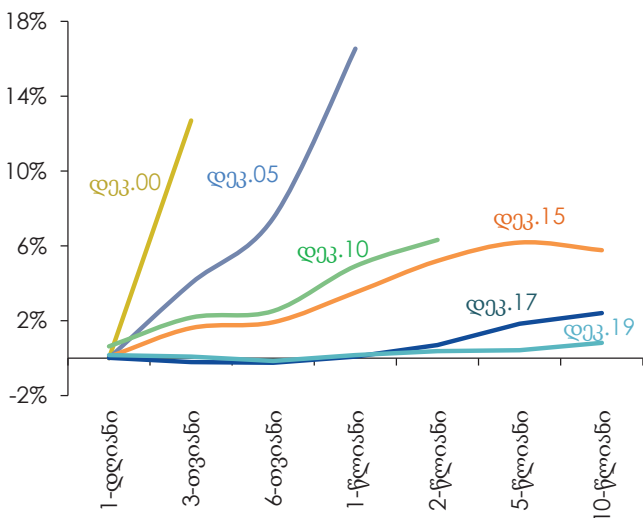
მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრების პარალელურად, 2019 წლის მეოთხე კვარტალში განაკვეთები სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე გაიზარდა.



დიაგრამა 1.4.3. საპროცენტო განაკვეთები სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

გრძელვადიან და მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა, წინა პერიოდთან შედარებით, მნიშვნელოვნად არ შეცვლილა.



დიაგრამა 1.4.4. სპრედი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთსა და სარგებლიანობის მრუდს შორის

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

დეკემბერში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთმა 9% შეადგინა. 2019 წლის მეოთხე კვარტალში განაკვეთები სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე გაიზარდა, რაც გარკვეულწილად მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ზრდით იყო გამოწვეული (იხ. დიაგრამა 1.4.3).

წინა კვარტალთან შედარებით, გრძელვადიან და მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა მნიშვნელოვნად არ შეცვლილა. აღნიშნული მაჩვენებელი კვლავ დაბალ დონეზე ნარჩუნდება, რაც, მეტწილად, მონეტარულ ინსტრუმენტების მიმართ ნდობისა და პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზირებადობის გაუმჯობესებას უკავშირდება.

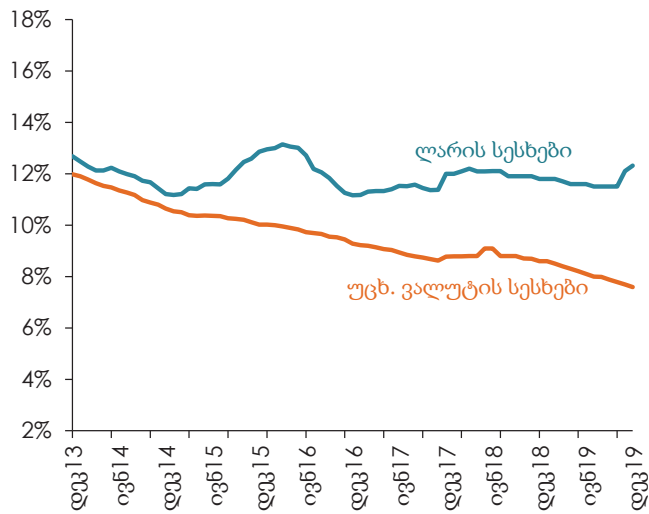
დეკემბერში, სექტემბერთან შედარებით, საპროცენტო განაკვეთი ეროვნული ვალუტით განთავსებულ დეპოზიტებზე 0.6 პპ-ით გაიზარდა 8.4%-მდე, ხოლო უცხოური ვალუტით განთავსებულ დეპოზიტებზე მნიშვნელოვნად არ შეცვლილა და 2.8% შეადგინა. საკრედიტო პირობების კვლევის მიხედვით, მომდევნო კვარტალში, საბანკო სექტორის წარმომადგენლები ფინანსური რესურსის ხარჯის მცირედით ზრდას მოელოიან.

ამავე კვლევის მიხედვით, საპროცენტო პირობები ლარის იპოთეკურ სესხებზე გამკაცრდა, ხოლო საპროცენტო პირობები უცხოური ვალუტით გაცემულ იპოთეკურ სესხებზე მცირედით შერბილდა. რაც შეეხება იურიდიული პირების დაკრედიტებას, საბანკო სექტორის წარმომადგენლები მომდევნო კვარტალში საპროცენტო პირობების მცირედით გამკაცრებას მოელოიან. აღსანიშნავია, რომ დეკემბერში, სექტემბერთან შედარებით, განაკვეთები კორპორატიული სესხების ნაკადებზე მნიშვნელოვნად არ შეცვლილა. მცირე და საშუალო ბიზნესსესხებზე საპროცენტო განაკვეთი 1.5 პპ-ით შემცირდა 8.5%-მდე, ხოლო საცალო სესხებზე 0.8 პპ-ით 14.9%-მდე.

დეკემბერში, სექტემბერთან შედარებით, საშუალო საპროცენტო განაკვეთი იურიდიულ პირებზე ადგილობრივი ვალუტით გაცემულ სესხებზე 0.8 პპ-ით გაიზარდა, ხოლო უცხოური ვალუტით გაცემული სესხებისთვის მცირედით შემცირდა (იხ. დიაგრამა 1.4.5). საკრედიტო პირობების გამოკითხვის მიხედვით, საბანკო სექტორის წარმომადგენლები, უცხოური ვალუტის სესხებზე საპროცენტო განაკვეთის მნიშვნელოვან ცვლილებას არ მოელოიან.



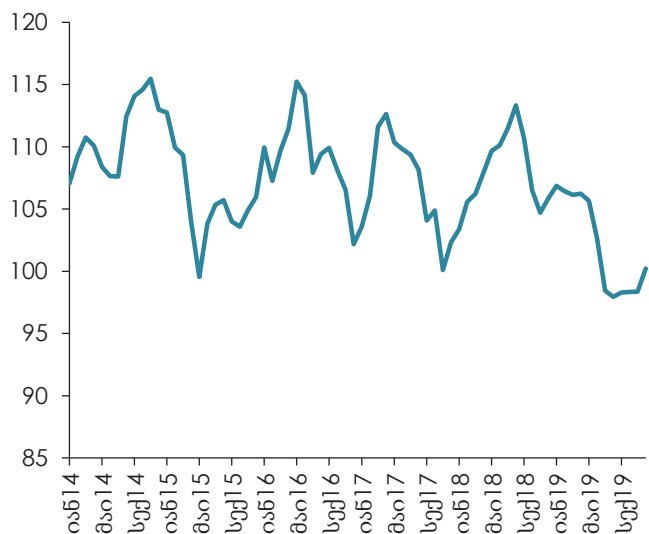
*დეკემბერში, სექტემბერთან შედარებით, საშუალო საპროცენტო განაკვეთი იურიდიულ ადგილობრივი ვალუტით გაცემულ სესხებზე 0.8 პპ-ით გაიზარდა.*



დიაგრამა 1.4.5. იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხების ნაშთზე საშუალო საპროცენტო განაკვეთები

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

*რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი გაუფასურებულ ნიშნულზე ნარჩუნდება (წლიური გაუფასურება 6.3%).*



დიაგრამა 1.4.6. რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (ინდექსი იან. 2008 = 100)

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

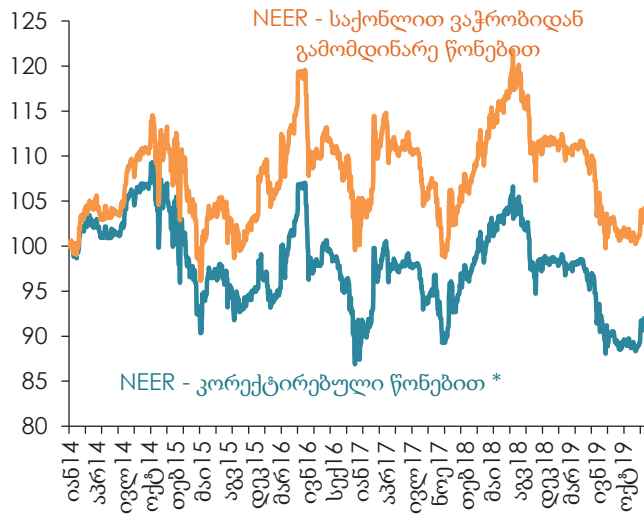
### 1.4.3 ბაზვლითი კურსი

2019 წლის მეოთხე კვარტალში ლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი წინა კვარტალთან შედარებით აშშ დოლარის მიმართ 0.9%-ით, ხოლო ევროსთან 0.4%-ით გაუფასურდა. ლარი თურქულ ლირასთან 1.1%-ით გამყარდა, ხოლო რუსულ რუბლთან 2.3%-ით გაუფასურდა. ამავე პერიოდში ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი კვარტალურად 0.8%-ით, ხოლო წლიურად კი 9.0%-ით გაუფასურდა.

რაც შეეხება ფასების დონის დიფერენციალით დაკორექტირებულ გაცვლით კურსს, 2019 წლის მეოთხე კვარტალში რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი კვარტალურად 0.8%-ით გამყარდა, ხოლო წლიურად კი 6.3%-ით გაუფასურდა (იხ. დიაგრამა 1.4.6). აღსანიშნავია, რომ რეალური გაცვლითი კურსის გაუფასურება ფიქსირდება ყველა ძირითად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყანასთან მიმართებაში (იხ. ცხრილი 1.4.1).

სასაქონლო ჯგუფების მიხედვით შესწორებული წონებისა და მომსახურების გათვალისწინებით, ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი იმავე სურათს აჩვენებს, რასაც ოფიციალური. კერძოდ, ამგვარად შესწორებული ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი მეოთხე კვარტალში წინა კვარტალთან შედარებით 0.8%-ით, ხოლო წლიურად 9.1%-ით, გაუფასურდა (იხ. დიაგრამა 1.4.7). აქედან გამომდინარე, წინა წელს ლარის დოლართან მიმართებით გაუფასურება უკავშირდებოდა არა დოლარის გლობალურად გამყარებას, არამედ ლარის გაუფასურებას სავაჭრო პარტნიორების ვალუტებთან მიმართებით.

წინა კვარტალთან და წინა წელთან შედარებით, როგორც ოფიციალური, ასევე კორექტირებული\* ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი გაუფასურდა.



დიაგრამა 1.4.7. ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (ინდექსი 31 დეკ. 2013 = 100)

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

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

შესუსტებული კურსის ფონზე, ექსპორტის მნიშვნელოვანი ზრდა კვლავ ხელს უწყობდა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირებას. აგრეთვე, უნდა აღინიშნოს, რომ გაცვლით კურსზე ბოლო პერიოდში ტურისტული შემოსავლებისა და წინა კვარტალში უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების კვლავ გაუმჯობესება დადებითად მოქმედებს. გაცვლით კურსზე გამყარების მიმართულებით მოქმედი მნიშვნელოვანი ფაქტორი გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკაც არის.

რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურება გამომწვეულია ყველა ძირითად სავაჭრო პარტნიორთან რეალური გაუფასურებით.

	ნომინალური გაცვლითი კურსის ცვლილება, %	რეალური გაცვლითი კურსის ცვლილება, %	წვლილი რეალურ ეფექტურ გაცვლით კურსში
<b>ეფექტური გაცვლითი კურსი*</b>	<b>-9.0</b>	<b>-6.3</b>	<b>-6.3</b>
ევროზონა	-6.4	-0.8	-0.2
თურქეთი	-4.6	-7.4	-1.3
უკრაინა	-21.2	-19.8	-1.4
სომხეთი	-10.7	-5.2	-0.3
აშშ	-9.2	-4.8	-0.3
რუსეთი	-13.1	-10.1	-1.4
აზერბაიჯანი	-9.0	-5.1	-0.6
დანარჩენი	-7.1	-4.2	-0.9

ცხრილი 1.4.1. ეფექტური გაცვლითი კურსების წლიური ცვლილება, 2019 წლის IV კვარტალი

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

\* ზრდა აღნიშნავს ლარის გამყარებას.

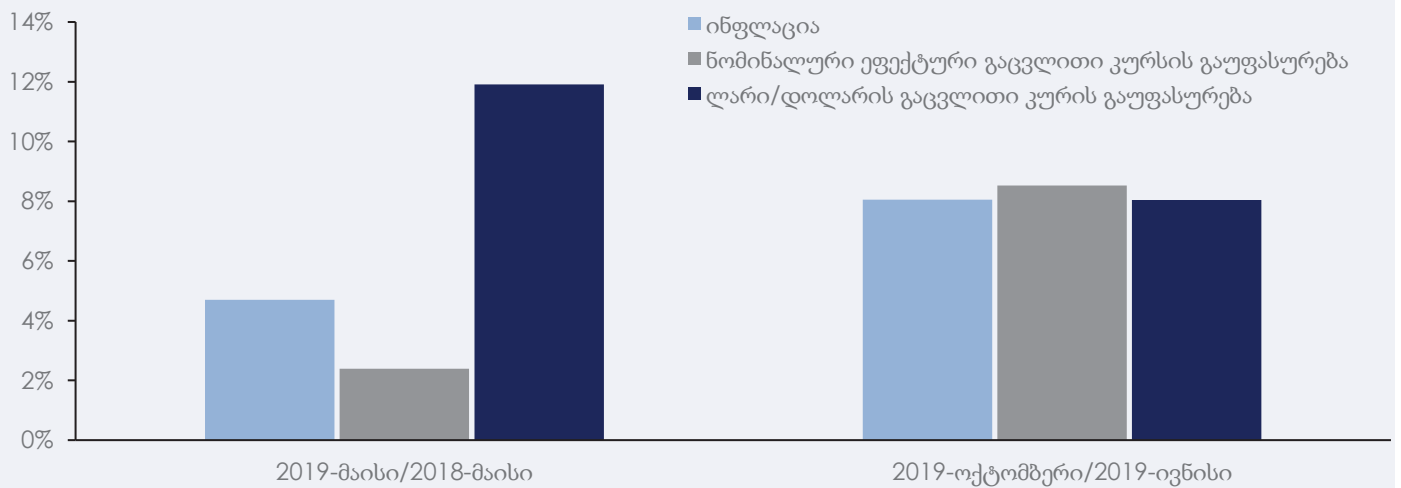
## ჩანართი 1. ინფლაციასა და გაცვლით კურსს შორის კავშირი (2018 და 2019 წლების მაგალითები)

2019 წლის ბოლოს წლიური ინფლაციის მაჩვენებელმა 7.0%-ს მიაღწია. ეროვნული ბანკის განცხადებების მიხედვით, მიუხედავად იმისა, რომ მნიშვნელოვანი იყო თამბაქოს ნაწარმზე აქციზური გადასახადის ზრდის ეფექტიც, ბოლო პერიოდის ინფლაცია ძირითადად მაინც გაცვლითი კურსის გაუფასურების შედეგია. კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემა მოხდა როგორც იმპორტირებული საქონლის ფასების, ასევე დოლარიზებული სესხების გავლით. რამდენადაც ერთობლივი მოთხოვნა ბოლო პერიოდში გაუმჯობესდა, იგი ვეღარ აბალანსებს ინფლაციაზე ზრდის მიმართულებით მოქმედ ფაქტორებს. შედეგად, ეროვნული ბანკის გადაწყვეტილებები ბოლო პერიოდში მიმართულია მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებისაკენ, რათა ინფლაცია საშუალოვადიან პერიოდში დაუბრუნოს 3%-იან მიზნობრივ მაჩვენებელს.

ლარი/აშშ დოლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურება შეინიშნებოდა 2018 წელსაც, თუმცა ამ პერიოდში ინფლაციის ცვლილება და, შესაბამისად, ეროვნული ბანკის რეაგირება ნაკლებად მოხდა. ამდენად, ჩნდება კითხვა, თუ რა არის ის მესამე ფაქტორი, რამაც კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემა შეაკავა 2018-ში, მაგრამ ანალოგიური პროცესი არ მოხდა 2019-ში. ამ კითხვაზე ერთ-ერთი პასუხი არის ლარის ეფექტური გაცვლითი კურსი, რომელიც ზომავს ლარის კურსის დინამიკას სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებთან მიმართებით. როდესაც გაცვლითი კურსი დიდწილად უცვლელია რომელიმე სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნის ვალუტის მიმართ, დიდია ალბათობა, რომ უცვლელი იქნება, მაგალითად, ამ ქვეყნიდან შემოტანილი იმპორტული საქონლის ფასებიც.

ამდენად, გვაქვს ორი ძირითადი არხი, რომლის გავლითაც გაცვლითი კურსი ახდენს გავლენას ინფლაციაზე: იმპორტული საქონლის ფასები და დოლარიზებული სესხების მომსახურების ტვირთი. აქედან პირველი დამოკიდებულია ლარის ეფექტურ გაცვლით კურსზე, ხოლო მეორე ლარი/აშშ დოლარის გაცვლით კურსზე. შედეგად, როდესაც ლარი უფასურდება ყველა ვალუტასთან, მაშინ ინფლაცია იზრდება ამ ორივე მიზეზის გამო. ხოლო როდესაც ლარი უფასურდება მხოლოდ აშშ დოლართან, მაშინ ინფლაციის ზრდა უფრო ნაკლებია, რადგანაც კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემის პირველ ეფექტს აღარ აქვს ადგილი.

თვალსაჩინოებისათვის შეგვიძლია გამოვყოთ ლარი/დოლარის მიმართ გაუფასურების ორი ეპიზოდი: (1) 2018 წლის მაისიდან 2019 წლის მაისამდე, როდესაც ლარის გაუფასურებამ 11.9% შეადგინა და (2) 2019 წლის ივნისიდან 2019 წლის ოქტომბრის ჩათვლით, როდესაც ლარი დამატებით 8.0%-ით გაუფასურდა. ამავდროულად, ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურება 2.4% იყო პირველ პერიოდში, მაშინ როდესაც მისი დამატებითი გაუფასურება 2019 წლის ივნისიდან ოქტომბრის ჩათვლით იყო 8.5%. ამ მონაცემებს აჯამებს დიაგრამა 1.4.8.



დიაგრამა 1.4.8. ინფლაცია, ლარი/დოლარისა და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსების გაუფასურება 2019 წლის მაისი 2018 წლის მაისთან და 2019 წლის ოქტომბერი 2019 წლის ივნისთან მიმართებით

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

როგორც დიაგრამიდან ჩანს, მიუხედავად იმისა, რომ პირველ ეპიზოდში ლარი/აშშ დოლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურება უფრო დიდი იყო 2019 წლის ივნისის შემდგომ ეპიზოდთან შედარებით, ინფლაციაზე გადაცემა უფრო გაძლიერდა გაუფასურების მეორე ეპიზოდში. ეს შესაძლოა უკავშირდებოდეს შემდეგ ფაქტორებს:

- პირველი, ლარი/აშშ დოლარის გაუფასურების პირველ ეპიზოდში, რეალური და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსების გაუფასურება შედარებით მცირე იყო და, შესაბამისად, მცირე იყო



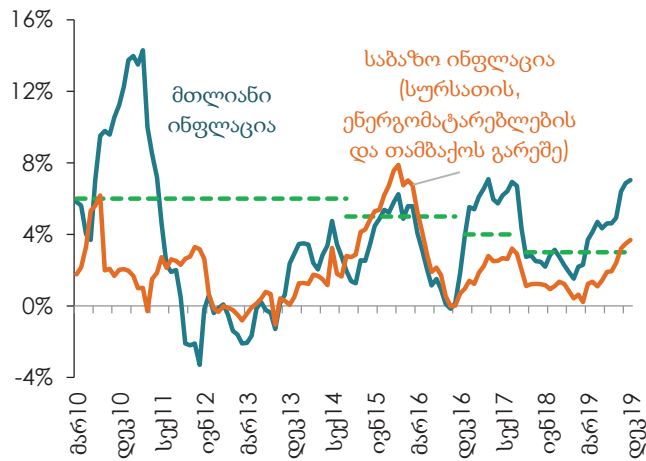
ინფლაციაზე გადაცემაც: ამ პერიოდში ლარის აშშ დოლართან მიმართ გაუფასურებას თან ახლდა ასევე სავაჭრო პარტნიორთა ვალუტების გაუფასურებაც (მაგ. თურქეთი). ამის საპირისპიროდ, გაუფასურების მეორე ეპიზოდი, ძირითადად, უკავშირდებოდა იდიოსინკრატულ ფაქტორებს (ამ შემთხვევაში, მხოლოდ ჩვენს ეკონომიკაში მიმდინარე ვითარებას), რამაც გამოიწვია ლარის ყველა ვალუტასთან მიმართებით გაუფასურება და ინფლაციაზეც უფრო სწრაფად და მეტად აისახა.

- ასევე, გაუფასურების ინფლაციაზე სწრაფი გადაცემა შესაძლოა უკავშირდებოდეს გაცვლითი კურსის გადაცემის არხის არანაწიფი ხასიათს: რაც უფრო მეტად არის გაუფასურებული გაცვლითი კურსი წონასწორულთან შედარებით, ინფლაციის მით უფრო დიდი და სწრაფი ცვლილებაა საჭირო წონასწორობის აღსადგენად.

- როგორც ზემოთ აღინიშნა, ბოლო პერიოდში ინფლაციაზე გაცვლითი კურსის გაუფასურებიდან მომდინარე ზენოლას ველარ აბალანსებს სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა - დადებითი გამოშვების გაპის შემთხვევაში (როგორც ეს, განახლებული შეფასებით, 2019 წლის ბოლოს მივიღეთ) ძლიერდება გაცვლითი კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემა.

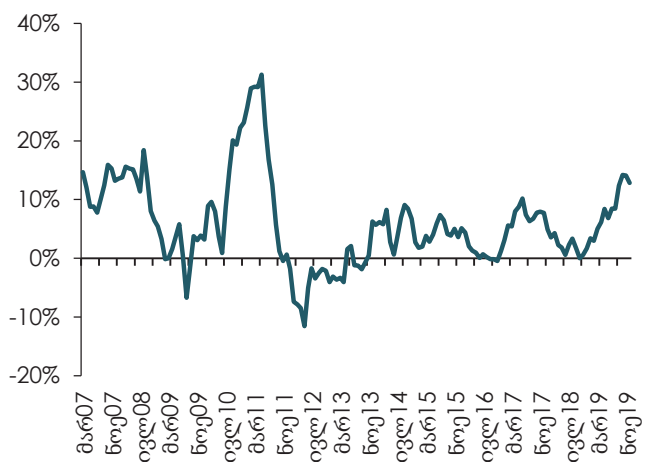
### 1.5 სამომხმარებლო ფასები

*საბაზო ინფლაცია დეკემბერში მთლიან ინფლაციაზე მნიშვნელოვნად ნაკლები იყო, რაც მომავალში მთლიანი ინფლაციის მაჩვენებლის შემცირების სიგნალს იძლევა.*



დიაგრამა 1.5.1. მთლიანი და საბაზო ინფლაცია  
წყარო: საქსტატი

*სურსათის ფასები მაღალი მერყეობით ხასიათდება და სამომხმარებლო კალათაში მაღალი წონის (27%) გამო, მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს ინფლაციის მაჩვენებელზე.*



დიაგრამა 1.5.2. სურსათის ინფლაცია  
წყარო: საქსტატი

2019 წლის დასაწყისიდან ინფლაციას ზრდის ტენდენცია ჰქონდა. მარტიდან ინფლაციამ მიზნობრივ მაჩვენებელს გადააჭარბა და ყველაზე მაღალ, 7%-იან, ნიშნულს წლის ბოლოს მიაღწია. წლის დასაწყისში ინფლაციის ზრდა ძირითადად აქციზის გადასახადის მატების გამო სიგარეტის/თამბაქოს ნაწარმის გაძვირებამ გამოიწვია. წლის მეორე ნახევარში კი ფასებზე ზენოლა ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურებიდან წამოვიდა. მთლიანობაში, ინფლაციის მატებაში ყველაზე მნიშვნელოვანი წვლილი სურსათსა და სიგარეტზე მოდის.

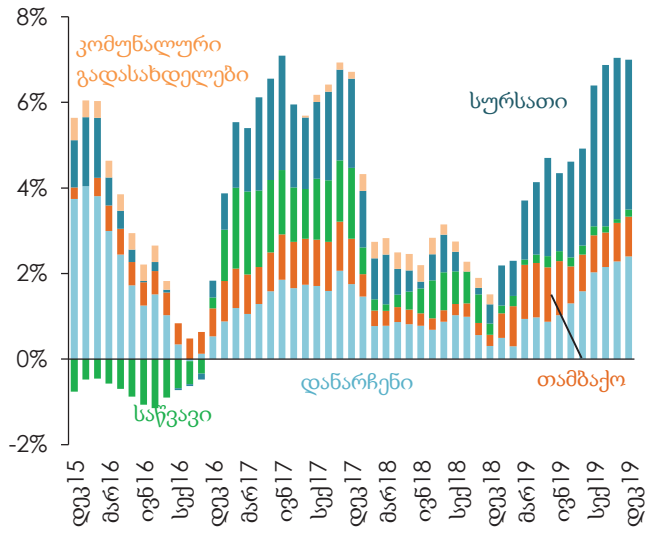
საბაზო ინფლაცია, რომელიც სამომხმარებლო კალათიდან გამორიცხავს მაღალი მერყეობით გამორჩეულ სურსათის, ენერგომატარებლების და თამბაქოს ფასებს, დეკემბერში მთლიან ინფლაციაზე მნიშვნელოვნად ნაკლები იყო და 3.7%-ს შეადგენდა. საბაზო ინფლაციაზე დაკვირვება მნიშვნელოვანია ფასების დონის გრძელვადიანი ტრენდის შეფასებისთვის.

სურსათის ფასები, სეზონურობის, მოსავლიანობის და სხვადასხვა ფაქტორის ზეგავლენით, მაღალი მერყეობით ხასიათდება, რაც, სამომხმარებლო კალათაში მაღალი წონის (27.3%) გამო, მთლიანი ინფლაციის მაჩვენებელზე მნიშვნელოვნად მოქმედებს.

2018 წლისგან განსხვავებით, 2019 წელს სურსათის ინფლაცია მაღალი იყო. დეკემბრის 7%-იანი ინფლაციიდან სურსათის წვლილი 3.5 პპ-ია. აქედან მნიშვნელოვანი წილი ყველის, ხორცის, ვაშლის და კარტოფილის გაძვირებაზე მოდის.

აქციზის განაკვეთის მატების გამო, წლის დასაწყისიდან მნიშვნელოვნად არის გაძვირებული სიგარეტი. მისი წვლილი დეკემბრის წლიურ ინფლაციაში 0.9 პპ-ს შეადგენდა.

**ინფლაციის მატება მეტწილად სურსათს და სიგარეტს უკავშირდება.**



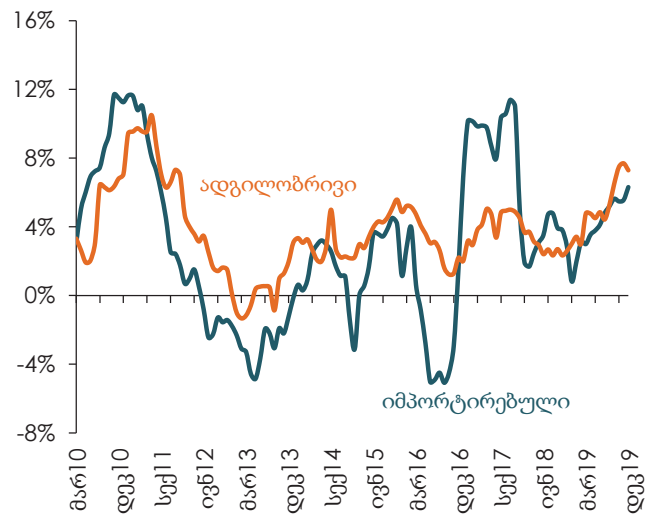
დიაგრამა 1.5.3. სხვადასხვა პროდუქტის წვლილი მთლიან ინფლაციაში

წყარო: საქსტატი

სურსათის გაძვირება ადგილობრივი საქონლის ფასების მატებაში გამოიხატა. იმპორტირებულ საქონელზე ფასების მატება სიგარეტის გაძვირების გარდა, ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურებას უკავშირდება.

სურსათის გაძვირება ადგილობრივი საქონლის ფასების მატებაში გამოიხატა. იმპორტირებულ საქონელზე ფასების მატება, სიგარეტის გაძვირების გარდა, ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურებასაც უკავშირდება.

დეკემბერში წლიურმა ინფლაციამ იმპორტირებულ და ადგილობრივად წარმოებულ საქონელზე, შესაბამისად, 6.3 და 7.3% შეადგინა. 6.9%-ით მოიმატა ფასებმა შერეულ საქონელზე (დიაგრამა 3.4).



დიაგრამა 1.5.4. ინფლაცია იმპორტირებულ და ადგილობრივ საქონელზე

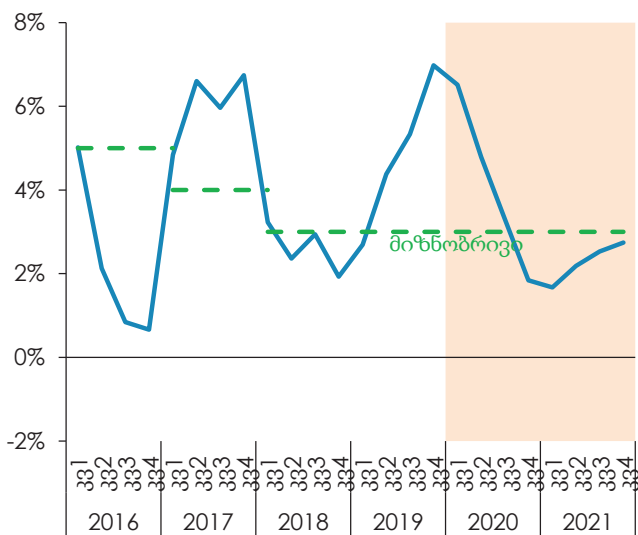
წყარო: საქსტატი

## 2 მაკროეკონომიკური პროგნოზი

2019 წელი მაღალი ინფლაციითა და, იმავდროულად, მაღალი ეკონომიკური აქტივობით ხასიათდებოდა. მიმდინარე პროგნოზით, ინფლაცია წლის პირველ ნახევარში თანდათანობით შემცირდება და წლის მეორე ნახევარში მიზნობრივ, 3%-იან, მაჩვენებელს დაუახლოვდება. გასათვალისწინებელია, რომ მიმდინარე შეფასებით, 2019 წლის ბოლოს მშპ-ს პოტენციური დონიდან ჩამორჩენა აღმოიფხვრა. ამავედროულად, შიდა მოთხოვნის გააქტიურების შედეგად 2020 წელს ეკონომიკური ზრდა 5% იქნება. ამ ფაქტორების ფონზე, წინა პროგნოზთან შედარებით ინფლაციის პროგნოზი მცირედით ზრდის მიმართულებით გადაიხედა. შედეგად, მოსალოდნელია, რომ მონეტარული პოლიტიკა უფრო მეტად გამკაცრებულ პოზიციაზე შენარჩუნდება და შემდგომ, ეტაპობრივად დაიწყებს ნორმალიზაციას, ინფლაციური მოლოდინების შემცირების პარალელურად. რამდენადაც მოთხოვნის მოსალოდნელზე მაღალი ზრდა რისკის შემცველი გახდა, ალტერნატიული საპროგნოზო სცენარი სწორედ ამ რისკის რეალიზების შემთხვევას განიხილავს. ამ სცენარის მიხედვით, დაკრედიტების მაღალი ზრდის ტემპისა და ძლიერი ფისკალური სტიმულის შემთხვევაში, რეალური მშპ-ის ზრდა საბაზოსთან შედარებით მაღალი იქნება, რაც ინფლაციას ზრდის. ამ შემთხვევაში მონეტარული პოლიტიკის პასუხი განაკვეთის ზრდა იქნება (საბაზო სცენართან შედარებით 1 პპ-ით მეტი), რაც უზრუნველყოფს ინფლაციის დაბრუნებას სამიზნე მაჩვენებელზე საშუალოვადიან პერიოდში.

### 2.1 საბაზო მაკროეკონომიკური პროგნოზი

2020 წელს ინფლაცია შემცირებას დაიწყებს და საშუალოვადიან პერიოდში დაუბრუნდება მიზნობრივ მაჩვენებელს.



დიაგრამა 2.1.1. მთლიანი წლიური ინფლაცია  
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

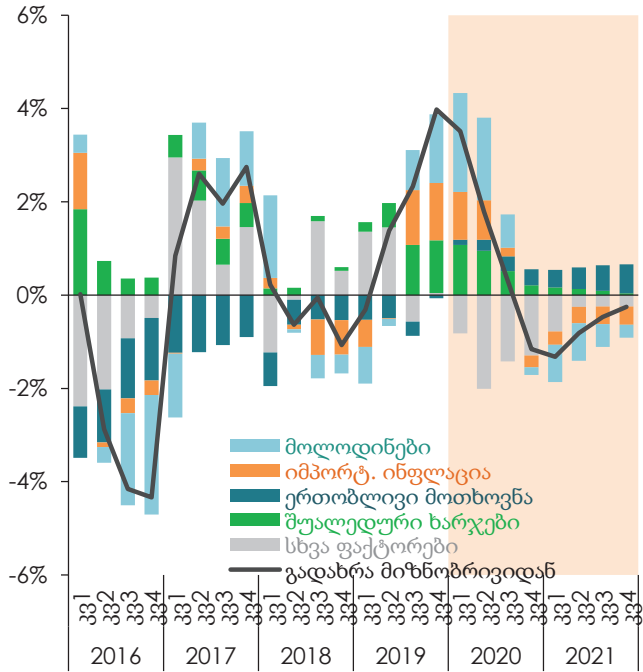
მთლიანი ინფლაცია 2019 წლის განმავლობაში მზარდი დინამიკით ხასიათდებოდა (იხ. დიაგრამა 2.1.1). წლის პირველ ნახევარში სამომხმარებლო ფასებზე, ძირითადად, ერთჯერადი ფაქტორები ახდენდა ზეწოლას, ხოლო მეორე ნახევრიდან კი დამატებით გამოიკვეთა გაცვლითი კურსის გაუფასურების ეფექტი (იხ. დიაგრამა 2.1.2). საბოლოოდ, მე-4 კვარტალში ინფლაციამ პროგნოზირებულზე ოდნავ მეტი - 7.0% შეადგინა. თუკი ზემოაღნიშნულ ფაქტორებს, წინა შეფასებებით, დიდწილად ანეიტრალეზდა სუსტი ერთობლივი მოთხოვნა, განახლებულ მონაცემებზე<sup>12</sup> დაყრდნობით განხორციელებული ანალიზი აჩვენებს, რომ მოთხოვნის უარყოფითი წვლილი შედარებით მცირე იყო ბოლო პერიოდებში.

აღსანიშნავია, რომ, მიმდინარე შეფასებით, 2019 წლის ბოლოს პოტენციური დონიდან მშპ-ის ჩამორჩენა სრულად აღმოიფხვრა (პირველად 2008-2009 წლების კრიზისის შემდგომ) და შესაბამისად, არსებული პროგნოზის მიხედვით, გააქტიურდება ინფლაციაზე მოთხოვნიდან მოქმედი ზეწოლის ფაქტორი (იხ. დიაგრამა 2.1.2).

<sup>12</sup> იგულისხმება საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მიერ ეროვნულ ანგარიშების ახალი მეთოდოლოგიით აღრიცხვა. დეტალურად იხილეთ <https://www.geostat.ge/ka/single-news/1708/sakstatma-erovnul-angarishta-sistemis-akhali-metodologia-sna-2008-danerga>

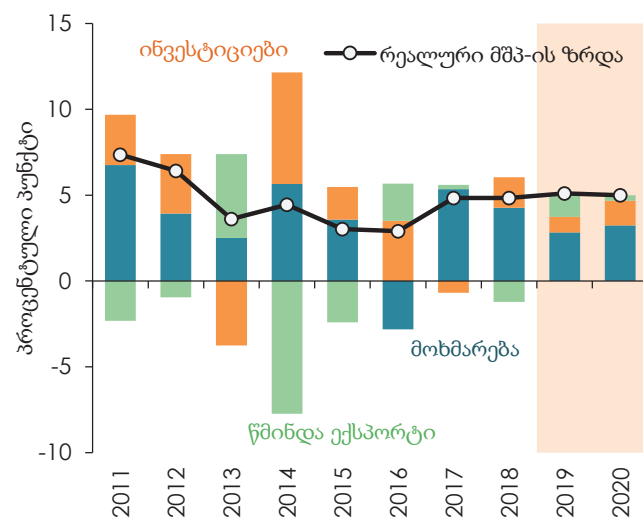


საპროგნოზო პერიოდში ერთობლივი მოთხოვნა აღმავალი მიმართულებით მოახდენს ინფლაციაზე ზეწოლას. ასევე, მოკლევადიან პერიოდში შენარჩუნდება, თუმცა ეტაპობრივად დაიკლებს, გაცვლითი კურსის წინა პერიოდების გაუფასურებით გამოწვეული წნეხი.



დიაგრამა 2.1.2. წლიური ინფლაციის მისი მიზნობრივი ნიშნულიდან გადახრის დეკომპოზიცია  
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

მიმდინარე პროგნოზით, 2020 წელს რეალური მშპ-ით გაიზრდება. ზრდაში მალალი იქნება მოხმარების წვლილი.



დიაგრამა 2.1.3. კომპონენტების წვლილი რეალური მშპ-ის ზრდაში  
წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

შედეგად, ინფლაცია ოდნავ მაღალი იქნება წინა პროგნოზთან შედარებით, თუმცა, წინა პერიოდებში გაცვლითი კურსის გაუფასურების შედეგად გაზრდილი იმპორტირებული ინფლაციისა და შუალედური ხარჯების კლების კვალდაკვალ, 2020 წელს ინფლაცია შემცირებას დაიწყებს, დროებით ჩამოცდება მიზნობრივ მაჩვენებელს და მას, საშუალოვადიან პერიოდში, ქვემოდან დაუახლოვდება. ერთობლივი მოთხოვნის გააქტიურების ფონზე, გაცვლითი კურსის გამყარებას მეტი მნიშვნელობა მიენიჭა ინფლაციის შემცირებისათვის, რასაც გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკა შეუწყობს ხელს, რომელიც დროებით მიზნობრივზე დაბალ ინფლაციას დაუშვებს გრძელვადიანი ინფლაციის მოლოდინების მიზნობრივ დონემდე შესამცირებლად.

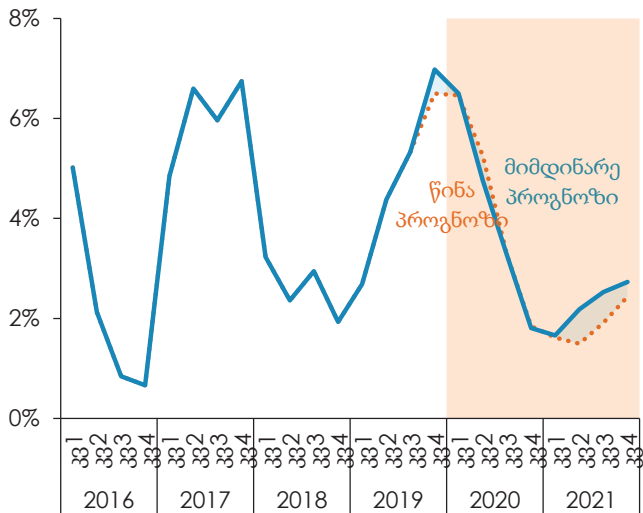
ეკონომიკა 2019 წელს მაღალი აქტივობით ხასიათდებოდა. რეალური მშპ-ის ზრდამ, წინასწარი შეფასებით, 2019 წელს 5.2% შეადგინა. აღსანიშნავია, რომ წლის ბოლოს, საქართველოს სტატისტიკის ეროვნულმა სამსახურმა, ეროვნულ ანგარიშთა სისტემის ახალ მეთოდოლოგიაზე დაყრდნობით, მშპ-ისა და ეროვნული ანგარიშების სხვა აგრეგატების საერთო დონე გაზარდა სხვა ფაქტორებთან ერთად, ზრდა ნაწილობრივ განაპირობა დაუკვირვებადი ეკონომიკის მასშტაბების შეფასების გაუმჯობესებამ, რამაც თავის მხრივ გავლენა იქონია პოტენციური დონიდან მშპ-ის გადახრის (გამოშვების გაპის) შეფასებაზეც. წინა პროგნოზით, მოკლევადიან პერიოდში ეს უკანასკნელი მცირე, თუმცა უარყოფითი რჩებოდა, მაგრამ განახლებული მონაცემები გაპის დახურვაზე უკვე ცალსახად მიანიშნებს. მაღალ ეკონომიკურ აქტივობას თავის მხრივ განაპირობებდა მაღალი საკრედიტო აქტივობა და მძლავრი ფისკალური სტიმული, მათ შორის ინფრასტრუქტურული პროექტების მიმართულებით. მიმდინარე შეფასებით, მოსალოდნელია, რომ აღნიშნული ფაქტორები შენარჩუნდება 2020 წელსაც და გადაწონის გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის ეფექტს ერთობლივმოთხოვნაზე. შედეგად, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა 2020 წლის რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზი 4.5%-დან 5.0%-მდე აწია, თუმცა, აღსანიშნავია, რომ ეფექტური გაცვლითი კურსის გამყარების ფონზე, ზრდაში დადებითი, მაგრამ შედარებით მოკრძალებული წვლილი ექნება წმინდა ექსპორტს (იხ. დიაგრამა 2.1.3).

ნაკლებად სავარაუდო, მაგრამ შესაძლებელი სცენარის განვითარების შემთხვევაში, რეალური მშპ-ის არსებული პროგნოზი შესაძლოა ფაქტობრივისგან განსხვავებული აღმოჩნდეს. ბოლოდროინდელი ტენდენციის გათვალისწინებით, ამ კუთხით საყურადღებოა ეკონომიკურ ზრდაზე დადებითად მოქმედ ფაქტორებთან დაკავშირებული რისკები. თუკი ფისკალური

სტიმული და საკრედიტო პორტფელის ზრდა მოსალოდნელზე მეტი იქნება, ან საგადასახდლო ბალანსი მოსალოდნელზე მეტად გაუმჯობესდება, საგარეო ფაქტორების გაუმჯობესებისა და კონკურენტუნარიანი გაცვლითი კურსის ფონზე, მაშინ ეკონომიკური აქტივობა პროგნოზირებულზე მეტად გაიზრდება და დამატებით წნეხს მოახდენს ინფლაციის მაჩვენებელზე. ამის საპირისპიროდ, რეგიონში გეოპოლიტიკური და ეკონომიკური სიტუაციის დამატებით გამწვავების შემთხვევაში, შემცირდება ფულადი ნაკადების შემოდინება, ხოლო სუვერენული რისკ პრემიები კი გაიზრდება. ეს კი, თავის მხრივ, მოხმარებაზე, ბიზნეს განწყობებსა და ინვესტიციებზე უარყოფით ზეგავლენას მოახდენს და ეკონომიკური აქტივობა პროგნოზირებულზე ნაკლებად გაიზრდება.

როგორც ზემოთ აღინიშნა, პოტენციური დონიდან მშპ-ის ჩამორჩენის აღმოფხვრის ფონზე, გაჩნდა დამატებითი ინფლაციური რისკი. შესაბამისად, დღის წესრიგში დადგა მონეტარული პოლიტიკის ადეკვატური რეაგირების აუცილებლობა არამართო ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურებით გამომწვეულ წნეხზე, არამედ ერთობლივი მოთხოვნიდან მომდინარე ზეწოლაზეც, რათა უზრუნველყოფილ იქნას ინფლაციური მოლოდინების მოთოკვა და საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელთან დაახლოება. ამის გათვალისწინებით, მოკლევადიან პერიოდში მოსალოდნელია მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, წინა პროგნოზთან შედარებით, უფრო მეტად გამკაცრებულ დონეზე შენარჩუნება და შემდგომ კი ნორმალიზაციის პროცესის მხოლოდ ეტაპობრივი განხორციელება ინფლაციური მოლოდინების შემცირების კვალდაკვალ. მიმდინარე შეფასებით, პოლიტიკის განაკვეთის ნეიტრალური დონე 6.5%-ის ფარგლებშია და, სხვა თანაბარ პირობებში, პოლიტიკის ფაქტობრივი განაკვეთი მას 2-წლიან პერიოდში დაუახლოვდება.

ინფლაციის პროგნოზი, წინა კვარტალის პროგნოზთან შედარებით, ძირითადად ძლიერი მოთხოვნის გავლენით, ზრდის მიმართულებით გადაიხედა.



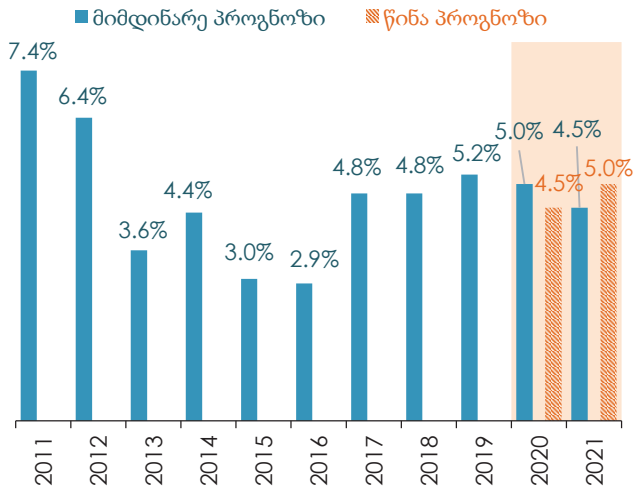
დიაგრამა 2.2.1. მთლიანი წლიური ინფლაციის პროგნოზის ცვლილება

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

## 2.2 წინა პოლიტიკის შედეგები

ინფლაციის პროგნოზი გადაიხედა და წინა კვარტალში გაკეთებულ პროგნოზთან შედარებით, მცირედით გაიზარდა. (იხ. დიაგრამა 2.2.1). პროგნოზის ცვლილება, ძირითადად, გაუმჯობესებულმა მშპ-ის პროგნოზმა განაპირობა. მიმდინარე შეფასებით, გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის ეფექტს ერთობლივ მოთხოვნაზე ზრდის მიმართულებით მოქმედი ფაქტორები გადაწონის და ეკონომიკური ზრდა სტაბილურობას შეინარჩუნებს. ამავდროულად, განახლებულ მონაცემებზე დაყრდნობილი შეფასებით, მშპ-ს პოტენციური დონიდან ჩამორჩენა აღმოიფხვრა და, შესაბამისად, ერთობლივმა მოთხოვნამ გაცვლითი კურსით გამომწვეული ფასების ზრდა ვეღარ გააანეიტრალა.

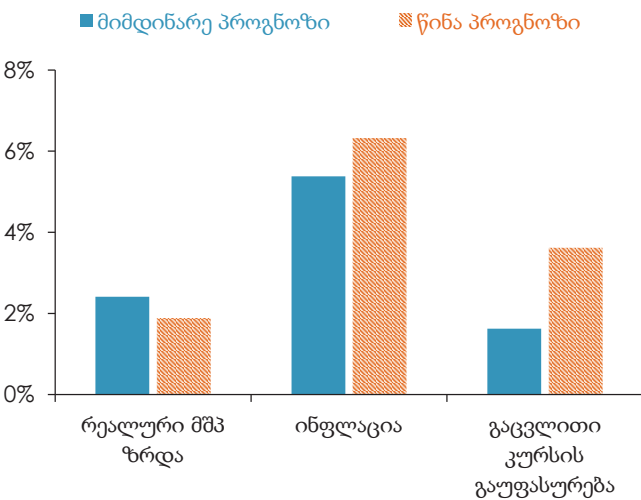
2020 წლის რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზი 5%-მდე გაიზარდა, რამდენადაც გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის ეფექტს მოთხოვნაზე ზრდის მიმართულებით მოქმედი ფაქტორები გადაწონის.



დიაგრამა 2.2.2. რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზის ცვლილება

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

2020 წლისათვის ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების მოსალოდნელი გაუფასურების ზომა და ინფლაციური მოლოდინები შემცირდა, ეკონომიკური ზრდის პროგნოზმა კი - მცირედით მოიმატა.



დიაგრამა 2.2.3. ცვლილებები 2020 წლის დაშვებებში სავაჭრო პარტნიორების შესახებ

წყარო: Bloomberg

განახლებული პროგნოზით, ინფლაცია მეორე კვარტალში შემცირებას დაიწყებს და წლის მეორე ნახევარში მიზნობრივ მაჩვენებელთან ახლოს იქნება. საშუალოვადიან პერიოდში კი მიზნობრივ დონეს ჩამოცდება და მას ქვემოდან მიუახლოვდება.

მიუხედავად გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკისა, რეალური მშპ-ს ზრდის პროგნოზი 2020 წლისათვის 5%-მდე გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 2.2.2). გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის ეფექტს ზრდის მიმართულებით მოქმედი ფაქტორები გადაწონის და წინა პროგნოზთან შედარებით მშპ უფრო მაღალი ტემპით გაიზრდება. ერთი მხრივ, 2020 წელს ფისკალური სტიმული კვლავ ძლიერი იქნება და ეკონომიკურ ზრდაზე დადებითი გავლენა ექნება. მეორე მხრივ, ფიზიკური პირების დაკრედიტების რეგულაციების ამოქმედებამ და მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებამ სესხების ზრდა შეანელა, თუმცა საკრედიტო პორტფელის მიმდინარე ზრდის ტემპი (16.2% კურსის ეფექტის გამორიცხვით) და მისი სტრუქტურის ცვლილება (ბიზნეს სესხების გააქტიურება) მაინც ერთობლივი მოთხოვნის მასტიმულირებლად რჩება. ამავდროულად, მოსალოდნელია, რომ წმინდა ექსპორტის გავლენა კვლავ პოზიტიური იქნება და, ეკონომიკურ ზრდას შეუწყობს ხელს.

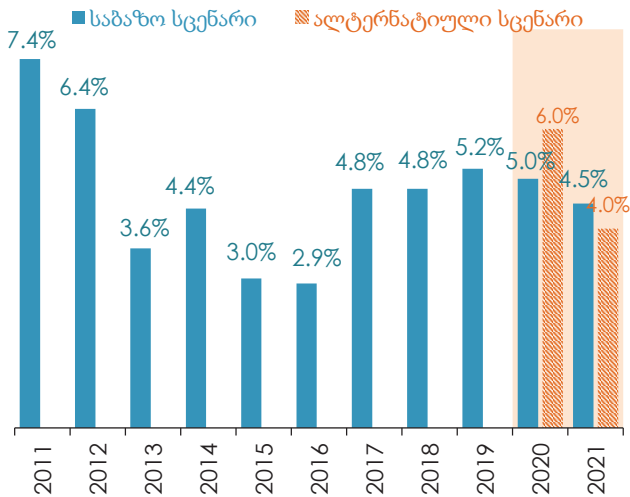
საქართველო მცირე ზომის ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყანაა, რის გამოც სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეკონომიკურ მდგომარეობას მასზე დიდი გავლენა აქვს. ამგვარად, საქართველოს ეკონომიკური მაჩვენებლების შესახებ ზემოაღნიშნული პროგნოზები დიდწილად ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეკონომიკური ზრდის, ინფლაციისა და გაცვლითი კურსების მოსალოდნელი დინამიკის შესახებ დაშვებებს ეყრდნობა. პროგნოზისა და მასთან დაკავშირებული რისკების ცვლილებას მნიშვნელოვნად განაპირობებს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ეკონომიკური ვითარების შესახებ განახლებული დაშვებები (იხ. დიაგრამა 2.2.3)<sup>13</sup>.

სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების შესახებ დაშვებები, წინა პროგნოზთან შედარებით, მცირედით შეიცვალა. განახლებული პროგნოზით, 2020 წლისათვის პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების გაუფასურების ზომა დოლართან მიმართებაში უფრო ნაკლებია. ეს შესაძლოა, დოლარის გლობალურად შესუსტების მოლოდინებმა განაპირობა. ამის ფონზე, წინა პროგნოზთან შედარებით, ინფლაციური მოლოდინებიც შემცირებულია. ეკონომიკური აქტივობის მხრივ კი პროგნოზები მცირედით

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



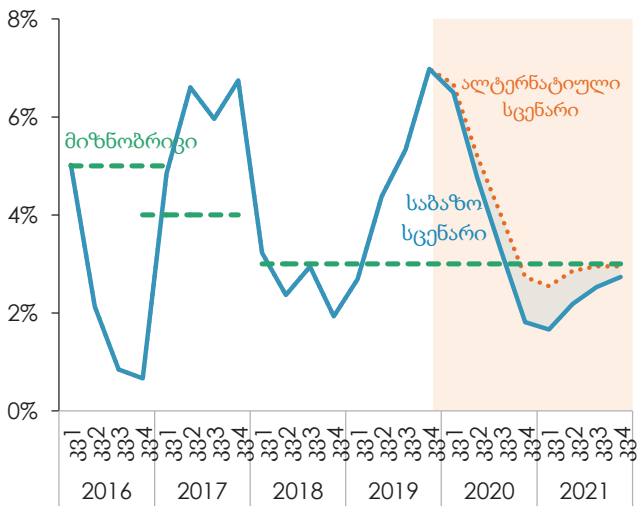
ალტერნატიული სცენარის მიხედვით, შიდა მოთხოვნის უფრო მეტად გააქტიურების შედეგად, ეკონომიკური ზრდა საბაზო პროგნოზთან შედარებით მაღალია და 2020 წლისათვის 6.0%-ს უტოლდება.



დიაგრამა 2.3.1. რეალური მშპ-ის ზრდა საბაზო და ალტერნატიული სცენარების მიხედვით

წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური (საქსტატი) და საქართველოს ეროვნული ბანკი

ეკონომიკის მაღალი ტემპით ზრდა, საბაზო სცენართან შედარებით ინფლაციას უფრო მაღლა აწევს, რომელიც 2020-2021 წლებში საშუალოდ 0.5 პპ-ით მაღალი იქნება.



დიაგრამა 2.3.2. წლიური ინფლაცია საბაზო და ალტერნატიული სცენარის მიხედვით

წყარო: საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური (საქსტატი) და საქართველოს ეროვნული ბანკი

გაიზარდა. საბოლოო ჯამში, განახლებული შეფასებიდან გამომდინარე, მოსალოდნელია, რომ საქართველოს კონკურენტუნარიანობა მცირედით გაუმჯობესდება.

### 2.3 ალტერნატიული საპროგნოზო სცენარი

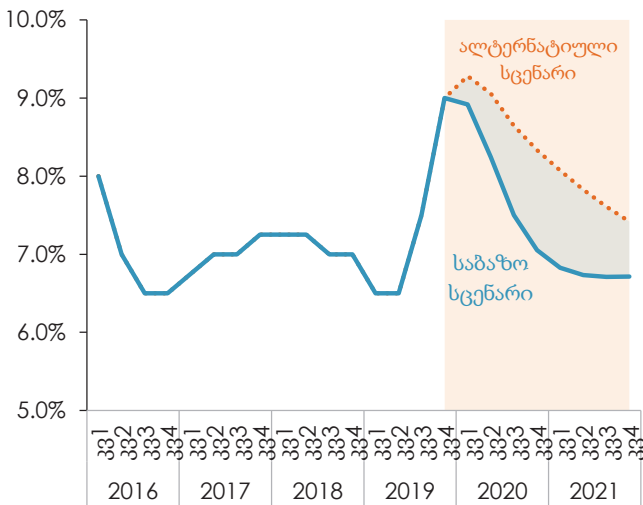
ალტერნატიული სცენარი შიდა მოთხოვნის შედარებით მაღალი ზრდის შემთხვევას განიხილავს. საბაზო სცენართან შედარებით, შიდა მოთხოვნის უფრო მეტად გააქტიურების მიზეზი, შესაძლოა, ეკონომიკის დაკრედიტების მოსალოდნელზე ძლიერი ზრდა იყოს. 2019 წლის დასაწყისში მაკროპრუდენციული ინსტრუმენტების ამოქმედებამ საკრედიტო პორტფელის ზრდის ტემპი შეანელა. თუმცა, რეგულაციებით ნარმოქმნილი შეზღუდვების მიუხედავად, წლის ბოლოსათვის სესხების ზრდის ტემპი (კურსის ეფექტის გამორიცხვით) 16.2%-ის ფარგლებშია, რაც აღემატება ნომინალური შემოსავლების ზრდის ტემპს. გასათვალისწინებელია საკრედიტო პორტფელის გაჯანსაღება და მისი სტრუქტურის ცვლილებაც. წინა პერიოდებთან შედარებით, მთლიან საკრედიტო პორტფელში ბიზნეს სესხების წილის მატებას მოთხოვნაზე შედარებით უფრო ძლიერი ზეგავლენა აქვს. ამავდროულად, 2019 წელს ფისკალური სექტორის მხრიდან კაპიტალური ხარჯები გაიზარდა. ეკონომიკურ ზრდაზე ფისკალური სტიმულის უფრო მეტად გაძლიერებაც დადებითად აისახება.

აღნიშნული რისკების რეალიზების შემთხვევაში, საბაზო პროგნოზთან შედარებით, ეკონომიკური ზრდა მაღალი იქნება. ალტერნატიული სცენარის მიხედვით 2020 წლისათვის ეკონომიკური ზრდა 6.0%-ს უტოლდება (იხ. დიაგრამა 2.3.1).

როგორც უკვე აღინიშნა, ჩვენი შეფასებით, ეკონომიკის პოტენციური დონიდან ჩამორჩენა აღმოიფხვრა. ალტერნატიული სცენარის მიხედვით, მოთხოვნის შედარებით მაღალი ზრდა, მშპ დონეს პოტენციურზე მაღლა აწევს და ფასებზე ზრდის წნეხს ნარმოქმნის. საბოლოო ჯამში, ალტერნატიული სცენარის მიხედვით, 2020-2021 წლებში ინფლაცია საბაზო სცენართან შედარებით საშუალოდ 0.5 პპ-ით მაღალი იქნება (იხ. დიაგრამა 2.3.2).

ამის საპასუხოდ, ინფლაციის მის მიზნობრივ მაჩვენებელთან დასაახლოვებლად, მოკლევადიან პერიოდში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი გაიზარდება და გამკაცრებულ დონეზე უფრო დიდხანს შენარჩუნდება. გასათვალისწინებელია, რომ ალტერნატიული სცენარი განიხილავს ძლიერი შიდა მოთხოვნიდან გამომდინარე მაღალ ეკონომიკურ ზრდას, მაშინ, როდესაც საგარეო ფაქტორები და მოთხოვნა იგივეა, რაც საბაზო სცენარში. ასეთ შემთხვევაში შიდა მოთხოვნის ზრდა მიმდინარე ანგარიშის ბალანსს

გამზდილი ინფლაციის საპასუხოდ მონეტარული პოლიტიკა უფრო მეტად გამკაცრდება და პოლიტიკის განაკვეთის ტრაექტორია 2020-2021 წლებში საბაზო სცენართან შედარებით, 1.0 პპ-ით ზემოთ აინევს.



დიაგრამა 2.3.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი საბაზო და ალტერნატიული სცენარის მიხედვით

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

გააუარესებს. ჩვენი შეფასებით, შემოსავლების 1 ლარით ზრდა იმპორტს 0.35-0.4 თეთრით ზრდის<sup>14</sup>. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაღრმავება კი ქვეყნის რისკ პრემიასა და გაცვლით კურსზე დამატებით ზეწოლას ქმნის. აქედან გამომდინარე, შიდა მოთხოვნიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხის გასანეიტრალებლად, მონეტარული პოლიტიკის უფრო მკაცრი რეაგირება არის საჭირო, ვიდრე სხვა ტიპის შოკის შემთხვევაში.

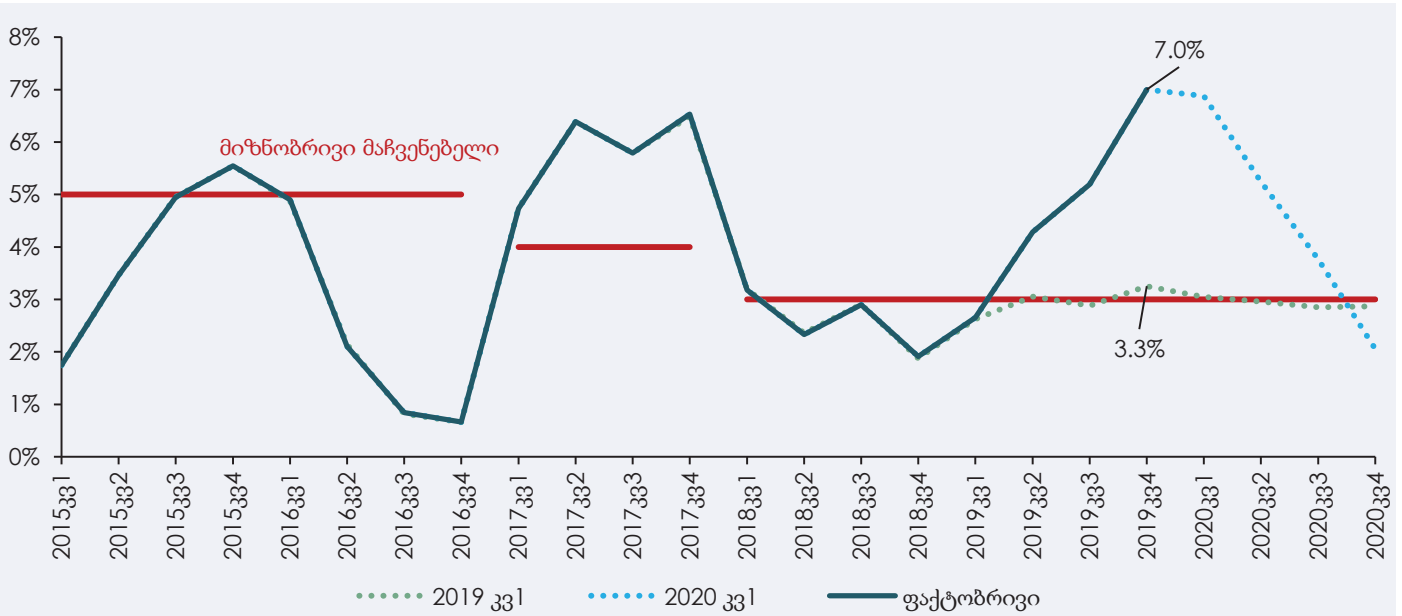
ალტერნატიული სცენარის მიხედვით, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ტრაექტორია, 2020-2021 წლებში საბაზო სცენართან შედარებით, საშუალოდ 1.0 პპ-ით ზემოთ აინევს (იხ. დიაგრამა 2.3.3). თუმცა, საშუალოვადიან პერიოდში, მოთხოვნიდან მომდინარე ზეწოლის განეიტრალებასთან ერთად, პოლიტიკის განაკვეთი კვლავ შემცირდება. საბოლოოდ, მონეტარული პოლიტიკის შესაბამისი რეაგირების შედეგად, საპროგნოზო ჰორიზონტის მანძილზე ინფლაცია 3%-იან მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუბრუნდება.

## ჩანართი 2. ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის შესრულება და 2019 წლის პროგნოზების შეფასება

მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებები ეკონომიკაზე გავლენას ეტაპობრივად ახდენს და მისი ეფექტი სრულად 4-6 კვარტალის შემდგომ რეალიზდება. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის ფორმირებისას განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, თუ როგორია ინფლაციის პროგნოზი საშუალოვადიან პერიოდში. აქედან გამომდინარე, იმისათვის, რომ შევავსოთ 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 ღია ტიპის ეკონომიკაში, ეგზოგენური შოკები გარდაუვალია. მონეტარული პოლიტიკა ერთობლივ მოთხოვნაზე ზემოქმედების ინსტრუმენტია და ცენტრალური ბანკები, როგორც წესი, მოთხოვნის შოკებზე რეაგირებენ. ამასთანავე, ეგზოგენურ შოკებზე რეაგირება ეკონომიკის დიდ მერყეობასა და მაღალ საზოგადოებრივ დანახარჯებს იწვევს. შესაბამისად, ცენტრალური ბანკები ასეთ შოკებზე ძირითადად არ რეაგირებენ, გარდა იმ შემთხვევისა, როდესაც მინოდების შოკებს გავლენა აქვთ საშუალო/გრძელვადიანი ინფლაციის მოლოდინებზე. ინფლაციის პროგნოზის ფაქტობრივთან შედარების ანალიზს 2019 წლის პირველი კვარტალიდან დავიწყებთ, ხოლო 2018 წლის ანალიზი წინა წლის ანალოგიურ ჩანართშია წარმოდგენილი.

2019 წლის თებერვლის პროგნოზი ფაქტობრივ დონესთან შედარებით მნიშვნელოვნად უფრო დაბალ ინფლაციას პროგნოზირებდა (იხ. დიაგრამა 2.3.4). 2019 წლის თებერვლის პროგნოზის მიხედვით, მთელი წლის განმავლობაში მოსალოდნელი იყო ინფლაციის მიზნობრივ ნიშნულთან ახლოს შენარჩუნება. ფაქტობრივად კი, ინფლაციამ 2019 წლის პირველი კვარტალის შემდგომ ზრდა დაიწყო და მას შემდეგ მიზნობრივ მაჩვენებელზე მაღალია. ამის ერთ-ერთი მიზეზი გაცვლითი კურსის გაუფასურება იყო, რაც მნიშვნელოვანწილად ივლისში რუსეთიდან საჰაერო ფრენების აკრძალვით გამოწვეული გაურკვევლობის ასახვა იყო. ამ პერიოდში, როგორც ეფექტური, ასევე დოლართან მიმართებით გაცვლითი კურსი მნიშვნელოვნად გაუფასურდა, რის შედეგადაც იმპორტირებული ინფლაცია გაიზარდა. გაურკვევლობისა და გაუფასურებული კურსის ფონზე ინფლაციურმა მოლოდინებმაც მოიმატა. ასევე მნიშვნელოვანი ზეგავლენა იქონია მშპ გაპის

14 სებ-ის მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში, ივლისი, 2019.

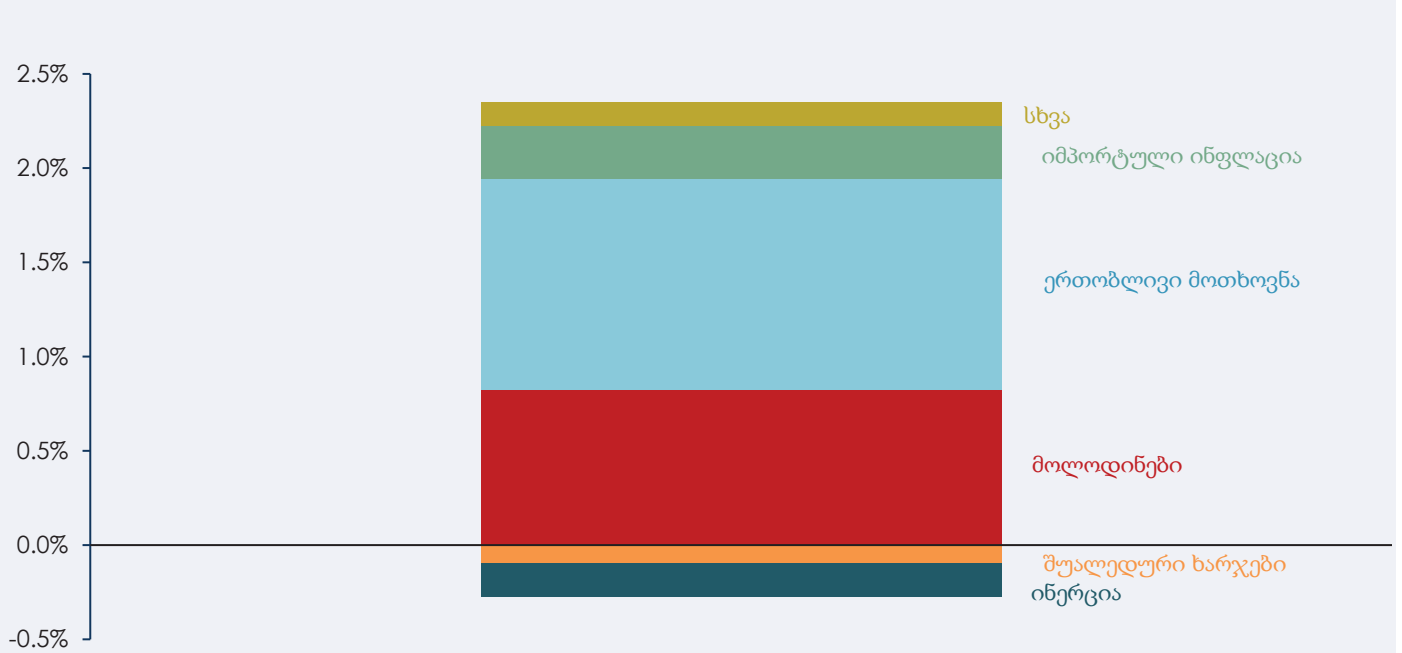


დიაგრამა 2.3.4. 2019 წლის წლიური ინფლაციის პროგნოზის შედარება

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

შეფასების გადახედვამ, რაც მშპ-ის დათვლის მეთოდოლოგიის და, შესაბამისად, მონაცემთა მწკრივის ცვლილებამ განაპირობა. კერძოდ, განახლებულ მონაცემებზე დაფუძნებული შეფასებით, 2019 წლის განმავლობაში ერთობლივი მოთხოვნა ველარ ანეიტრალეზდა ფასების ზრდას, როგორც ამას წლის დასაწყისში მოველოდით.

2019 წლის ფაქტობრივი ინფლაცია პროგნოზირებულს სამუალოდ 1.8 პპ-ით აღემატება. ინფლაციის დეკომპოზიციის ანალიზი აჩვენებს, რომ მისი პროგნოზირებულზე მეტად ზრდა დიდწილად ერთობლივმა მოთხოვნამ და მოლოდინებმა განაპირობა (იხ. დიაგრამა 2.3.5). ინფლაციაზე ერთობლივი მოთხოვნის შედარებით მაღალი გავლენა, როგორც უკვე აღინიშნა, მთლიანი შიდა პროდუქტის მონაცემების გადახედვას უკავშირდება. 2019 წლის ბოლოს გამოქვეყნებული, ახალი სტანდარტით (SNA 2008) გაანგარიშებული მთლიანი შიდა პროდუქტის დონე წინანდელ მონაცემებს ბოლო ორი წლის მანძილზე, მნიშვნელოვნად აღემატება. ამის შედეგად, განახლებული შეფასებით, ეკონომიკის პოტენციურთან ჩამორჩენის ზომა მნიშვნელოვნად შემცირდა; 2019 წლის ბოლოსათვის კი, ეს ჩამორჩენა სრულად აღმოიფხვრა. აქედან გამომდინარე, ერთობლივი მოთხოვნა იმდენად ველარ ანეიტრალეზდა ინფლაციურ ზენოლას, როგორც 2019 წლის დასაწყისში მოველოდით.

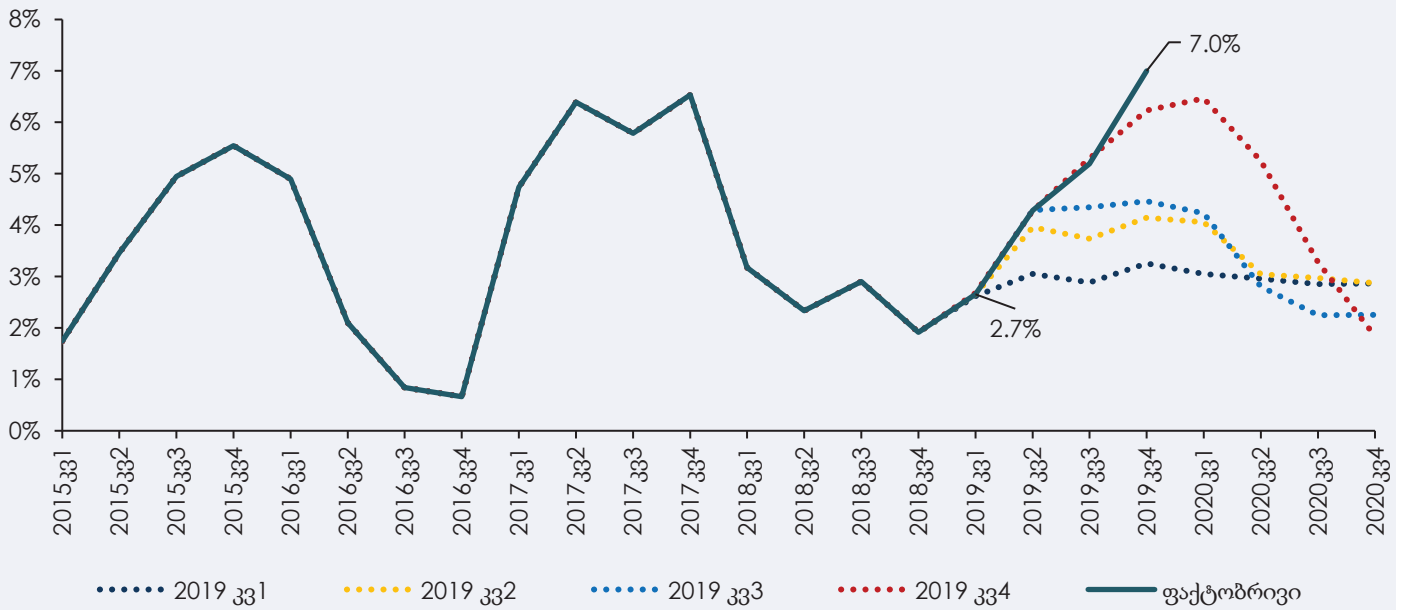


დიაგრამა 2.3.5. 2019 წლის ფაქტობრივი ინფლაციის 2019 წლის თებერვლის პროგნოზირებულთან სხვაობის დეკომპოზიციის

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

ამავდროულად, ივლისში რუსეთის საჰაერო ემბარგოს ფონზე წარმოქმნილმა გაურკვევლობამ და გაცვლითი კურსის გაუფასურებამ ინფლაციური მოლოდინები გაზარდა. კურსის გაუფასურებამ კი მოსალოდნელზე მეტად გაზარდა იმპორტირებული ინფლაციაც.

რაც შეეხება ცალკეული კვარტლების პროგნოზების ანალიზს, 2019 წლის თითოეულ კვარტალში ინფლაციის პროგნოზი იზრდებოდა (იხ. დიაგრამა 2.3.6). ამის ძირითადი მიზეზი კურსის გაუფასურებიდან მომდინარე ზენოლის ხანგრძლივი შენარჩუნება იყო. 2019 წლის ივლისში კურსი მნიშვნელოვნად გაუფასურდა და გაუფასურებულ დონეზე მოსალოდნელზე დიდხანს შენარჩუნდა, რაც საბოლოოდ ფასების ზრდაში აისახა. შესაბამისად, წლის განმავლობაში გადაიხედა ინფლაციის პროგნოზიც.



დაიგრამა 2.3.6. წლიური ინფლაციის პროგნოზის შედარება (2019 კვ1 -2019 კვ4)

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

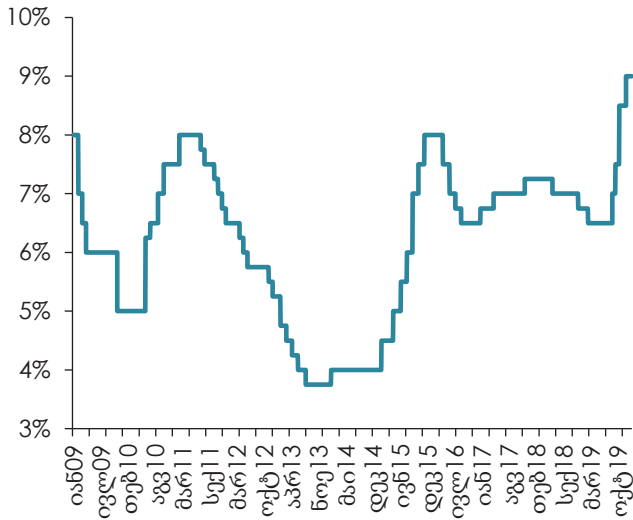
მონეტარული პოლიტიკის ფორმირება 2019 წლის განმავლობაში შეიძლება შემდეგნაირად შევაჯამოთ: წლის დასაწყისში დაბალი ინფლაციის და შემცირებული რისკების ფონზე საქართველოს ეროვნული ბანკი ნელი ტემპით განაგრძობდა გამკაცრებული პოლიტიკიდან ეტაპობრივად გამოსვლას. თუმცა 2019 წლის ივლისში რუსეთიდან ფრენების აკრძალვამ ქვეყნის მაკროეკონომიკური გაურკვევლობა და რისკები გაზარდა. მოულოდნელი შოკის ფონზე, ლარის გაცვლითი კურსი ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებთან ისევე, როგორც დოლართან მიმართებაში, მკვეთრად გაუფასურდა და გაუფასურებულ დონეზე მოსალოდნელზე დიდხანს შენარჩუნდა. შედეგად იმპორტირებული ინფლაციისა და შუალედური ხარჯების მატებამ ინფლაცია მიზნობრივზე მეტად გაზარდა. მაკროეკონომიკური გაურკვევლობის გამო, ინფლაციურმა მოლოდინებმაც მნიშვნელოვნად მოიმატა. არსებული მდგომარეობიდან გამომდინარე, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა მონეტარული პოლიტიკის სწრაფი ტემპით გამკაცრება დაიწყო. წლის მეორე ნახევარში პოლიტიკის განაკვეთი 2.5 პპ-ით გაიზარდა. თუმცა, როგორც უკვე აღინიშნა მონეტარული პოლიტიკის ეკონომიკაზე სრულად გადაცემას დაახლოებით 4-6 კვარტალი სჭირდება. შესაბამისად, მოსალოდნელია, რომ ინფლაცია მიზნობრივ დონეს 2020 წლის მეორე ნახევარში დაუბრუნდება. საქართველოს ეროვნული ბანკი გამკაცრებულ მონეტარულ პოლიტიკას შეინარჩუნებს იქამდე, სანამ ინფლაციური რისკები არ აღმოიფხვრება.



### 3 მონეტარული პოლიტიკა

მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა, გაცვლითი კურსის გაუფასურებიდან მომდინარე ინფლაციაზე ზეწოლის განეიტრალების მიზნით, სექტემბერში მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება დაიწყო და რეფინანსირების განაკვეთი ეტაპობრივად 6.5 პროცენტიდან 9 პროცენტამდე გაიზარდა. მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა 2020 წლის 29 იანვრის სხდომაზე რეფინანსირების განაკვეთი უცვლელად დატოვა. 2019 წლის დეკემბერში, ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი მცირედით გამყარდა, რამაც ინფლაციაზე ზეწოლა შეამცირა. აღსანიშნავია რომ, ეკონომიკა 2019 წელს მაღალი აქტივობით ხასიათდებოდა, ხოლო ბოლო პერიოდში დაკრედიტების მაღალი ზრდა დაფიქსირდა. თუ აღნიშნული მაჩვენებლების დინამიკა დამატებით ინფლაციურ წნეხს შექმნის, ეს შეიძლება მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნების წინაპირობა გახდეს. საქართველოს ეროვნული ბანკი ბაზარზე დაკვირვებას განაგრძობს და მზადაა, მის ხელთ არსებული ყველა ინსტრუმენტი ინფლაციის მაჩვენებლის მიზნობრივ დონემდე შესამცირებლად გამოიყენოს.

2020 წლის 29 იანვარს მიღებული გადაწყვეტილებით რეფინანსირების განაკვეთი უცვლელი დარჩა და 9%-ით განისაზღვრა..



დიაგრამა 3.1. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

გასული წლის დასაწყისში, ერთჯერადი ფაქტორების, კერძოდ, აქციის გადასახადის მატების გამო სიგარეტის გაძვირებისა და ასევე საერთაშორისო ბაზრებზე ბენზინის ფასების ზრდის შედეგად, ინფლაციის მაჩვენებელი გაიზარდა. ხოლო წლის მეორე ნახევარში, ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის საგრძობმა გაუფასურებამ ინფლაციაზე ზეწოლა გაზარდა, რაც ინფლაციურ მოლოდინებს აძლიერებდა. ამასთანავე, ეკონომიკური აქტივობის მოსალოდნელზე მეტად გაუმჯობესება ასუსტებდა მოთხოვნის მხრიდან ინფლაციის შემცირების შესაძლებლობას. აღნიშნული ფაქტორებიდან გამომდინარე, გამოიკვეთა მონეტარული პოლიტიკის რეაგირების საჭიროება. შესაბამისად, გასული წლის სექტემბრიდან ეროვნულმა ბანკმა პოლიტიკის გამკაცრება დაიწყო, რაც გაცვლითი კურსის გაუფასურებიდან მომდინარე ინფლაციური ზეწოლის განეიტრალებას ისახავდა მიზნად. შედეგად, 2019 წლის სექტემბერ-ოქტომბერში რეფინანსირების განაკვეთი 6.5-დან 8.5 პროცენტამდე, დეკემბერში კი 9 პროცენტამდე გაიზარდა.

2020 წლის 29 იანვარს გამართულ სხდომაზე, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა რეფინანსირების განაკვეთის უცვლელად დატოვების გადაწყვეტილება მიიღო. 2019 წლის დეკემბერში ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი მცირედით გამყარდა, რამაც ინფლაციაზე ზრდის წნეხი შეამცირა. თუმცა აღსანიშნავია, რომ ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი ჯერ კიდევ გაუფასურებულ დონეზე რჩება. ბოლო პერიოდში ეკონომიკური ზრდის დაჩქარება და დაკრედიტების მაღალი ზრდა დაფიქსირდა. იმ

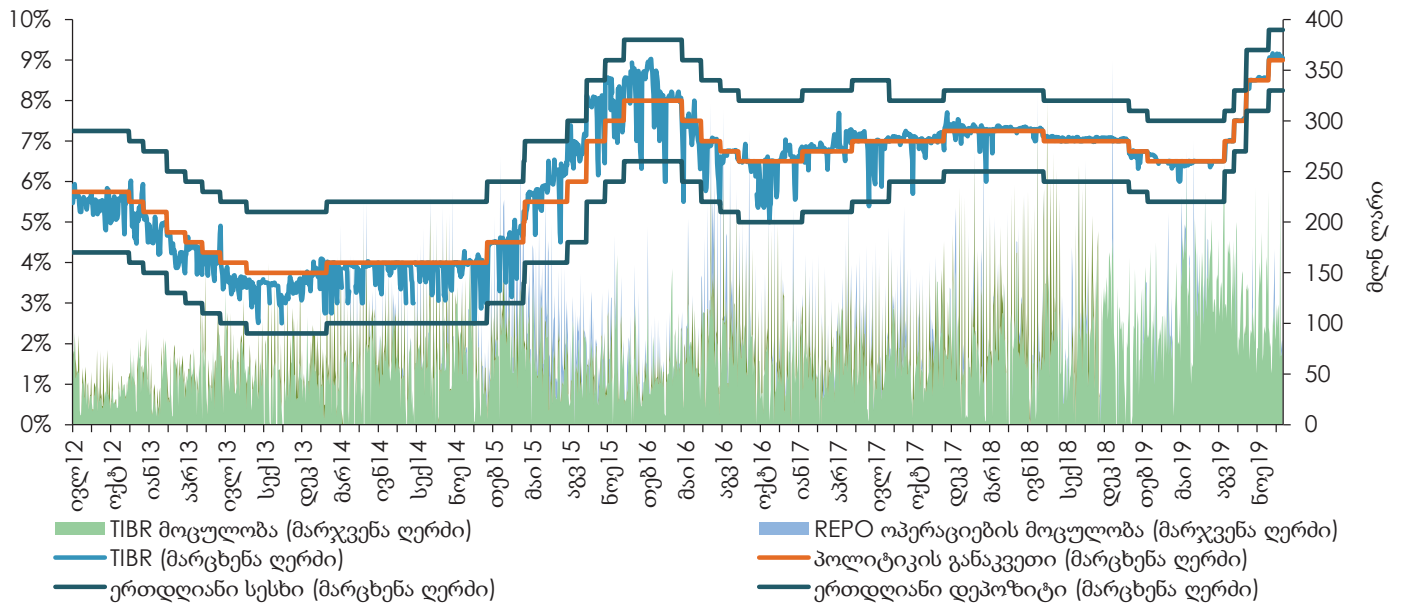
შემთხვევაში, თუ აღნიშნული მაჩვენებლების დინამიკა დამატებით ინფლაციურ წნეხს შექმნის, ეს შეიძლება მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნების წინაპირობა გახდეს.

2019 წლის დეკემბერში წლიურმა ინფლაციამ 7.0 პროცენტი შეადგინა, იანვარში კი 6.4 პროცენტამდე შემცირდა. ეროვნული ბანკის პროგნოზის მიხედვით, სხვა თანაბარ პირობებში, ინფლაცია მიმდინარე წელს შემცირებას განაგრძობს და ეტაპობრივად მიზნობრივ დონეს დაუახლოვდება. აღნიშნულს უზრუნველყოფს მონეტარული პოლიტიკა, რომელიც მკაცრი დარჩება მანამ, სანამ საშუალოვადიანი ინფლაციის მოლოდინები მიზნობრივ სამ პროცენტამდე არ შემცირდება.

აღსანიშნავია, რომ მონეტარული პოლიტიკა ერთობლივ მოთხოვნაზე ზემოქმედების ინსტრუმენტია და, როგორც წესი, ცენტრალური ბანკები ეგზოგენურ (მონეტარული პოლიტიკისგან დამოუკიდებელ) ფაქტორებზე არ რეაგირებენ. ასევე გასათვალისწინებელია ინფლაციის პროგნოზის რისკები. საგულისხმოა, რომ ინფლაციის პროგნოზზე ზრდის მიმართულებით მოქმედ რისკებში მოსალოდნელზე ძლიერი ადგილობრივი მოთხოვნა განიხილება, რაც, როგორც ფისკალურ სტიმულზე, ასევე საკრედიტო აქტივობის ზრდის ტემპზე იქნება დამოკიდებული. ამასთანავე, გასათვალისწინებელია საგარეო მოთხოვნის მოსალოდნელზე მაღალი ზრდა. კერძოდ, საგარეო ფაქტორების გაუმჯობესებისა და კონკურენტუნარიანი გაცვლითი კურსის ფონზე, ეკონომიკური აქტივობა პროგნოზირებულზე მეტად გაიზრდება და ინფლაციის მაჩვენებელზე დამატებით წნეხს წარმოქმნის. ინფლაციაზე კლების მიმართულებით მოქმედ რისკებში განიხილება საგარეო ფაქტორების გავლენით ერთობლივი მოთხოვნის შესუსტება.

მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობისათვის მნიშვნელოვანია, რომ პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილება ბანკთაშორის საპროცენტო განაკვეთზე აისახოს და, საბოლოოდ, რეალურ ეკონომიკაზე მოახდინოს გავლენა. საბანკო სისტემა ამჟამად ლარის მოკლევადიანი ლიკვიდობის დეფიციტის პირობებში ოპერირებს. შესაბამისად, კომერციული ბანკები მათთვის საჭირო დამატებით სახსრებს ეროვნული ბანკის მთავარი ინსტრუმენტის - რეფინანსირების სესხების საშუალებით ავსებს. ეროვნული ბანკი მოკლევადიან ლიკვიდობას საბანკო სისტემას რეფინანსირების სესხებისა და ღია ბაზრის ინსტრუმენტის მეშვეობით საჭირო ოდენობით აწვდის. ამგვარად, ბანკთაშორის ფულად ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთები პოლიტიკის განაკვეთის გარშემო მერყეობს.

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



დიაგრამა 3.2. ბანკთაშორისი ფულადი ბაზარი

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

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)



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia