



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში

2025 იანვარი

წინასიტყვაობა

საქართველოს ეროვნული ბანკის (სებ) ძირითად მიზანს ფასების სტაბილურობის უზრუნველყოფა წარმოადგენს, რაც, თავის მხრივ, ხელს უწყობს ქვეყნის გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდას. სებ-ის მონეტარული პოლიტიკა ეფუძნება ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმს, რომელზეც იგი 2009 წლიდან გადავიდა. ამ რეჟიმის ფარგლებში, საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარულ პოლიტიკას წარმართავს იმგვარად, რომ საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაცია მის მიზნობრივ 3%-იან დონეს დაუახლოვდეს.

ინფლაციის თარგეთირების პირობებში, სებ-ის მთავარი ინსტრუმენტი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთია, რომლის შესახებ გადანყვეტილების მიღებისას მთავარი ორიენტირი საპროგნოზო ინფლაციაა, რადგანაც მიღებული გადანყვეტილების ეკონომიკაზე სრულად ასახვას გარკვეული დრო (4-6 კვარტალი) სჭირდება. ამგვარად, მონეტარული პოლიტიკის ფორმირებისას მაკროეკონომიკური პროგნოზები ერთ-ერთი ძირითადი კომპონენტია, რომელთა ეფექტური კომუნიკაცია ინფლაციური მოლოდინების მართვის სანდარია. ამასთანავე, პროგნოზის კომუნიკაცია მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ეკონომიკური სუბიექტებისთვის გადანყვეტილებების მიღების პროცესში.

ბოლო წლების განმავლობაში, გლობალურად მიმდინარე მოვლენების ფონზე, გაურკვევლობა გაიზარდა. ვინაიდან, მომავალი ეკონომიკური მდგომარეობის პოტენციური განვითარების შესახებ გაურკვევლობა მაღალია და მისი მასშტაბიც დიდია, მნიშვნელოვანია მონეტარული პოლიტიკის გატარებისას ცენტრალურმა ბანკმა ისეთი ოპტიმალური გადანყვეტილება აირჩიოს, რომ ნებისმიერი რისკის რეალიზების შემთხვევაში ეკონომიკური დანაკარგი მინიმალური იყოს. დინამიურ ეკონომიკურ გარემოში, მსგავსი, რისკების მართვაზე ორიენტირებული, მონეტარული პოლიტიკის მიდგომა ოპტიმალური შედეგების მიღწევისთვის გადამწყვეტია. აღნიშნულს მოწმობს პოსტპანდემიურ პერიოდში ცენტრალური ბანკების გამოცდილება. ცენტრალურმა ბანკებმა, მათ შორის საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა, რომლებმაც რისკების გავლენის მინიმიზების მიდგომიდან გამომდინარე მიიღეს გადანყვეტილებები, შედარებით წარმატებულად მართეს გლობალურად მიმდინარე ინფლაციური პროცესები. სწორედ ამიტომ, პოლიტიკის გამტარებლები აქტიურად საუბრობენ სცენარებზე დაფუძნებული მიდგომის მნიშვნელობაზე, რომლის ფარგლებშიც მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლები გადანყვეტილებას იღებენ სხვადასხვა რელევანტური სცენარების განვითარების გათვალისწინებით. ამ სცენარებისა და მათი გავლენის სისტემატური შეფასების მიდგომა პოლიტიკის განმახორციელებლებს საშუალებას აძლევს, უზრუნველყონ ოპტიმალური ბალანსი.

ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის ახალ, სცენარებზე დაფუძნებულ მიდგომას წერგავს, რითაც უფრო გამჭვირვალეს ხდის რისკების მართვისა და გადანყვეტილებათა მიღების პროცესს. აღნიშნული ნაბიჯით ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის ჩარჩოს განვითარების მორიგ ეტაპზე გადადის, სადაც ეროვნულ ბანკსა და ფინანსურ ბაზარს შორის თანამშრომლობის გაღრმავების კვალდაკვალ ბაზრის მონაწილეთა მოლოდინების როლი კიდევ უფრო გაიზრდება.

ზოგადად, სცენარებზე დაფუძნებული მიდგომით, პირველ ეტაპზე, ფასდება ფინანსური ბაზრებზე არსებული მოლოდინები როგორც საქართველოში, ისე გლობალურად. შემდგომ, საქართველოს ეროვნული ბანკი აანალიზებს მაღალი გაურკვევლობის შედეგად წარმოქმნილი რისკების სპექტრს და, მათზე საპასუხოდ, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შესაძლო ტრაექტორიებს. ეს კი აუმჯობესებს მონეტარული პოლიტიკის რეაქციის ფუნქციის გამჭვირვალობასა და აღქმადობას, რაც პოლიტიკის გადაცემის არხების ეფექტურობას აძლიერებს.

საქართველოს ეროვნული ბანკი სცენარებზე დაფუძნებული მიდგომის ფარგლებში აქვეყნებს **სამ თანაბრად რელევანტურ** სცენარს:

- » **ცენტრალურ სცენარს**, რომელიც ითვალისწინებს მიმდინარე, მრავალმხრივი ტიპის ინფორმაციას, მათ შორის ადგილობრივი ფინანსური და გლობალური ბაზრების მოლოდინებს, და მოიაზრებს ამ ინფორმაციასთან თავსებადი რისკების შესაძლო რეალიზებას.
- » **მაღალი ინფლაციური რისკის სცენარს**, რომელიც, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ითვალისწინებს საშუალოდ უფრო ინფლაციური რისკების რეალიზებას მონეტარული პოლიტიკის საპროგნოზო ჰორიზონტზე და რელევანტურია არსებული გაურკვევლობიდან გამომდინარე;
- » **დაბალი ინფლაციური რისკის სცენარს**, რომელიც, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ითვალისწინებს საშუალოდ უფრო დისინფლაციური რისკების რეალიზებას მონეტარული პოლიტიკის საპროგნოზო ჰორიზონტზე და რელევანტურია არსებული გაურკვევლობიდან გამომდინარე.

სარჩევნო

წინასიტყვაობა.....	2
მონეტარული პოლიტიკის გადანყვეტილება	4
1. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა	6
2. მიმდინარე მაკროეკონომიკური მდგომარეობის მიმოხილვა და საპროგნოზო სცენარები	9
2.1. მიმდინარე მდგომარეობა	9
2.2. ცენტრალური სცენარი	14
2.3. მაღალინფლაციური სცენარი	16
2.4. დაბალინფლაციური სცენარი	18
3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები	21
ჩანართი 1. პროდუქტიულობის ზრდა პანდემიის შემდგომ: რა ქმნის განსხვავებას?	21
ჩანართი 2. ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის შესრულება და 2024 წლის პროგნოზების შეფასება.....	24
მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება	27

მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილება

საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს უცვლელად, 8.0 პროცენტზე ინარჩუნებს.

საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა 2025 წლის 29 დეკემბრის სხდომაზე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის (რეფინანსირების განაკვეთი) უცვლელად დატოვების გადაწყვეტილება მიიღო. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი 8 პროცენტს შეადგენს.

საქართველოში, 2023 წლის დასაწყისიდან, ინფლაცია მიზნობრივ 3%-ზე დაბლა ნარჩუნდება. 2024 წლის დეკემბერში ფასების საერთო დონე წლიურად 1.9%-ით გაიზარდა. ინფლაციის მიზნობრივ ფარგლებში შენარჩუნებას, მეტწილად შიდა ეკონომიკური ფაქტორები განაპირობებს. კერძოდ, ეროვნული ბანკის თანმიმდევრული მონეტარული პოლიტიკის შედეგად გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინები სტაბილურია. ადგილობრივად წარმოებული პროდუქტებისა და მომსახურების ფასები, რომელთა ცვლილება შედარებით ხისტია და ყველაზე უკეთ ასახავს გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებს, დაბალი ტემპით იზრდება - წლიურმა ცვლილებამ დეკემბერში 2.2% პროცენტი შეადგინა. ამასთან, 2024 წელს ეკონომიკური აქტივობა ძლიერი იყო და იანვარ-ნოემბერში საშუალო ეკონომიკურმა ზრდამ 9.4% შეადგინა. ეკონომიკურ ზრდაში მნიშვნელოვანი წვლილი ეკონომიკის წარმოების ჯამური პოტენციალის გაუმჯობესებამ შეიტანა, რამაც ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი გარკვეულწილად შეარბილა. საგარეო ფაქტორებიდან, წინა წელთან შედარებით შემცირებული სანავის ფასები ინფლაციას ამცირებს. თუმცა მეორე მხრივ, საერთაშორისო ბაზრებზე საკვები ნედლეულის მზარდი ფასები ადგილობრივ ბაზარს გარკვეულწილად გადმოეცა და წინა თვესთან შედარებით ინფლაცია ზომიერად გაიზარდა.

მიუხედავად ამ ტენდენციებისა, შიდა და გეოპოლიტიკური ტურბულენტობის ფონზე, გაურკვევლობა გაიზარდა, რაც სენტიმენტებზე ახდენს გავლენას. იმ შემთხვევაში თუ არსებული გაურკვევლობა მოკლევადიან პერიოდში აღმოიფხვრება, ხოლო საერთაშორისო ბაზრებზე მიმდინარე მდგომარეობა შენარჩუნდება, 2025 წლის პირველ ნახევარში ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელთან ახლოს იქნება. შემდგომ, ნაწილობრივ საბაზო ეფექტის გავლენითაც, მიზნობრივ მაჩვენებელს დროებით გადააჭარბებს და საშუალოვადიან პერიოდში 3%-ის გარშემო დასტაბილურდება. ეკონომიკური ზრდა კი მის გრძელვადიან ტრენდს, 5%-ს დაუბრუნდება. მოვლენების მსგავსი, შესაძლო განვითარება ბაზრის ამჟამინდელ მოლოდინთან მეტწილად თანხვედრაშია.

იმისათვის, რომ მაღალი გაურკვევლობის პირობებში წარმოქმნილი შესაძლო რისკები ოპტიმალურად მართოს, სებ სხვადასხვა რელევანტურ სცენარსაც განიხილავს. მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა, ერთი მხრივ, განიხილა მაღალი ინფლაციური რისკის სცენარი, რომლის რეალიზების შემთხვევაში ფუნდამენტური პროცესები მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის უფრო მაღალ ტრაექტორიას მოითხოვს, ვიდრე ცენტრალური სცენარი. ეს რისკ სცენარი მოიაზრებს გაურკვევლობის ხანგრძლივად შენარჩუნებას, რაც გეოპოლიტიკურ მდგომარეობას მეტად გამწვავებს. ამ რისკების რეალიზება გარე ფაქტორებიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს გაზრდის, ხოლო ეკონომიკურ ზრდას კი, მის გრძელვადიან ტრენდთან შედარებით, შეანელებს.

მეორე მხრივ, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა განიხილა დაბალი ინფლაციური რისკის სცენარი, რომლის რეალიზების შემთხვევაში ფუნდამენტური პროცესები მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის უფრო დაბალ ტრაექტორიას მოითხოვს, ვიდრე ცენტრალური სცენარი. ეს რისკ-სცენარი მოიაზრებს გეოპოლიტიკური მწვავე მდგომარეობის დევსკალაციას, რაც საგარეო ფაქტორებიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს შეამცირებს, ხოლო ეკონომიკურ ზრდას, შემცირებული სუვერენული რისკის პრემიის ფონზე, გრძელვადიან ტრენდთან შედარებით უფრო მეტად გაზრდის.

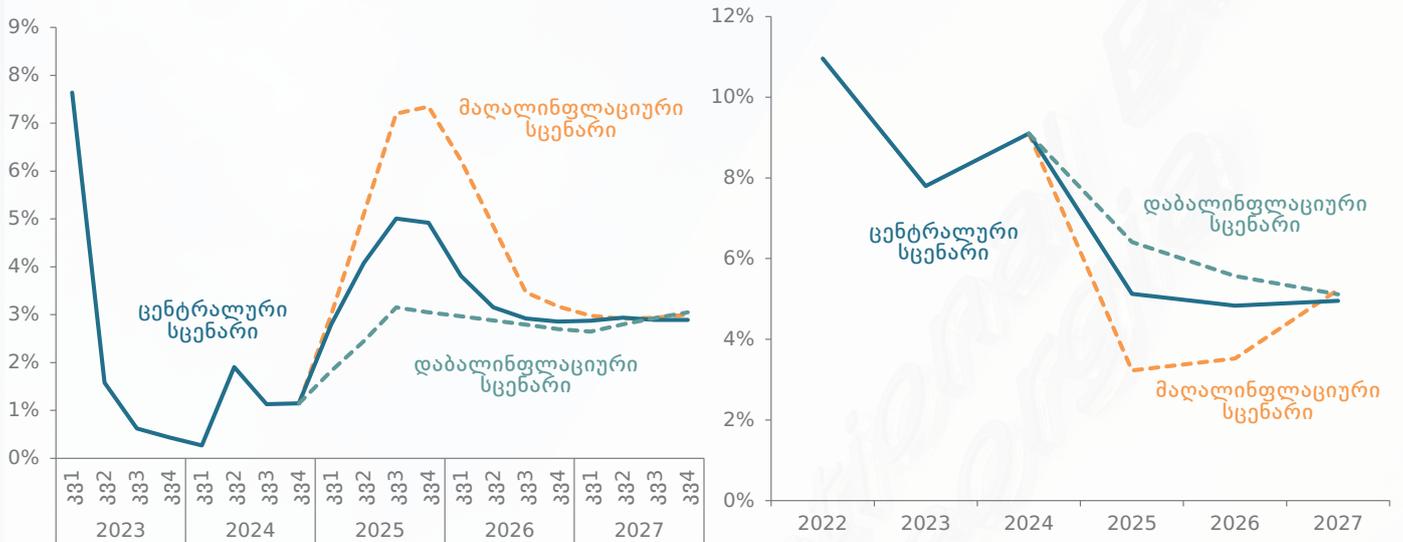
ეკონომიკის მიმდინარე მდგომარეობის ანალიზისა და საპროგნოზო სცენარების ანალიზის შედეგად მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა ოპტიმალურად მიიჩნია განაკვეთის შემდგომი ნორმალიზების მიმართ ფრთხილი მიდგომის არჩევა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი უცვლელად 8%-ზე დატოვა. რისკების მიღევასთან ერთად, პოლიტიკის განაკვეთი ნეიტრალურ 7%-იან დონემდე ეტაპობრივად ნორმალიზდება. თუკი, შემდგომ სხდომაზე, მაკროეკონომიკური მონაცემები რისკების უფრო ინფლაციურ ან დისინფლაციურ რეალიზებას გამოკვეთს, კომიტეტი შესაბამისი სცენარისკენ გადაიხრება.

ნებისმიერ შემთხვევაში, სებ-ი ყველა ინსტრუმენტს გამოიყენებს ფასების სტაბილურობის შესანარჩუნებლად, რაც იმას ნიშნავს, რომ ფასების საერთო დონის ზრდა საშუალოვადიან პერიოდში 3%-თან ახლოს იქნება.

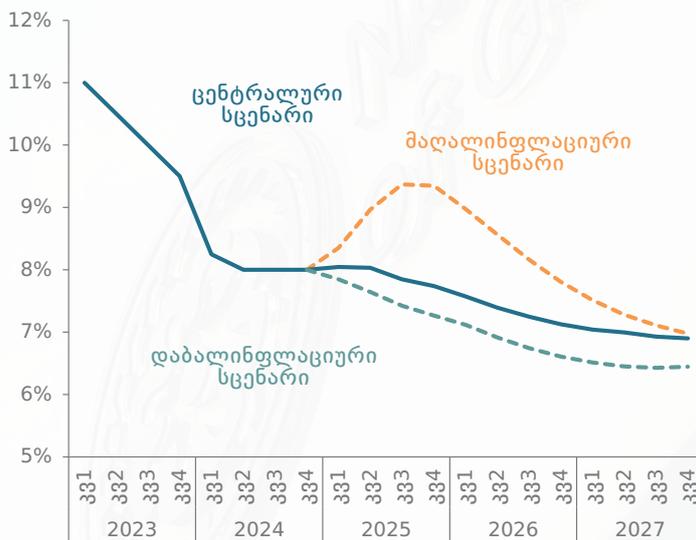
სებ-ის მაკროეკონომიკური სცენარები

ინფლაციის პროგნოზი

რეალური მშპ-ს პროგნოზი

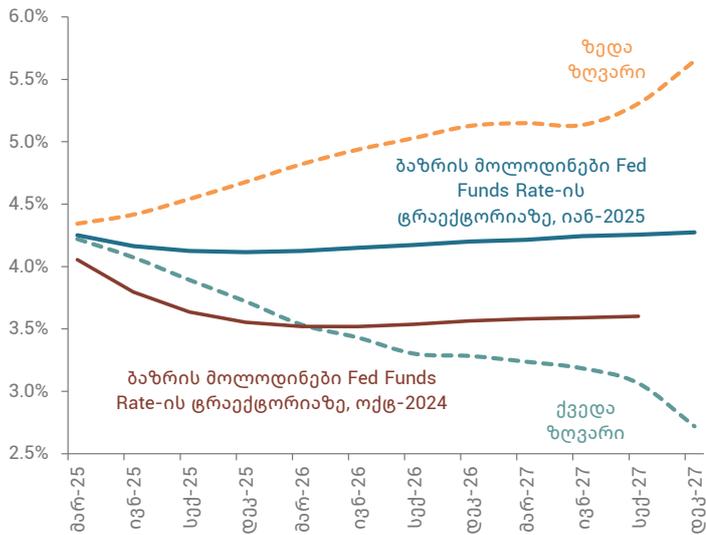


მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი



1. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა

აშშ-ში მოსალოდნელზე მაღალი ინფლაციისა და ეკონომიკური ზრდის გამო, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მოსალოდნელი ტრაექტორია ზრდის მიმართულებით მნიშვნელოვნად გადაიხედა როგორც მოკლე, ისე საშუალოვადიან პერიოდებში.



დიაგრამა 1.1: ბაზრის მოლოდინები ფედერალური სარეზერვო სისტემის პოლიტიკის განაკვეთის ტრაექტორიაზე

წყარო: ატლანტას ფედერალური სარეზერვო ბანკი (Atlanta Fed).

აშშ-ში უფრო მაღალი საპროცენტო განაკვეთების მოლოდინისა და გაზრდილი გაურკვევლობის ფონზე, დოლარის ინდექსი გლობალურად მნიშვნელოვნად გამყარდა.



დიაგრამა 1.2: დოლარის ინდექსი (DXY)

წყარო: ბლუმბერგი.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (სსფ) შეფასებით, გლობალური ეკონომიკური ზრდა 2025-2026 წლებში 3.3% იქნება¹. თუმცა, მიმდინარე გლობალური ეკონომიკური გარემო მაღალი გაურკვევლობითა და რისკებით ხასიათდება.

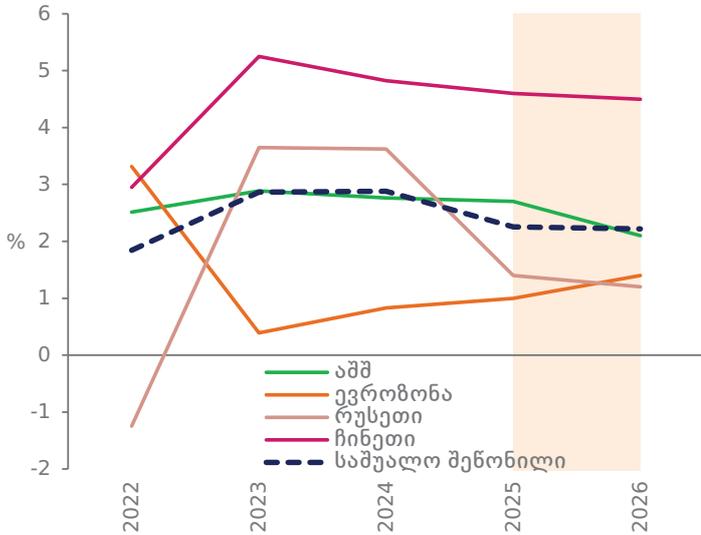
მაღალი გაურკვევლობა ნარჩუნდება აშშ-ის ეკონომიკაშიც. ბოლო პერიოდში, ფედერალური სარეზერვო სისტემის (Fed) პოლიტიკის განაკვეთის მოსალოდნელი ტრაექტორია ზრდის მიმართულებით გადაიხედა გაზრდილი ინფლაციის მოლოდინების გამო (იხ. დიაგრამა 1.1). აღნიშნული განაპირობა, ერთი მხრივ, მოსალოდნელზე ძლიერმა ეკონომიკურმა აქტივობამ, რომლის ძირითადი წყაროც მოხმარებაა და, მეორე მხრივ, აშშ-ის პოლიტიკის შესაძლო ცვლილებებმა, რომელიც უკავშირდება იმიგრაციის შემლუდვას, საგადასახადო შეღავათებსა და სავაჭრო ტარიფებს. ეს უკანასკნელი კი დეგლობალიზაციის რისკებსაც გამოკვეთს, რომელზეც მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლებიც საუბრობენ². ამავდროულად, ზემოხსენებული ცვლილებები აშშ-ის ნეიტრალურ განაკვეთზე ზრდის მიმართულებით მოქმედებს და გლობალურად ფინანსური პირობების გამკაცრებას განაპირობებს.

ასევე, ვინაიდან დოლარი გლობალურად დომინანტურ ვალუტას წარმოადგენს, მაღალი გლობალური გაურკვევლობების ფონზე, მასზე მოთხოვნა გაზრდილია, რაც უკვე აისახა დოლარის ინდექსის (DXY) გამყარებაში (იხ. დიაგრამა 1.2). აღნიშნული კი განვითარებადი ქვეყნებიდან კაპიტალის

1 International Monetary Fund. 2025. The World Economic Outlook Update: Global Growth: Divergent and Uncertain. Washington D.C., January.

2 კრისტოფერ ვოლერი, ფედერალური სარეზერვო სისტემის (Fed) საბჭოს წევრი <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/waller20250108a.htm>

ეკონომიკური პარტნიორებში ეკონომიკური ზრდის მოლოდინები დაბალ დონეზე ნარჩუნდება, რაც ამ ეკონომიკებში, დიდნილად, სტრუქტურული პრობლემებიდან გამომდინარეობს.

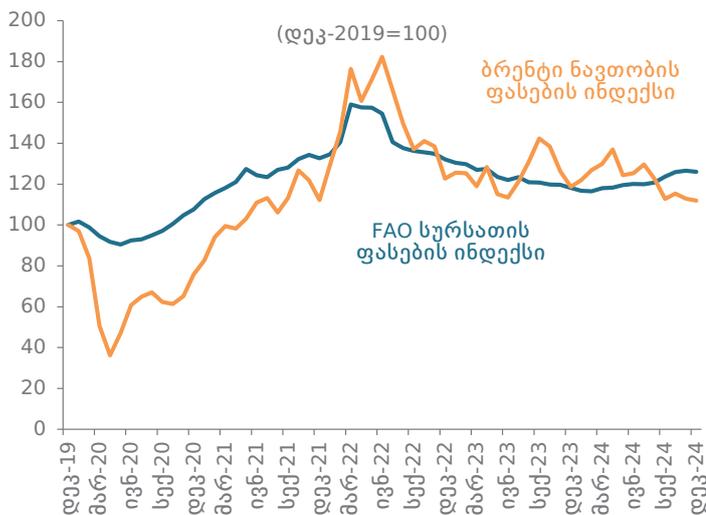


დაიგრამა 1.3: ეკონომიკური პარტნიორი ქვეყნების რეალური მშპ-ის ზრდა*

წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (სსფ), სებ-ის გაანგარიშება.

* საშუალო შენონილი ზრდის წონები განისაზღვრება ქვეყნის წილით საქართველოს საგარეო სავაჭრო ბრუნვაში.

ჩინეთიდან მომდინარე სუსტი მოთხოვნის ფონზე ნავთობის ფასები შემცირების ტენდენციით ხასიათდებოდა, ხოლო სურსათის ფასები გაიზარდა არასახარბიელო კლიმატური პირობების გამო. მეორე მხრივ, მსოფლიოში არსებული მაღალი გაურკვევლობის ფონზე, გლობალური მოთხოვნა მერყეობს. შესაბამისად, სასაქონლო პროდუქტების ფასების საშუალოვადიანი პერსპექტივა გაურკვევლობით ხასიათდება.



დაიგრამა 1.4: საერთაშორისო სასაქონლო ფასები, ინდექსი, დეკ-2019=100

წყარო: FAO, FRED, სებ-ის გაანგარიშება.

გადინების სტიმულს აძლიერებს და ამ ქვეყნებში ნეიტრალურ განაკვეთზე ზრდის მიმართულებით მოქმედებს.

მიმდინარე პერიოდში, ევროზონაში ეკონომიკური აქტივობა შენელებულია, რაც, დიდნილად წარმოების სექტორში არსებული სირთულეებით აიხსნება. მიმდინარე ეკონომიკური აქტივობის მთავარ წყაროდ კი კვლავ მომსახურების სექტორი გვევლინება. ამავდროულად, საშუალოვადიანი პერსპექტივაც გაუარესებულია, რაც სტრუქტურული პრობლემებით აიხსნება (იხ. დიაგრამა 1.3). მოსალოდნელია, რომ აშშ-ის მიერ ტარიფების შესაძლო დანესება პროდუქტიულობის შენელებულ ზრდასა და შემცირებულ კონკურენტუნარიანობას კიდევ უფრო გააუარესებს.

აღსანიშნავია, რომ ჩინეთის ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი მის პოტენციურ დონეს ჩამორჩება, რაც უძრავი ქონების ბაზარზე არსებული გამონვევებით და სამომხმარებლო სენტიმენტების გაუარესებით აიხსნება. ეს ყოველივე კი ადგილობრივ მოთხოვნას ასუსტებს. ევროზონიდან სუსტმა მოთხოვნამ და აშშ-ის მიერ ტარიფების შესაძლო დანესებამ საშუალოვადიან პერიოდში ექსპორტზე დამოკიდებული ეკონომიკების ზრდის პერსპექტივები შეიძლება გააუარესოს.

სსფ-ის შეფასებით, 2024 წელს რუსეთში მაღალი ზრდა დაფიქსირდა, თუმცა, ის, ძირითადად, საომარი ხარჯების ზრდით იყო განპირობებული. თავის მხრივ, მჭიდრო შრომის ბაზრიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხის შესარბილებლად, ცენტრალური ბანკის მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრებულია, რომელიც მაღალი ინფლაციური მოლოდინების გამო შესაძლოა კიდევ უფრო მეტად გამკაცრდეს. ეს ყოველივე ერთობლიობაში, სანქციების მოსალოდნელი გამკაცრების პირობებში, საშუალოვადიან პერსპექტივაში, რუსეთის ეკონომიკური ზრდის მოლოდინებს აუარესებს.

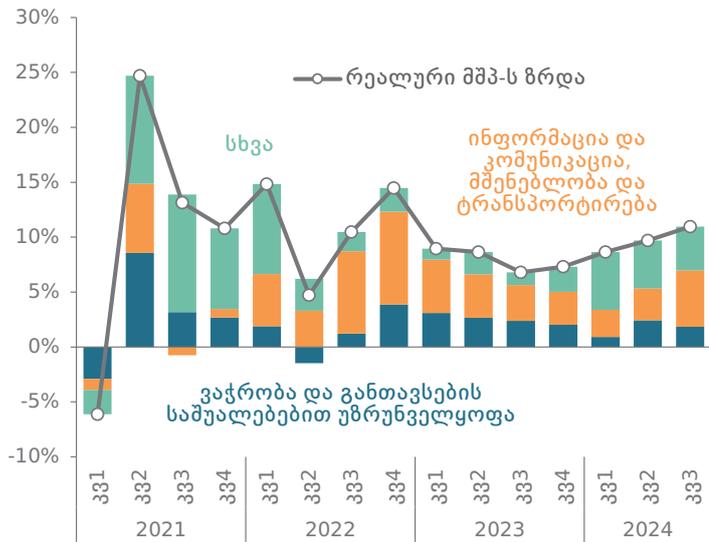
შესაბამისად, ეკონომიკური აქტივობის შენელება ამ ქვეყნებში შეასუსტებს საგარეო მოთხოვნას საქართველოშიც, როგორც პირდაპირი სავაჭრო, ისე ფინანსური არხით და, თავის მხრივ, მიმდინარე ანგარიშის ბალანსზეც უარყოფითად აისახება.

მაღალი გაურკვევლობა ასევე საერთაშორისო სასაქონლო ფასების მერყეობასაც იწვევს. არასახარბიელო კლიმატური პირობების ფონზე, სურსათის ფასები 2024 წელს მზარდი ტენდენციით ხასიათდებოდა, თუმცა მას ნაწილობრივ აბალანსებდა ჩინეთსა და სხვა ნამყვან ეკონომიკებში ერთობლივი მოთხოვნის შესუსტება. რაც შეეხება ნავთობპროდუქტებს, როგორც მიწოდების, ისე მოთხოვნის მხრიდან მომდინარე ფაქტორების გათვალისწინებით, მისი ფასები ნორმალიზებას განაგრძობდა (იხ. დიაგრამა 1.4). თუმცა, ბოლო პერიოდში გარკვეული რყევები შეინიშნებოდა. კერძოდ, რუსეთის მიმართ დაწესებული სანქციების შემდგომ, ბრენტი ნავთობის ფასი მცირედით ზემოთ გადაიხედა. ხოლო, მას შემდეგ, რაც ახლო აღმოსავლეთში ცეცხლის შეწყვეტის შესახებ შეთანხმება დაიდო, შედარებით დასტაბილურდა.

ამ გაურკვევლობის პირობებში, სასაქონლო ფასების სამომავლო დინამიკის შესახებ განსხვავებული მოლოდინები არსებობს. ერთი მხრივ, 2025 წლის მეორე ნახევრიდან, ოპეკის მხრიდან მიწოდებაზე დაწესებული შეზღუდვების მოსალოდნელი მოხსნა და ოპეკის არანევრი ქვეყნების მიერ ნავთობპროდუქტების მიწოდების შესაძლო ზრდა ნავთობის ფასებზე წნეხს შეამსუბუქებს. ამასთან, ახლო აღმოსავლეთში არსებულმა გეოპოლიტიკურმა დაძაბულობამ, მიწოდების ჯაჭვების შეფერხებებმა და გაუარესებულმა კლიმატურმა პირობებმა, შესაძლოა, სურსათის საერთაშორისო ფასებზე ზრდის მიმართულებით იმოქმედოს. შესაბამისად, ერთი მხრივ, საერთაშორისო ბრენტი ნავთობის კლებადი ფასები, სხვა თანაბარ პირობებში, იმპორტირებულ ინფლაციას შეამცირებს (გაცვლითი კურსის ეფექტის გარეშე). ხოლო, მეორე მხრივ, საერთაშორისო სურსათის ფასების შესაძლო ზრდას იმპორტირებულ ინფლაციაზე საპირისპირო ეფექტი ექნება.

2. მიმდინარე მაკროეკონომიკური მდგომარეობის მიმოხილვა და საკროზნო სცენარები

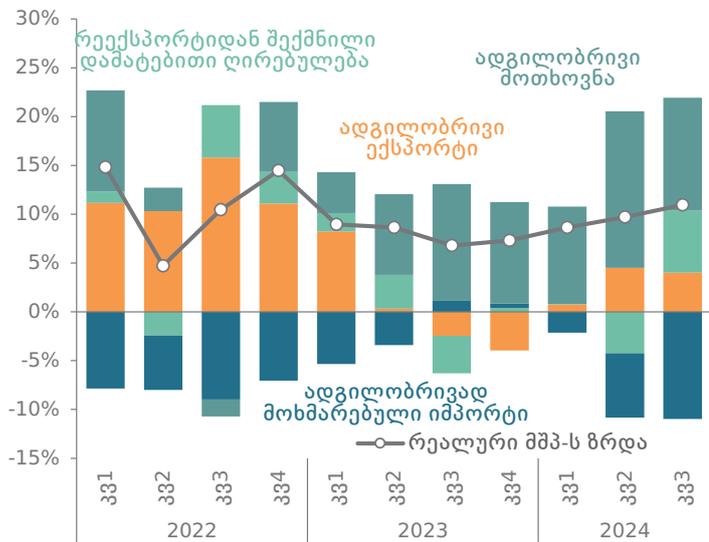
ბოლო წლებში მაღალ ეკონომიკურ ზრდას, ერთი მხრივ, ეკონომიკის სტრუქტურული ცვლილებები განაპირობებდა. მეორე მხრივ, ძლიერი იყო ერთობლივი მოთხოვნა.



დიაგრამა 2.1.1: რეალური მშპ-ს ზრდა სექტორების მიხედვით (წვლილი ზრდაში)

წყარო: სებ, საქსტატი.

ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნის წყარო როგორც საგარეო, ისე შიდა ფაქტორები იყო.



დიაგრამა 2.1.2: რეალური მშპ-ს ზრდა დანახარჯების მიხედვით (წვლილი ზრდაში)

წყარო: სებ, საქსტატი.

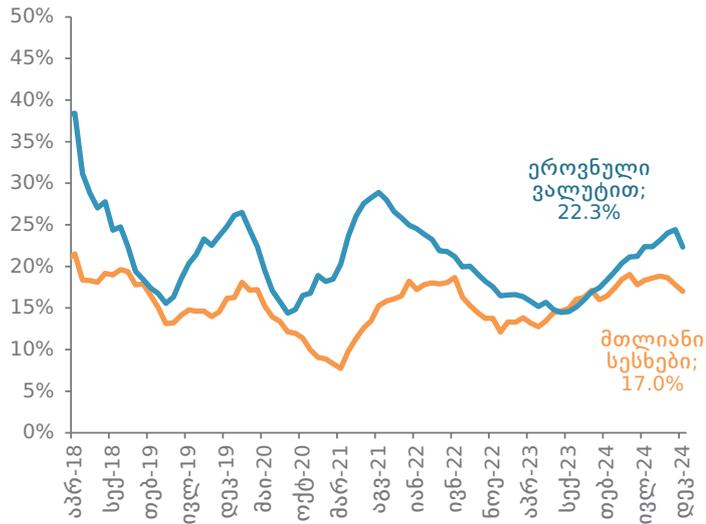
*ადგილობრივი მოთხოვნა მოიცავს ხარჯებს საბოლოო მოხმარებასა და მთლიანი კაპიტალის ფორმირებას (ე.წ. აბსორბცია). რეექსპორტიდან მიღებული დამატებითი ღირებულება მოიპოვებს რეექსპორტიდან მიღებულ შემოსავალს რეექსპორტისთვის განკუთვნილი იმპორტის გამოკლებით. ადგილობრივად მოხმარებული იმპორტი მოიცავს იმპორტს რეექსპორტისთვის განკუთვნილი პროდუქტის გარეშე.

2.1. მიმდინარე მდგომარეობა

წინასწარი შეფასებით, 2024 წელს იანვარ-ნოემბერში ეკონომიკა საშუალოდ 9.4%-ით გაიზარდა. მაღალ ეკონომიკურ ზრდას, ერთი მხრივ, ეკონომიკის სტრუქტურული ცვლილებები განაპირობებდა. კერძოდ, პოსტპანდემიურ პერიოდში გაიზარდა იმ სექტორების წვლილი, რომლებიც შედარებით მაღალი პროდუქტიულობით ხასიათდებოდა. მაგალითად, ინფორმაციისა და კომუნიკაციის, მშენებლობისა და ტრანსპორტირების სექტორების ზრდა მნიშვნელოვნად დაჩქარდა, რამაც ეკონომიკის გრძელვადიანი პოტენციალის ზრდასაც შეუწყო ხელი (იხ. დიაგრამა 2.1.1). მეორე მხრივ, მაღალ ეკონომიკურ აქტივობას, ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნაც განაპირობებდა. შესაბამისად, ეკონომიკურ ზრდაში მაღალი წვლილი შეიტანა ისეთმა სექტორებმაც, როგორებიცაა ვაჭრობა და განთავსების საშუალებებით უზრუნველყოფა.

აღსანიშნავია, რომ ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნა როგორც ადგილობრივი, ისე საგარეო ფაქტორებით იყო განპირობებული (იხ. დიაგრამა 2.1.2). მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზაციის ფონზე, ლარში გაზრდილი საკრედიტო აქტივობა ადგილობრივ მოთხოვნას ასტიმულირებდა. ამასთან ერთად, სებ-ის მიერ არაუზრუნველყოფილი სამომხმარებლო სესხების მაქსიმალური ვადიანობის ზრდამ ლარის სამომხმარებლო სესხები კიდევ უფრო გაააქტიურა, რამაც მთლიანი დაკრედიტება დამატებით გაზარდა (იხ. დიაგრამა 2.1.3). ძლიერ ადგილობრივ მოთხოვნას ხელს უწყობდა რეალური შემოსავლების ზრდაც. 2023 წლიდან რეალური შემოსავლები და ხელფასები მნიშვნელოვნად გაიზარდა, რაც სამომხმარებლო დანახარჯების წყაროა. ხელფასების ზრდა, როგორც პროდუქტიულობის ამაღლებით, ისე წარსული ინფლაციის კომპენსაციით აიხსნება (იხ. ჩანართი 1). თავის მხრივ, მიმდინარე დაბალი ინფლაციური გარემო რეალური ხელფასების ზრდის მაღალ დონეზე შენარჩუნებას უწყობს

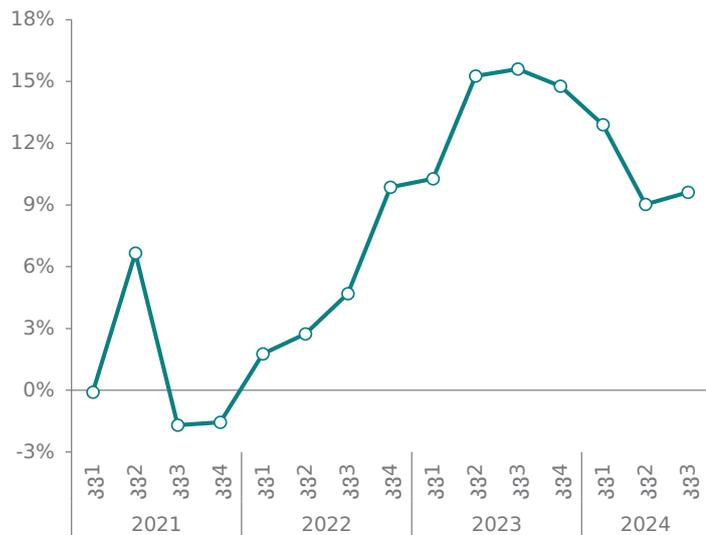
საკრედიტო აქტივობა ადგილობრივი მოთხოვნის ერთ-ერთი წყაროა.



დიაგრამა 2.1.3: სესხების წლიური ზრდის ტემპი (გაცვლითი კურსის ეფექტის გარეშე)

წყარო: სებ.

რეალური ხელფასის მაღალი ზრდა ძლიერ მოხმარებას ასტიმულირებს.



დიაგრამა 2.1.4: რეალური ხელფასის წლიური ზრდის ტემპი*

წყარო: სებ, საქსტატი.

* რეალური ხელფასი მიღებულია ნომინალური ხელფასის ფასების დონით კორექტირებით

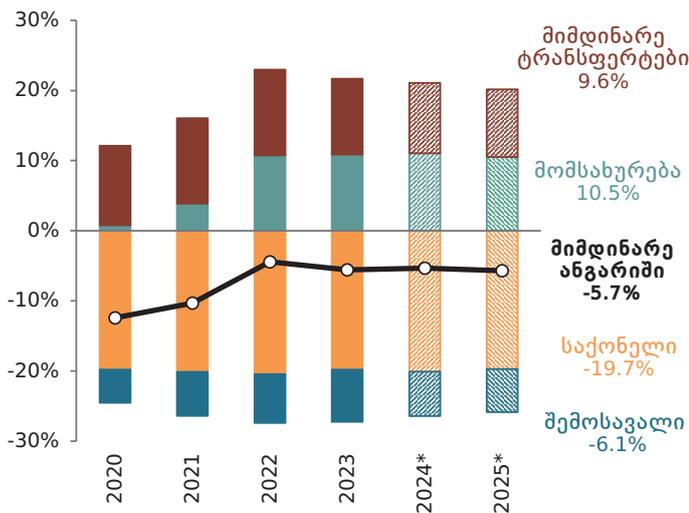
ხელს და მოხმარების ერთ-ერთი წყაროა (იხ. დიაგრამა 2.1.4).

საგარეო მოთხოვნის კუთხით საყურადღებოა საქონლისა და განსაკუთრებით მომსახურების ექსპორტიდან მიღებული შემოსავლების დინამიკა. ბოლო წლებში საქართველოს, როგორც შუა დერეფნის როლის გაზრდამ, საერთაშორისო სავაჭრო გადაზიდვები გაააქტიურა, რამაც ტრანსპორტირების სექტორის როლი კიდევ უფრო გამოკვეთა. 2024 წლის პირველი სამი კვარტლის მონაცემებით, ტრანსპორტირებიდან მიღებული შემოსავლების მშპ-სთან ფარდობა საშუალოდ 5.2%-ს შეადგენს. ასევე, 2022 წლიდან კომპიუტერული და საინფორმაციო მომსახურებიდან მიღებული შემოსავლების მნიშვნელოვნად გაზრდილი დონე, მიმდინარე პერიოდშიც მშპ-სთან მიმართებით შედარებით მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. კერძოდ, 2024 წლის პირველი სამი კვარტლის მონაცემებით, იგი საშუალოდ 1.9%-ს შეადგენს. ამასთანავე, 2024 წელს, მომსახურების ექსპორტს ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლებიც ზრდიდა, კერძოდ, ის წლიურად 7.3%-ით გაიზარდა.

ამავდროულად, ძლიერი მოხმარების შედეგად საქონლის იმპორტიც გაიზარდა, თუმცა წინარე პერიოდებში სამომხმარებლო სახის იმპორტიდან მსუბუქი ავტომობილების შესყიდვებმა მნიშვნელოვნად დაიკლო, ვინაიდან მათი რეექსპორტი მცირე დროითი პერიოდის შემდგომ განხორციელდა და რეექსპორტიდან მიღებული შემოსავლები მოსალოდნელზე მეტად გაზარდა. საქონლის ადგილობრივი ექსპორტიდან მიღებული შემოსავლები წლიურად გაიზარდა, რაც, ნაწილობრივ, წინა წლის საბაზო ეფექტსაც ასახავს. შედეგად, 2024 წელს საქონლის ექსპორტი 7.8%-ით გაიზარდა (იხ. დიაგრამები 2.1.2 და 2.1.5).

ზემოთ ხსენებულის შედეგად, ბოლო შეფასებით, 2024 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის მშპ-სთან ფარდობა მის მდგრად დონესთან ახლოს ნარჩუნდება (მიმდინარე შეფასებით 5-5.5%). აღნიშნული, სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში გაცვლითი კურსის გაუფასურებასთან ერთად, წინარე პერიოდებში ლარის ნომინალურად გამყარებული გაცვლითი კურსის

ბოლო შეფასებით, 2024-2025 წლებში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მის მდგრად დონესთან ახლოს შენარჩუნდება.

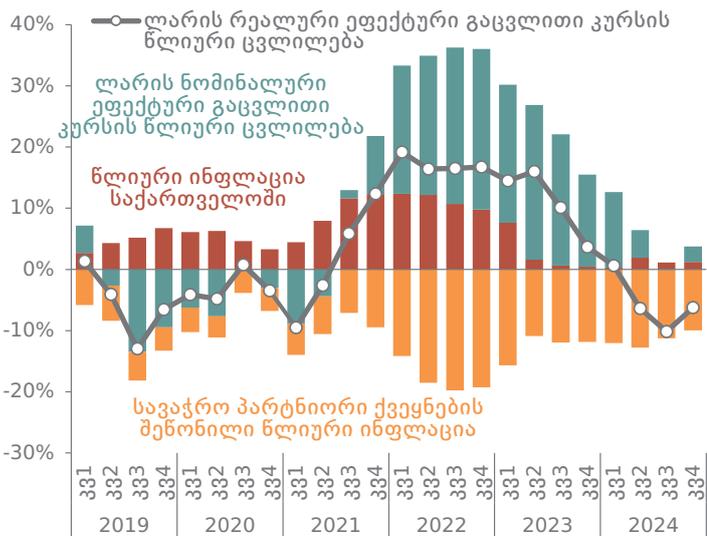


დიაგრამა 2.1.5: მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის დეკომპოზიცია (% მშპ-თან)*

წყარო: სებ.

* BPM5-ის მიხედვით

2024 წელს რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი უფასურდებოდა როგორც ინფლაციის დიფერენციალის, ისე ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ზეგავლენით და, მიმდინარე შეფასებით, მის წონასწორულ დონეს უახლოვდებოდა.



დიაგრამა 2.1.6: ლარის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის წლიური ცვლილების დეკომპოზიცია*

წყარო: სებ, საქსტატი.

* რეალური გაცვლითი კურსი და მისი კომპონენტები წარმოდგენილია ლოგარითმული სიდიდეების სახით და, შესაბამისად, მათი წლიური ცვლილებები პროცენტული ცვლილებების პირველი რიგის მიახლოებაა.

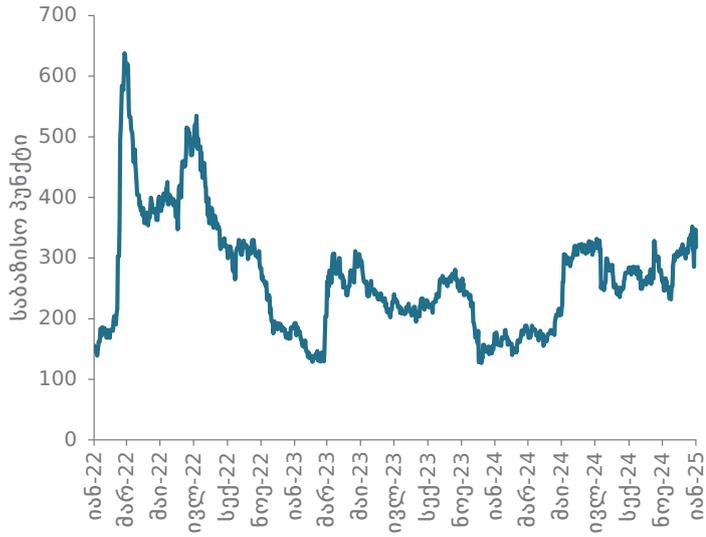
შენარჩუნებასაც უწყობდა ხელს (იხ. დიაგრამა 2.1.6). ბოლო პერიოდში კი, წლიურ დონეზე გამყარებული ნომინალური კურსის ეფექტის მიღებისა და ადგილობრივი დაბალი ინფლაციური გარემოს ფონზე, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი წლიურ დონეზე გაუფასურდა, თუმცა, მიმდინარე შეფასებით, მის წონასწორულ დონეზე კვლავ მაღლა ნარჩუნდება.

თავის მხრივ, გაზრდილი გაურკვევლობა სენტიმენტებზე აისახება, რაც გარკვეული ინდიკატორების მერყეობაში გამოვლინდა. კერძოდ, 2024 წლის ბოლოს გაიზარდა საქართველოსა და აშშ-ს მთავრობების დოლარში დენომინირებული 5-წლიანი ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობებს შორის სხვაობა, რაც შესაძლოა სუვერენული რისკის ზრდაზე მიუთითებდეს (იხ. დიაგრამა 2.1.7). თუმცა ამ ეტაპზე მისი დონე წონასწორულთან ახლოს ნარჩუნდება და 2025 წლის დასაწყისში მცირედით კლებაც კი გამოიკვეთა.

აღსანიშნავია დოლარის გლობალური ინდექსის გამყარებაც. აშშ-ში მოსალოდნელზე მაღალი ინფლაციისა და ძლიერი ეკონომიკური აქტივობიდან გამომდინარე, გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკიდან გამოსვლის ტემპი შენელებულია, რაც ფინანსური პირობების გამკაცრებაში აისახა. მიმდინარე პერიოდში, გლობალურად გაზრდილი გაურკვევლობა და შიდა ვითარება, გაცვლითი კურსის მერყეობასთან ერთად, როგორც იურიდიულ პირებს, ისე შინამეურნეობებს მათი კაპიტალის დომინანტურ ვალუტაში შენახვისკენ უბიძგებს. ამას, თავის მხრივ, უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტებზე გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთებიც უწყობს ხელს (იხ. დიაგრამა 2.1.8). ეს ყოველივე კი, ბოლო პერიოდში დეპოზიტების დოლარიზაციის დინამიკაში გამოჩნდა (იხ. დიაგრამა 2.1.9).

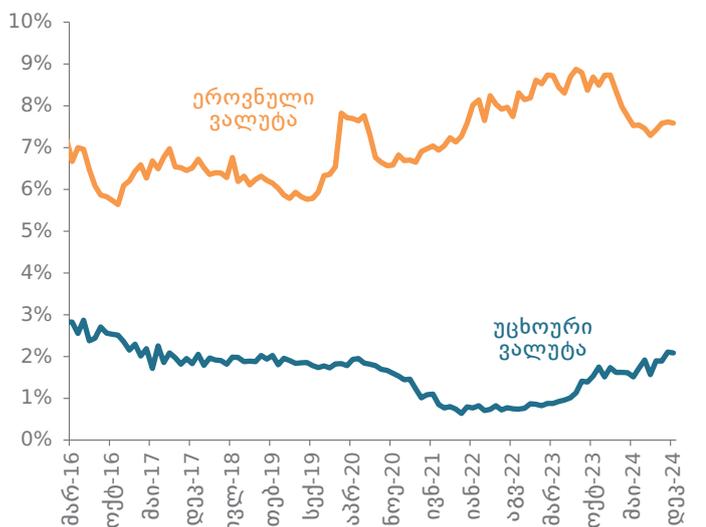
საბოლოოდ, მაღალი გაურკვევლობის ფონზე ცალკეული რისკები გამოიკვეთა, თუმცა მიმდინარე ეტაპზე ინფლაციურ წნეხში მნიშვნელოვნად არ მატერიალიზებულა. ინფლაცია კვლავ მიზნობრივ, 3%-ზე დაბლა ნარჩუნდება. დაბალ ინფლაციას შიდა ეკონომიკური ფაქტორები განაპირობებს. კერძოდ, ადგილობრივად წარმოებული საქონლისა და მომსახურების ინფლაცია

გაურკვევლობის ზრდის ფონზე, 2024 წლის მეორე ნახევარში ქვეყნის სუვერენული რისკის პრემია წლის დასაწყისთან შედარებით გაიზარდა, თუმცა წონასწორულ დონესთან ახლოს ნარჩუნდება.



დიაგრამა 2.1.7: საქართველოსა და აშშ-ს მთავრობების დოლარში დენომინირებული 5-წლიანი ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობებს შორის სხვაობა
წყარო: ბლუმბერგი, სებ.

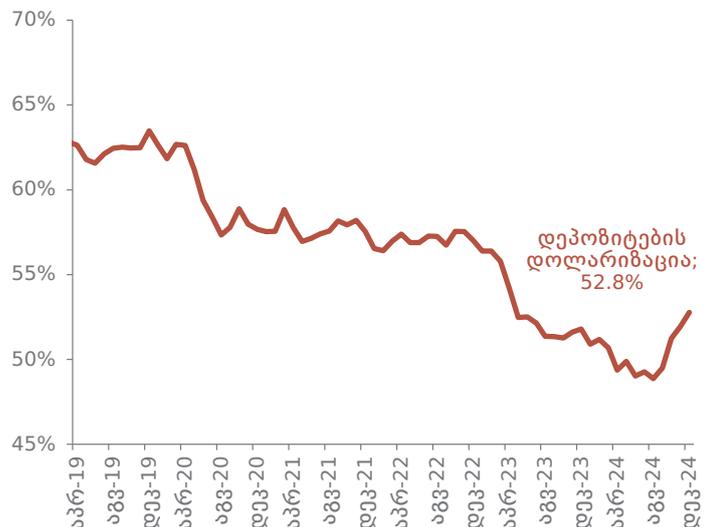
აშშ-ში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მოსალოდნელი ტრეფეტორიის ზრდის მიმართულებით გადახედვა უცხოური ვალუტის დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდაშიც აისახა.



დიაგრამა 2.1.8: ეროვნულ და უცხოურ ვალუტაში გაცემული დეპოზიტების ნაკადებზე საპროცენტო განაკვეთები
წყარო: სებ.

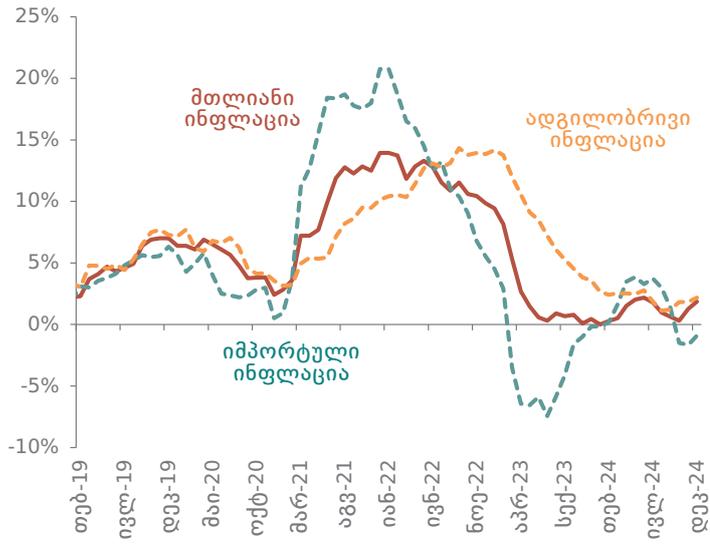
მიზნობრივი მაჩვენებლის ფარგლებშია, რაც გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობაზე მიუთითებს. ამასთან, გასულ წელს ეკონომიკის ჯამური პოტენციალის გაუმჯობესებამ, ერთი მხრივ, მაღალი ერთობლივი მოთხოვნიდან მომდინარე წნეხი გარკვეულწილად შეარბილა. მეორე მხრივ, ეკონომიკის პროდუქტიულობის ზრდამ ფირმების დანახარჯებზე და, შესაბამისად, საბოლოო ფასებზე წნეხიც შეამსუბუქა. რაც შეეხება საერთაშორისო ბაზრების ტენდენციებსა და მათ გავლენას, წინა წელთან შედარებით შემცირებული სანვავის ფასები იმპორტირებული საქონლის დეფლაციას განაპირობებს (იხ. დიაგრამა 2.1.10). თუმცა საერთაშორისო ბაზრებზე ბოლო პერიოდში გაზრდილი საკვები ნედლეულის ფასები, როგორცაა მხესუმზირის ზეთი და შაქარი, ადგილობრივ ბაზარს გარკვეულწილად გადმოეცა და წინა თვეებთან შედარებით ინფლაცია ზომიერად გაზარდა. (იხ. დიაგრამა 2.1.11).

ბოლო პერიოდში, გაზრდილი გაურკვევლობა დეპოზიტების დოლარიზაციის ზრდაში აისახა.



დიაგრამა 2.1.9: დეპოზიტების დოლარიზაცია (გაცვლითი კურის ეფექტის გამორიცხვით)
წყარო: სებ.

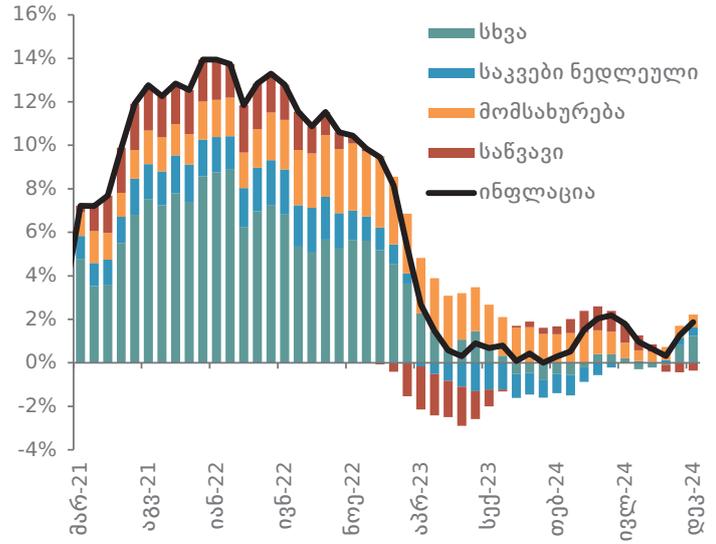
ინფლაცია მიზნობრივზე დაბალ დონეზე ნარჩუნდება, როგორც ადგილობრივი, ისე იმპორტირებული კომპონენტების ხარჯზე.



დიაგრამა 2.1.10: მთლიანი, ადგილობრივი და იმპორტირებული წლიური ინფლაციები

წყარო: სებ, საქსტატი.

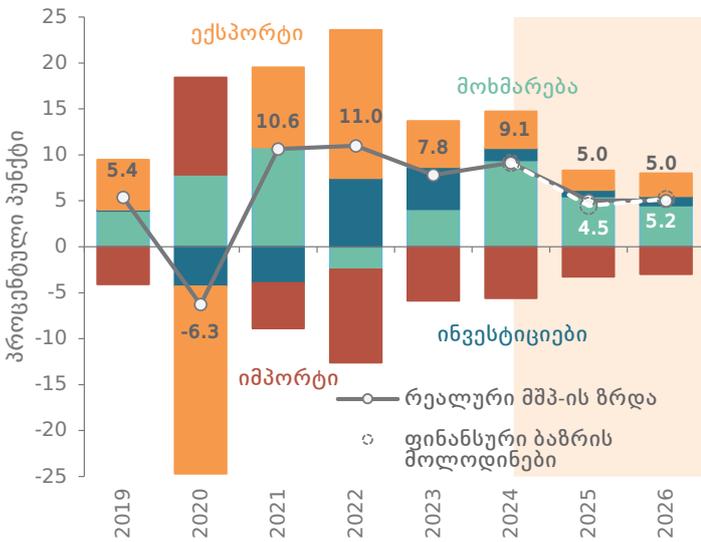
ბოლო პერიოდში საერთაშორისო ბაზრებზე გაზრდილი საკვები ნედლეულის ფასები, წინა თვეებთან შედარებით, ინფლაციას ზომიერად ზრდის.



დიაგრამა 2.1.11: ინფლაცია კომპონენტების მიხედვით წყარო: სებ, საქსტატი.

2.2. ცენტრალური სცენარი

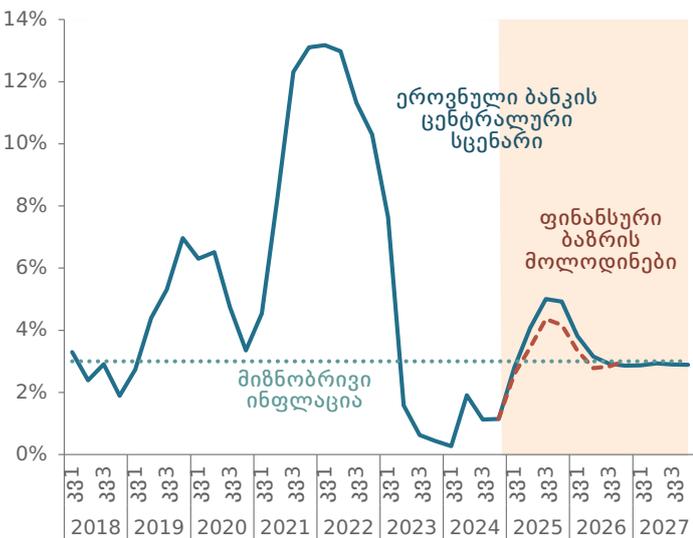
ცენტრალური სცენარით, 2025 წლიდან ეკონომიკური აქტივობა მისი გრძელვადიან 5%-იან დონესთან დასტაბილურდება.



დიაგრამა 2.2.1. რეალური მშპ-ის ზრდის ცენტრალური სცენარი და ფინანსური ბაზრის მოლოდინები ეკონომიკური აქტივობაზე.

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები, საქსტატი.

ცენტრალური სცენარით, 2025 წელს იმპორტირებული ინფლაციისა და წინა წლის საბაზო ეფექტის გათვალისწინებით, საშუალო წლიური ინფლაცია 4.2%-ის ფარგლებში იქნება. ინფლაციის მოსალოდნელი ტრაექტორია თანხვედრაშია ფინანსური ბაზრის მოლოდინებთან.



დიაგრამა 2.2.2. წლიური ინფლაციის ცენტრალური სცენარი და ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა ინფლაციური მოლოდინები

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები, საქსტატი.

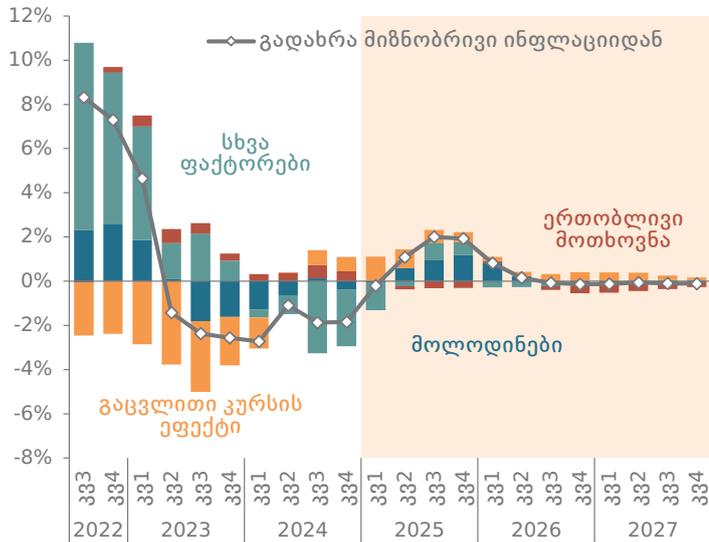
ცენტრალური სცენარი ითვალისწინებს მიმდინარე, მრავალმხრივი ტიპის ინფორმაციას, მათ შორის ადგილობრივი ფინანსური და გლობალური ბაზრების მოლოდინებს, და მოიაზრებს ამ ინფორმაციასთან თავსებადი რისკების შესაძლო რეალიზებას.

გლობალური ეკონომიკის კუთხით, აშშ-ში გაურკვევლობის ფონზე საპროცენტო განაკვეთების ზრდისკენ გადახედვა მსოფლიოს მასშტაბით ფინანსური პირობების გამკაცრებას იწვევს. ეს, თავის მხრივ, ზრდის გლობალური ეკონომიკური აქტივობის შენელების რისკებს. საქართველოზე, როგორც მცირე ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყანაზე, ამ რისკების გავლენა გარდაუვალია, თუმცა მისი გადაცემის მასშტაბი დამოკიდებული იქნება გეოპოლიტიკური ტურბულენტობისა და ადგილობრივი გაურკვევლობის ხანგრძლივობაზე. ამგვარი გაურკვევლობა ქმნის როგორც სუვერენული რისკის პრემიის ზრდის, ისე ეკონომიკური აქტივობის შენელების რისკებს, რაც მათ წინმსწრებ ინდიკატორებში ნაწილობრივ გამოვლინდა. შესაბამისად, ცენტრალური სცენარი, მომავალში ამ რისკების ზომიერ რეალიზებას მოიაზრებს. კერძოდ, როგორც შიდა, ისე გარე გაურკვევლობის ფონზე, 2025 წლის პირველ კვარტალში სამომხმარებლო და ბიზნეს განწყობები წინა თვეებთან შედარებით დაბალ დონეზე შენარჩუნდება.

მაღალი გაურკვევლობა მოკლევადიანად დაზოგვისადმი გაზრდილ მიდრეკილებაშიც აისახება და, რეალური შემოსავლების მოსალოდნელი ზრდის ტემპის შენელების პარალელურად, ადგილობრივი მოხმარების ნორმალიზებას დააჩქარებს. შედეგად, მიმდინარე წელს ჭარბი მოთხოვნა სრულად აღმოიფხვრება, რასაც დისინფლაციური ეფექტი ექნება. ამასთანავე, მოკლევადიანად შენარჩუნებული გაურკვევლობა საინვესტიციო განწყობებზეც აისახება. საბოლოოდ, აღნიშნული სცენარით, 2025 წლის ზრდაში როგორც ადგილობრივი, ისე საგარეო მოთხოვნის წვლილი შემცირდება და ეკონომიკა დაუბრუნდება მის გრძელვადიან 5%-იან ზრდის ტემპს.

აღსანიშნავია, რომ ფინანსურ ბაზარზე ეკონომიკური ზრდის შესახებ მოლოდინები,

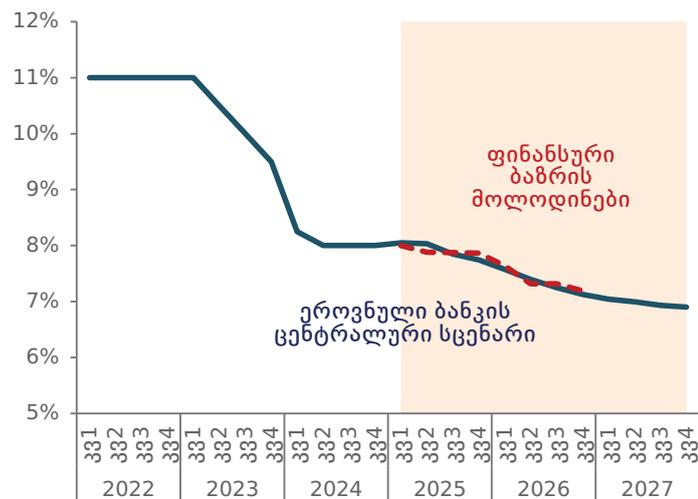
ცენტრალური სცენარით, ერთობლივი მოთხოვნა დისინფლაციური იქნება. თუმცა, წინა წლის საბაზო ეფექტისა და იმპორტირებული საქონლის დისინფლაციური გავლენის მიღების შედეგად, ინფლაცია მოკლევადიან პერიოდებში მიზნობრივ დონეს გადააჭარბებს და 2025 წლის ბოლოდან მასთან ახლოს დასტაბილურდება.



დიაგრამა 2.2.3. ცენტრალური სცენარით წლიური ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრის დეკომპოზიციის

წყარო: სებ, საქსტატი.

ცენტრალური სცენარით, მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზაცია ინფლაციური რისკების მიღების პარალელურად დაინწყება, რაც ფინანსურ ბაზარზე არსებულ მოლოდინებთან თანხვედრაშია.



დიაგრამა 2.2.4. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცენტრალური სცენარი და ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა მოლოდინები

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა.

2025 წლის 9 იანვრის მდგომარეობით, დიდწილად თანხვედრაშია სებ-ის ცენტრალური სცენართან, რასაც ამ ბაზრის წარმომადგენელთა მაკროეკონომიკური პროგნოზების კვლევა ცხადყოფს (იხ. დიაგრამა 2.2.1).

რაც შეეხება ინფლაციურ მოლოდინებს, სებ-ის ცენტრალური სცენარით, 2025 წელს იმპორტირებული საქონლიდან მომდინარე დისინფლაციური ეფექტის ამოწურვის გამო ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელამდე გაიზრდება. შემდგომ, ნაწილობრივ წინა წლის საბაზო ეფექტის გათვალისწინებით, ის წლის მეორე ნახევარში 3%-იან მიზნობრივ დონეს დროებით გადააჭარბებს და საშუალოდ 4.2%-ის ფარგლებში იქნება. წლის ბოლოდან კი ინფლაცია მიზნობრივ დონესთან დასტაბილურებას დაიწყებს (იხ. დიაგრამა 2.2.2). ცენტრალური სცენარის მიხედვით, ინფლაციის მოსალოდნელ დინამიკას სხვადასხვა მიმართულებით მოქმედი ფაქტორები განაპირობებს. კერძოდ, 2025 წლის პირველ კვარტალში შენარჩუნებული მაღალი გაურკვევლობა საგარეო შემოღინებების ზრდის ტემპს შეანელებს, რაც მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს ზომიერად გააღრმავებს. ეს იმპორტირებული საქონლის არხით ინფლაციაზე ზრდის მიმართულებით იმოქმედებს. თუმცა, ჭარბი ერთობლივი მოთხოვნის აღმოფხვრა მას ნაწილობრივ დააბალანსებს.

ამასთანავე, როგორც აღინიშნა, გეოპოლიტიკური ვითარება მნიშვნელოვნად აისახება საერთაშორისო სასაქონლო პროდუქტების ფასების დინამიკაზე. ამ ეტაპზე, ცენტრალური სცენარი ეყრდნობა ბრენტის ნავთობის საერთაშორისო ფასზე ამერიკის ენერჯო ინფორმაციის ადმინისტრაციის (EIA) მოლოდინებს, რომლის მიხედვითაც მომდევნო წლებში ნავთობპროდუქტებზე ფასები ნელ შემცირებას განაგრძობს, რაც ადგილობრივი სანვავის ფასებზეც შემცირების მიმართულებით იმოქმედებს. რაც შეეხება საერთაშორისო სურსათის ფასების ინდექსს, კლიმატური და გეოპოლიტიკური ვითარების გათვალისწინებით, ცენტრალურ სცენარში მოიაზრება, რომ იგი ნავთობპროდუქტებთან შედარებით უფრო ნელა ნორმალიზდება და მისი დისინფლაციური ეფექტიც უფრო ნაკლები იქნება (იხ. დიაგრამა 2.2.3).

აღსანიშნავია, რომ ეკონომიკური ზრდის

მაღალი ინფლაციური სცენარი ეფუძნება როგორც გეოპოლიტიკური მდგომარეობის, ისე შიდა სენტიმენტების ცენტრალურ სცენართან შედარებით კიდევ უფრო მეტად გაუარესებას, დეგლობალიზაციის ტენდენციების გააქტიურებას და სასაქონლო ბაზრებიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს.

მაღალი ინფლაციური რისკები	
» გეოპოლიტიკური ვითარების ხანგრძლივად მწვავე დონეზე შენარჩუნება	
» სენტიმენტების გაუარესება	
რისკების რეალიზების ინდიკატორები	ინფლაციაზე გავლენა
რისკ პრემიის ზრდა და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების გაძვირება	↑
მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუარესება	↑
საერთაშორისო ბაზრებზე სასაქონლო პროდუქტების მაღალი ფასები	↑
საინვესტიციო და სამომხმარებლო დანახარჯების შენელება	↓
გავლენის ზომა	
ნიეტრალური	დაბალი
საშუალო	მაღალი
↑	ინფლაციის ზრდა
→	ინფლაციის იგივე დონე
↓	ინფლაციის შემცირება

ცხრილი 2.3.1 მაღალი ინფლაციური სცენარის რისკების ტაქსონომია.

წყარო: სებ

მოლოდინების მსგავსად, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა ინფლაციური მოლოდინებიც თანხვედრაშია სებ-ის ცენტრალურ სცენართან. კერძოდ, არსებული მდგომარეობისა და რისკების გათვალისწინებით, **ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა 2025 წლის საშუალო ინფლაციური მოლოდინები 2024 წლის ოქტომბრის კვლევასთან შედარებით, 0.3 პპ-ით ზრდის მიმართულებით გადაიხედა 3.6%-მდე** (იხ. დიაგრამა 2.2.2).

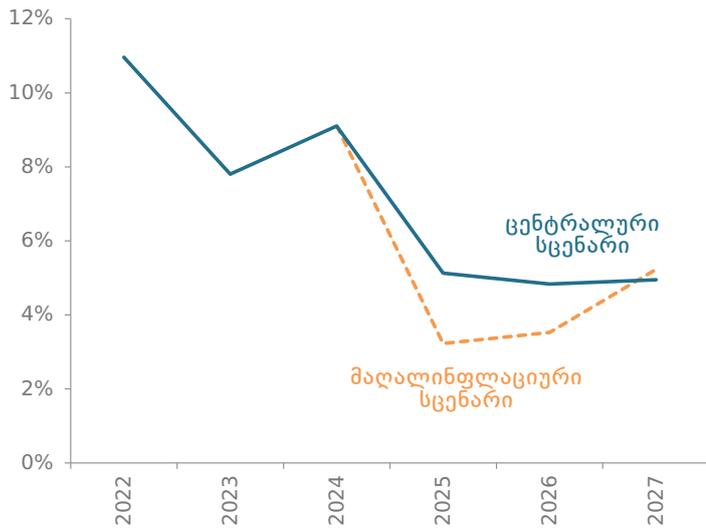
ცენტრალური სცენარით, მოკლევადიან პერიოდში გაზრდილი გაურკვევლობებისა და ამის ფონზე შედარებით მომატებული ინფლაციური რისკის პირობებში, რასაც ფინანსური ბაზრის პროგნოზების ტრაექტორიაც ცხადყოფს, რისკების მინიმიზაციის მიზნით, **მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი შემდგომი ორი კვარტალი, სხვა თანაბარ პირობებში, უცვლელად შენარჩუნდება**. ინფლაციური რისკების მიღწევის ფონზე კი, საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ნელ ნორმალიზებას წლის მეორე ნახევრიდან დაიწყებს, რაც ფინანსურ ბაზარზე არსებულ მოლოდინებთან მეტწილად თანხვედრაშია (იხ. დიაგრამა 2.2.4).

2.3. მაღალი ინფლაციური სცენარი

როგორც გლობალურად, ისე ადგილობრივად მაღალი ტურბულენტობის ფონზე, მაკროეკონომიკური პროგნოზები განსაკუთრებული ბუნდოვანებით ხასიათდება. გაურკვევლობის ფონზე, მონეტარული პოლიტიკის კვლავაც მაღალი ეფექტურობით წარმართვის უზრუნველსაყოფად განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება რისკ სცენარების ანალიზს და მათზე საპასუხოდ, ოპტიმალური პოლიტიკის რეაგირების განსაზღვრასა და მის კომუნიკაციას. თავის მხრივ, ეკონომიკაში არსებული რისკები არაერთგვაროვანია და რეალიზების შემთხვევაში პოლიტიკის შესაბამის რეაგირებას საჭიროებს.

მაღალი ინფლაციური სცენარი ისეთივე რელევანტურია, როგორც ცენტრალური სცენარი. კერძოდ, ისიც მოიაზრებს მიმდინარე მონაცემებით იდენტიფიცირებულ ინფლაციურ რისკებს, თუმცა გაურკვევლობის გამო განიხილავს ამ რისკების უფრო მწვავე რეალიზებას. კერძოდ, ის ეფუძნება როგორც

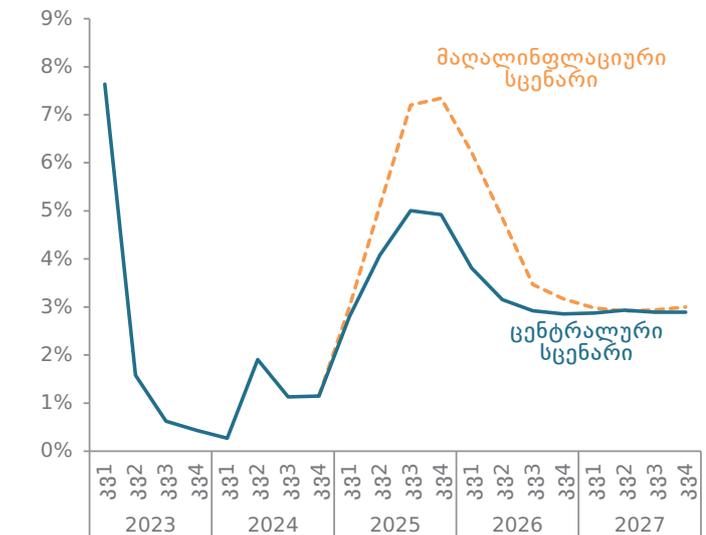
გაზრდილი ტურბულენტობის ფონზე 2025 და 2026 წლებში ეკონომიკის ზრდა, შესაბამისად, 3% და 3.5%-მდე შემცირდება.



დიაგრამა 2.3.1. რეალური მშპ-ს ზრდა ცენტრალური და მაღალი ინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სებ, საქსტატი.

გაზრდილი გაურკვევლობა, დეგლობალიზაციის ტენდენციების გააქტიურება და სასაქონლო ბაზრებზე მზარდი ფასები მონეტარული პოლიტიკის ჰორიზონტზე მნიშვნელოვნად გაზრდის ინფლაციურ წნეხს.



დიაგრამა 2.3.2. წლიური ინფლაცია ცენტრალური და მაღალი ინფლაციური სცენარების მიხედვით

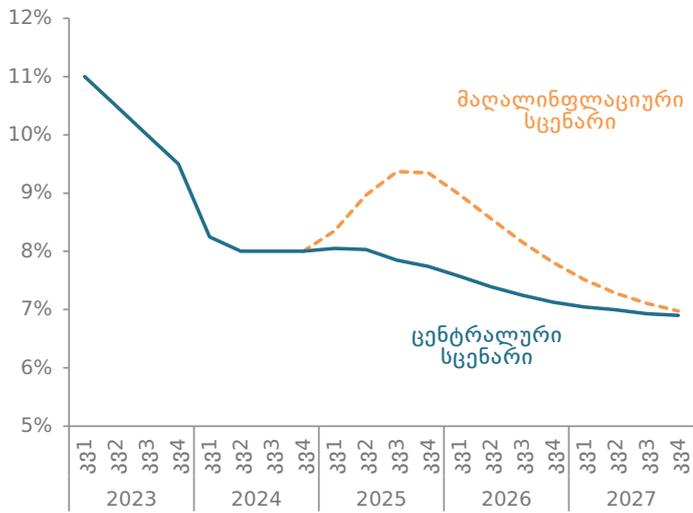
წყარო: სებ, საქსტატი.

გეოპოლიტიკური, ისე შიდა ვითარების ცენტრალურ სცენართან შედარებით კიდევ უფრო მეტად გაუარესებას, დეგლობალიზაციის ტენდენციების გააქტიურებას და სასაქონლო ბაზრებიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს (იხ. ცხრილი 2.3.1). მსოფლიოში გეოპოლიტიკური დაძაბულობის არაერთი კერის არსებობის კვალდაკვალ, როგორც აღინიშნა, ჩვენი სავაჭროპარტნიორი ქვეყნების რეალური მშპ-ის ზრდა შენელებულია. მაღალი ინფლაციური სცენარი სწორედ ამ დინამიკის ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო მეტად შენელებას და შემცირებულ საგარეო შემოდინებებს მოიაზრებს. ამასთან, როგორც გეოპოლიტიკური, ისე შიდა ტურბულენტობის ზრდა გაუარესებს ქვეყნისა და რეგიონის რისკის პრემიას. ეს კი საინვესტიციო და სამომხმარებლო დანახარჯებს შეამცირებს, რაც თავის მხრივ, საშუალოვადიან პერიოდში, უარყოფითად აისახება როგორც ეკონომიკის, ასევე მისი პოტენციალის ზრდაზე. საბოლოოდ, **2025 და 2026 წლებში ეკონომიკის ზრდა, შესაბამისად, 3% და 3.5%-მდე შემცირდება** (იხ. დიაგრამა 2.3.1).

საყურადღებოა აშშ-ის ეკონომიკური პერსპექტივაც, სადაც გაჭიანურებულია პირადი მოხმარების ხარჯების (PCE) ინფლაციის შემცირება, ხოლო ეკონომიკური აქტივობა საკმაოდ ძლიერია. ამ ფონზე, საგადასახადო, სატარიფო და საიმპორაციო პოლიტიკაში დაანონსებული ცვლილებების განხორციელება მნიშვნელოვნად შეანელებს ფედერალური სარეზერვო სისტემის განაკვეთის ნორმალიზების პროცესს. ეს უკანასკნელი კი განვითარებად ეკონომიკებში კაპიტალის გადინების რისკს გააჩენს და კიდევ უფრო მეტად გაამწვავებს შემცირებული საგარეო შემოდინებების დინამიკას. აღნიშნული, სხვა თანაბარ პირობებში, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის გათვალისწინებით, უფრო მეტად გააძლიერებს ინფლაციურ წნეხს გაცვლითი კურსის არხით. თავის მხრივ, სუვერენული რისკის ზრდის ფონზე, გაღრმავებული მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დასაფინანსებლად საგარეო რესურსის მოზიდვა კიდევ უფრო გაძვირდება.

ამ მაღალი ინფლაციური სცენარის რეა-

ინფლაციის ან/და ინფლაციური მოლოდინების ზრდის მიმართ ეროვნულ ბანკს დაბალი ტოლერანტობა აქვს, რაც რისკების მინიმიზაციის მიდგომით მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებასა და საჭიროების შემთხვევაში დამატებითი ინსტრუმენტების გამოყენებაში გამოიხატება.



დიაგრამა 2.3.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ცენტრალური და მაღალი ინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სეპ.

ლიზების შემთხვევაში, ინფლაცია 2025 და 2026 წლებში, შესაბამისად 5.7%-სა და 4.4%-ს მიაღწევს (იხ. დიაგრამა 2.3.2).

ინფლაციური მოლოდინების ზრდის მიმართ ეროვნულ ბანკს დაბალი ტოლერანტობა აქვს, რაც რისკების მინიმიზაციის მიდგომით მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებაში და, საჭიროების შემთხვევაში, დამატებითი ინსტრუმენტების გამოყენებაში გამოიხატება. კერძოდ, ამ შემთხვევაში, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ტრაექტორია მომდევნო 2 წლის განმავლობაში, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, საშუალოდ 1.1 პპ-ით ზემოთ აინეწვს და ნორმალიზაციას, ნელი ტემპით, მხოლოდ ინფლაციური გარემოს დასტაბილურების კვალდაკვალ მოახდენს (იხ. დიაგრამა 2.3.3).

2.4. დაბალი ინფლაციური სცენარი

დაბალი ინფლაციური სცენარი მოიაზრებს იმ რისკების რეალიზებას, რომლებიც ცენტრალურ სცენართან შედარებით ნაკლებად ინფლაციურია (იხ. ცხრილი 2.4.1). კერძოდ, ამ სცენარით მიმდინარე პერიოდში გაზრდილი გეოპოლიტიკური და შიდა ტურბულენტობა შედარებით სწრაფად ნორმალიზდება, რაც სხვა თანაბარ პირობებში, საშუალოვადიან პერიოდში როგორც რეგიონის, ისე ქვეყნის რისკიანობის შედარებით დაბალ დონეზე შენარჩუნებას განაპირობებს. აღნიშნული კი, მიმდინარე ანგარიშის მდგრად დონესთან შენარჩუნების ფონზე, შეამცირებს წნეხს გაცვლით კურსზე. ამავდროულად, გაურკვევლობის შემცირება სენტიმენტებზეც დადებითად აისახება, რაც ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო ძლიერ ერთობლივ მოთხოვნას უზრუნველყოფს.

ამასთანავე, გაურკვევლობის სწრაფი აღმოფხვრა საინვესტიციო განწყობებზე დადებითად აისახება. შესაბამისად, მეტწილად, მიწოდების მხარის ფაქტორები კვლავაც ეკონომიკური ზრდის მამოძრავებელი ძალა იქნება. ეს ყოველივე, კი ცენტრალურ სცენართან შედარებით მაღალ ეკონომიკურ აქტივობას მოიაზრებს. კერძოდ, რეალური

დაბალინფლაციური სცენარი ეფუძნება როგორც გეოპოლიტიკური მდგომარეობის, ისე შიდა სენტიმენტების ცენტრალურ სცენართან შედარებით სწრაფ ნორმალიზაციას, უფრო მაღალ ეკონომიკურ აქტივობასა და სასაქონლო ბაზრებიდან მომდინარე დაბალინფლაციურ წნეხს.

დაბალინფლაციური რისკები			
» გეოპოლიტიკური ვითარების დეესკალაცია » შიდა სენტიმენტების გაუმჯობესება			
რისკების რეალიზების ინდიკატორები	ინფლაციაზე გავლენა		
რისკ პრემიის შემცირება			
მიმდინარე ანგარიშის მდგრად დონესთან შენარჩუნება			
გლობალური მიწოდების ჯაჭვების აღდგენა: ტრანსპორტირებისა და სასაქონლო პროდუქტების ფასების სწრაფი შემცირება			
სენტიმენტების გაუმჯობესება: მაღალი ეკონომიკური აქტივობა			
გავლენის ზომა			
			
ნეიტრალური	დაბალი	საშუალო	მაღალი
	ინფლაციის ზრდა		
	ინფლაციის იგივე დონე		
	ინფლაციის შემცირება		

ცხრილი 2.4.1. დაბალინფლაციური სცენარის რისკების ტაქსონომია.

წყარო: სებ

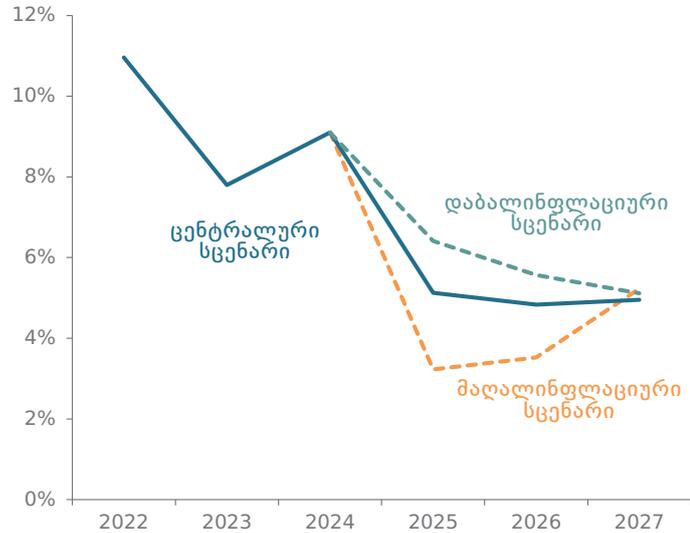
მშპ 2025 წელს 6.5%-ით, ხოლო 2026 წელს კი - 5.5%-ით გაიზრდება (იხ. დიაგრამა 2.4.1)

ვინაიდან, ეკონომიკური აქტივობა კვლავ მნიშვნელოვნად ფუნდამენტური ფაქტორებით იქნება განპირობებული, ერთობლივი მოთხოვნა ნაკლებად ინფლაციური იქნება, რაც ადგილობრივი ინფლაციის დაბალ დონეზე შენარჩუნებას შეუწყობს ხელს. მეორე მხრივ, ცენტრალურ სცენართან შედარებით გაურკვევლობების მოსალოდნელზე სწრაფი აღმოფხვრა, საგარეო შემოდინებების მაღალ დონეზე შენარჩუნებას უზრუნველყოფს, რაც გაცვლით კურსზე გამყარების მიმართულებით იმოქმედებს და ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო დაბალ იმპორტირებულ ინფლაციას განაპირობებს.

ამავდროულად, გეოპოლიტიკური ვითარების შედარებით სწრაფი ნორმალიზაციის შედეგად, მიწოდების ჯაჭვები მოსალოდნელზე სწრაფად აღდგება, რაც საერთაშორისო სასაქონლო ფასებზე შემცირების მიმართულებით იმოქმედებს. შედეგად, ადგილობრივი სურსათისა და ნავთობპროდუქტების ფასები ნაკლებად ინფლაციური იქნება. აღნიშნული სცენარის მატერიალიზების შემთხვევაში, ინფლაცია, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, 2025 წელს 1.6 პპ-ით უფრო დაბალი იქნება და საშუალოდ 2.6%-ს შეადგენს, ხოლო 2026 წელს - 0.4 პპ-ით და საშუალოდ 2.8% იქნება (იხ. დიაგრამა 2.4.2)

მსგავსი სცენარის განვითარების პირობებში, ფუნდამენტური ფაქტორების კვლავ გაუმჯობესებულ დონეზე შენარჩუნება საშუალოვადიან პერიოდში ნეიტრალური განაკვეთის 6.5%-მდე გადახედვას განაპირობებს. ამასთანავე, ინფლაციური რისკების სწრაფად მიღვევის ფონზე, 2025 წელს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, საშუალოდ 0.4 პპ-ით, ხოლო 2026 წელს - 0.5 პპ-ით დაბალი იქნება, რაც მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მის ნეიტრალურ დონესთან უფრო სწრაფად ნორმალიზებას გულისხმობს (იხ. დიაგრამა 2.4.3).

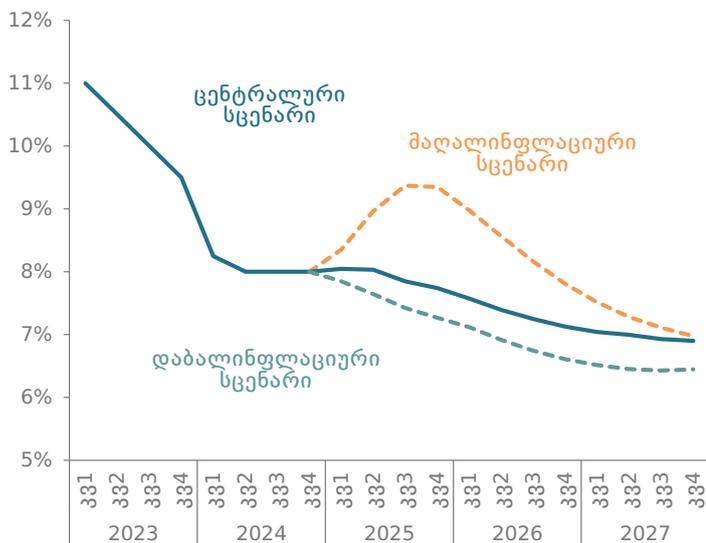
დაბალინფლაციური სცენარით, ძლიერი ფუნდამენტური ფაქტორების შენარჩუნების ფონზე, რეალური მშპ-ის ზრდა 2025 წელს 6.5%, ხოლო 2026 წელს 5.5% იქნება.



დიაგრამა 2.4.1. რეალური მშპ-ს ზრდა ცენტრალური, მაღალინფლაციური და დაბალინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სებ, საქსტატი.

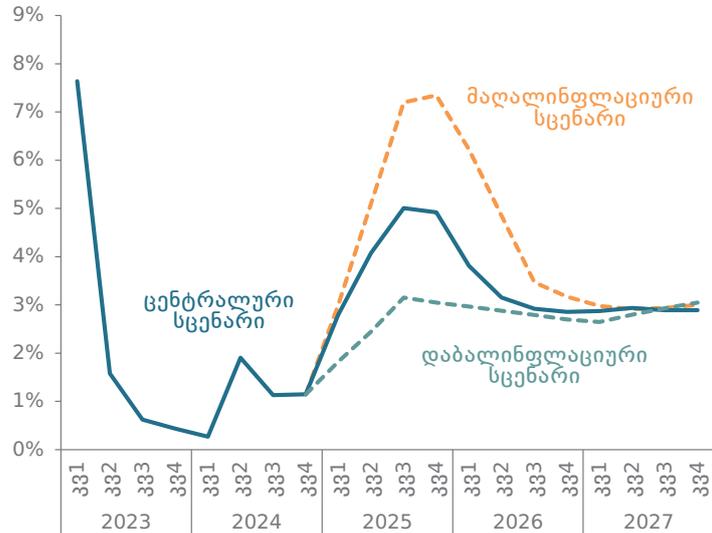
დაბალინფლაციურ სცენარში, რისკების სწრაფად მიღვევის ფონზე, მონეტარული პოლიტიკა ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო სწრაფად ნორმალიზდება.



დიაგრამა 2.4.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ცენტრალური, მაღალინფლაციური და დაბალინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სებ.

ძლიერი ფუნდამენტური ფაქტორებით განპირობებული ეკონომიკური ზრდისა და საერთაშორისო სასაქონლო ფასების შემცირების ფონზე, ინფლაცია დაბალ დონეზე შენარჩუნდება და მიზნობრივი მაჩვენებლის გარშემო, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, უფრო სწრაფად დასტაბილურდება.



დიაგრამა 2.4.2. წლიური ინფლაცია ცენტრალური, მაღალინფლაციური და დაბალინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სებ, საქსტატი.

3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები

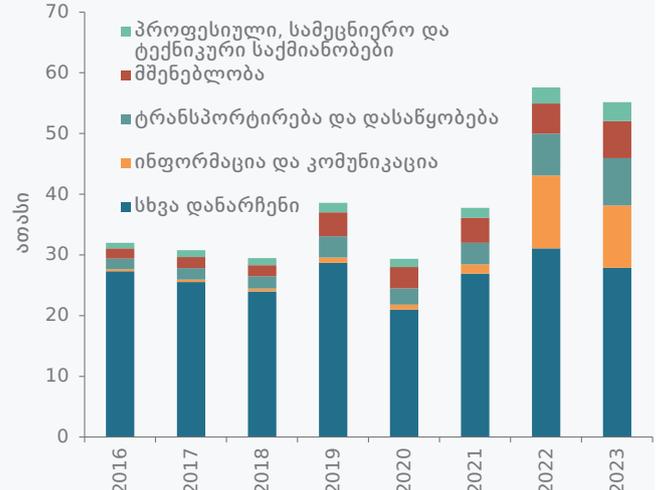
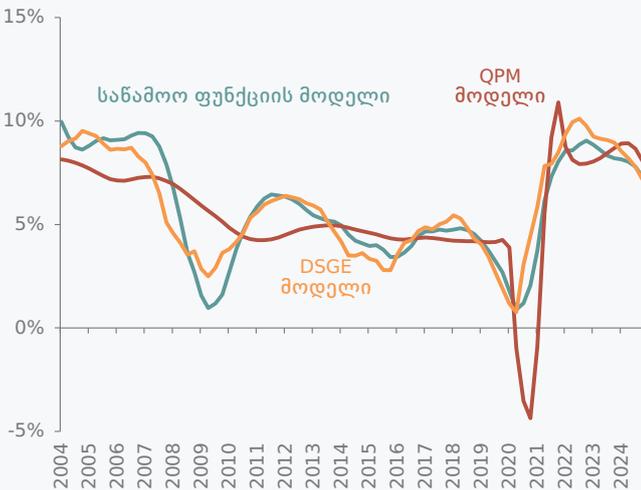
ჩანართი 1. პროდუქტიულობის ზრდა პანდემიის შემდგომ: რა ქმნის განსხვავებას?

გასული წლების განმავლობაში ეკონომიკური ზრდა ძლიერი იყო და პრეპანდემიური ტრენდის დონეს აჭარბებდა. მაღალ ეკონომიკურ აქტივობასთან ერთად, ბოლო ორი წლის განმავლობაში ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელზე დაბალი ნარჩუნდება და ძლიერ მოთხოვნას ფასებზე წნეხი არ წარმოუქმნია. აღნიშნული, სხვა ფაქტორებთან ერთად, განპირობებული იყო ეკონომიკის პროდუქტიულობის ზრდის მაღალი ტემპით. პრეპანდემიურ პერიოდში ეკონომიკის პოტენციალის წონასწორული ზრდის ტემპი 4-5%-ის ფარგლებში იყო, მაშინ როცა პოსტპანდემიურ პერიოდში 7-8%-ის ფარგლებში მერყეობს. აღსანიშნავია, რომ ეს წარმოადგენს ეროვნული ბანკის სამი ანალიტიკური მოდელის კონსენსუსს (იხ. დიაგრამა 3.1.1)³. წარმოების ფაქტორთა მოდელის გამოყენებით გაკეთებული შეფასების მიხედვით, 2023 წელს სამუშაო ძალის კონტრიბუციამ პოტენციურ ზრდაში მოიმატა, რამაც ეკონომიკის წარმოების ჯამური პოტენციალის ზრდა განაპირობა. ამავდროულად ამავე მოდელის შეფასების მიხედვით, პოსტპანდემიურ პერიოდში პოტენციურ ზრდაში გაიზარდა პროდუქტიულობის წვლილი, რაც ეკონომიკის სტრუქტურულ ცვლილებებს უკავშირდება. კერძოდ, პოსტპანდემიურ პერიოდში გაიზარდა იმ სექტორების წვლილი, რომლებიც შედარებით მაღალი შრომის პროდუქტიულობით ხასიათდებოდა. მაგალითად, ინფორმაციისა და კომუნიკაციის, მშენებლობისა და ტრანსპორტირების სექტორების ზრდა მნიშვნელოვნად დაჩქარდა, რამაც ეკონომიკის გრძელვადიანი პოტენციალის ზრდასაც შეუწყო ხელი. მიუხედავად მაღალი ეკონომიკური ზრდისა, ბოლო პერიოდში, ეკონომიკის პოტენციური ზრდის მის გრძელვადიან წონასწორულ დონესთან სტაბილიზაციის ნიშნები გამოიკვეთა. როგორც აღინიშნა, 2023 წელს სამუშაო ძალამ მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა პოტენციურ ზრდაში, რასაც, მოსალოდნელია, რომ ერთჯერადი ეფექტი ექნება, რადგან სამუშაო ძალის რაოდენობის ზრდის ეფექტი გრძელვადიან პერიოდში შეზღუდულია. შესაბამისად, უკვე 2024 წელს მისი კონტრიბუციის შემცირების ტენდენცია გამოიკვეთა.

მონეტარული პოლიტიკის წარმართვისას მნიშვნელოვანია მომავალი პერიოდის განმავლობაში ეკონომიკის მთლიანი პოტენციალის (რაც წარმოადგენს საწარმოო ფაქტორების, სამუშაო ძალისა და კაპიტალის, ისევე, როგორც ფაქტორთა პროდუქტიულობის ერთობლივი მუშაობის შედეგს) პერსპექტივის შეფასება. პროდუქტიულობის მოსალოდნელ ცვლილებასთან დაკავშირებით შეგვიძლია განვიხილოთ ორი სცენარი: 1) პროდუქტიულობა პრეპანდემიურ ზრდას დაუბრუნდება ან 2) ეკონომიკის პროდუქტიულობის მაღალი ზრდა გარკვეულ სტაბილიზაციას განიცდის, თუმცა საბოლოოდ უფრო მაღალ დონეზე დასტაბილურდება, ვიდრე პრეპანდემიურ პერიოდში იყო. ამ ფონზე მნიშვნელოვანია შევადგინოთ თუ რა არის განსხვავებული დღეს, რაც შესაძლოა, პროდუქტიულობის ზრდის მაღალი ტემპის შენარჩუნებაზე დადებითად აისახოს. როგორც აღინიშნა, პოსტპანდემიურ პერიოდში, მაღალ ეკონომიკურ ზრდას ხელს უწყობდა ცალკეული მაღალპროდუქტიული სექტორების ზრდა. (ტრანსპორტირება, ინფორმაცია და კომუნიკაცია). თუკი ამ სექტორების განვითარება გაგრძელდება, პროდუქტიულობა მაღალ ნიშნულზე შენარჩუნდება. ამ კუთხით, აღსანიშნავია ახლად დარეგისტრირებული საწარმოთა კომპოზიცია: თუ, მაგალითად, პრეპანდემიურ პერიოდში 10-დან მხოლოდ 1 საწარმო იყო აღნიშნული სექტორებიდან, პანდემიის შემდგომ ყოველი სამი ახლადშექმნილი საწარმოდან ერთი არის ტრანსპორტირების ან საინფორმაციო ტექნოლოგიებს მიკუთვნებული. ტენდენციის შენარჩუნების შემთხვევაში მას პოზიტიური გავლენა ექნება მაღალპროდუქტიული დარგების ეკონომიკაში წვლილის ზრდაზე და, შესაბამისად, პოტენციურ ზრდაზეც. ამ შემთხვევაში, გარკვეული მოდერაციის მიუხედავად (მას შემდეგ, რაც აღმოიფხვრება საბაზო ეფექტები), შესაძლებელია პროდუქტიულობის წვლილი

³ გამოშვების პოტენციური დონე დაუკვირვებლად ცვლადს წარმოადგენს და მისი შეფასება მაკროეკონომიკური მოდელის გამოყენებით ხორციელდება. მოდელს განსხვავებული თვისებები გააჩნია, რამაც შესაძლოა იმოქმედოს შეფასებაზეც. მოდელის სპეციფიკაციის შეფასებაზე გავლენის შემცირების მიზნით, მნიშვნელოვანია დავაყრდნობთ რამდენიმე ალტერნატიული მოდელის შეფასებას, რათა შემოწმდეს რამდენად თანმიმდევრულია შესაბამისი შედეგები.

პოტენციურ ზრდაში პრეპანდემიურ ტრენდზე მაღალი დარჩეს (3-4 პპ-ის ფარგლებში, რაც აღემატება პრეპანდემიურ 2-3 პპ-ს, იხ. დიაგრამა 3.1.4). აღნიშნულის ხელშემწყობი, შესაძლოა, იყოს ასევე გლობალურად ხელოვნური ინტელექტის გამოყენების დაჩქარება და მისი პოზიტიური გავლენა შრომის მწარმოებლურობაზეც. ეკონომიკის პროდუქტიულ დარგებში აქტივობის მდგრადად შენარჩუნება დამოკიდებული იქნება ამ სფეროში ადგილობრივი სპეციალისტების რაოდენობისა და კვალიფიკაციის ზრდაზე. ფორმალური განათლების მაჩვენებლები⁴ აღნიშნულ ტენდენციაზე არ მიუთითებს, თუმცა მოსალოდნელია, რომ კვალიფიკაციის ამაღლება (საინფორმაციო ტექნოლოგიების მიმართულებით) ძირითადად არაფორმალური განათლების გზით ხდებოდა.



დიაგრამა 3.1.1. ეკონომიკის პოტენციური ზრდის შეფასება.

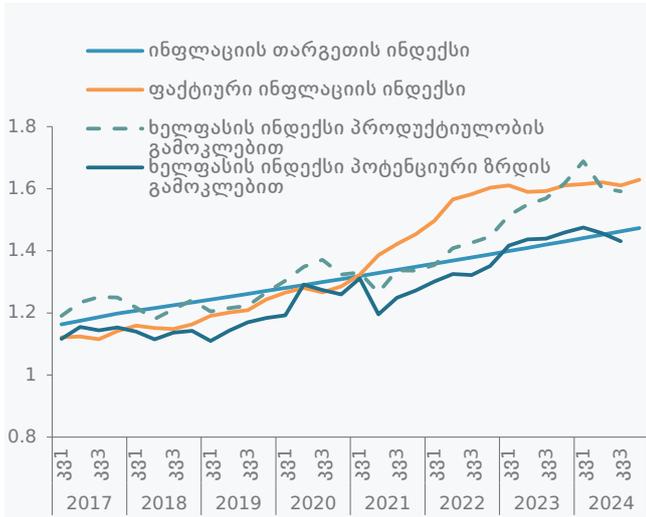
წყარო: სებ.

დიაგრამა 3.1.2. ახლადდარეგისტრირებული სანარ-მოთა კომპოზიცია.

წყარო: საქსტატი

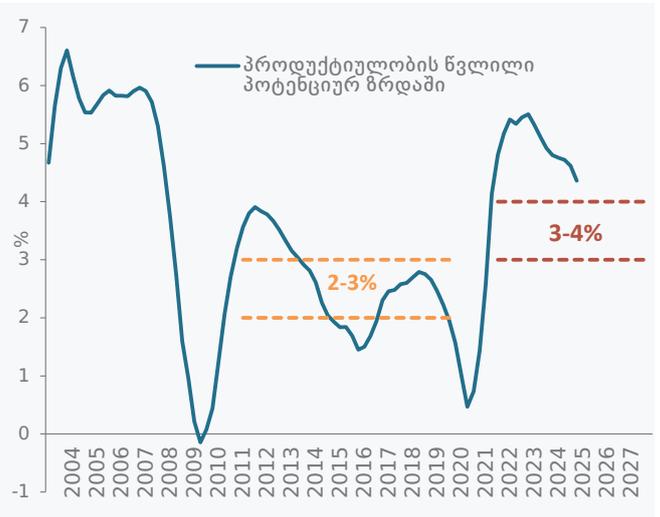
პოტენციური ზრდისა და მასში პროდუქტიულობის წვლილის შეფასება მნიშვნელოვანია, ეკონომიკური აქტივობიდან ინფლაციაზე გავლენის გასაანალიზებლად. მაღალი პროდუქტიულობა, ერთი მხრივ, ხელს შეუწყობს ფასებზე მოთხოვნიდან მომდინარე წნეხის შემსუბუქებას. მეორე მხრივ, მიუხედავად გარკვეული შენელებისა, ჯერ კიდევ მაღალი ხელფასების ზრდის ფონზე პროდუქტიულობის ზრდა წარმოების ერთ ერთეულზე პერსონალის დანახარჯების ზრდის ტემპს ამცირებს, რაც საბოლოოდ ფასებზე აისახება. გასულ პერიოდში სებ მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშებში აღნიშნავდა, რომ პოსტპანდემიურ პერიოდში მაღალი ინფლაციური ეპიზოდისა და ასევე მაღალი პოტენციური ზრდის მიუხედავად (რისი ასახვაც დროთა განმავლობაში უნდა ხდებოდეს ხელფასებშიც), საშუალო ნომინალური ხელფასის დონე ჯერ კიდევ ჩამორჩება ფასების დონეს (იხ. დიაგრამა 3.1.3). თუმცა აღსანიშნავია, რომ თუ პოტენციურ ზრდაში მაღალია სამუშაო ძალის ზრდის წვლილი, მაშინ ფირმებს ნაკლები შესაძლებლობა ექნებათ ხელფასებში მოახდინონ ეკონომიკის რეალური ზრდის სრულად კომპენსაცია ისე, რომ ხარჯებზე და შედეგად ფასებზე დამატებითი წნეხი არ წარმოიშვას. თუმცა თუ რეალური ხელფასები პროდუქტიულობის (ერთი ერთეული მუშახელის მიერ გამოშვებული პროდუქციის) შესაბამისად იცვლება დამატებითი წნეხი არ წარმოიქმნება.

4 საბაკალავრო პროგრამებზე 2018 წელს ყოველი 16-დან ერთმა ჩააბარა კომპიუტერულ მიმართულებებზე, ხოლო 2023 წელს კი ყოველი 12-დან 1-მა.



დიაგრამა 3.1.3. ხელფასების ზრდის ჩამორჩენა (ინდექსი 2014კვ1=1).

წყარო: სებ, საქსტატი.



დიაგრამა 3.1.4. პოტენციურ ზრდაში პროდუქტიულობის წვლილი.

წყარო: სებ.

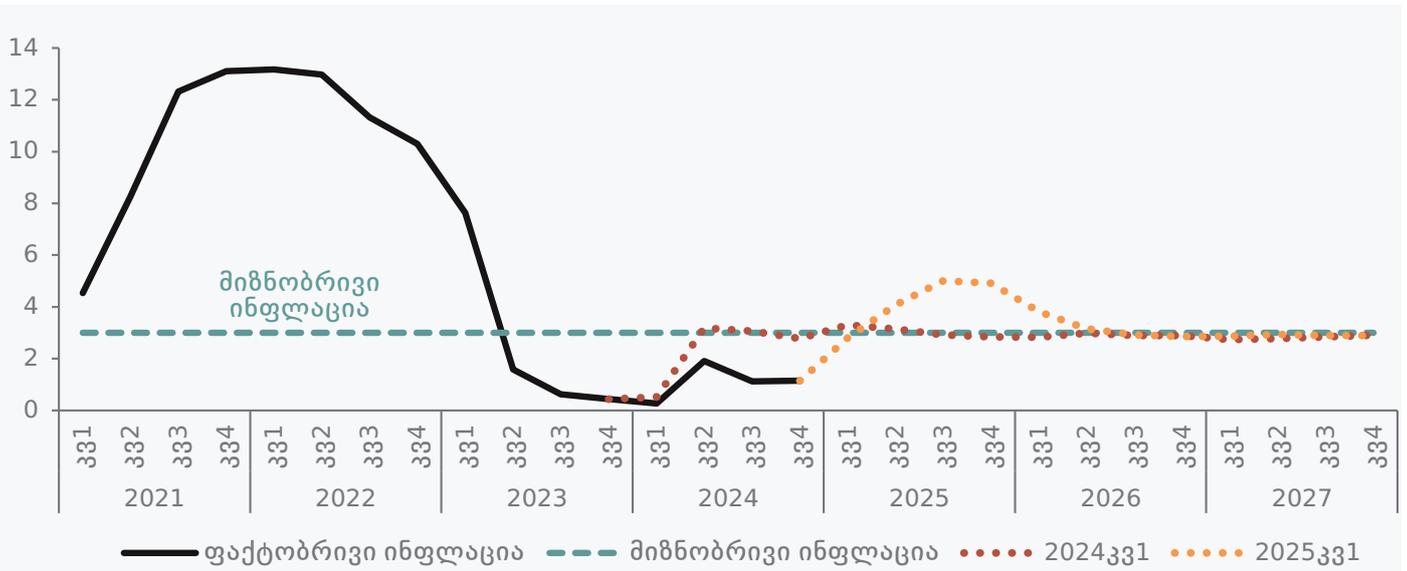
2023 წელს სამუშაო ძალის ზრდამ მნიშვნელოვანი წვლილი შეიტანა პოტენციურ ზრდაში. ამის ფონზე, პოტენციურმა ზრდამ პროდუქტიულობის ზრდას გადააჭარბა. შედეგად, ნომინალური ხელფასების დონე პროდუქტიულობის გამორიცხვით ფასების დონეზე დაბალი დარჩა მაშინ, როდესაც მხოლოდ პროდუქტიულობის გათვალისწინებით ხელფასების ფასების დონესთან ჩამორჩენა აღმოიფხვრა. თუმცა ამის საპირისპიროდ, 2024 წელს, მას შემდეგ, რაც მუშახელის რაოდენობის ზრდის ეფექტი პოტენციურ ზრდაში შემცირდა, პროდუქტიულობა უფრო სწრაფად გაიზარდა, რამაც ხელფასებიდან წნეხის მნიშვნელოვან შემსუბუქებას შეუწყო ხელი. საბოლოოდ შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ გასული წლის დასაწყისში მუშახელის ანაზღაურება ფასების დონეს უკვე აღარ ჩამორჩებოდა და მაღალი ინფლაციური პერიოდის კომპენსირება მოხდა. იმის ფონზე, რომ პროდუქტიულობის დაჩქარებასთან ერთად, ხელფასების ზრდის ტემპს შენელების ტენდენცია აქვს ეს ხელს უწყობს შრომის ბაზრიდან მომდინარე ფასებზე წნეხის შემსუბუქებას. პროდუქტიულობის მოდერაციის შემთხვევაში მნიშვნელოვანი იქნება ხელფასების ზრდის დინამიკაზე დაკვირვება, რათა მოხდეს შრომის ბაზრიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხის გაანალიზება.

ჩანართი 2. ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის შესრულება და 2024 წლის პროგნოზების შეფასება

მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებები ეკონომიკას ეტაპობრივად გადაეცემა და მისი ეფექტი სრულად, საშუალოდ, 4-6 კვარტალის შემდგომ რეალიზდება. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის წარმართვისას განსაკუთრებით დიდი მნიშვნელობა ენიჭება, თუ როგორია ინფლაციის პროგნოზი მონეტარული პოლიტიკის პორიზონტზე. სწორედ ამ ცენტრალური როლიდან გამომდინარე, აკადემიურ და ინსტიტუციურ წრეებში ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმს, ინფლაციის პროგნოზის თარგეთირების რეჟიმსაც უწოდებენ. იმისათვის, რომ შევაფასოთ რამდენად სწორად წარმართა მონეტარული პოლიტიკა ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის მისაღწევად, საჭიროა წარსული პერიოდების პროგნოზების ანალიზი. სწორედ ამიტომ, ინფლაციის პროგნოზის რეტროსპექტიული ანალიზი საქართველოს ეროვნული ბანკის პროგნოზირებისა და მონეტარული პოლიტიკის ანალიზის სისტემის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ნაწილია. ინფლაციის პროგნოზი ადეკვატურად მიიჩნევა, თუ მისი გადახრა ფაქტობრივი მონაცემებიდან მოულოდნელმა ეგზოგენურმა (მონეტარული პოლიტიკისგან დამოუკიდებელმა) ფაქტორებმა განაპირობა. ეგზოგენური შოკები, როგორც წესი, გარდამავალი, ერთჯერადი ბუნებისაა და მათზე რეაგირება, უფრო მეტ საზოგადოებრივ დანახარჯთან არის დაკავშირებული, ვიდრე სარგებელთან. შესაბამისად, ცენტრალური ბანკები ასეთ შოკებზე ძირითადად არ რეაგირებენ, გარდა იმ შემთხვევებისა, როდესაც მიწოდების შოკებს არასასურველი გავლენა აქვთ საშუალო/გრძელვადიანი ინფლაციის მოლოდინებზე.

აღსანიშნავია, რომ მაღალი გაურკვევლობის პირობებში, მონეტარული პოლიტიკისგან დამოუკიდებელი მოვლენების გათვალისწინება განსაკუთრებით რთულია. შედეგად, მონეტარული პოლიტიკის ტრაექტორია და, შესაბამისად, ინფლაციის დინამიკა, რომლებიც მნიშვნელოვნად ეფუძნება ეგზოგენური მოვლენების შესახებ დაშვებებს, მეტად მონყვლადი ხდება. სწორედ ამის საპასუხოდ, კრიტიკულ მნიშვნელობას იძენს სცენარებსა და რისკების მინიმუმაციაზე დაფუძნებული მონეტარული პოლიტიკა. აღნიშნული მიდგომის პირობებში, პოლიტიკის გამტარებლები, გადანყვეტილების მიღებისას განიხილავენ რელევანტური ეგზოგენური ფაქტორების სხვადასხვა სცენარით განვითარების დაშვებებს და შესაბამისად ითვალისწინებენ ამ რისკებს თავიანთ გადანყვეტილებებში. ეს კი, უზრუნველყოფს პოლიტიკის განაკვეთისა და, შესაბამისად, ინფლაციის ტრაექტორიის ეფექტიან კომუნიკაციას.

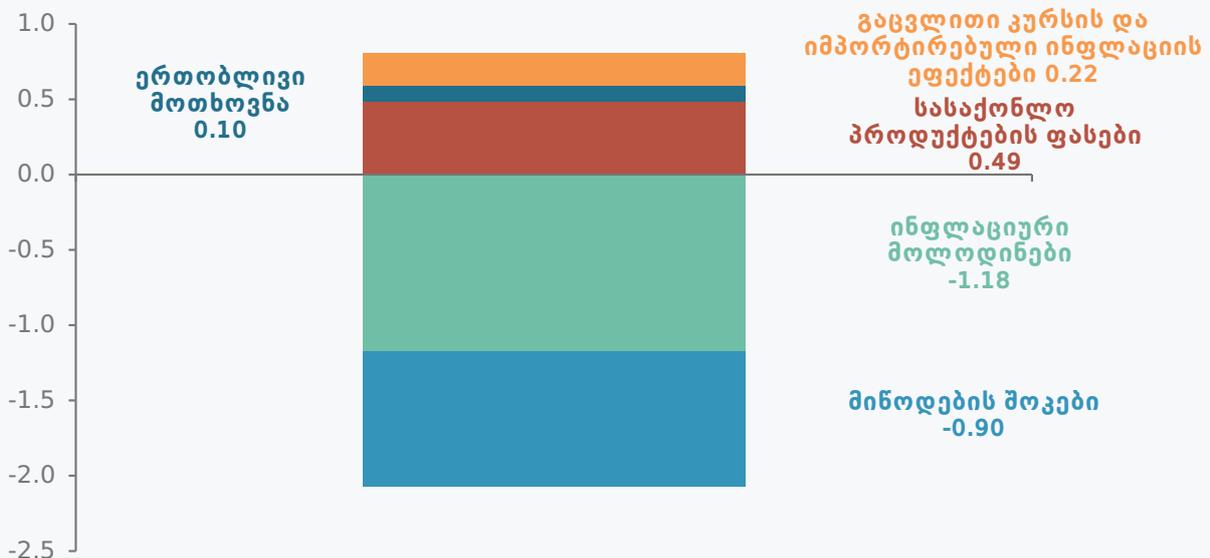
მაღალი გამჭირვალობის პრაქტიკიდან გამომდინარე, ინფლაციის პროგნოზის ფაქტობრივთან შედარების ანალიზი, ყოველი წლის დასაწყისში, მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშში ქვეყნდება. ამ შემთხვევაში, განვიხილავთ 2024 წლის ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის შესრულებას და ვაფასებთ წლის განმავლობაში წარმოდგენილ პროგნოზებს. გასული წლის თებერვლის თვის განახლებით ინფლაციის პროგნოზი, ფაქტობრივ დონესთან შედარებით, მაღალი აღმოჩნდა (იხ. დიაგრამა 3.2.1). 2024 წლის ინფლაციის პროგნოზზე ურთიერთსაპირისპირო ფაქტორები ახდენდა გავლენას. კერძოდ, დაბალი ინფლაციის ინერციის ფონზე, წლის პირველ ნახევარში გამყარებული ლარის გაცვლითი კურსი ფასებზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებდა და, დიდწილად, ძლიერი ადგილობრივი ხარჯვით განპირობებულ ინფლაციურ წნეხსაც აბალანსებდა. წლის მეორე ნახევარში საგარეო შემოდინებების ნორმალიზების კვალდაკვალ, როგორც გაცვლითი კურსის გამყარების, ასევე ძლიერი მოთხოვნის ეფექტები თანდათან იწურებოდა, რაც ინფლაციას მიზნობრივ დონესთან აახლოებდა. ზემოხსენებულ ფაქტორებთან ერთად, წლის განმავლობაში, ინფლაციის პროგნოზზე ზრდის მიმართულებით მოქმედებდა ჩვენს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში, განსაკუთრებით თურქეთში, მაღალი ინფლაციური მოლოდინები და გეოპოლიტიკური ვითარების ფონზე, საერთაშორისო საკონტეინერო გადაზიდვების ფასებთან დაკავშირებული გაურკვევლობა. ამასთან, პროგნოზზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებდა საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე სურსათის ფასების ნორმალიზება და ელექტროენერჯის ტარიფების დაანონსებული კლებების ერთჯერადი ეფექტი. ამ ურთიერთსაპირისპირო ეფექტების ფონზე, 2024 წლის დასაწყისში ინფლაცია დაბალ დონეზე წარჩუნდებოდა, ხოლო მეორე კვარტალში ძირითადად საბაზო ეფექტის შედეგად, მიზნობრივ 3%-იანი მაჩვენებლის გარშემო სტაბილურდებოდა.



დიაგრამა 3.2.1. 2024 წლის თებერვლის თვის ინფლაციის პროგნოზის შედარება ფაქტობრივ ინფლაციასთან და მიმდინარე პროგნოზთან.

წყარო: სებ, საქსტატი.

2024 წელს ფაქტობრივი ინფლაცია, პროგნოზირებულთან შედარებით 1.3 პროცენტული პუნქტით დაბალი აღმოჩნდა. ინფლაციის დეკომპოზიციის ანალიზის მიხედვით, პროგნოზირებულზე უფრო დაბალი ინფლაცია, დიდწილად, შემცირებული ინფლაციური მოლოდინებითა და მოსალოდნელზე მეტად გაუმჯობესებული რეალური სექტორის სტრუქტურული ფაქტორებით აიხსნება (იხ. დიაგრამა 3.2.2). დაბალინფლაციური გარემოს შენარჩუნება, მეტწილად, თანმიმდევრულმა მონეტარულმა პოლიტიკამ უზრუნველყო, რაც როგორც გრძელვადიანი, ისე მოკლევადიანი ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობაშიც აისახა. ამას მოწმობს ადგილობრივად წარმოებული პროდუქტებისა და მომსახურების ფასების დაბალი ზრდაც - აღნიშნული ფასები შედარებით ხისტია და კარგად ასახავს გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებს. ამასთან ერთად, სტრუქტურული ცვლილებების შედეგად, მოსალოდნელზე მეტად გაიზარდა მომსახურების ექსპორტი, განსაკუთრებით საინფორმაციო, კომპიუტერულ და სატრანსპორტო სექტორებში, რამაც მნიშვნელოვნად შეამცირა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი და გააუმჯობესა სამომხმარებლო და ბიზნეს სენტიმენტები. მიუხედავად იმისა, რომ წლის დონეზე, საშუალოდ, ლარის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი შეესაბამებოდა მოლოდინებს, წლის პირველ კვარტალში იგი მოსალოდნელზე მყარი აღმოჩნდა. აღნიშნულმა, ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის პირობებში, კიდევ უფრო მეტად შეამცირა ინფლაციური მოლოდინები. გარდა ამისა, ცალკეულ დარგებში პროდუქტიულობის



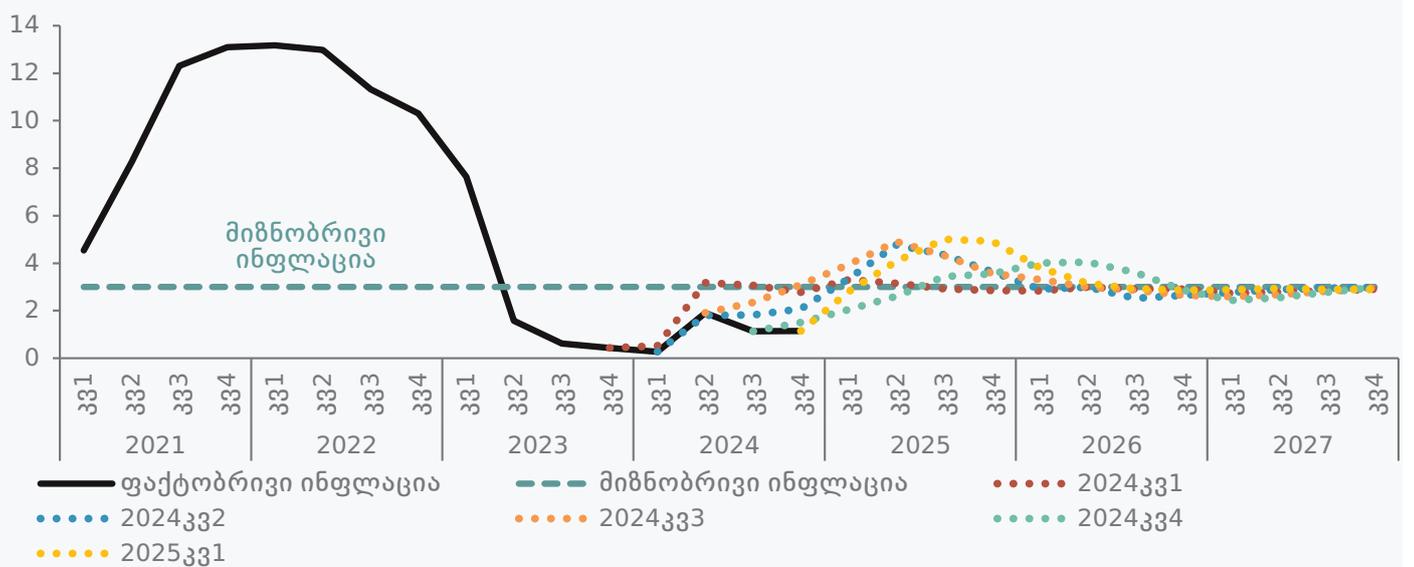
დიაგრამა 3.2.2 2024 წლის ფაქტობრივი ინფლაციის 2024 წლის თებერვლის პროგნოზირებულთან სხვაობის დეკომპოზიციის.

წყარო: სებ, საქსტატი.

გაუმჯობესებამ და ბაზარზე ახალ სანარმოთა შესვლამ ერთგვარი მიწოდების დადებითი შოკი წარმოქმნა. ამან კი, მოსალოდნელზე მეტად ძლიერი მოთხოვნიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი გადანონა და დამატებით შეამცირა, როგორც მიმდინარე, ისე მოსალოდნელი ინფლაცია. ამის საპირისპიროდ, მოსალოდნელზე მეტად ტურბულენტური აღმოჩნდა, როგორც გეოპოლიტიკური, ისე ადგილობრივი ვითარება. მკვეთრად გაზრდილი გეოპოლიტიკური გაურკვევლობის და მიწოდების ჯაჭვების შეფერხების ფონზე, მოსალოდნელზე მაღალი აღმოჩნდა საერთაშორისო გადაზიდვების ღირებულება. ამას დაემატა გაუარესებული გლობალური კლიმატური პირობები, რამაც საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე ფასების ნორმალიზება გადაავადა. ამ ყველაფერს კი, სავაჭრო პარტნიორებიდან მომდინარე მაღალი იმპორტირებული ინფლაციაც დაერთო თან, რამაც ინფლაციაზე ზრდის მიმართულებით მოახდინა ზენოლა.

მოსალოდნელზე დაბალი ფაქტობრივი ინფლაციის რეალიზებამ შეამცირა ინფლაციის მოლოდინებიც. ამის ფონზე კი, 2024 წლის მეორე კვარტალში, სებ-მა ინფლაციის პროგნოზს შემცირების მიმართულებით, 0.9 პპ-ით, 1.5 პროცენტამდე გადახედა. წლის დარჩენილ პერიოდში, ინფლაციის პროგნოზზე როგორც გეოპოლიტიკური, ისე შიდა ტურბულენტობა ზრდის, ხოლო ადგილობრივი ეკონომიკის სტრუქტურული გაუმჯობესებები - შემცირების მიმართულებით მოქმედებდა (იხ. დიაგრამა 3.2.3).

აღსანიშნავია, რომ წლის დასაწყისში შედარებით მაღალ ინფლაციას მოელოდა ფინანსური ბაზარიც, რომლის მედიანური და საშუალო პროგნოზი შესაბამისად 2.9 და 3.4 პროცენტს შეადგენდა. სებ-ის მსგავსად, წლის განმავლობაში, მათი მოლოდინებიც ეტაპობრივად შემცირდა.



დიაგრამა 3.2.3 წლიური ინფლაციის პროგნოზის შედარება (2024 კვ1-2025 კვ1).

წყარო: სებ, საქსტატი.

ქვეყანაში მიმდინარე ეკონომიკური მდგომარეობის ფონზე, დაბალი ინფლაციური გარემოს შენარჩუნებისა და პროგნოზირებული ინფლაციის შემცირების შესაბამისად, ეროვნულმა ბანკმა 2024 წლის პირველ ნახევარში, მონეტარული პოლიტიკის შედარებით სწრაფად ნორმალიზების გადწყვეტილება მიიღო და პოლიტიკის განაკვეთი, ჯამში 150 საბაზისო პუნქტით, 8 პროცენტამდე შეამცირა. წლის მეორე ნახევარში, მზარდი შიდა და გეოპოლიტიკური ტურბულენტობის ფონზე, შეინიშნებოდა მერყეობა, როგორც საერთაშორისო სასაქონლო, ისე ადგილობრივ ბაზარზე. ეს კი, ძლიერი მოთხოვნის ფონზე, ალტერნატიულ საპროგნოზო სცენარებში მოაზრებულ რისკებს, განსაკუთრებით რელევანტურს ხდიდა. სწორედ ამიტომ, ეროვნულმა ბანკმა კონსერვატიული, რისკების მინიმიზაციის მიდგომა აირჩია და, მიუხედავად მიზნობრივ მაჩვენებელზე ხანგრძლივად დაბალი ინფლაციისა, გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკიდან გამოსვლის ზომიერი და ფრთხილი ტემპი შეინარჩუნა, რაც პოლიტიკის განაკვეთის წლის ბოლომდე 8 პროცენტზე შენარჩუნებაში გამოიხატა.

მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება

	ფაქტი	მაკროეკონომიკური სცენარები*								
		ცენტრალური სცენარი				მაღალი ინფლაციური სცენარი			დაბალი ინფლაციური სცენარი	
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
ინფლაცია (%)	1.1	4.2	3.2	2.9	5.7	4.4	3.0	2.6	2.8	2.9
რეალური მშპ-ს ზრდა (%)	9.1**	5.0	5.0	5.0	3.0	3.5	5.1	6.5	5.5	5.2
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%)	8.1	7.9	7.3	7.0	9.0	8.4	7.2	7.5	6.8	6.5

* ცხრილში წარმოდგენილია ცვლადების საშუალო წლიური მაჩვენებლები

** წინასწარი შეფასება

საქართველო, თბილისი 0114, ზვიად გამსახურდიას სანაპირო 1
ტელ.: (995 32) 240 6480; ფაქსი: (995 32) 240 6571; ცხელი ხაზი: (995 32) 240 6406
ელ-ფოსტა: info@nbg.ge; www.nbg.ge



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia