



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში

2026 ივლისი

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 გადაწყვეტილების მიღებისას მთავარი ორიენტირი საპროგნოზო ინფლაციაა, რადგანაც მიღებული გადაწყვეტილების 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 საწინდარია. ამასთანავე, პროგნოზის კომუნიკაცია მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ეკონომიკური სუბიექტებისთვის გადაწყვეტილებების 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 გადაწყვეტილება 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 გადაწყვეტილებები, შედარებით წარმატებულად მართეს გლობალურად მიმდინარე ინფლაციური პროცესები. სწორედ ამიტომ, პოლიტიკის გამტარებლები აქტიურად საუბრობენ სცენარებზე დაფუძნებული მიდგომის მნიშვნელობაზე, რომლის ფარგლებშიც მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლები გადაწყვეტილებას იღებენ სხვადასხვა რელევანტური სცენარების განვითარების გათვალისწინებით. ამ სცენარებისა და მათი გავლენის სისტემატური შეფასების მიდგომა პოლიტიკის განმახორციელებლებს საშუალებას აძლევს, უზრუნველყონ ოპტიმალური ბალანსი.

ეროვნულმა ბანკმა მონეტარული პოლიტიკის კომუნიკაციის ახალი, სცენარებზე დაფუძნებული მიდგომა დანერგა, რითაც უფრო გამჭვირვალე გახდა რისკების მართვისა და გადაწყვეტილებათა მიღების პროცესი. აღნიშნული ნაბიჯით ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის ჩარჩოს განვითარების მორიგ ეტაპზე გადავიდა, რითაც აუმჯობესებს მონეტარული პოლიტიკის რეაქციის ფუნქციის გამჭვირვალობასა და აღქმადობას, რაც პოლიტიკის გადაცემის არხების ეფექტურობას აძლიერებს.

საქართველოს ეროვნული ბანკი სცენარებზე დაფუძნებული მიდგომის ფარგლებში აქვეყნებს **სამ სცენარს**, რომლებიც **რელევანტურია** არსებული გაურკვევლობიდან გამომდინარე:

- » **ცენტრალური სცენარი**, რომელიც მოიცავს მიმდინარე ინფორმაციის ფართო სპექტრს, დაშვებებს როგორც ეგზოგენური ფაქტორების, ისე ეკონომიკის გადაცემის მექანიზმების შესახებ და ასახავს მონეტარული პოლიტიკის ისეთ ტრაექტორიას, რომელიც განისაზღვრება პოლიტიკის გამტარებლის მიერ სხვადასხვა მიმართულებით მოქმედი რისკების გათვალისწინებითა და დაბალანსებით.
- » **მაღალი ინფლაციური რისკ-სცენარი**, რომელიც, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ითვალისწინებს საშუალოდ უფრო ინფლაციური რისკების რეალიზებას მონეტარული პოლიტიკის საპროგნოზო ჰორიზონტზე.
- » **დაბალი ინფლაციური რისკ-სცენარი**, რომელიც, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ითვალისწინებს საშუალოდ უფრო დისინფლაციური რისკების რეალიზებას მონეტარული პოლიტიკის საპროგნოზო ჰორიზონტზე.

სარჩევი

წინასიტყვაობა.....	2
მონეტარული პოლიტიკის გადანყვეტილება	4
1. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა	7
2. მიმდინარე მაკროეკონომიკური მდგომარეობის მიმოხილვა და საპროგნოზო სცენარები	12
2.1. მიმდინარე მდგომარეობა	12
2.2. ცენტრალური სცენარი	18
2.3. მაღალინფლაციური სცენარი	25
2.4. დაბალინფლაციური სცენარი	27
3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები	31
ჩანართი 1. 2022-2026 წლების გეოპოლიტიკური შოკები: ფინანსური არხი და საქართველოზე გადმოცემა	31
4. სებ-ისა და ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება.....	35
საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება	35
ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზები	35

მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილება

საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს, უცვლელად, 8.25 პროცენტზე ინარჩუნებს.

საქართველოს ეროვნული ბანკის (სებ) მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა 2026 წლის 29 ივლისის სხდომაზე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი უცვლელად შეინარჩუნა. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი 8.25 პროცენტს შეადგენს.

2026 წლის ივნისში საქართველოში წლიურმა ინფლაციამ 5.8 პროცენტი შეადგინა. მიზნობრივზე მაღალი ინფლაცია კვლავ ძირითადად ენერგორესურსების ფასების ზრდას უკავშირდება. ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური დაძაბულობის რეესკალაციის ფონზე ნავთობის საერთაშორისო ფასების მერყეობა კვლავ გაიზარდა. თუმცა, მიმდინარე საბაზრო ტენდენციები მიუთითებს, რომ ფასები წინა ესკალაციის პერიოდში დაფიქსირებულ დონესთან შედარებით დაბალია. ამასთან, კონფლიქტის გახანგრძლივებამ ენერგორესურსების ფასებიდან მომდინარე არაპირდაპირი ინფლაციური ეფექტების რისკები გააძლიერა. ინფლაციის შედარებით ხისტი ფასების ინდიკატორი, რომელიც უკეთ ასახავს გრძელვადიან ინფლაციურ პროცესებსა და ინფლაციურ მოლოდინებს, კვლავ მიზნობრივ დონესთან ახლოს ნარჩუნდება. კერძოდ, ივნისში საბაზო ინფლაციამ (სურსათის, ენერგომატარებლებისა და თამბაქოს გამორიცხვით) 3.2 პროცენტი შეადგინა. თუმცა, მომსახურების ინფლაცია 4.1 პროცენტამდე დაჩქარდა. აღნიშნული მიუთითებს, რომ საბაზო ინფლაციის ზომიერი მაჩვენებლის მიუხედავად, მეორე რაუნდის ეფექტების გაძლიერების რისკები კვლავ საყურადღებო ფაქტორად რჩება.

სებ-ის განახლებული ცენტრალური სცენარის მიხედვით, ენერგორესურსების წვლილი ინფლაციაში მიმდინარე წელს მნიშვნელოვანი დარჩება. აღნიშნულის გათვალისწინებით, 2026 წელს საშუალო ინფლაცია 5.2 პროცენტი იქნება. 2026 წლის მეორე ნახევრიდან ინფლაცია შემცირებას დაიწყებს და საშუალოვადიან პერიოდში მიზნობრივ სამპროცენტიან მაჩვენებელს ეტაპობრივად დაუახლოვდება.

ეკონომიკური აქტივობა, საგარეო შოკების პირობებში, მდგრადობას ინარჩუნებს. წინასწარი მონაცემებით, 2026 წლის მაისში ეკონომიკურმა ზრდამ 6.4 პროცენტი, ხოლო პირველ ხუთ თვეში საშუალოდ 7.8 პროცენტი შეადგინა. ზრდის ძირითად წყაროდ კვლავ მაღალპროდუქტიული, მომსახურებაზე ორიენტირებული სექტორები რჩება, რაც მოთხოვნის მხრიდან ინფლაციურ წნეხს ანეიტრალებს. ამასთან, მოლოდინების შესაბამისად, ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტის უარყოფითი გავლენა საგარეო მოთხოვნაზე შემლუღულია. შესაბამისად, განახლებული ცენტრალური სცენარით, 2026 წლის ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი, 6.5 პროცენტზე, ნარჩუნდება.

გეოპოლიტიკური ვითარება და მისგან მომდინარე ეკონომიკური შედეგები კვლავ გლობალური ეკონომიკის პერსპექტივის განმსაზღვრელ ერთ-ერთ ძირითად რისკად რჩება. აღნიშნული გაურკვევლობის ფონზე, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა ცენტრალურ სცენართან ერთად განიხილა, როგორც მაღალი ინფლაციური, ისე დაბალი ინფლაციური რისკების სცენარები.

მაღალი ინფლაციური რისკის სცენარის რეალიზების შემთხვევაში ფუნდამენტური პროცესები მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის უფრო მაღალ ტრაექტორიას მოითხოვს, ვიდრე ცენტრალური სცენარი. აღნიშნული სცენარი გეოპოლიტიკური ვითარების მოსალოდნელზე ხანგრძლივი პერიოდით გამწვავებას ითვალისწინებს, რაც საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე ენერგორესურსების ფასების დამატებით ზრდას გამოიწვევს. ენერგორესურსების ფასების ზრდა ადგილობრივ ბაზარზე სანვავის ფასებზე აისახება, ხოლო გაზრდილი ტრანსპორტირების და წარმოების ხარჯების გავლით სხვა საქონლისა და მომსახურების ფასებზეც გავრცელდება. ამასთან,

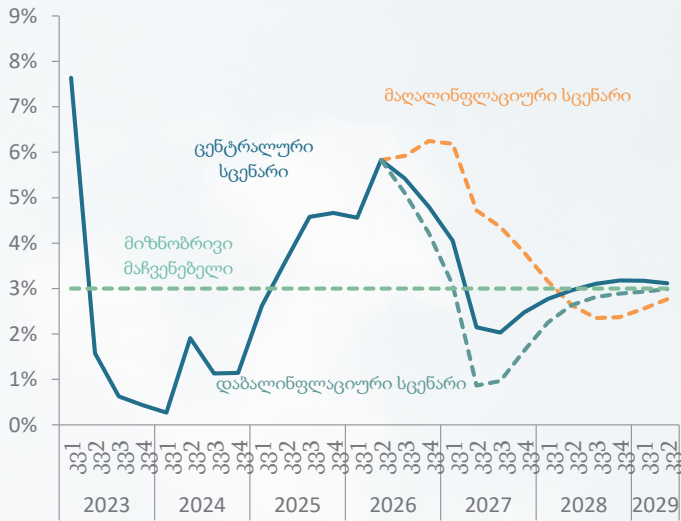
ბოლო პერიოდში არასახარბიელო კლიმატური პირობები საერთაშორისო ბაზრებზე ნედლეული სურსათის ფასების ზრდის დამატებით რისკს ქმნის. აღნიშნული რისკების რეალიზების შემთხვევაში, ინფლაცია ცენტრალურ სცენართან შედარებით მაღალი იქნება.

მეორე მხრივ, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის მიერ განხილული დაბალინფლაციური სცენარით გათვალისწინებული რისკების რეალიზაცია მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, უფრო სწრაფად ნორმალიზების შესაძლებლობას მოიპოვებს. ბოლო წლებში ეკონომიკაში მიმდინარე სტრუქტურული ცვლილებების შედეგად, იზრდება შედარებით მაღალპროდუქტიული და ნაკლებად იმპორტინტენსიური სექტორების წვლილი, რაც, ამავდროულად, ქვეყნის საგარეო პოზიციას აძლიერებს. ეროვნული ბანკის ცენტრალური სცენარის მიხედვით, აღნიშნული ტენდენცია ეტაპობრივად ნორმალიზდება, თუმცა შესაძლებელია, რომ იგი გრძელვადიან პერიოდშიც გაგრძელდეს. ამ შემთხვევაში, ერთი მხრივ, ეკონომიკის გრძელვადიანი პოტენციალის უფრო მაღალი ზრდა მოთხოვნის მხრიდან ინფლაციურ გავლენას შეამცირებს. მეორე მხრივ, ძლიერი საგარეო პოზიცია და დაბალი სუვერენული რისკის პრემია ეფექტური გაცვლითი კურსის ფუნდამენტური გამყარების ტენდენციას განაპირობებს, რაც დამატებით დისინფლაციურ გავლენას მოახდენს. ამასთან, გეოპოლიტიკური ვითარების სწრაფი დეესკალაციის შემთხვევაში, ენერგორესურსების ფასების დაჩქარებული ტემპით შემცირებაც დაბალინფლაციური სცენარის განვითარების ერთ-ერთ განმაპირობებელ ფაქტორს წარმოადგენს. შედეგად, მთლიანი ინფლაცია ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო სწრაფად დაუახლოვდება მიზნობრივ მაჩვენებელს.

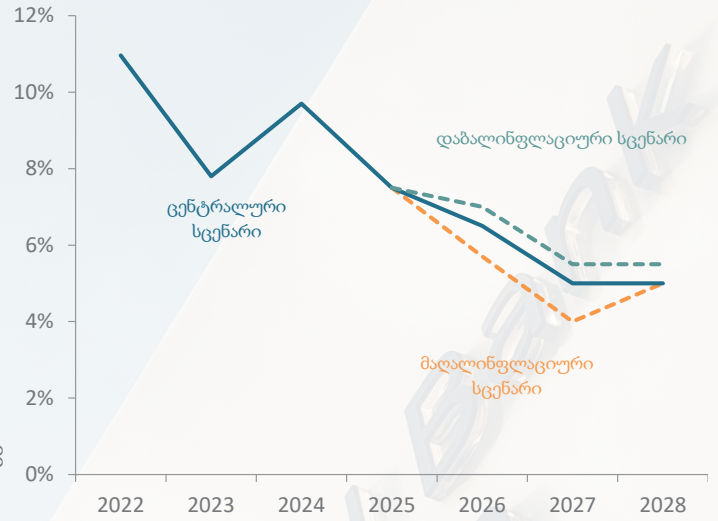
მიმდინარე მაკროეკონომიკური გარემოს, განახლებული სცენარებისა და რისკების შეფასების საფუძველზე, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა მიზანშეწონილად მიიჩნია, ამ ეტაპზე, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის უცვლელად შენარჩუნება. თუმცა, მომატებული ინფლაციური რისკების გათვალისწინებით, მონეტარული პოლიტიკის მკაცრი პოზიცია შედარებით ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში შენარჩუნდება. ეროვნული ბანკი აქტიურად აკვირდება საგარეო შოკების საქართველოს ეკონომიკაზე გადმოცემის ინტენსივობასა და მათ გავლენას. თუ ინფლაციური რისკები, მათ შორის მეორე რაუნდის ეფექტები და ინფლაციური მოლოდინები, მოსალოდნელზე მეტად გაძლიერდება, ეროვნული ბანკი მზად არის მონეტარული პოლიტიკა დამატებით გაამკაცროს. მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება მიმართულია იმისკენ, რომ მიწოდების მხრიდან მოქმედი ინფლაციური შოკის ამოწურვის შემდეგ ინფლაცია სამპროცენტიან მაჩვენებელს სწრაფად დაუბრუნდეს.

სებ-ის მაკროეკონომიკური სცენარები

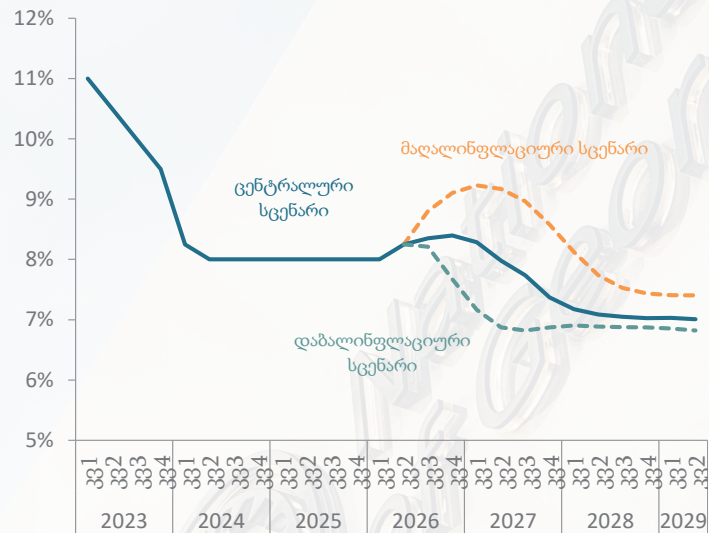
ინფლაციის პროგნოზი



რეალური მშპ-ის პროგნოზი

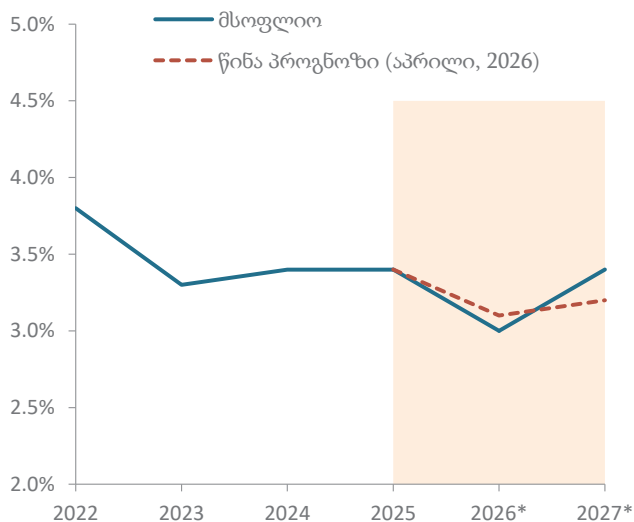


მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი



1. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა

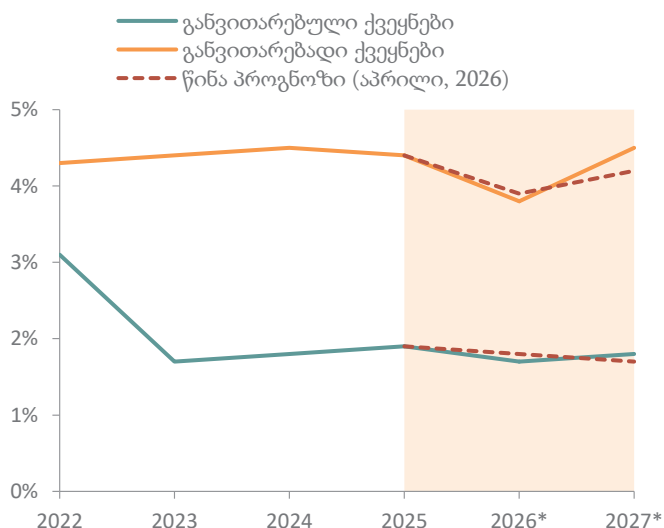
ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტი გლობალური ეკონომიკური აქტივობისთვის მნიშვნელოვან უარყოფით რისკად რჩება, რადგან იგი სავაჭრო მარშრუტების შეფერხებისა და ენერგორესურსების გაძვირების გზით უარყოფითად აისახება მოხმარებასა და საინვესტიციო აქტივობაზე.



დიაგრამა 1.1. მსოფლიოს რეალური ეკონომიკური ზრდის დინამიკა

წყარო: IMF.

გეოპოლიტიკური მოვების გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე არაერთგვაროვანია, რაც ქვეყნების ეკონომიკური სტრუქტურით, ენერგეტიკული დამოკიდებულებითა და სავაჭრო მოთხოვნის დინამიკითაა განპირობებული.



დიაგრამა 1.2. განვითარებული და განვითარებადი ქვეყნების რეალური ეკონომიკური ზრდის დინამიკა

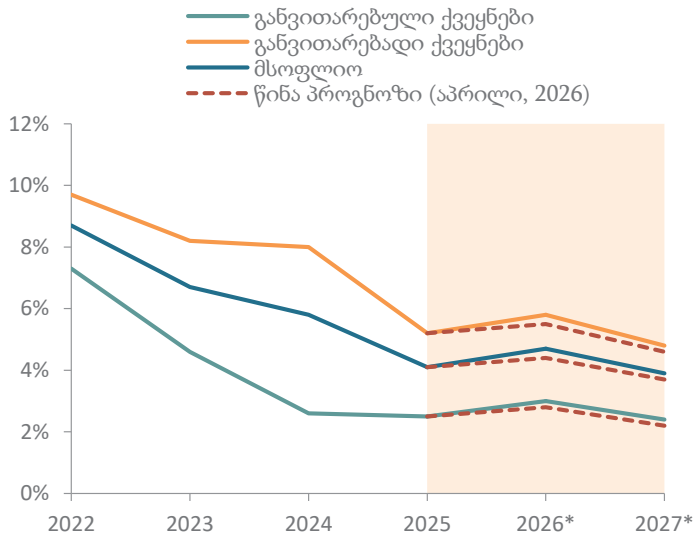
წყარო: IMF.

გლობალური ეკონომიკური ზრდა მდგრადობას ინარჩუნებს, თუმცა მისი პერსპექტივა გაუარესდა. ეკონომიკური გარემო კვლავ მაღალი გაურკვევლობით ხასიათდება. ახლო აღმოსავლეთში განახლებული გეოპოლიტიკური დაძაბულობა ზრდის ეკონომიკური აქტივობის შენეებისა და ინფლაციურ რისკებს, თუმცა ამ უარყოფით გავლენას ნაწილობრივ აბალანსებს ხელოვნურ ინტელექტსა და ციფრულ ტექნოლოგიებში მიმდინარე ინვესტიციები, რაც ცალკეულ ქვეყნებში ექსპანსიურ ფისკალურ პოლიტიკასთან ერთად, ეკონომიკურ აქტივობას ხელს უწყობს.

ეკონომიკური აქტივობის მდგრადობა განსაკუთრებით თვალსაჩინოა აშშ-ში, მიუხედავად შრომის ბაზრის ეტაპობრივი ნორმალიზების ნიშნებისა. ამას ნაწილობრივ ხელს უწყობს საფონდო ბაზრების ხელსაყრელი პირობები, რაც დიდწილად დაკავშირებულია ხელოვნური ინტელექტის მზარდ დინამიკასთან. თავის მხრივ, მზარდი აქციების ფასები სიმდიდრის ეფექტის გავლენით¹ სამომხმარებლო ხარჯების ზრდას იწვევს. ამასთან, ფინანსური პირობების ნაწილობრივი შემსუბუქება ეკონომიკურ აქტივობას დამატებით უჭერს მხარს, მიუხედავად იმისა, რომ საპროცენტო განაკვეთები კვლავ შედარებით მაღალ დონეზე ინარჩუნდება. ტექნოლოგიურ სექტორში მიმდინარე საინვესტიციო ციკლი ასევე ხელს უწყობს მაღალტექნოლოგიურ წარმოებასა და ექსპორტს ისეთ ეკონომიკებში, როგორიცაა ჩინეთი, სადაც იგი ნაწილობრივ აბალანსებს სუსტ შიდა მოთხოვნასა და უძრავი ქონების სექტორში არსებულ პრობლემებს. თუმცა, ზრდის ასეთი სტრუქტურა სავაჭრო მოთხოვნის ცვლილებისა და სავაჭ-

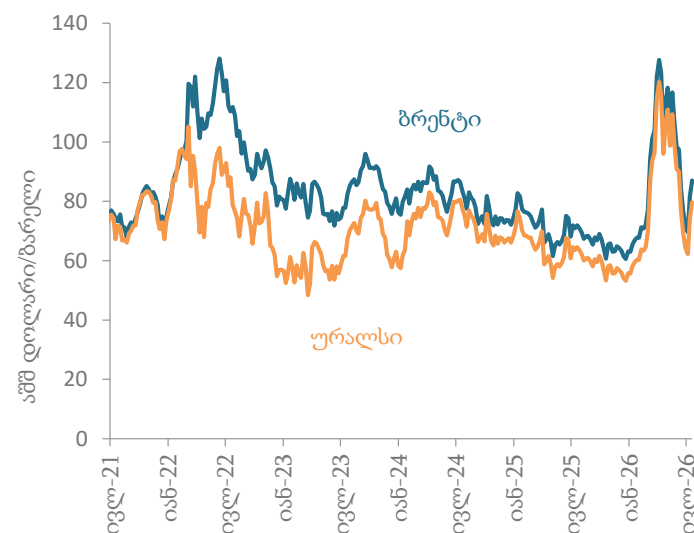
¹ სიმდიდრის ეფექტი (Wealth Effect) გულისხმობს, რომ აქტივების ღირებულების ზრდა ზრდის შინამეურნეობების მიერ აღქმულ სიმდიდრეს, რაც მათ მოხმარების გაზრდისკენ უბიძგებს.

ამასთან, კონფლიქტის განახლება ინფლაციურ რისკებსაც ზრდის, რადგან ენერგორესურსების ფასებზე დამატებითმა ზეწოლამ და მიწოდების ჯაჭვების შეფერხებამ შესაძლოა ინფლაციის შემცირების პროცესი შეანელოს.



დიაგრამა 1.3. გლობალური ინფლაციის დინამიკა
წყარო: IMF.

ნავთობის ფასები გეოპოლიტიკური რისკების ფონზე მერყეობს: იზნისში შემცირება რისკის პრემიის კლებას ასახავდა, ხოლო ივლისში ახლო აღმოსავლეთში დაძაბულობის გამწვავებამ ფასები კვლავ გაზარდა. მიუხედავად ამისა, ფასები წინა ესკალაციის პერიოდში დაფიქსირებულ დონეზე დაბალია, თუმცა გეოპოლიტიკური გაურკვევლობის ფონზე, ნავთობის ბაზარზე რისკები მაღალი რჩება.



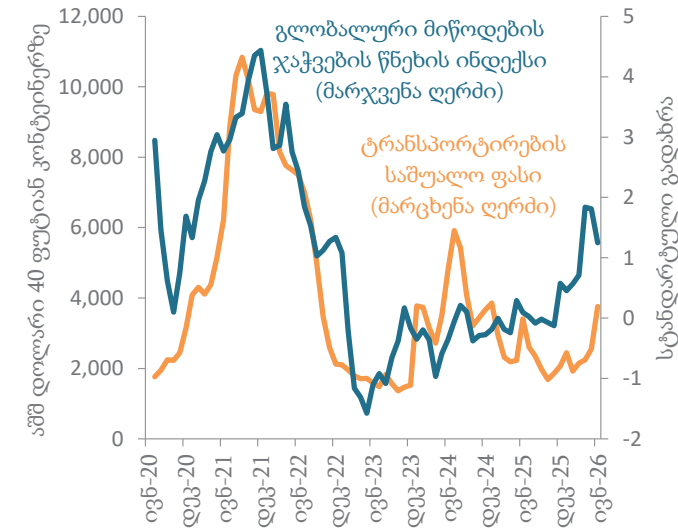
დიაგრამა 1.4. ბრენტის და ურალსის ნავთობის ფასები
წყარო: FRED, Tradingeconomics.

რო დაძაბულობის მიმართ ჩინეთის მონყვლადობას ზრდის. ევროზონაში კი ეკონომიკურ აქტივობას ფისკალური და ინფრასტრუქტურული ხარჯები უწყობს ხელს, თუმცა სუსტი სამრეწველო აქტივობა და მაღალი გაურკვევლობა კვლავ ზრდის შემზღუდველ ფაქტორებად რჩება.

ამ ფონზე, ახლო აღმოსავლეთში კონფლიქტის ესკალაციამ გლობალური ეკონომიკის პერსპექტივა გააუარესა, რადგან გაიზარდა ენერგეტიკული ბაზრების, სატრანსპორტო მარშრუტებისა და მიწოდების ჯაჭვების მიმართ არსებული რისკები. ენერგომატარებლების გაძვირება ამცირებს მოსახლეობის მსყიდველუნარიანობას და ზრდის სანარმოთა წარმოების დანახარჯებს, თუმცა მისი გავლენა ქვეყნებს შორის განსხვავებულია (იხ. დიაგრამა 1.2). ენერგომატარებლების იმპორტიორი ეკონომიკებისთვის ვაჭრობის პირობების გაუარესებას იწვევს, ხოლო ექსპორტიორი ქვეყნები უფრო მაღალი საექსპორტო შემოსავლებისგან სარგებელს იღებენ. რუსეთის ეკონომიკაზე დადებითი გავლენა ძირითადად სწორედ ამ არხით ვლინდება, თუმცა სტრუქტურული შეზღუდვები, მათ შორის სანქციები, მუშახელის დეფიციტი და მაღალი საპროცენტო განაკვეთები, მის საშუალოვადიან ეკონომიკურ პერსპექტივას კვლავ ზღუდავს.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ივლისის შეფასებით, 2026 წლის მსოფლიო ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი 3.1%-დან 3.0%-მდე შემცირდა (იხ. დიაგრამა 1.1), ხოლო ინფლაციის პროგნოზი 4.4%-დან 4.7%-მდე გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 1.3). შესაბამისად, გლობალური რისკების ბალანსი უფრო დაბალი ეკონომიკური ზრდისა და უფრო მაღალი ინფლაციის მიმართულებით გადაიხარა. ამავდროულად, მაღალი სახელმწიფო ვალი და ფისკალური კონსოლიდაციის ნელი ტემპი, განსაკუთრებით წამყვან ეკონომიკებში, საშუალოვადიან მონყვლადობას ზრდის. მეორე მხრივ, ხელოვნურ ინტელექტსა და ტექნოლოგიურ განვითარებაში განხორციელებული ინვესტიციების შედეგად პროდუქტიულობის მოსალოდნელზე სწრაფმა ზრდამ შესაძლოა ეკონომიკური აქტივობა გააძლიეროს ინფლაციური წნეხის მნიშვნელოვანი ზრდის

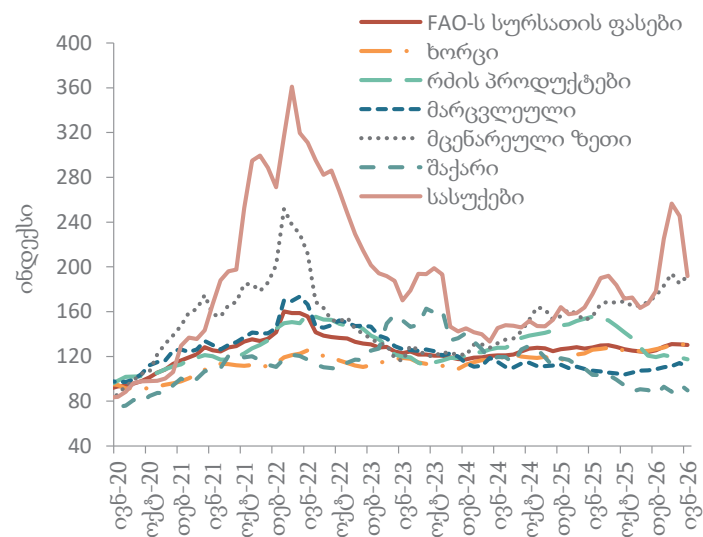
კონფლიქტის ფონზე გაიზარდა გლობალური მიწოდების ჯაჭვების წნეხის ინდექსი და მცირე ზრდა შეინიშნება ტრანსპორტირების საშუალო ფასებშიც. აღნიშნული, სხვა თანაბარ პირობებში, საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე ინფლაციურ რისკებს აძლიერებს.



დიაგრამა 1.5. ტრანსპორტირების საშუალო ფასი და გლობალური მიწოდების ჯაჭვების წნეხის ინდექსი

წყარო: Drewry World Container Index (WCI), New York Fed, Global Supply Chain Pressure Index (GSCPI).

სურსათის საერთაშორისო ფასები კვლავ შედარებით მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. მიწოდების ჯაჭვების შეფერხებები, ტრანსპორტირების ხარჯებთან დაკავშირებული რისკები, კლიმატური და გეოპოლიტიკური გაურკვევლობა სასურსათო ფასებზე ინფლაციურ ზეწოლას კვლავ იწარჩუნებს, თუმცა სასუქების გაიაფება საშუალოვადიან პერიოდში სასოფლო-სამეურნეო წარმოების დანახარჯებსა და სურსათის ფასებზე ზეწოლას ნაწილობრივ ამცირებს.



დიაგრამა 1.6. სურსათისა და სასუქების საერთაშორისო ფასები, ინდექსი, დეკ-2019=100

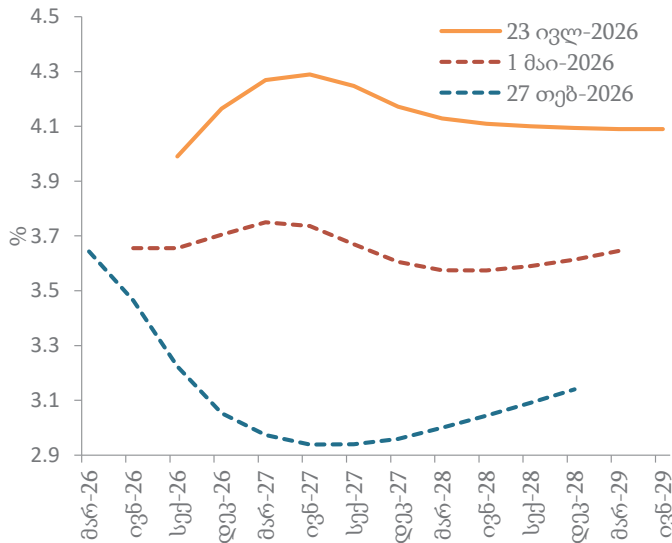
წყარო: FAO, World Bank, სეზონური გაანგარიშება.

გარეშე.

სასაქონლო ბაზრებზე დინამიკა კვლავ ინფლაციის ერთ-ერთ ძირითად რისკ ფაქტორს წარმოადგენს. განახლებულმა გეოპოლიტიკურმა დაძაბულობამ საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე, განსაკუთრებით კი ნავთობის ბაზარზე, გაურკვევლობა გაზარდა. ივნისში, გეოპოლიტიკური რისკის პრემიის შემცირების ფონზე, ნავთობის ფასები შემცირდა, თუმცა ივლისში დაძაბულობის განახლებამ მასზე კვლავ ზრდის მიმართულებით იმოქმედა (იხ. დიაგრამა 1.4). მიუხედავად იმისა, რომ შედარებით სუსტი გლობალური მოთხოვნა გარკვეულწილად ზღუდავს ფასების დამატებით ზრდას, დაძაბული გეოპოლიტიკური ვითარება მარაგების მნიშვნელოვანი შემცირების ფონზე, ამ ბაზარზე ფასების კვლავ მაღალი მერყეობის წყაროა. შესაბამისად, ნავთობის ფასებთან დაკავშირებული რისკები მაღალია როგორც ზრდის, ისე შემცირების მიმართულებით. მთავარ გამოწვევას შოკის შესაძლო გახანგრძლივება წარმოადგენს. ნავთობის ფასების დროებითი ზრდა ინფლაციაზე, პირველ რიგში, საწვავისა და ენერგომატარებლების ფასების არხით მოქმედებს. თუმცა, თუ მაღალი ფასები ხანგრძლივად შენარჩუნდება, ტრანსპორტირებისა და წარმოების დანახარჯების ზრდა (იხ. დიაგრამა 1.5), სხვა თანაბარ პირობებში, ინფლაციის ყოვლისმომცველობაში აისახება. ამასთან, სატრანსპორტო ხარჯების ზრდა და მიწოდების ჯაჭვებზე არსებული ზეწოლა შესაძლოა ფასებს დროითი ლაგით გადაეცემოდეს, რაც მომავალში იმპორტირებული ინფლაციის რისკებს ზრდის.

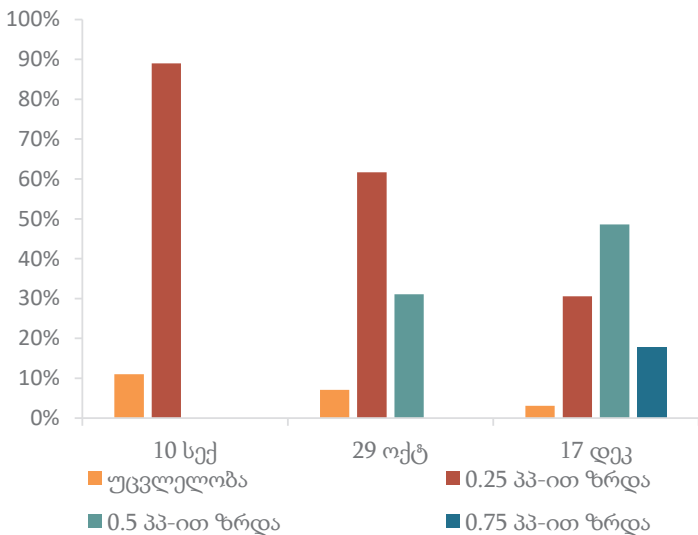
საერთაშორისო სასურსათო ბაზრები ასევე გაურკვევლობის მნიშვნელოვან წყაროდ რჩება. მიუხედავად იმისა, რომ ცალკეულ პროდუქტებზე ფასების დინამიკა განსხვავებულია, საერთაშორისო სასურსათო ფასები კვლავ შედარებით მაღალ დონეზე ნარჩუნდება (იხ. დიაგრამა 1.6). სასუქების ფასების შემცირება სასოფლო-სამეურნეო წარმოების დანახარჯებზე ზეწოლას ნაწილობრივ ამსუბუქებს, თუმცა გეოპოლიტიკური გაურკვევლობა, ტრანსპორტირების ხარჯები და არახელსაყრელი კლიმატური პირობები კვლავ ფასების ზრდის რისკებს ქმნის.

ინფლაციური წნეხისა და გაურკვევლობის შენარჩუნების ფონზე, ფინანსურ ბაზრებზე მაისთან შედარებით Fed-ის განაკვეთის მოსალოდნელი ტრაექტორია მკვეთრად ზემოთ გადაიხედა როგორც მოკლე, ისე საშუალოვადიან პერიოდებში.



დათაბანა 1.7. ბაზრის მოლოდინები ფედერალური სარეზერვო სისტემის პოლიტიკის განაკვეთის ტრაექტორიაზე
წყარო: ატლანტას ფედერალური სარეზერვო ბანკი (Atlanta Fed).

ევროზონაში ინფლაციური რისკები მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრების ალბათობას ზრდის. რის ფონზეც ფინანსურ ბაზრებზე საპროცენტო განაკვეთის მოსალოდნელი ტრაექტორია ზრდის მიმართულებით გადაიხედა.



დათაბანა 1.8. ფინანსური ბაზრის მოლოდინები* ECB-ის განაკვეთზე
წყარო: ECB Watch.
*27 ივლისის მონაცემები

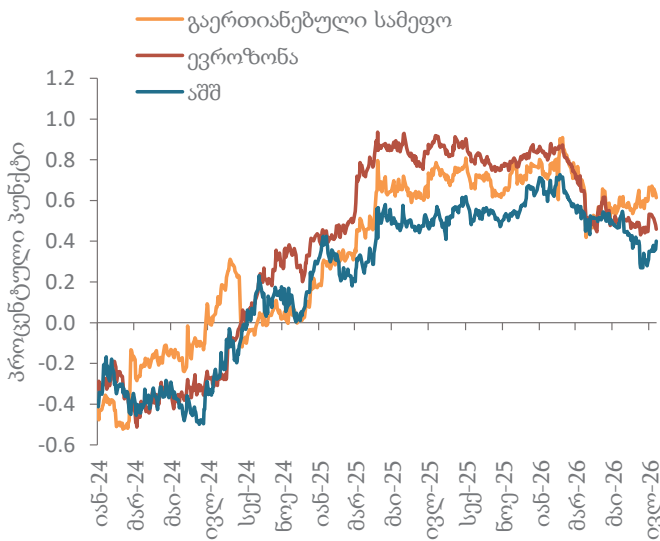
განსაკუთრებით საყურადღებოა ექსტრემალური კლიმატური პირობების რისკი, რომელმაც შესაძლოა მოსავლიანობის შემცირებისა და მიწოდების შეზღუდვების გზით საერთაშორისო სასურსათო ფასებზე დამატებითი ზეწოლა შექმნას.

შესაბამისად, სასაქონლო ბაზრებზე ხანგრძლივი შოკის რეალიზების შემთხვევაში შესაძლოა გლობალური დისინფლაციის პროცესი შენელდეს და გაიზარდოს ინფლაციის მეორადი ეფექტების რისკები.

მიმდინარე პერიოდში, ზემოხსენებული ინფლაციური რისკები გლობალურად მონეტარული პოლიტიკის ფრთხილი პოზიციის შენარჩუნებას და მონეტარული პოლიტიკის მოსალოდნელი ტრაექტორიების ზემოთ გადახედვას განაპირობებს. საყურადღებოა წამყვან ეკონომიკებში, მათ შორის აშშ-სა და ევროზონაში შედარებით ხისტი ფასების ინდიკატორების კვლავ მიზნობრივზე მნიშვნელოვნად მაღალ დონეზე შენარჩუნება. აღსანიშნავია ისიც, რომ წამყვანი ეკონომიკები ახლო აღმოსავლეთის ომს მაღალი ხისტი ფასების ინფლაციით შეხვდნენ, რაც მორიგი მიწოდების შოკს განსაკუთრებით საყურადღებოს ტოვებს, რათა მეორე რაუნდის ეფექტები არ წარმოქმნას. ეს რისკები ფინანსური ბაზრების მოლოდინებში უკვე ასახულია. კერძოდ, მაისთან შედარებით, აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემის საპროცენტო განაკვეთის მოსალოდნელი ტრაექტორია უფრო მაღლა გადაიხედა (იხ. დათაბანა 1.7), ხოლო ევროზონაში არსებული ინფლაციური რისკები მონეტარული პოლიტიკის დამატებით გამკაცრების მოლოდინებს აძლიერებს (იხ. დათაბანა 1.8). თუმცა, უნდა აღინიშნოს, რომ გაზრდილი გაურკვევლობის პირობებში წამყვანი ცენტრალური ბანკების გადაწყვეტილებები უფრო მეტად დამოკიდებული იქნება მიმდინარე მაკროეკონომიკურ მონაცემებზე.

მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთების მზარდი მოლოდინების ფონზე, საერთაშორისო ფინანსურმა ბაზრებმა შედარებით მაღალი მდგრადობა შეინარჩუნა, რასაც ნაწილობრივ ხელს უწყობს ხელოვნურ ინტელექტთან დაკავშირებული კომპანიების აქტივების ფასების ზრდა და კორპორაციული ობლიგაციების შედარებით დაბალი სპრე-

ნამყვან ეკონომიკებში 10 და 2-წლიან სახაზინო ფასიან ქაღალდებს შორის სპრედი მცირდება, რაც ნაწილობრივ მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებული პოზიციის მოსალოდნელზე ხანგრძლივად შენარჩუნებას ან/და უფრო მეტად გამკაცრებას ასახავს.



დიაგრამა 1.9. 10 და 2-წლიან სახაზინო ფასიან ქაღალდებზე საპროცენტო განაკვეთების სხვაობა

წყარო: investing.com, ECB.

დები (იხ. დიაგრამა 1.9).

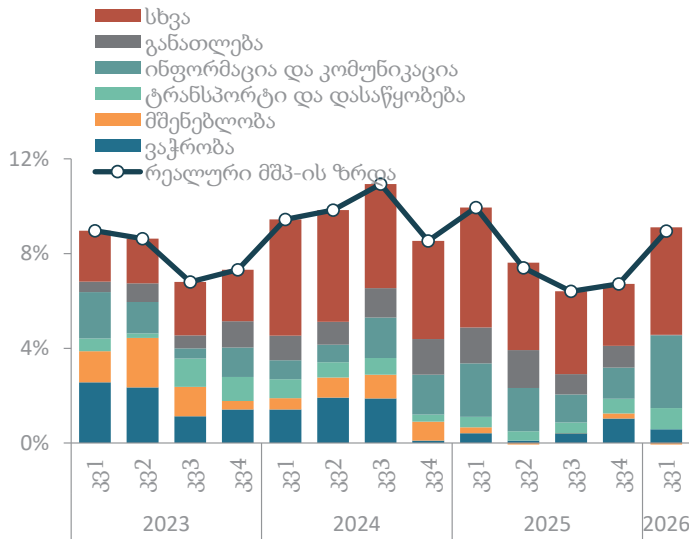
საქართველოსთვის მიმდინარე გლობალური ტენდენციები, პირველ რიგში, ინფლაციაზე აისახება. როგორც ენერგომატარებლების წმინდა იმპორტიორი ქვეყანა, საერთაშორისო ენერგომატარებლების გაძვირება ერთი მხრივ, პირდაპირ აისახება საწვავის ფასებზე, ხოლო მეორე მხრივ არაპირდაპირ - წარმოებისა და ტრანსპორტირების დანახარჯების ზრდის გზით. ამ შოკის გახანგრძლივება კი ინფლაციური მოლოდინების ზრდის რისკებსაც გააძლიერებს.

ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენა შედარებით არაერთგვაროვანია. საერთაშორისო სასაქონლო ფასების ზრდა ექსპორტიდან მიღებული შემოსავლების ხელშემწყობია, ხოლო საგარეო მოთხოვნის ცალკეულ მიმართულებებში სისუსტე ნაწილობრივ სხვა წყაროებიდან მიღებული შემოსავლების ზრდით ბალანსდება.

გლობალური ინფლაციის მოსალოდნელზე ხანგრძლივად შენარჩუნების შემთხვევაში, განვითარებული ეკონომიკების ცენტრალურმა ბანკებმა შესაძლოა შემზღუდავი მონეტარული პოლიტიკა უფრო ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში შეინარჩუნონ. შედეგად, გლობალური ფინანსური პირობები კვლავ მკაცრი დარჩება, რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, საქართველოში უცხოური ვალუტის ფუნანსური პირობების გამკაცრებას განაპირობებს. თუმცა, ძლიერი საგარეო შემოდიანები, საერთაშორისო რეზერვების მაღალი დონე და შემცირებული რისკის პრემია გლობალური ფინანსური პირობების შემარბილებელი ფაქტორებია.

2. მიმდინარე მაკროეკონომიკური მდგომარეობის მიმო- ხილვა და საპროგნოზო სცენარები

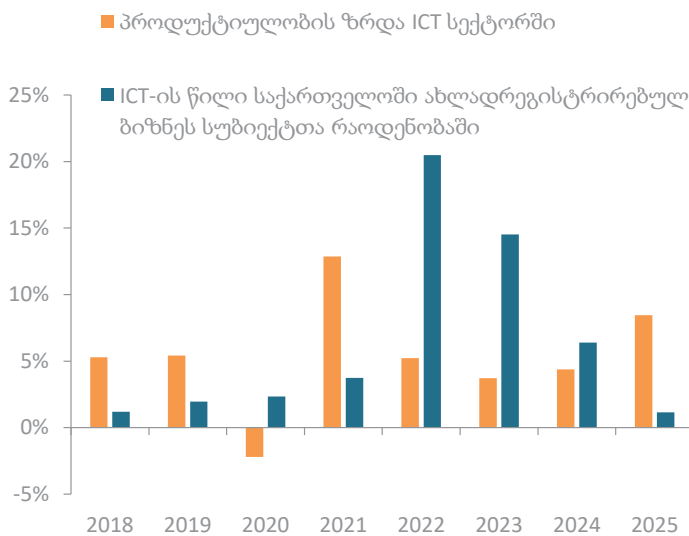
ეკონომიკური ზრდის მამოძრავებელი კვლავ მაღალპროდუქტიული სექტორებია.



დიაგრამა 2.1.1. რეალური მშპ-ის ზრდა სექტორების მიხედვით (წვლილი ზრდაში)

წყარო: სეზ, საქსტატი.

ინფორმაციისა და კომუნიკაციის (ICT) სექტორში პროდუქტიულობის მაღალი ზრდა ნარჩუნდება.



დიაგრამა 2.1.2. ICT-ის წილი საქართველოში ახლადრეგისტრირებულ ბიზნეს სუბიექტთა რაოდენობაში*

წყარო: საქსტატი, სეზ-ის გაანგარიშება.

* გაანგარიშებები ჩატარებულია 2026 წლის 1 ივლისის თარიღით არსებულ მონაცემებზე.

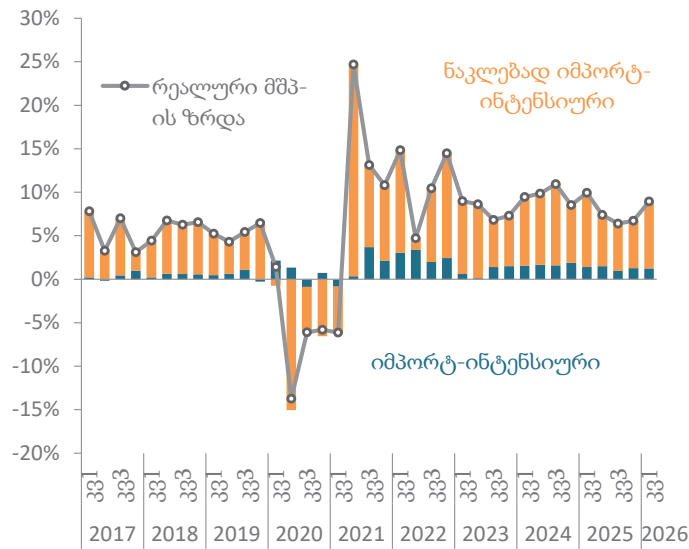
2.1. მიმდინარე მდგომარეობა

საქართველოს ეკონომიკის მაღალი ზრდის ტემპი 2026 წლის პირველ ნახევარშიც ნარჩუნდება. კერძოდ, პირველი კვარტლის ზრდამ 9.0% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.1.1). ხოლო, წინასწარი შეფასებით, იანვარ-მაისში ეკონომიკური აქტივობის საშუალო ზრდა 7.8%-ს შეადგენს. სექტორულ ჭრილში ზრდა ძირითადად განპირობებულია შედარებით მაღალპროდუქტიული მომსახურების სექტორებით, კერძოდ ინფორმაციისა და კომუნიკაციის (ICT), ტრანსპორტირებისა და საფინანსო საქმიანობებით (იხ. დიაგრამა 2.1.1). თავის მხრივ, აღნიშნული სექტორების მზარდი დინამიკა საგარეო შემოდინებებს აძლიერებს და შიდა ეკონომიკურ აქტივობაზეც დადებითად აისახება.

ICT სექტორის მაღალი წვლილი მეტწილად პროდუქტიულობის მაღალი ზრდით არის განპირობებული. კერძოდ, 2022-2023 წლებში დაფიქსირებული მაღალი აქტივობის შემდეგ ICT სექტორში ახალი საწარმოების რეგისტრაცია შემცირდა, თუმცა არსებულ ბიზნეს სუბიექტებში შრომის პროდუქტიულობა მზარდია (იხ. დიაგრამა 2.1.2), რაც პოტენციური ეკონომიკური ზრდის ხელშემწყობი ფაქტორია. ამავდროულად, ამ სექტორში მსგავსი დინამიკა ეკონომიკის შედარებით ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიური სტრუქტურის შენარჩუნებასაც განაპირობებს (იხ. დიაგრამა 2.1.3). მეორე მხრივ, ეკონომიკის გრძელვადიან პოტენციალზე დადებითად მოქმედი ცალკეული სექტორების ზრდა ეტაპობრივად ნორმალიზდება. კერძოდ, ბოლო კვარტლებში მშენებლობის სექტორის წვლილი ეკონომიკურ ზრდაში თანდათან მცირდება (იხ. დიაგრამა 2.1.1).

ეკონომიკის მიწოდების ფაქტორების გაძლიერებასთან ერთად, შიდა მოთხოვნა მზარდია, რასაც საბანკო სექტორის დაკრედიტების სტაბილური ზრდაც განაპირობებს. კერძოდ, საკრედიტო პორტფელის ზრდა მდგრად დონეზე, 14-15%-ის ფარგლებში, ნარჩუნდება, რაც ეკონომიკის გრძელვადიანი ზრდის ტემპის თანაბარზომიერია (იხ. დიაგრამა 2.1.4).

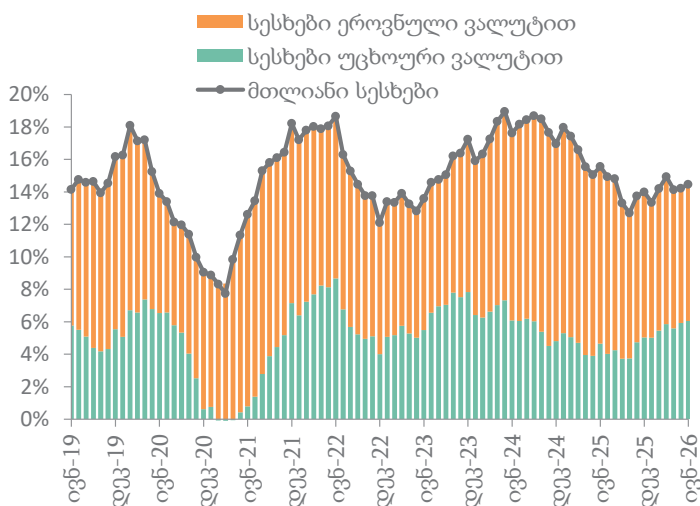
ეკონომიკაში მიმდინარე სტრუქტურული ცვლილებების ფონზე, ნაკლებ იმპორტ-ინტენსიური ეკონომიკური ზრდის ტენდენცია გრძელდება.



დიაგრამა 2.1.3. რეალური მშპ-ის სექტორული განაწილება იმპორტზე დამოკიდებულების მიხედვით (წვლილი ზრდაში)

წყარო: სეზ, საქსტატი.

ბოლო პერიოდში, საკრედიტო აქტივობის ზრდის ტემპი მის წონასწორულ დონესთან ახლოს ნარჩუნდება, რაც სტაბილური ადგილობრივი მოთხოვნის ერთ-ერთი განმაპირობებელი ფაქტორია.



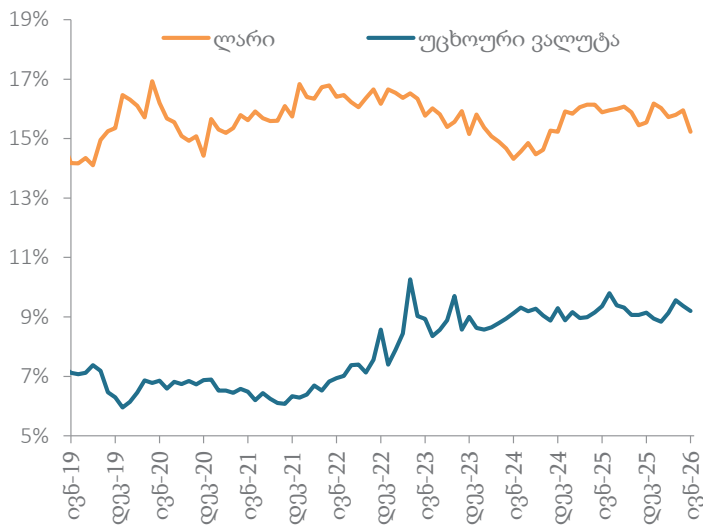
დიაგრამა 2.1.4. სესხების წლიური ზრდის ტემპი და მასში ეროვნული და უცხოური ვალუტის სესხების წვლილი

წყარო: სეზ.

დაკრედიტების ზრდაში ბიზნეს სესხებს კვლავ წამყვანი წვლილი უკავია. თუმცა, ბოლო პერიოდში გაცვლითი კურსის სტაბილურობის ფონზე, ბიზნესის დაკრედიტების ზრდა მეტწილად უცხოურ ვალუტაში გაცემული სესხების ზრდით იყო განპირობებული. ამასთან, ბოლო თვეებში ეროვნული ვალუტით გაცემული სესხების ზრდა ზომიერად ნელდებოდა, თუმცა ივნისში კვლავ მცირედით დაჩქარდა (იხ დიაგრამა 2.1.4), რაც ლარის სესხების საპროცენტო განაკვეთების კლებითაც აიხსნება (იხ. დიაგრამა 2.1.5). აღსანიშნავია, რომ ბოლო პერიოდში გლობალურად ფინანსური პირობების გამკაცრება ადგილობრივ ბაზარზეც აისახა და, ივნისში მცირე კლების მიუხედავად, უცხოური ვალუტის საპროცენტო განაკვეთები შედარებით მაღალ დონეზე ნარჩუნდება.

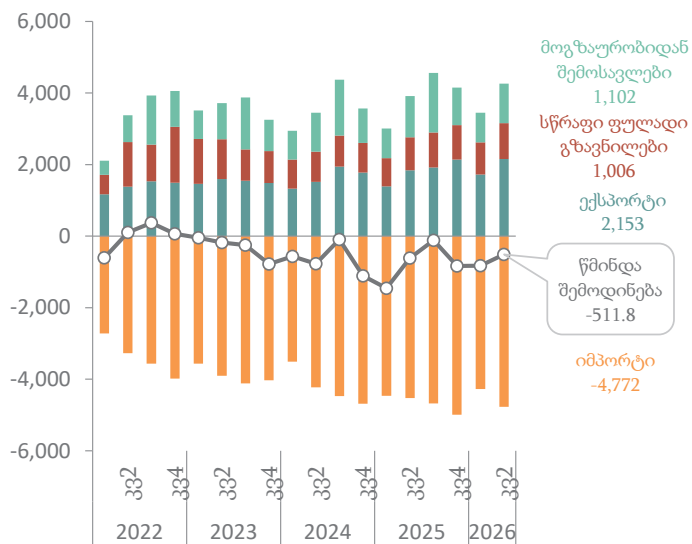
მიუხედავად ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე გეოპოლიტიკური ვითარებისა, საქართველოს საგარეო მოთხოვნა მოსალოდნელზე ძლიერი რჩება. კონფლიქტის გავლენა ძირითადად ტურიზმის არხით გამოიყვანა, თუმცა მისი ეფექტი მთლიან საგარეო მოთხოვნაზე შეზღუდულია. მეორე კვარტალში ახლო აღმოსავლეთის ქვეყნებიდან და ინდოეთიდან ტურისტული ნაკადები შემცირდა, თუმცა აღნიშნული სხვა ბაზრებიდან, მათ შორის ევროკავშირიდან და აზერბაიჯანიდან, გაზრდილმა ტურისტულმა შემოდინებებმა მნიშვნელოვნად დააბალანსა. შედეგად, 2026 წლის მეორე კვარტალში ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლები მოსალოდნელზე ნაკლებად, წლიურად 3.8%-ით, შემცირდა. ამავდროულად, საგარეო შემოდინებების მზარდ დინამიკას ხელს უწყობს მომსახურების სხვადასხვა სექტორებისა და საქონლის ექსპორტის მაღალი ზრდა. კერძოდ, ICT სექტორის ექსპორტიდან მიღებული შემოსავლები მზარდ ტენდენციას ინარჩუნებს და 2026 წლის პირველ კვარტალში მშპ-ის 4.8%-ს მიაღწია, რაც ისტორიულ მაქსიმუმს წარმოადგენს. ამასთან, 2026 წლის მეორე კვარტალში საქონლის ექსპორტის ზრდა გაგრძელდა. კერძოდ, წლიურმა ზრდამ 17.2% შეადგინა, რაც ნაწილობრივ საერთაშორისო ბაზრებზე სასაქონლო პროდუქტების ფასების ეფექტის ზრდის ასახვაა. მეორე მხრივ, საერთაშორისო

2026 წლის ივნისის მდგომარეობით ფინანსური პირობები მცირედით შერბილდა როგორც ლარში, ისე უცხოურ ვალუტაში. თუმცა, ჯამურად კვლავ შედარებით მკაცრია, რაც საკრედიტო აქტივობის წონასწორულ დონესთან შენარჩუნებას უწყობს ხელს.



დიაგრამა 2.1.5. ეროვნულ და უცხოურ ვალუტაში გაცემული სესხების ნაკადებზე საპროცენტო განაკვეთები
წყარო: სებ.

ახლო აღმოსავლეთის ომის მიუხედავად საერთაშორისო შემოდინებები ძლიერი ნარჩუნდება.



დიაგრამა 2.1.6. საქონლის ექსპორტ-იმპორტის, მოგზაურობიდან და ფულადი გზავნილებიდან მიღებული შემოსავლების დინამიკა
წყარო: სებ, საქსტატი.

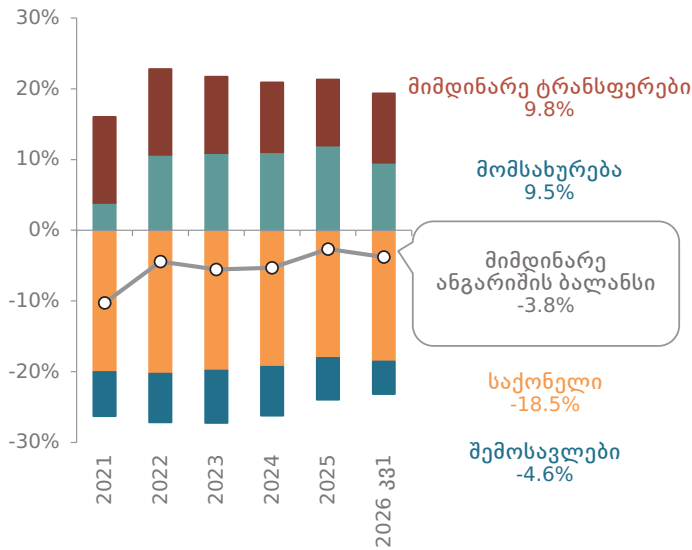
ბაზრებზე ნავთობისა და სხვა სასაქონლო პროდუქტების ფასების ზრდა იმპორტის მოცულობაზე ზრდის მიმართულებით მოქმედებს. საბოლოოდ, მომსახურებისა და საქონლის ექსპორტიდან მიღებული მაღალი შემოსავლები ტურიზმის შემცირებისა და ნავთობპროდუქტების იმპორტის უარყოფით ეფექტებს ანეიტრალებს, რაც წმინდა საგარეო შემოდინებებს აუმჯობესებს (იხ. დიაგრამა 2.1.6).

სტაბილური საგარეო შემოდინებების შედეგად 2026 წლის პირველ კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი კვლავ დაბალ დონეზე შენარჩუნდა და მშპ-ის 3.8% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.1.7). მოსალოდნელზე მაღალი წმინდა საგარეო შემოდინებები და ტურიზმის მიმართულებით ავიამარშრუტების დამატება, მათ შორის ჩინეთთან პირდაპირი ფრენების ამოქმედება, სხვა თანაბარ პირობებში, მომავალ თვეებში საგარეო შემოდინებების ზრდას შეუწყობს ხელს. შესაბამისად, განახლებული ცენტრალური პროგნოზით, 2026 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი გრძელვადიან წონასწორულ 5%-იან დონეზე დაბლა შენარჩუნდება და მშპ-ის 3-3.5%-ის ფარგლებში იქნება.

გაუმჯობესებული მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი ლარის ნომინალურ ეფექტურ გაცვლით კურსზეც გამყარების მიმართულებით მოქმედებს. ამავდროულად, საქართველოში სავაჭრო პარტნიორებთან შედარებით დაბალმა ინფლაციამ რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის წონასწორულ დონესთან დაბრუნება უზრუნველყო და წინა პერიოდში დაგროვილი გადახრა აღმოფხვრა (იხ. დიაგრამა 2.1.8). შესაბამისად, მისი გავლენა საექსპორტო საქონლის კონკურენტუნარიანობაზე მეტწილად ნეიტრალურია.

ლარის გაცვლითი კურსის სტაბილური პოზიციის ფონზე, დეპოზიტების დოლარიზაციის კლებადი ტენდენცია გრძელდება. 2026 წლის ივნისში მთლიანი დეპოზიტების დოლარიზაცია 43.8%-მდე შემცირდა, რაც ისტორიულ მინიმუმს წარმოადგენს (იხ. დიაგრამა 2.1.9). დოლარიზაცია მცირდება როგორც ფიზიკური, ისე იურიდიული პირების დეპოზიტებში. ამასთან, ლარიზაციის პროცესს, გაცვლითი კურსის

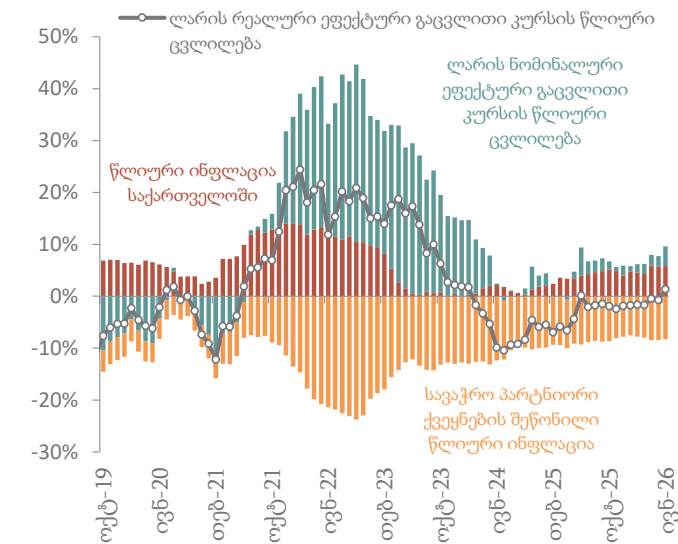
2026 წელს პირველ კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მოსალოდნელზე დაბალი აღმოჩნდა. აღნიშნულის გათვალისწინებით, ცენტრალური პროგნოზით, 2026 წელს იგი კვლავ მის წონასწორულ დონეზე დაბალი შენარჩუნდება.



დიაგრამა 2.1.7. მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის დეკომპოზიცია (% მშპ-თან, BPM5-ის მიხედვით)

წყარო: სებ.

რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი მის გრძელვადიან წონასწორულ დონესთან ახლოსაა, და შესაბამისად, მისი გავლენა საექსპორტო საქონლის კონკურენტუნარიანობაზე მეტწილად ნეიტრალურია.



დიაგრამა 2.1.8. ლარის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის წლიური ცვლილების დეკომპოზიცია*

წყარო: სებ.

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

სტაბილურობასთან ერთად, ხელს უწყობს ლარსა და უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთებს შორის შენარჩუნებული მაღალი დიფერენციალი (იხ. დიაგრამა 2.1.10).

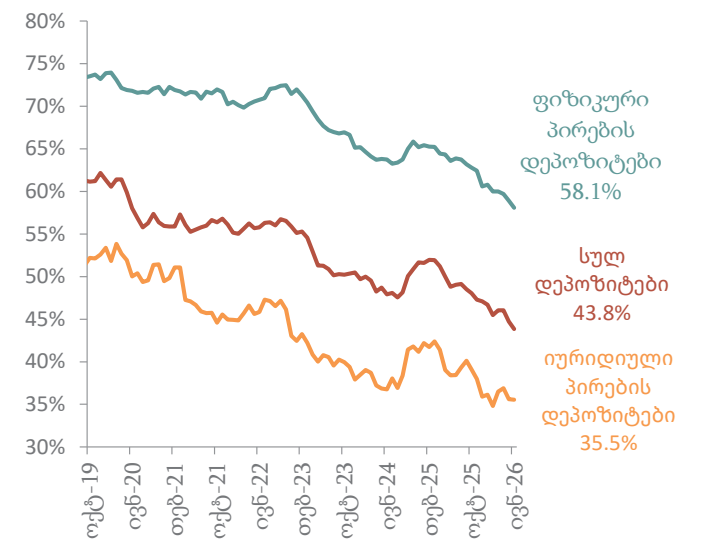
აღსანიშნავია, რომ გაცვლითი კურსის სტაბილურ პოზიციას ასევე ხელს უწყობს სუვერენული რისკის პრემიის დაბალ დონეზე შენარჩუნება. აღნიშნული აისახება საქართველოსა და აშშ-ის ხუთწლიან სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობებს შორის სხვაობის კლებად ტენდენციაში (იხ. დიაგრამა 2.1.11). ამავდროულად, დაბალი დიფერენციალი ასახავს საერთაშორისო დონეზე საქართველოს მიმართ ინვესტორთა გაზრდილ დაინტერესებას. ეს, კი, თავის მხრივ, ფინანსური შემოდინებების წყაროცაა.

ძლიერი საგარეო შემოდინებების ფონზე საერთაშორისო რეზერვების დაგროვება გრძელდება. რეზერვების მოცულობამ 2026 წლის ივნისის მდგომარეობით 7.1 მლრდ აშშ დოლარს გადააჭარბა (იხ. დიაგრამა 2.1.12), რაც რეზერვების ადეკვატურობის დონის გაუმჯობესებას განაპირობებს და, შესაბამისად, საგარეო შოკების მიმართ მონყვლადობას ამცირებს.

შემოთ აღწერილი საგარეო და ადგილობრივი ფაქტორები ინფლაციაზე განსხვავებული მიმართულებით მოქმედებს. მიმდინარე ეტაპზე, ინფლაციის მიზნობრივ დონეზე მაღლა შენარჩუნებას კვლავ უმთავრესად ენერგომატარებლების გაძვირება და მისგან მომდინარე პირდაპირი და არაპირდაპირი ეფექტები განაპირობებს. კერძოდ, 2026 წლის მეორე კვარტალში ნავთობის ფასების ზრდის ფონზე სანავთობის ფასების წვლილი ინფლაციაში მნიშვნელოვნად გაიზარდა და, ივნისის 5.8%-იან ინფლაციაში 1.3 პპ შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.1.13). ამასთან, სანავთობის გაძვირება, როგორც შუალედური პროდუქტის ფასის ზრდა, სხვა საქონლისა და მომსახურების ფასებზეც აისახება.

ამასთანავე, გეოპოლიტიკური ვითარებისა და კლიმატური პირობების ფონზე, სურსათის ინფლაციის რისკები კვლავ შენარჩუნებულია. საერთაშორისო ბაზრებზე საქართველოსთვის რელევანტური პროდუქტების ფასების დინამიკა განსხვავებულია (იხ. თავი 1),

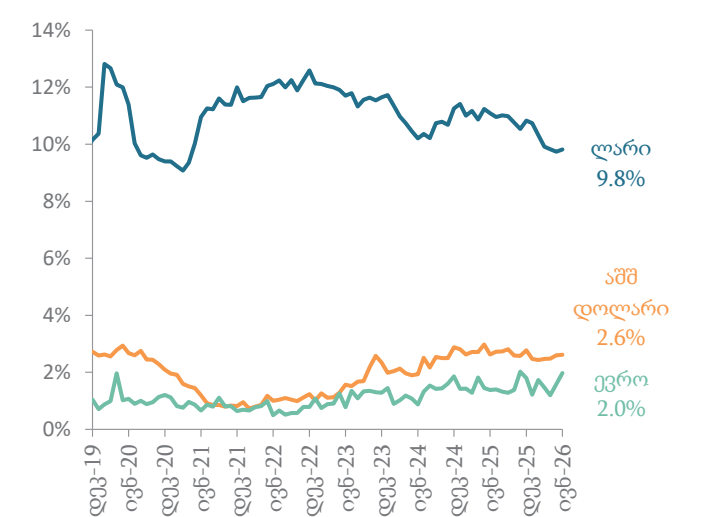
ლარის შედარებით მყარი პოზიციისა და მაკრო-ეკონომიკური სტაბილურობის ფონზე, დეპოზიტების დოლარიზაცია კლების ტენდენციას აგრძელებს როგორც ფიზიკური, ისე იურიდიული პირების დეპოზიტების ხარჯზე.



დიაგრამა 2.1.9. დეპოზიტების დოლარიზაცია (გაცვლითი კურის ეფექტის გამორიცხვით)

წყარო: სეზ.

ლარიზაციის ზრდას დამატებით ხელს უწყობს ლარსა და უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთებს შორის არსებული მაღალი დიფერენციალი.



დიაგრამა 2.1.10. რეზიდენტების ვადიანი დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთები ლარსა და უცხოურ ვალუტაში, მთავრობის გარეშე, ნაკადი

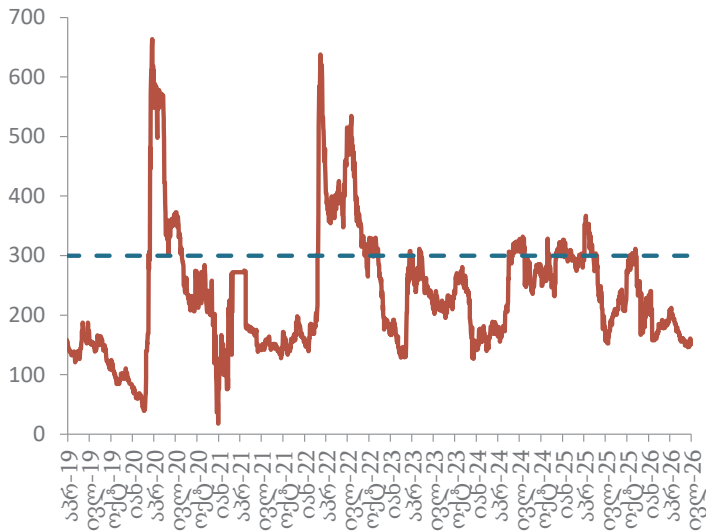
წყარო: სეზ.

რაც ინფლაციაზე განსხვავებულ გავლენას ახდენს. მიუხედავად ამისა, წლის მეორე ნახევრიდან, მაღალი საბაზო ეფექტის შედეგად, მოსალოდნელია სურსათის ცალკეულ კომპონენტებზე ინფლაციური წნეხის შემცირება. ასევე, პურის ფასის ერთჯერადი კორექტირების ეფექტი 2026 წლის ოქტომბრიდან ამოიწურება, რასაც, სხვა თანაბარ პირობებში, დისინფლაციური გავლენა აქვს. მიუხედავად აღნიშნულისა, მიმდინარე ეტაპზე სურსათი კვლავ რჩება ინფლაციის მთავარ კონტრიბუტორად.

დისინფლაციური ტენდენცია ნარჩუნდება შრომის ბაზარზე. კერძოდ, ნომინალური ხელფასების ზრდის ეტაპობრივი ნორმალიზებისა და მაღალი პროდუქტიულობის შენარჩუნების ფონზე, პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის ხარჯი შემცირებულია (იხ. დიაგრამა 2.1.14), რაც, თავის მხრივ, ფირმების მხრიდან ფასების ზრდის მიმართულებით გადახედვის წნეხს ამცირებს.

გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობის თვალსაზრისით, მნიშვნელოვანია, რომ საბაზო ინფლაცია კვლავ მიზნობრივ 3%-იან მაჩვენებელთან ახლოს ნარჩუნდება და ივნისში 3.2% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.1.15). თუმცა, ამავდროულად, შედარებით ხისტი ფასების ინდიკატორების, მათ შორის მომსახურების ინფლაციის, დაჩქარება საყურადღებო ფაქტორია. შედარებით მოქნილი ფასების (სურსათისა და საწვავის) ხანგრძლივად მაღალ დონეზე შენარჩუნებამ შესაძლოა კიდევ უფრო დააჩქაროს ხისტი ფასების ინფლაცია. აღნიშნული, თავის მხრივ, მეორე რაუნდის ეფექტების წარმოქმნის რისკებს აძლიერებს, რაც მონეტარული პოლიტიკის ფრთხილი პოზიციის შენარჩუნებას განაპირობებს.

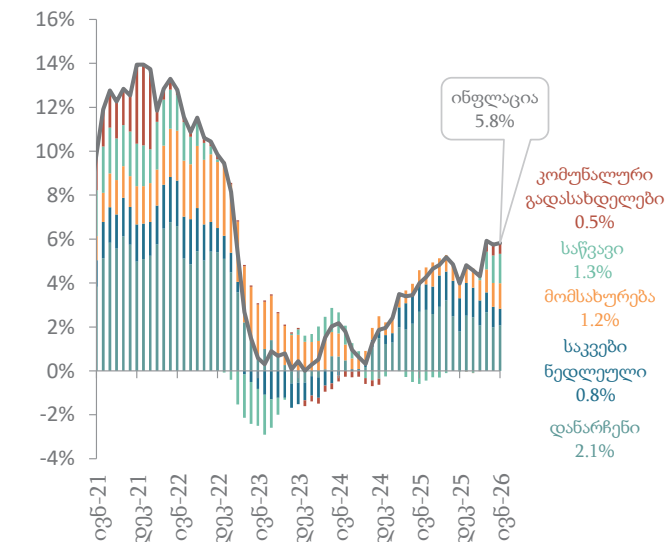
გლობალურად მაღალი გაურკვევლობის მიუხედავად, საქართველოს სუვერენული რისკი პრემია მის ნონასწორულ დონეზე დაბლა ნარჩუნდება, რაც ქვეყნის ძლიერ მაკროეკონომიკურ ფუნდამენტებზე და საერთაშორისო დონეზე საქართველოს მიმართ ინვესტორთა დადებით განწყობებზე მიუთითებს.



დიაგრამა 2.1.11. საქართველოსა და აშშ-ის მთავრობების დოლარში დენომინირებული 5-წლიანი ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობებს შორის სხვაობა

წყარო: ბლუმბერგი, სეპ.

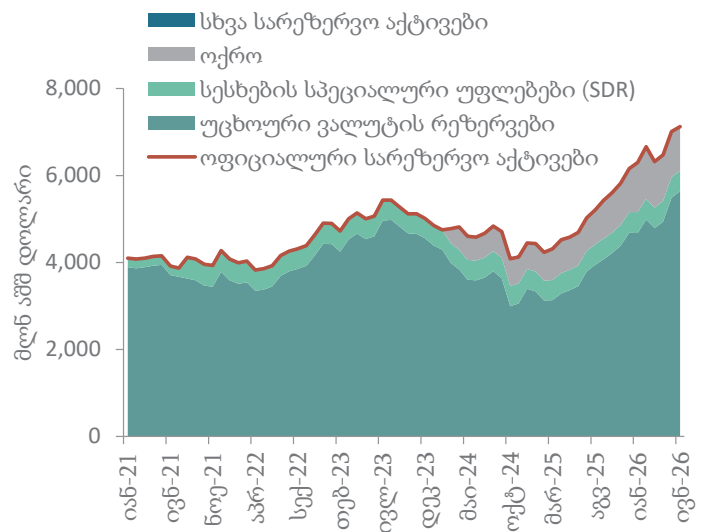
2026 წლის მეორე კვარტალში ენერგომატარებლების ფასების წვლილი ინფლაციის მიზნობრივი დონიდან გადახრის ერთ-ერთი მთავარი ფაქტორია.



დიაგრამა 2.1.13. ინფლაცია კომპონენტების მიხედვით

წყარო: სეპ, საქსტატი.

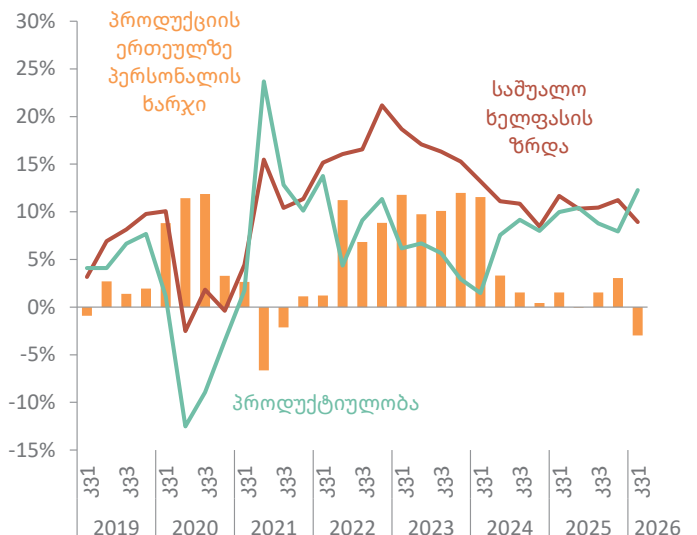
მზარდი საგარეო შემოდინებები და ლარისადმი გამზრდილი ნდობა მთლიანი საერთაშორისო რეზერვების დაგროვებას განაპირობებს, რაც, თავის მხრივ, საგარეო შოკებისადმი მონყვლალობას ამცირებს.



დიაგრამა 2.1.12. საქართველოს მთლიანი საერთაშორისო რეზერვების დეკომპოზიცი

წყარო: სეპ.

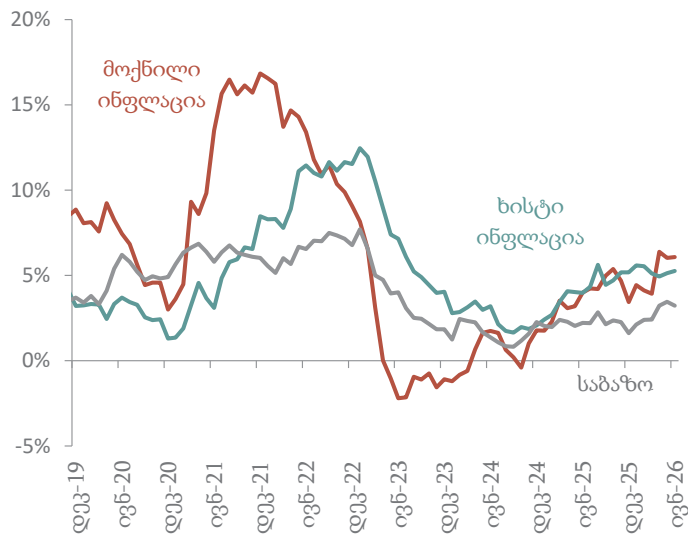
ხელფასების ზრდის ეტაპობრივი ნორმალიზებისა და მაღალი პროდუქტიულობის ფონზე, პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის დანახარჯები შემცირდა, რაც პროდუქტის ბაზრიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს ასუსტებს.



დიაგრამა 2.1.14. პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის ხარჯი

წყარო: საქსტატი, სეპ.

მოქნილი ფასების ინფლაციის ხანგრძლივად მაღალ დონეზე შენარჩუნება ხისტი ფასების ინფლაციის დაჩქარების რისკებს აძლიერებს.



დიაგრამა 2.1.15. საბაზო, ხისტი და მოქნილი ფასების ინფლაცია.

წყარო: საქსტატი, სებ-ის გაანგარიშება.

2.2. ცენტრალური სცენარი

გლობალური ეკონომიკის მსგავსად, საქართველოშიც საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე მიმდინარე პროცესები ინფლაციის დინამიკის მნიშვნელოვან განმსაზღვრელ ფაქტორებად რჩება. როგორც გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვის თავში აღინიშნა, ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარება, ივნისში დროებითი გაუმჯობესების შემდეგ, ივლისში კვლავ გაუარესდა. აშშ-სა და ირანს შორის სამხედრო მოქმედებების განახლებას საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე მიწოდების ახალი შეფერხებები მოჰყვა, რამაც გლობალური მიწოდების ზოგი გაახანგრძლივა. კონფლიქტის ხელახალმა ესკალაციამ ნავთობის საერთაშორისო ფასებზე ზრდის მიმართულებით იმოქმედა, თუმცა მიმდინარე საბაზრო ტენდენციები მიუთითებს, რომ ფასები წინა ესკალაციის პერიოდში დაფიქსირებულ დონესთან შედარებით დაბალია.

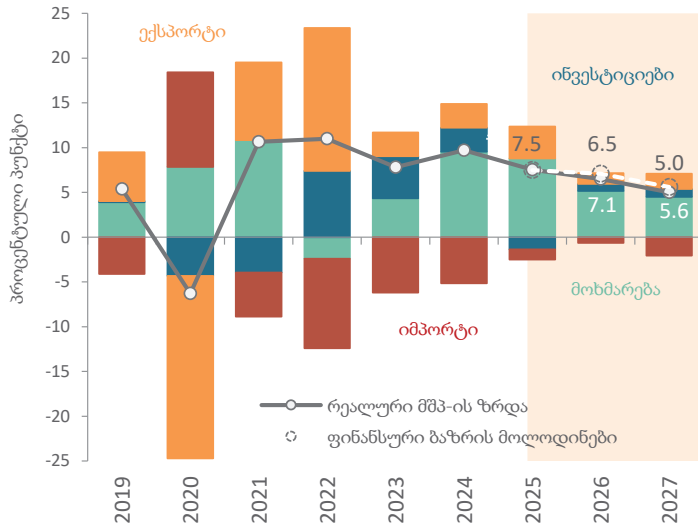
ეროვნული ბანკის განახლებული ცენტრალური სცენარი ითვალისწინებს, რომ მიმდინარე გეოპოლიტიკური დაძაბულობა ეტაპობრივად მესამე კვარტალში განიმუხტება. შესაბამისად, ნავთობის ფასი მესამე კვარტალში საშუალოდ ბარელზე 85 აშშ დოლარის ფარგლებში შენარჩუნდება, ხო-

ლო წლის ბოლოსთვის დაახლოებით 80 აშშ დოლარამდე შემცირდება. თუმცა, ნავთობის ფასის დინამიკასთან დაკავშირებული რისკები ორმხრივია. მიუხედავად იმისა, რომ კონფლიქტის პირველ ფაზაში გლობალურმა ეკონომიკამ შოკის მიმართ მაღალი მოქნილობა გამოავლინა, მიწოდების დამატებითი შეფერხებების მიმართ მისი მოწყვლადობა გაზრდილია შემცირებული ბუფერებისა და გაუარესებული საწყისი პირობების გამო. ერთი მხრივ, შესაძლოა, რომ ჰორმუზის სრუტეში მიწოდების შეფერხებების გახანგრძლივებამ, ენერგეტიკული ინფრასტრუქტურის დაზიანებამ ან კონფლიქტის რეგიონულმა გაფართოებამ ნავთობის ფასებზე დამატებითი ზეწოლა შექმნას, ხოლო, მეორე მხრივ - გეოპოლიტიკური ვითარების უფრო სწრაფმა დეესკალაციამ ნავთობის ფასების მოსალოდნელზე სწრაფი შემცირება გამოიწვიოს. გეოპოლიტიკური ვითარების რისკების რეალიზების შესაძლო სცენარები და მათი გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე რისკების ანალიზის ნაწილშია განხილული.

საქართველოს ეროვნული ბანკის ცენტრალური სცენარი ეფუძნება მიმდინარე ეკონომიკური მდგომარეობის ანალიზსა და დაშვებებს საგარეო მდგომარეობის შემდგომი განვითარების შესახებ. ცენტრალურ სცენარში წარმოდგენილი მონეტარული პოლიტიკის ტრაექტორია სებ-ის ოპტიმალური ტრაექტორიაა, რომელიც ეკონომიკის ცენტრალური სცენარის შესაბამისად განვითარებასთან ერთად რისკ-სცენარების რეალიზების შესაძლო შედეგებსაც ითვალისწინებს. ამგვარი მიდგომა მიზნად ისახავს მონეტარული პოლიტიკის ისეთი ტრაექტორიის შერჩევას, რომელიც სხვადასხვა რისკის რეალიზების შემთხვევაშიც ეკონომიკური დანაკარგების მინიმიზაციას უზრუნველყოფს.

ეკონომიკური ზრდის პერსპექტივის მხრივ, 2026 წლის პირველ ნახევარში ეკონომიკური აქტივობის ძლიერი დინამიკა ცენტრალური სცენარის მოლოდინების შესაბამისი იყო. მიმდინარე წელს ეკონომიკური ზრდის მთავარ მამოძრავებლად კვლავ მაღალპროდუქტიული, მომსახურებაზე ორიენტირებული სექტორები დარჩება, რაც ქვეყნის საწარმოო პოტენციალის ზრდას

ძლიერი საგარეო მოთხოვნის ფონზე, ეკონომიკური აქტივობა მოლოდინების შესაბამისია, 2026 წელს მშპ-ის ზრდის პროგნოზი კვლავ 6.5%-ს შეადგენს, შემდგომ კი, 5%-იან მაჩვენებელს დაუბრუნდება.



დიაგრამა 2.2.1. რეალური ეკონომიკური ზრდის ცენტრალური სცენარი

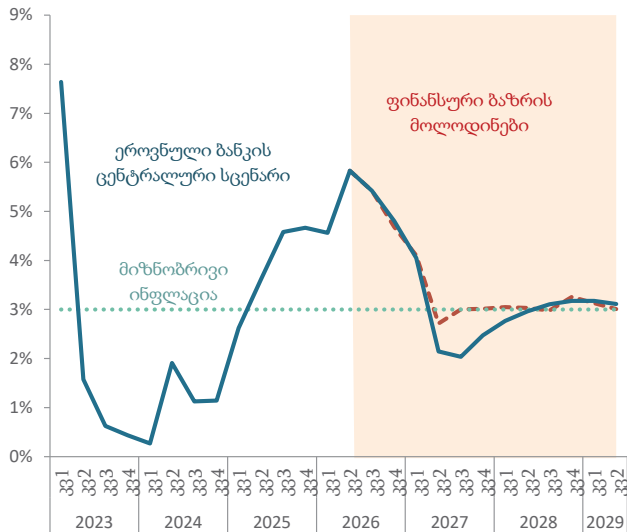
წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

უნაწილს ხელს. სტრუქტურული ცვლილებების ფონზე, ICT სექტორის მზარდი ტენდენცია, ნაწილობრივ სექტორის დაჩქარებული განვითარების, მათ შორის ხელოვნურ ინტელექტთან დაკავშირებული ტექნოლოგიური ცვლილებების, ეფექტს ასახავს. შესაბამისად, ცენტრალური სცენარის მიხედვით, ICT სექტორის ზრდის ტემპი გრძელვადიან პერიოდში ეტაპობრივად ნორმალიზდება, თუმცა მისი წვლილი ქვეყნის საწარმოო პოტენციურ მშპ-ის დონეში მნიშვნელოვანი იქნება. ამავდროულად, ახლო აღმოსავლეთში არსებული გეოპოლიტიკური ვითარების გავლენა საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე ძირითადად ტურიზმის არხით გადმოიცემა, თუმცა მისი საბოლოო ეფექტი ეკონომიკურ ზრდაზე შეზღუდულია. ახლო აღმოსავლეთის ქვეყნებიდან ტურისტული ნაკადების შემცირებას, ტურიზმის დივერსიფიკაციის ფონზე, სხვა ქვეყნებიდან მიღებული ტურისტული შემოსავლები მნიშვნელოვანწილად აბალანსებს. ამასთან, მომსახურების ექსპორტი და საქონლის ექსპორტიდან მიღებული შემოსავლები კვლავ მაღალ ზრდას შეინარჩუნებს და იმპორტთან შედარებით უფრო სწრაფად გაიზრდება. შედეგად, 2026 წელს საგარეო მოთხოვნა ეკონომიკური ზრდის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან მამოძრავებელ ფაქტორად დარჩება. საბოლოოდ, ეკონომიკური ზრდის მიმდინარე პერსპექტივა წინა ცენტრალური სცენარის შესაბამისია და **2026 წლის ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი უცვლელად, 6.5%-ზე ნარჩუნდება**. მომდევნო წელს კი, ეკონომიკური ზრდა თავის გრძელვადიან, 5%-იან ტემპს დაუბრუნდება (იხ. დიაგრამა 2.2.1).

თავის მხრივ, გაუმჯობესებული მაკროეკონომიკური ფუნდამენტების ფონზე, **ფინანსური ბაზრის მონაწილეებმა** რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზი 2026 წლისთვის 6.2%-დან 7.1%-მდე, ხოლო 2027 წლისთვის - 5.2%-დან 5.6%-მდე გაზარდეს. თუმცა, ვინაიდან გამოკითხვის მონაცემები ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების რეესკალაციამდე შეგროვდა, წარმოდგენილ პროგნოზებში აღნიშნული მოვლენის შესაძლო გავლენები არ არის ასახული.

სამომხმარებლო კალათაში ნავთობპრო-

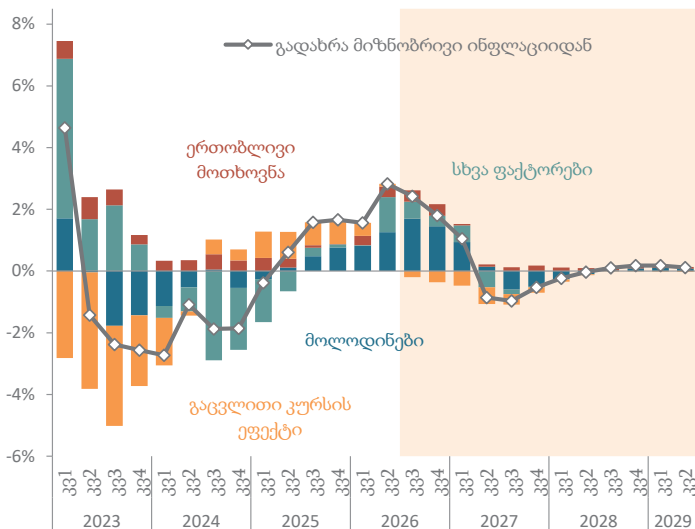
მიმდინარე პერიოდში მოსალოდნელზე მაღალი ინფლაციის ინერციისა და კონფლიქტის რეესკალაციის ფონზე, ინფლაციის პროგნოზი 5.2%-მდე გაიზარდა. თუმცა მიწოდების მხრიდან მომდინარე შოკი ერთჯერადი ბუნების იქნება და ეგზოგენური ფაქტორების ეტაპობრივი ნორმალიზების ფონზე ინფლაცია 2027 წელს 2.7 პროცენტს შეადგენს.



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

წყარო: სებ, საქსტატი, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

ინფლაციის მიზნობრივ დონესთან ეტაპობრივ დაბრუნებას სასაქონლო ფასების ეფექტების მიღევა და გარკვეულ პროდუქტებზე საბაზო ეფექტის ამოწურვა განაპირობებს. ამავდროულად, ინფლაციის დინამიკაზე შემცირების მიმართულებით ერთობლივი მოთხოვნის ნორმალიზებაც იმოქმედებს.



დიაგრამა 2.2.3. ცენტრალური სცენარით წლიური ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრის დეკომპოზიცია

წყარო: სებ, საქსტატი.

დუქტების, სურსათისა და სხვა იმპორტირებული პროდუქტების მნიშვნელოვანი წილის ფონზე, გლობალურ სასაქონლო ბაზრებზე შენარჩუნებული მაღალი მერყეობა საქართველოში ინფლაციის დინამიკის ერთ-ერთ მთავარ განმსაზღვრელ ფაქტორად რჩება.

ცენტრალური სცენარის მიხედვით, 2026 წელს ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელზე მაღლა ძირითადად ენერგორესურსებით გამოწვეული მიწოდების შოკის გავლენით შენარჩუნდება. ახლო აღმოსავლეთში არსებული გეოპოლიტიკური ვითარების გავლენა საქართველოს ეკონომიკაზე უმთავრესად ინფლაციის არხით გამოვლენა. ამასთან, ენერგორესურსების ფასების ზრდა ინფლაციაზე გავლენას არა მხოლოდ პირდაპირ, არამედ წარმოების, ტრანსპორტირების და სხვა შუალედური დანახარჯების ზრდის გზითაც ახდენს. თავის მხრივ, აღნიშნული არაპირდაპირი ეფექტები ადგილობრივად ელექტროენერგიის ტარიფის ზრდითაც გაძლიერდა, რამაც ინფლაციური წნეხის გავრცელების რისკიც გაზარდა. გეოპოლიტიკური ვითარება ინფლაციაზე გავლენას სურსათის საერთაშორისო ფასების არხითაც ახდენს. ენერგორესურსების მაღალი ფასები სოფლის მეურნეობის შუალედურ დანახარჯებს ზრდის, ხოლო კლიმატური მოვლენები ცალკეულ რეგიონებში მოსავლიანობის შემცირების რისკს აძლიერებს, რაც საერთაშორისო სასურსათო ფასებზე ზრდის მიმართულებით მოქმედებს. მიუხედავად ამისა, მაღალი საბაზო ეფექტის გათვალისწინებით და შიდა ბაზარზე არსებული ფაქტორების ფონზე, ადგილობრივი სურსათის ინფლაცია შემცირების ტენდენციას შეინარჩუნებს.

მიუხედავად მიწოდების შოკისა, ცენტრალური სცენარის მიხედვით, ინფლაციური პროცესები ყოვლისმომცველი არ იქნება. ერთი მხრივ, ეკონომიკური ზრდა ძირითადად მიწოდების ფაქტორებსა და ქვეყნის საწარმოო პოტენციალის ზრდას ეფუძნება, რის გამოც ერთობლივი მოთხოვნიდან მომდინარე ინფლაციური ზეწოლა შეზღუდული რჩება. მეორე მხრივ, ბოლო წლების განმავლობაში საქართველოში სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებთან შედარებით უფრო დაბალი ინფლაციის შედეგად, რეალური ეფექტური

გაცვლითი კურსის ტრენდთან შედარებით გამყარება (overvaluation) ეტაპობრივად აღმოიფხვრა და რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი წონასწორულ, დონეს დაუბრუნდება. ამავდროულად, დოლართან მიმართებით ნომინალური გაცვლითი კურსი მყარ პოზიციას ინარჩუნებს, რასაც საქართველოს სუვერენული რისკის პრემიის დაბალ დონეზე შენარჩუნება და ძლიერი საგარეო პოზიცია განაპირობებს. შედეგად, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის არხით, იმპორტირებული ინფლაცია დისინფლაციური პროცესების ხელშეწყობი ფაქტორი იქნება. ნომინალური გაცვლითი კურსის მყარი პოზიციაც, ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის პირობებში, საბალანსო უწყისის არხით ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით იმოქმედებს.

ამასთან, ეროვნული ბანკის შედარებით მკაცრი მონეტარული პოლიტიკისა და 2026 წლის მეორე ნახევრიდან ინფლაციის დინამიკის შემცირების კვალდაკვალ, ინფლაციურ მოლოდინებსაც კლებადი ტენდენცია ექნება. შედეგად, ენერგორესურსებით გამოწვეული დროებითი შოკის პირდაპირი და არაპირდაპირი ეფექტები მეორე რაუნდის ეფექტებში არ გადაიზრდება. საბოლოოდ, მიწოდების შოკის მძლავრი, თუმცა დროებითი გავლენის გათვალისწინებით, 2026 წელს მთლიანი ინფლაცია საშუალოდ 5.2%-მდე გაიზრდება, თუმცა 2027 წელს კვლავ მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუახლოვდება და 2.7%-მდე შემცირდება (იხ. დიაგრამა 2.2.2-2.2.3) თავის მხრივ, ინფლაციის მის მიზნობრივ მაჩვენებელთან დასტაბილურებას ეგზოგენური შოკის ამონურვასთან ერთად, მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის შედეგად, ნორმალიზებული ერთობლივი მოთხოვნა და ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობა შეუწყობს ხელს.

წინა ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ინფლაცია 2026 და 2027 წლებისათვის, შესაბამისად, 0.3 და 0.2 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა. ინფლაციის მიმდინარე პერსპექტივა გასულ კვარტალში გამოქვეყნებული მაღალინფლაციური სცენარისკენ მცირედით გადაიხარა, რაც კონფლიქტის გახანგრძლივების გავლენასა და ენერგორესურსების ფასების არაპირდაპირი ეფექტების გაძლიერებას უკავშირდება.

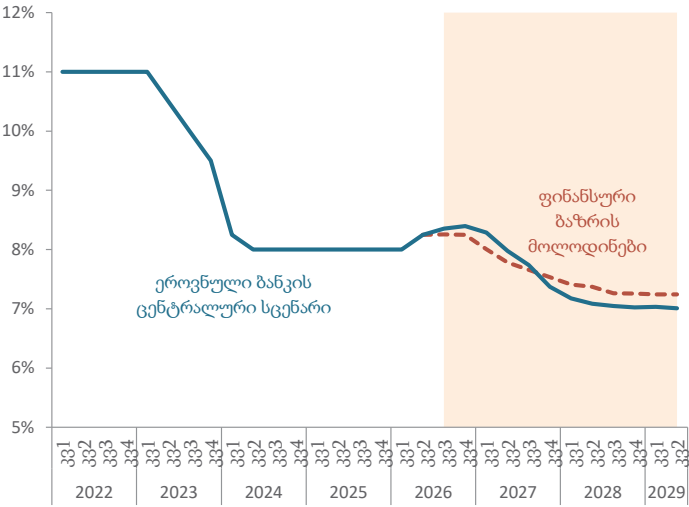
თუმცა, ამის საპირისპიროდ აღსანიშნავია, რომ პროდუქციის ერთეულზე პრომის დანახარჯები და გაცვლითი კურსის პოზიცია მოსალოდნელზე უფრო მეტად დისინფლაციური აღმოჩნდა.

ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა ინფლაციის მოლოდინები სებ-ის ცენტრალური სცენარის შესაბამისია. ინფლაციის საშუალო პროგნოზი 2026 წლისთვის, წინა კვარტალთან შედარებით, 0.6 პპ-ით 5.1%-მდე გაიზარდა. ხოლო, 2027 წლის პროგნოზი მცირედით შემცირდა და 3.2% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.2.2). თავის მხრივ, როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ფინანსური ბაზრის პროგნოზები არ მოიცავს ახლო აღმოსავლეთში რეესკალაციის ეფექტებს.

როგორც ზემოთ აღინიშნა, ცენტრალურ სცენარში ახლო აღმოსავლეთიდან მომდინარე მიწოდების შოკის ინფლაციური გავლენა გარდამავალია. ცენტრალური ბანკები, როგორც წესი, ერთჯერადი მიწოდების შოკებზე არ რეაგირებენ, რადგან მონეტარული პოლიტიკა თავად მიწოდების შეფერხებას ვერ აღმოფხვრის და ამავდროულად მონეტარული პოლიტიკის სრულად გადაცემას გარკვეული დრო სჭირდება. შესაბამისად, თუ შოკი გარდამავალია, მასზე მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება ეკონომიკის ჭარბ მერყეობას იწვევს. თუმცა, თუ მიწოდების შოკი ძლიერი და ხანგრძლივია, რაც ინფლაციური მოლოდინების ზრდასა და მეორე რაუნდის ეფექტების ჩამოყალიბებას იწვევს, მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება აუცილებელი ხდება, რათა საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაცია მიზნობრივ დონეს დაუბრუნდეს. ამავდროულად, გლობალურად გაზრდილი გაურკვევლობისა და მაღალი რისკების პირობებში, როდესაც შოკის ხანგრძლივობისა და ინტენსიობის შეფასება რთულდება, მონეტარული პოლიტიკის ოპტიმალური რეაგირება მომავალში შოკის შესაძლო გახანგრძლივებისა და ინფლაციური რისკების მატების ალბათობასაც უნდა ითვალისწინებდეს. მიმდინარე ეტაპზე გაურკვევლობა კი უკავშირდება სწორედ ამ რისკის რეალიზების ალბათობასა და შესაძლო მასშტაბს.

მიუხედავად იმისა, რომ როგორც მიმდინარე, ისე საპროგნოზო პერიოდში ინ-

იმისათვის, რომ მიწოდების დროებითმა, მაგრამ მძლავრმა ინფლაციურმა წნეხმა საფრთხე არ შეუქმნას ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობას, საქართველოს ეროვნული ბანკი მკაცრ პოლიტიკას ატარებს.



დიაგრამა 2.2.4. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ცენტრალური სცენარის მიხედვით და ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა მოლოდინები

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

ფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრა ეგზოგენური მიწოდების შოკებით არის განპირობებული, გაძლიერებული გაურკვევლობისა და ინფლაციური რისკების ფონზე, ინფლაციური მოლოდინების სამართავად და იმის უზრუნველსაყოფად, რომ მიწოდების შოკი ფართომასშტაბიან და მდგრად ინფლაციურ პროცესებში არ გადაიზარდოს, საქართველოს ეროვნული ბანკი შედარებით მკაცრ მონეტარულ პოლიტიკას ატარებს. ამასთან, საჭიროების შემთხვევაში, ეროვნული ბანკი მონეტარულ პოლიტიკას დამატებით გაამკაცრებს და შედარებით მკაცრ პოზიციას ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში შეინარჩუნებს (იხ. დიაგრამა 2.2.4). აღნიშნული მკაცრი პოზიცია შეაფერხებს მიწოდების შოკით გამოწვეული ინფლაციური წნეხის გავრცელებასა და გრძელვადიან მოლოდინებში ასახვას, რაც, ამ შოკის ამონურვის შემდეგ, ინფლაციის მიზნობრივ 3%-იან მაჩვენებელთან დაბრუნებას შეუწყობს ხელს. რისკების მართვის ამგვარი მიდგომა, საშუალოვადიან პერსპექტივაში, უზრუნველყოფს ინფლაციის სტაბილიზაციისთვის საჭირო ეკონომიკური დანაკარგის მინიმიზაციას.

აღსანიშნავია, რომ მონეტარული პოლიტიკის ტრაექტორია ცენტრალური სცენარის მიმდინარე დაშვებებისა და ამჟამად არსებული რისკების ბალანსის შესაბამისია. ამდენად, იგი არ წარმოადგენს სებ-ის დაპირებას და კომიტეტის ყოველ სხდომაზე განახლებული ინფორმაციის საფუძველზე კორექტირდება. მაღალინფლაციური რისკების შემდგომიგამოკვეთადამატებითრეაგირებას განაპირობებს, ხოლო მათი მოსალოდნელზე მკაფიო შემცირება და ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელთან მდგრადი დაახლოება მონეტარული პოლიტიკის მოსალოდნელზე სწრაფი ნორმალიზებისთვის შექმნის სივრცეს.

მაღალინფლაციური სცენარი ეფუძნება ახლო აღმოსავლეთში კონფლიქტის ხანგრძლივად შენარჩუნებას, რაც ნავთობპროდუქტებისა და სურსათის ფასებიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხსა და მეორე რიგის ეფექტების რეალიზების რისკებს გაზრდის.

მაღალი ინფლაციური რისკები			
» ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების ხელახალი გამწვავება და გახანგრძლივება. » საერთაშორისო ნავთობისა და ადგილობრივად ბენზინის მაღალი ფასები და ძლიერი მეორე რიგის ეფექტების გაზრდილი რისკები. » ტრანსპორტირებისა და წარმოების ხარჯების და კლიმატური პირობების გამო, სურსათის საერთაშორისო ფასების ზრდა.			
რისკების რეალიზების ინდიკატორები	ინფლაციაზე გავლენა		
საერთაშორისო სასაქონლო პროდუქციის ფასების ზრდის შედეგად ადგილობრივად მაღალი ინფლაცია.			
მოკლევადიანი ინფლაციური მოლოდინების გაუარესება.			
ტურისტული შემოსავლების შენელებისა და გაზრდილი იმპორტის ფონზე, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაღრმავება.			
მოკლევადიან პერიოდში, რეგიონისა და ქვეყნის რისკ პრემიის ზრდა.			
საინვესტიციო და სამომხმარებლო დანახარჯების შენელება.			
გავლენის ზომა			
ნეიტრალური	დაბალი	საშუალო	მაღალი
 ინფლაციის ზრდა  ინფლაციის იგივე დონე  ინფლაციის შემცირება			

ცხრილი 2.3.1 მაღალინფლაციური სცენარის რისკების ტაქსონომია

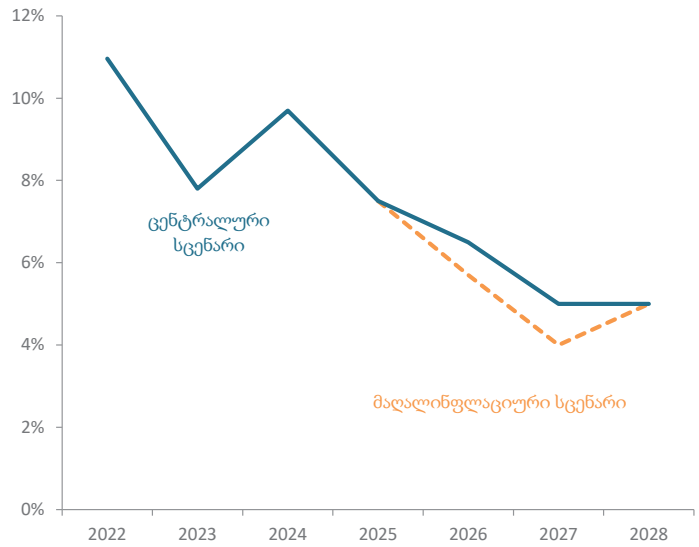
წყარო: სეზ

2.3. მაღალინფლაციური სცენარი

მაღალი გაურკვევლობიდან გამომდინარე, **მაღალინფლაციური სცენარი** ისეთივე რელევანტურია, როგორც ცენტრალური სცენარი და მოიაზრებს იდენტიფიცირებული რისკების იმგვარ რეალიზებას, რომელიც ცენტრალურ სცენართან შედარებით მაღალ ინფლაციას განაპირობებს. კერძოდ, აღნიშნული სცენარი ეფუძნება მიმდინარე მონაცემებით იდენტიფიცირებული ადგილობრივი და გლობალური ინფლაციური რისკების ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო მწვავე რეალიზებას. ამ კონტექსტში, ერთ-ერთ ძირითად რისკად კვლავ განიხილება ახლო აღმოსავლეთში არსებული კონფლიქტის ხანგრძლივად შენარჩუნება, რაც გაზრდილ ენერგორესურსების ფასებს მაღალ დონეზე ხანგრძლივად შეინარჩუნებს (იხ. ცხრილი 2.3.1). ამ რისკების რეალიზების პირობებში, ინფლაციის გრძელვადიანი მოლოდინების გაუარესების თავიდან ასაცილებლად, სეზი ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო მკაცრ მონეტარულ პოლიტიკას გაატარებს.

წლის დასაწყისში, ახლო აღმოსავლეთში განვითარებულმა კონფლიქტმა გლობალურ ეკონომიკაში არსებული მაღალი გაურკვევლობა კიდევ უფრო გაამწვავა და საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე მნიშვნელოვანი მერყეობა გამოიწვია. ნავთობის მიწოდების შეფერხებისა და ფასების ზრდის ფონზე, შოკის მოკლევადიანი გავლენის შესამსუბუქებლად გამოყენებულ იქნა ნავთობის სტრატეგიული მარაგები, რაც მომავალში მსგავსი შოკების მიმართ ბაზრის მოწყვლადობას ზრდის. მიუხედავად კონფლიქტის მხარეებს შორის მიღწეული შეთანხმებისა, პერიოდულად ადგილი აქვს ვითარების ესკალაციას, რაც ნავთობის გლობალური ფასის მერყეობაზე მყისიერად ისახება. ამავდროულად, ჰორმუმის სრუტის გავლით ნავთობის მიწოდების აღდგენის გარშემო გაურკვევლობასთან ერთად გამოიკვეთა ალტერნატიული მარშრუტებით (კერძოდ, ბაბ-ელ-მანდების სრუტე) ტრანსპორტირების შეფერხების რისკები, რაც ნავთობის ბაზრის მოწყვლადობას კიდევ უფრო ამძაფრებს. შესაბამისად, **მაღალინფლაციური სცენარი** მოიაზრებს ახლო აღმოსავლეთში კონფლიქტის აქტიური ფაზის გახანგრძლივებას. აღნიშნული

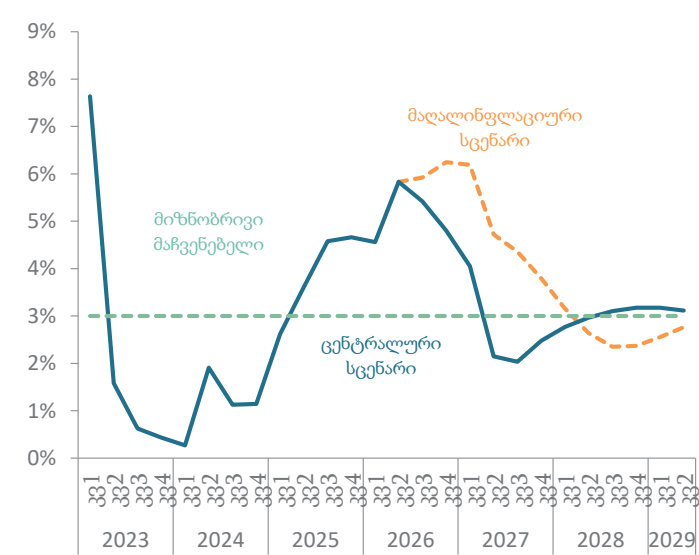
საგარეო შემოდინებების შენელებისა და ადგილობრივად საინვესტიციო დანახარჯების შემცირების ფონზე, რეალური მშპ-ის ზრდა 2026 წელს 5.7% შეადგენს, ხოლო ინფლაციური წნეხის საპასუხოდ გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის კვალდაკვალ, 2027 წელს 4.0% იქნება.



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

წყარო: სებ, საქსტატი.

საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებიდან მომდინარე ზენოლა და ლარის გაცვლითი კურსის თანმდევი გაუფასურება მნიშვნელოვნად გაზრდის ინფლაციურ წნეხს მონეტარული პოლიტიკის კორიგონტზე და მიზნობრივ მაჩვენებელთან დაბრუნებას ხანგრძლივად გადაავადებს.



დიაგრამა 2.3.2. წლიური ინფლაცია ცენტრალური და მაღალი ინფლაციური სცენარების მიხედვით

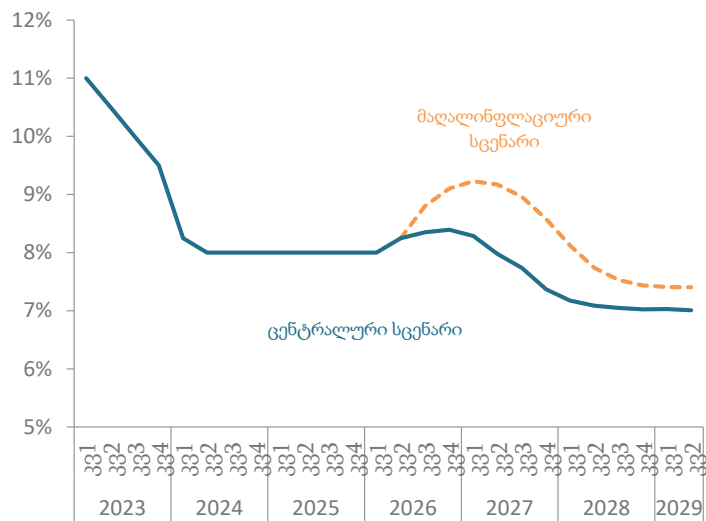
წყარო: სებ, საქსტატი.

კვლავ შეუქმნის საფრთხეს ნავთობის ინფრასტრუქტურას რეგიონში, კიდევ უფრო შეამცირებს გლობალურ ბაზარზე ნავთობის მიწოდებას (ალტერნატიულ მარშრუტებზე ტრანსპორტირების შეფერხების გამო), რაც, ბაზრის გაზრდილი მოწყვლადობის ფონზე, ნავთობის საერთაშორისო ფასების ხელახალ ზრდასა და ხანგრძლივად მაღალ დონეზე შენარჩუნებას განაპირობებს.

ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების ხანგრძლივი ესკალაცია გააუარესებს რეგიონისა და ქვეყნის რისკიანობას და რეგიონში ეკონომიკური აქტივობის შენელების ფონზე, ადგილობრივად საინვესტიციო განწყობების გაუარესებასა და კაპიტალის უსაფრთხო აქტივებში გადინებას გამოიწვევს. აღნიშნული კი, თავის მხრივ, შეამცირებს საგარეო შემოდინებებსა და ტურიზმიდან მიღებულ შემოსავლებს. შესაბამისად, მაღალი ინფლაციური სცენარში, **2026 წელს, ეკონომიკური აქტივობა შენელდება** და, საინვესტიციო დანახარჯებისა და საგარეო მოთხოვნის შემცირების ფონზე, რეალური მშპ-ის ზრდა **5.7%-ს შეადგენს** (იხ. დიაგრამა 2.3.1).

სასაქონლო ბაზრებზე გაუარესებული ვითარება ენერგომატარებლების იმპორტიორ ქვეყნებში, მათ შორის საქართველოში, სანავის ადგილობრივ ფასებზეც შესაბამისად აისახება. გარდა ამისა, ენერგომატარებლების იმპორტის გაზრდილი ღირებულების კვალდაკვალ, ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლების შემცირება მიმდინარე ანგარიშის ბალანსს გააუარესებს, რაც, კაპიტალის უსაფრთხო აქტივებში გადინების ფონზე, გაცვლით კურსს გაუფასურებს. ამასთან, კლიმატური პირობების გაუარესებისა და მოსავლიანობის შესაძლო შემცირების ფონზე, ნავთობპროდუქტების მაღალი ფასების გამო წარმოებისა და ტრანსპორტირების გაზრდილი ხარჯები, მიწოდების ჯაჭვების რღვევასთან ერთად, სურსათის საერთაშორისო ფასებზე ზრდის მიმართულებით წნეხს განაპირობებს. საბოლოოდ, ეს ყოველივე იმპორტირებული ინფლაციის ზრდას გამოიწვევს და ადგილობრივ ბაზარზეც იქონიებს მნიშვნელოვან გავლენას არაპირდაპირი ხარჯების არხით. შესაბამისად, მაღალი ინფლაციური სცენარით, **ინფლაცია, ცენტრალურ სცენართან შედარე-**

ინფლაციის მოლოდინების ზრდის მიმართ ეროვნულ ბანკს დაბალი ტოლერანტობა აქვს. შესაბამისად, მაღალინფლაციური სცენარით აღწერილი გარემო, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებასა და მკაცრი პოზიციის უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნებას გამოიწვევს. შემდგომი ნორმალიზაცია ნელი ტემპით, მხოლოდ ინფლაციური მოლოდინების დასტაბილურების კვალდაკვალ განხორციელდება განაკვეთის 7.5%-იან ნეიტრალურ ნიშნულამდე.



დიაგრამა 2.3.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ცენტრალური და მაღალინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სეპ.

ბით, 2026 და 2027 წლებში, შესაბამისად 0.5 პპ-ით და 2.1 პპ-ით მაღალი იქნება და 5.6%-სა და 4.8%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.3.2). მძლავრი ინფლაციური წნეხი მნიშვნელოვნად გაზრდის მეორე რიგის ეფექტების რისკს და საფრთხეს შეუქმნის ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობას, რის მიმართაც ეროვნულ ბანკს დაბალი ტოლერანტობა აქვს. შესაბამისად, ზემოთ აღნიშნული ვითარება მონეტარული პოლიტიკის დამატებით გამკაცრებასა და მკაცრი პოზიციის უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნებას გამოიწვევს: **მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი**, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, 2026 წელს 0.3 პპ-ით, ხოლო 2027 წელს - 1.1 პპ-ით მაღალი იქნება და ამის ფონზე, რეალური მშპ-ის ზრდა 2027 წელს 4.0%-მდე შენელებულია. ამავდროულად აღსანიშნავია, რომ ერთი მხრივ, გლობალურად გაზრდილი გაურკვევლობისა და, მეორე მხრივ, ფუნდამენტური ფაქტორების გაუარესებულ დონეზე შენარჩუნების შედეგად, ადგილობრივი ნეიტრალური განაკვეთი 7.5%-მდე გადაიხედება. საშუალოვადიან პერიოდში, პოლიტიკის ნორმალიზება ამ ნიშნულამდე ნელი ტემპით, მხოლოდ ინფლაციური რისკების მიღწევისა და ინფლაციური გარემოს დასტაბილურების კვალდაკვალ განხორციელდება (იხ. დიაგრამა 2.3.3).

2.4. დაბალინფლაციური სცენარი

დაბალინფლაციური სცენარი ისევე რელევანტურია, როგორც ცენტრალური და მაღალინფლაციური სცენარები. ის მოიაზრებს რელევანტური რისკების იმგვარ რეალიზებას, რომელიც ცენტრალურ სცენართან შედარებით ნაკლებად ინფლაციურია (იხ. ცხრილი 2.4.1). კერძოდ, სცენარი ეფუძნება ახლო აღმოსავლეთში არსებული გეოპოლიტიკური ვითარების სწრაფ დეესკალაციასა და საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე ნავთობის შემცირებული ფასების, მძლავრ გადმოცემას ადგილობრივ ბაზარზე. გარდა ამისა, ითვალისწინებს პროდუქტიულობის შედარებით მაღალ დონეზე შენარჩუნებას, რაც, თავის მხრივ, საწარმოო სიმძლავრეების დატვირთვას შეამცირებს და ინფლაციაზე დადამავალ ეფექტს იქონიებს. ამასთან, ცენტრალურ სცენართან შედარე-

დაბალინფლაციური სცენარი მოიაზრებს, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების სწრაფ დეესკალაციასა და გლობალურად შემცირებული ნავთობის ფასების, ადგილობრივ ბაზარზე მძლავრ გადმოცემას. ამასთან, სცენარი ითვალისწინებს პროდუქტიულობის ზრდის მაღალ დონეზე შენარჩუნებას.

დაბალინფლაციური რისკები			
» ახლო აღმოსავლეთში არსებული კონფლიქტის სწრაფი დეესკალაციისა და ჭარბი მიწოდების ფონზე, საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე ნავთობის შემცირებული ფასების მძლავრი გადმოცემა ადგილობრივ ბაზარზე. » გლობალური მიწოდების ჯაჭვების რეალოკაცია და საქართველოს როგორც “შუა დერეფნის” ქვეყნის როლის ზრდა. » მაღალპროდუქტიულ სექტორებში ზრდის ნელი მოდერაციისა და საინვესტიციო განწყობების გაუმჯობესების ფონზე, პროდუქტიულობის შედარებით მაღალ დონეზე შენარჩუნება.			
რისკების რეალიზების ინდიკატორები	ინფლაციაზე გავლენა		
ადგილობრივ ბაზარზე ნავთობ-პროდუქტების დაბალი ფასები.			
ეკონომიკის პოტენციალის ზრდის მაღალ დონეზე შენარჩუნება.			
ქვეყნის სუვერენული რისკ პრემიის დაბალ დონეზე შენარჩუნება.			
ძლიერი საგარეო შემოდინებების ფონზე, გაუმჯობესებული მიმდინარე ანგარიშის შენარჩუნება.			
გავლენის ზომა			
ნეიტრალური	დაბალი	საშუალო	მაღალი
 ინფლაციის ზრდა  ინფლაციის იგივე დონე  ინფლაციის შემცირება			

ცხრილი 2.4.1. დაბალინფლაციური სცენარის რისკების ტაქსონომია

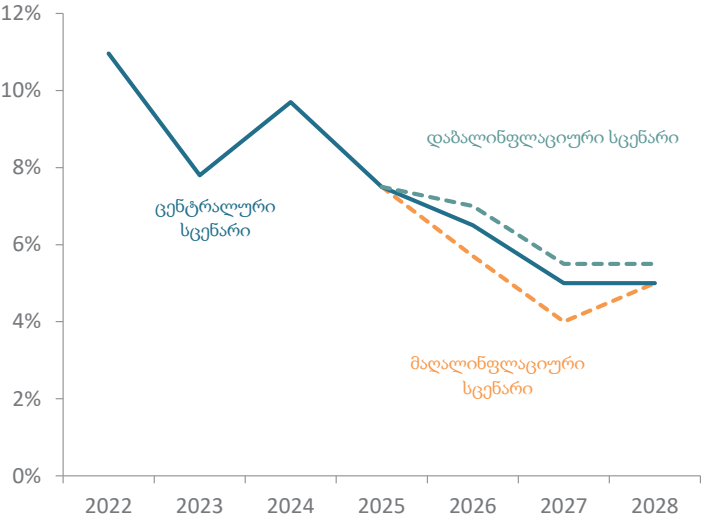
წყარო: სეპ.

ბით, გაუმჯობესდება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტიც, რაც ასევე დადებითად აისახება ლარის გაცვლით კურსზე.

ახლო აღმოსავლეთის კონფლიქტის სწრაფი დეესკალაცია გეოპოლიტიკური რისკების ნორმალიზებას შეუწყობს ხელს და ამის ფონზე გაუმჯობესებული საინვესტიციო სენტიმენტი ადგილობრივად ეკონომიკის პოტენციალზე დადებითად იმოქმედებს. გარდა ამისა, პოტენციური ზრდის ტემპის დაჩქარებას ბოლო წლებში საქართველოში მიმდინარე სტრუქტურული ცვლილებებიც განაპირობებს. დაბალინფლაციური სცენარი ეფუძნება დაშვებას, რომ ახლო აღმოსავლეთში კონფლიქტის დეესკალაციის შემთხვევაშიც კი, მსოფლიო მასშტაბით სავაჭრო არხების დივერსიფიკაციის დაჩქარებული პროცესი შენარჩუნდება. შესაბამისად, მიწოდების ჯაჭვების გადანაცობა და რეგიონალიზაცია საქართველოს, როგორც „შუა დერეფნის“ ქვეყნის, როლს დამატებით გააძლიერებს და საერთაშორისო სატრანსპორტო გადაზიდვებს კიდევ უფრო გაააქტიურებს. ამგვარად, მაღალპროდუქტიული დარგები, მათ შორის, ტრანსპორტი და დასაწყობება, კვლავაც იქნება ეკონომიკური აქტივობისა და მისი პოტენციალის ზრდის ძირითადი მამოძრავებელი ძალა. აღნიშნულს, ასევე, ხელს შეუწყობს ინფორმაციისა და კომუნიკაციის სექტორი, ნაწილობრივ ხელოვნური ინტელექტის ინტეგრირების აქტიური პროცესის ფონზე. საბოლოოდ, აღნიშნული სცენარის რეალიზების შემთხვევაში, 2026 წელს რეალური მშპ-ის ზრდა საშუალოდ 7% იქნება. ამასთან, გაუმჯობესებული მაკროფუნდამენტური ფაქტორები გრძელვადიანი პოტენციური ზრდის 5.5%-მდე გადახედვას განაპირობებს და 2027 წელს ეკონომიკური ზრდა საშუალოდ სწორედ 5.5%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.4.1).

პოტენციალის გაუმჯობესებით განპირობებულ ზრდას, ბუნებრივია, ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნიდან მომდინარე ინფლაციურ ზენოლაზე შემცირების ეფექტი ექნება. თუმცა, დაბალინფლაციურ სცენარში, საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე არსებული დაშვებები კვლავ ინფლაციის დინამიკის მნიშვნელოვან მდგენელს წარმოადგენს. კერძოდ, სცენარი მოიაზრებს ახლო აღმოსავლეთში არსებული კონფლიქ-

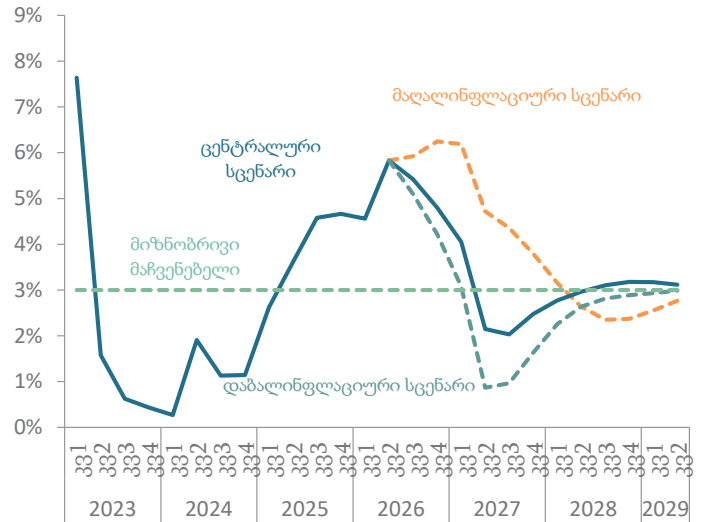
დაბალინფლაციურ სცენარში, მზარდი საგარეო შემოდინებებისა და ძლიერი ფუნდამენტური ფაქტორების შენარჩუნების ფონზე, რეალური მშპ-ის ზრდა ცენტრალურ სცენართან შედარებით მაღალ დონეზე შენარჩუნდება და 2026 და 2027 წლებში შესაბამისად, 7.0%-სა და 5.5%-ს შეადგენს.



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

წყარო: სებ, საქსტატი.

მაღალი პროდუქტიულობის ხანგრძლივად შენარჩუნებისა და ნავთობპროდუქტებზე შემცირებული საერთაშორისო ფასების ადგილობრივ ბაზარზე მძლავრი გადმოცემის კვალდაკვალ, 2026 და 2027 წლებში ინფლაცია, შესაბამისად, 4.9% და 1.6% იქნება, მიზნობრივი მაჩვენებლის გარშემო საბოლოო დასტაბილურებამდე.



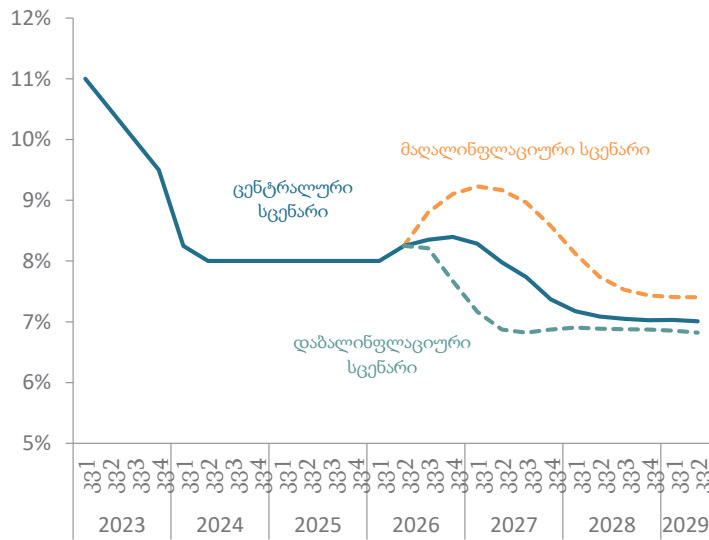
დიაგრამა 2.4.2. წლიური ინფლაცია ცენტრალური, მაღალინფლაციური და დაბალინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სებ, საქსტატი.

ტის სწრაფ დეესკალაციასა და მათ შორის, ჭარბი მიწოდების შედეგად, ნავთობის შემცირებული ფასების მაღალ გადმოცემას ბენზინის ადგილობრივ ფასებზე, რაც, ინფლაციასა და მის მოლოდინებზე კლების მიმართულებით აისახება.

ამასთან, გეოპოლიტიკური ვითარების სწრაფი ნორმალიზება და საქართველოს სუვერენული რისკის პრემიის დაბალ დონეზე შენარჩუნება ხელს შეუწყობს საგარეო შემოდინებების გაუმჯობესებას. კერძოდ, გაზრდილი მომსახურების ექსპორტი (მათ შორის, ტურიზმი და ტრანსპორტირება), ეკონომიკის ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიური ზრდის პარალელურად, დადებითად აისახება მიმდინარე ანგარიშის ბალანსზე და გაცვლით კურსზე გამყარების მიმართულებით იმოქმედებს. ამასთან, აღნიშნულს გააძლიერებს ტურბულენტობის მიღევის ფონზე უსაფრთხო აქტივებზე მოთხოვნის ნორმალიზება და დაჩქარებული დედოლარიზაციის ტენდენციაც. ყოველივე ზემოაღნიშნული კი, საბოლოოდ, **იმპორტირებული ინფლაციის** არხით მნიშვნელოვნად შეამცირებს მთლიან ინფლაციას. ამავდროულად, პროდუქტიულობის მაღალი ზრდისა და შემცირებული ინფლაციური მოლოდინების შედეგად, პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის ხარჯი დაბალ დონეზე შენარჩუნდება, რაც დამატებით შეამცირებს ადგილობრივ ინფლაციას. ამგვარად, წინამდებარე სცენარის რეალიზების შემთხვევაში, მთლიანი ინფლაცია ცენტრალურ სცენართან შედარებით, მიმდინარე პერიოდშივე შემცირდება და 2026 წელს საშუალოდ 4.9% იქნება. 2027 წელს კი საშუალო წლიური მაჩვენებელი 1.6%-ს გაუტოლდება (იხ. დიაგრამა 2.4.2).

ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო მეტად დისინფლაციური დინამიკის ფონზე, მონეტარული პოლიტიკა სწრაფად ნორმალიზდება.



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

წყარო: სეზ.

ინფლაციური რისკების მიღწევისა და ძლიერი ფუნდამენტური ფაქტორების შენარჩუნების კვალდაკვალ, მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზება, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, სწრაფად განხორციელდება. კერძოდ, საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის შემცირებული ფასების სრულად ასახვა ადგილობრივად ბენზინის ფასებზე, და პროდუქტიულობის მაღალი ზრდა მნიშვნელოვანი დისინფლაციური დინამიკის წინაპირობა გახდება და გაცვლითი კურსის გამყარების პარალელურად, ინფლაციურ მოლოდინებს შეამცირებს. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ცენტრალურ სცენართან შედარებით, 2026 წელს საშუალოდ 0.25 პპ-ით დაბალი იქნება, ხოლო 2027 წელს მის გრძელვადიან ნეიტრალურ დონესთან, 7%-იან ნიშნულთან დასტაბილურდება (იხ. დიაგრამა 2.4.3).

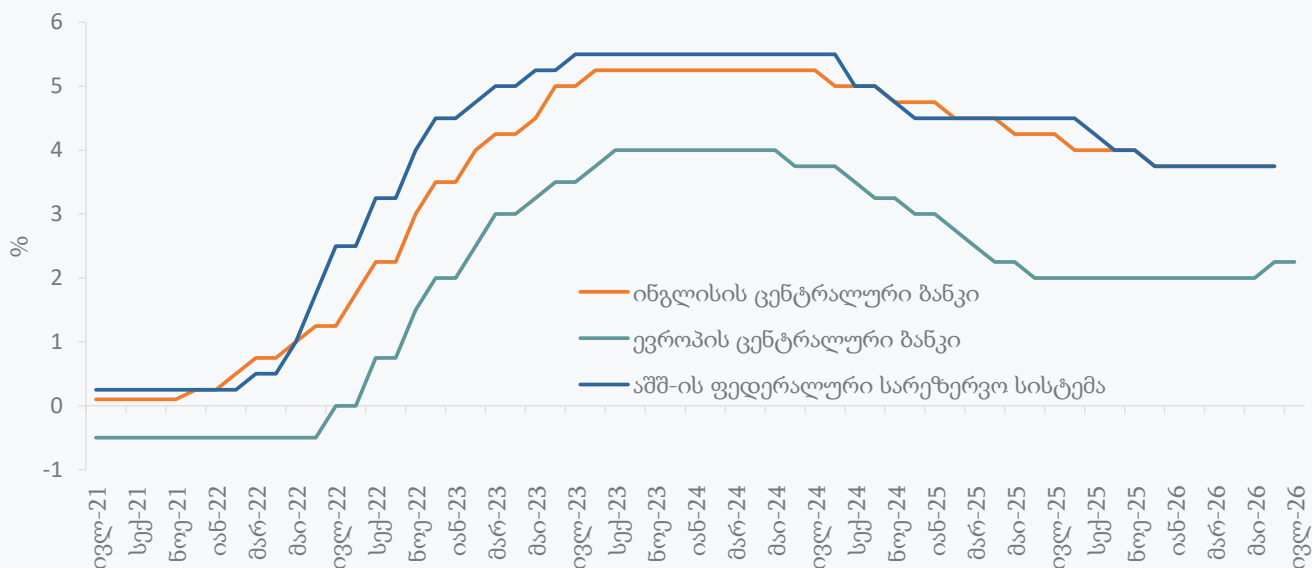
3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები

ჩანართი 1. 2022–2026 წლების გეოპოლიტიკური შოკები: ფინანსური არხი და საქართველოზე გადმოცემა

2026 წლის ახლო აღმოსავლეთის კონფლიქტმა, ისევე როგორც 2022 წელს რუსეთის მიერ უკრაინაში შეჭრამ, გლობალური ეკონომიკისთვის მნიშვნელოვანი მიწოდების შოკი წარმოქმნა. ორივე ეპიზოდს თან ახლდა ენერგორესურსების ფასების ზრდა, მიწოდების ჯაჭვების შეფერხება და სავაჭრო პირობების გაუარესება. თუმცა, მიუხედავად შოკების მსგავსი ბუნებისა, მათი გავლენა ფინანსურ ბაზრებზე არაერთგვაროვანი აღმოჩნდა, რაც, პირველ რიგში, მათ განსხვავებულ საწყის მაკროეკონომიკურ და ფინანსურ პირობებს უკავშირდება.

2022 წლის შოკი დაიწყო გლობალურად უკვე მაღალი ინფლაციური წნეხისა და პანდემიის შემდეგ დაგროვილი ჭარბი მოთხოვნის (pent-up demand) პირობებში. შედეგად, წამყვანი ცენტრალური ბანკები მონეტარული პოლიტიკის სწრაფი გამკაცრების საჭიროების წინაშე აღმოჩნდნენ. აღნიშნულმა მნიშვნელოვნად გაზარდა დოლარში დაფინანსების ღირებულება, გაამკაცრა გლობალური ფინანსური პირობები და ხელი შეუწყო განვითარებადი ეკონომიკებიდან ფართომასშტაბიან კაპიტალის გადინებას (flight-to-quality). ამგვარად, 2022 წლის გეოპოლიტიკურმა შოკმა ინფლაციურ ეფექტებთან ერთად ფინანსური არხითაც მნიშვნელოვნად გააძლიერა შოკის გადაცემა².

მეორე მხრივ, 2026 წლისთვის მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრების ძირითადი ციკლი უკვე დასრულებული იყო და რიგ ქვეყნებში, მათ შორის წამყვან ეკონომიკებში, პოლიტიკის ნორმალიზებაც დაწყებული იყო. თუმცა, პოლიტიკის განაკვეთები კვლავ 2022 წლის საწყის პერიოდთან შედარებით მნიშვნელოვნად მაღალ დონეზე ნარჩუნდებოდა (იხ. დიაგრამა 3.1.1). შესაბამისად, ახლო აღმოსავლეთის კონფლიქტმა გლობალური გაურკვევლობა გაზარდა, თუმცა მიმდინარე ეტაპზე მას არ გამოუწვევია განვითარებადი ეკონომიკებისთვის ფინანსური პირობების ისეთი ფართომასშტაბიანი გამკაცრება, როგორიც 2022 წელს დაფიქსირდა. აქვე, მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ მიმდინარე კონფლიქტის დაწყებიდან მხოლოდ ერთი კვარტალია გასული და მისი საბოლოო გავლენა ჯერ კიდევ შეფასების პროცესშია.



დიაგრამა 3.1.1. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთები

წყარო: შესაბამისი ცენტრალური ბანკები.

² აღნიშნული გარემოებები დეტალურად არის აღწერილი საერთაშორისო სავალუტო ფონდის 2022 წლის ფინანსური სტაბილურობის ანგარიშში. იხ. <https://www.imf.org/-/media/files/publications/gfsr/2022/october/english/text.pdf>

ამ ორი შოკის პირობებში, ფინანსური ბაზრების განსხვავებული რეაქცია მნიშვნელოვანწილად იმით აიხსნება, რომ განვითარებადი ეკონომიკები მიმდინარე შოკს განსხვავებული საწყისი პირობებით შეხვდნენ. ეკონომიკების გარკვეული ნაწილი გამოირჩეოდა შედარებით ძლიერი საგარეო პოზიციებით, დაბალი საგარეო მოწყვლადობით, გაზრდილი რეალური შემოსავლიანობითა და გაუმჯობესებული მაკროეკონომიკური მაჩვენებლებით, მაშინ როდესაც რიგ ქვეყნებში სტრუქტურული სისუსტეები კვლავ მნიშვნელოვან გამოწვევად რჩება. შედეგად, მიმდინარე ეპიზოდში ინვესტორთა გადანაცვებები უფრო მეტად განისაზღვრა კონკრეტული ეკონომიკების ფუნდამენტური მახასიათებლებით და ნაკლებად მხოლოდ გეოპოლიტიკური რისკის ზრდით.

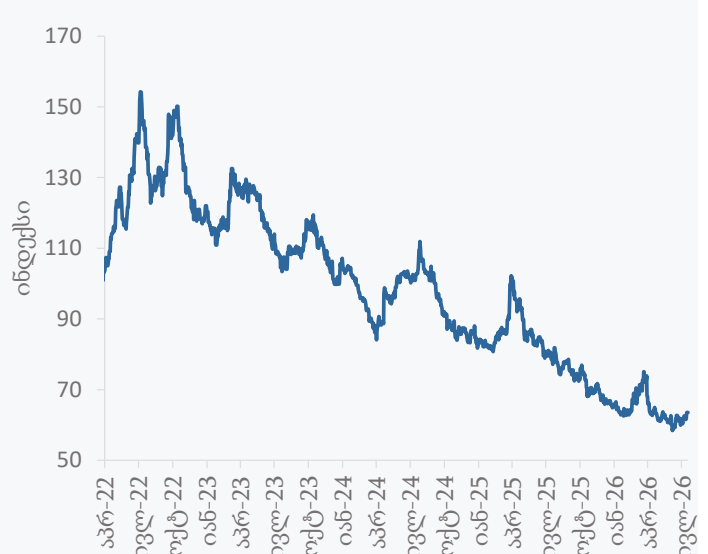
აღნიშნული განსხვავება საერთაშორისო კაპიტალის ნაკადებში აისახა. კერძოდ, 2026 წლის მარტში გეოპოლიტიკური დაძაბულობის ესკალაციას განვითარებადი ეკონომიკებიდან პორტფელური კაპიტალის დიდი მოცულობის დროებითი წმინდა გადინება მოჰყვა, თუმცა საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტის (IIF)³ მონაცემებით, უკვე აპრილიდან ნაკადები მნიშვნელოვნად აღდგა. შემდგომ პერიოდში კი კაპიტალის მოძრაობა ეკონომიკების მიხედვით მნიშვნელოვნად განსხვავდება: შედარებით ძლიერი მაკროეკონომიკური ფუნდამენტების მქონე ქვეყნებში ნაკადები დასტაბილურდა, ხოლო სტრუქტურულად უფრო მოწყვლად ეკონომიკებში გადინება გრძელდება.

აღნიშნულს ფინანსური ბაზრების ინდიკატორებიც ადასტურებს. მიუხედავად მარტში დაფიქსირებული მკვეთრი შემცირებისა, MSCI-ის განვითარებადი ბაზრების საფონდო ინდექსმა მიმდინარე პერიოდში ზრდა განაგრძო, ხოლო განვითარებადი ეკონომიკების სუვერენული ობლიგაციების სპრედები (EMBI GLOBAL Diversified Index), საწყისი ზრდის მიუხედავად, კვლავ კონფლიქტამდე არსებულ დონეებს დაუბრუნდა (იხ. დიაგრამები 3.1.2-3). შესაბამისად, მიმდინარე ეტაპზე არ იკვეთება განვითარებადი ეკონომიკების რისკის ფართომასშტაბიანი გადაფასება.



დიაგრამა 3.1.2. MSCI-ის განვითარებადი ბაზრების ინდექსი, დეკ-1987=100

წყარო: [MSCI](https://www.msci.com).



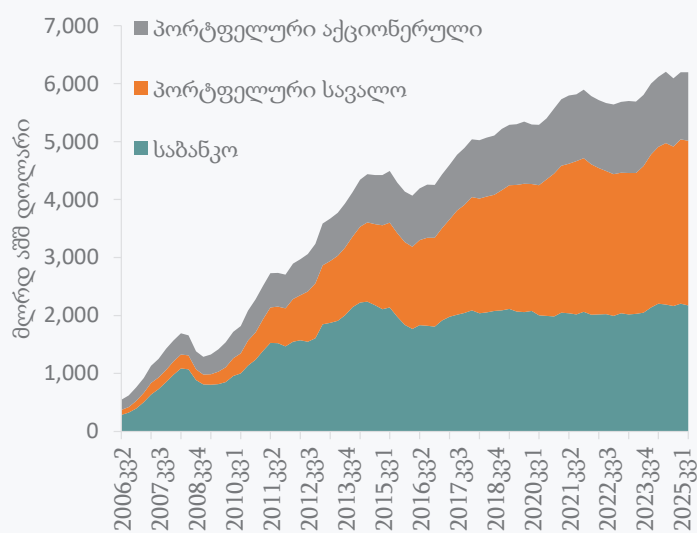
დიაგრამა 3.1.3. EMBI GLOBAL Diversified Index, იან-2022 =100

წყარო: სებ-ის გაანგარიშება.

ფინანსური ბაზრების ასეთი რეაქცია ნაწილობრივ საერთაშორისო ფინანსური სისტემის სტრუქტურულ ცვლილებებსაც ასახავს. თუ 2008 წლის გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე განვითარებადი ეკონომიკების საგარეო დაფინანსებაში წამყვანი როლი საერთაშორისო ბანკებს ეკუთვნოდათ, დღეს სულ უფრო მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ არასაბანკო ფინანსური ინსტიტუტები (NBFIs), განსაკუთრებით პორტფელური ინვესტორები (იხ. დიაგრამა 3.1.4). IMF-ისა და BIS-ის შეფასებით, ასეთ პირობებში საერთაშორისო კაპიტალის ნაკადები სულ უფრო

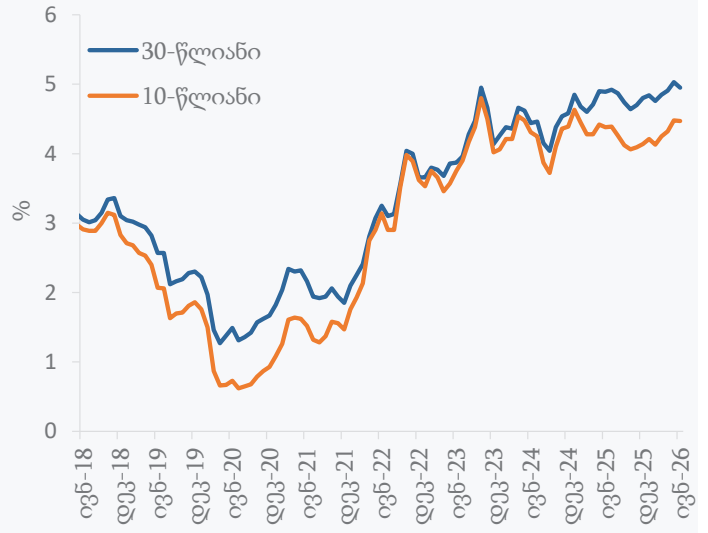
3 იხ. <https://www.iif.com/Products/Capital-Flows-Tracker>

მეტად დამოკიდებულია როგორც ცალკეული ეკონომიკის ფუნდამენტურ მახასიათებლებზე, ისე კონკრეტული ინვესტორის ტიპსა და მის რისკისადმი მგრძნობელობაზე. შედეგად, გლობალური გაურკვევლობის პირობებშიც კაპიტალის მოძრაობა ერთგვაროვანი აღარ არის. IMF ამ პროცესს „K-shape investing“-ად აღწერს, რაც ასახავს იმას, რომ სხვადასხვა ტიპის კაპიტალის ნაკადები და აქტივების კლასები განსხვავებულ დინამიკას ავლენს. განსაკუთრებით, პორტფელური სავალს ინვესტიციები შედარებით მდგრადია განვითარებად ქვეყნებში, მაშინ როდესაც პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისა და აქციონერული ინვესტიციების აღდგენა უფრო სუსტია. თავის მხრივ, პორტფელურ სავალს ინსტრუმენტებში მოთხოვნა მდგრადია და მაღალი შემოსავლიანობის გათვალისწინებით მეტწილად ბონდებზე მოდის.



დიაგრამა 3.1.4. განვითარებად ბაზრებზე არასაბანკო ინვესტორების მიერ განხორციელებული ინვესტიციები

წყარო: IMF, 2026 წლის ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში.



დიაგრამა 3.1.5. აშშ-ს 10-წლიან და 30-წლიან სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე შემოსავლიანობა

წყარო: FRED.

ამავდროულად, მიმდინარე შოკის დროს უსაფრთხო აქტივების ტრადიციული დინამიკაც ნაწილობრივ შეიცვალა. გეოპოლიტიკური დაძაბულობის მიუხედავად, აშშ-ის გრძელვადიანი (10-წლიანი და 30-წლიანი) სახელმწიფო ობლიგაციების შემოსავლიანობა შემცირების ნაცვლად გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 3.1.5), რაც, მნიშვნელოვანწილად, ფისკალური მდგრადობის გაზრდილ რისკებს, ვადიანობის პრემიის (term premium) ზრდასა და რეალური საპროცენტო განაკვეთების მაღალ დონეს ასახავს. შესაბამისად, ფინანსური ბაზრების დინამიკაზე სულ უფრო დიდ გავლენას ახდენს განვითარებული ეკონომიკების ფისკალური და სტრუქტურული ფაქტორები, რაც გეოპოლიტიკური შოკების გავლენას ნაწილობრივ ანეიტრალებს.

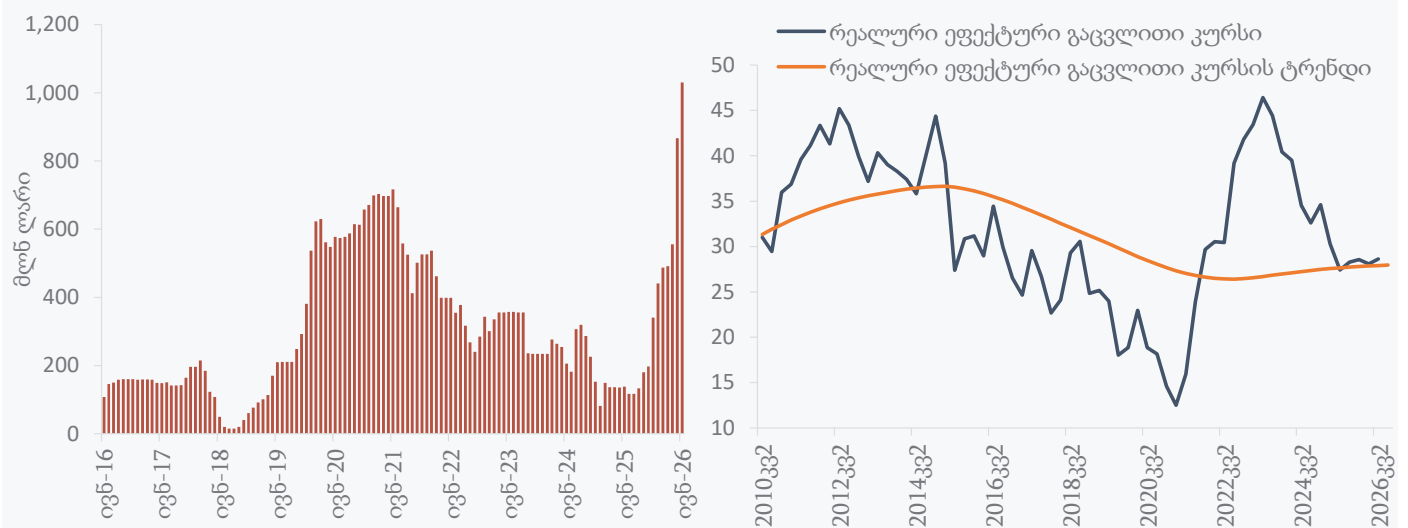
მონეტარული პოლიტიკის თვალსაზრისით, აღნიშნული დინამიკა ორ მნიშვნელოვან ფაქტორზე მიაწინებს. პირველი, გეოპოლიტიკური შოკების გადაცემა ფინანსური არხებით დღეს უფრო მეტად დამოკიდებულია კონკრეტული ქვეყნის მაკროეკონომიკურ ფუნდამენტებსა და პოლიტიკის სანდოობაზე, ვიდრე მხოლოდ გლობალური რისკის ზრდაზე. მეორე, ძლიერი საგარეო პოზიცია, დაბალი სუვერენული რისკის პრემია და სანდო მონეტარული პოლიტიკა მნიშვნელოვნად ამცირებს იმის ალბათობას, რომ გეოპოლიტიკური შოკი მწვავე ფინანსური სტაბილურობის რისკად იქცეს. შედეგად, ინფლაციური წნეხი კაპიტალის გადინების არხით (გაცვლითი კურსის) ნაკლებად მწვავეა.

აღსანიშნავია, რომ 2026 წლის გეოპოლიტიკურ შოკს საქართველოდან კაპიტალის გადინება არ მოჰყოლია. გლობალური ინვესტორების მიერ კაპიტალის უფრო დიფერენცირებული განაწილებისა და ქვეყნის გაუმჯობესებული მაკროეკონომიკური ფუნდამენტების ფონზე, საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია დაბალ დონეზე შენარჩუნდა (იხ. თავი 2, დიაგრამა 2.1.11), ხოლო არარეზიდენტების ინტერესი ადგილობრივი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების მიმართ მაღალი დარჩა (იხ. დიაგრამა 3.1.6).

აღნიშნული ტენდენცია თანხვედრაშია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ აღწერილ

გემოსხენებულ „K-ფორმის“ საინვესტიციო ქცევასთან, რომლის მიხედვითაც გაზრდილი გაურკვევლობის პირობებში ინვესტორები უპირატესობას ფიქსირებული შემოსავლიანობის ფასიან ქაღალდებში განხორციელებულ ინვესტიციებს ანიჭებენ. ამ პროცესში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს საერთაშორისო სარეიტინგო სააგენტოების შეფასებებიც, რომლებიც ქვეყნის საკრედიტო რისკის ერთ-ერთ ძირითად ინდიკატორს წარმოადგენს. 2026 წლის ომის შემდგომ პერიოდში, საქართველოს სუვერენული რეიტინგის სტაბილური შეფასებები ინვესტორთა ნდობას აძლიერებს და კაპიტალის გადინების რისკებს ამცირებს.

ფინანსური ნაკადების შედარებით სტაბილური დინამიკა საგარეო სექტორის მდგრადობასაც უწყობს ხელს. აღსანიშნავია, რომ 2022 წლიდან მიგრაციული პროცესებისა და შემდგომი სტრუქტურული ცვლილებების ფონზე მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი (იხ. თავი 2, დიაგრამა 2.1.7). შედეგად, გაცვლითი კურსი, რომელიც პანდემიის პერიოდში იმპორტირებული ინფლაციის გამაძლიერებელ არხს წარმოადგენდა, მიმდინარე პერიოდში შოკის შთანთქმის ფუნქციას კვლავ ასრულებს, თუმცა ამჯერად დისინფლაციური მიმართულებით. კერძოდ, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის როგორც ფაქტობრივი, ისე წონასწორული დონის გამყარება იმპორტირებულ ინფლაციას ანელებს (იხ. დიაგრამა 3.1.7). ამასთან, საერთაშორისო რეზერვების ზრდა (იხ. თავი 2, დიაგრამა 2.1.12) და მათი ადეკვატურობის მაჩვენებლების გაუმჯობესება ქვეყნის საგარეო ლიკვიდობის ბუფერია და საგარეო შოკებისადმი მონყვლადობას დამატებით ამცირებს.



დიაგრამა 3.1.6. არარეზიდენტების მფლობელობაში არსებული სახაზინო ფასიანი ქაღალდები

წყარო: სეზ.

დიაგრამა 3.1.7. რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი და მისი ტრენდი

წყარო: სეზ-ის შეფასება.

ინფლაციური წნეხის კუთხით, ორივე გეოპოლიტიკურ შოკს თან ახლდა ენერგომატარებლებისა და სხვა სასაქონლო ფასების ზრდა, რამაც საქართველოში მოქნილი ფასების ინფლაცია დააჩქარა. თუმცა, 2022 წლის შოკს საქართველო უკვე შედარებით მომატებული ფუნდამენტური ინფლაციის, მათ შორის ხისტი ფასებისა და მომსახურების ინფლაციის, ფონზე შეხვდა, რის გამოც მეორე რაუნდის ეფექტების რისკები მნიშვნელოვნად გაიზარდა. ამისგან განსხვავებით, 2026 წლის კონფლიქტის დაწყებისას ფუნდამენტური ინფლაციური წნეხი შედარებით დაბალი იყო, თუმცა მოქნილი ფასების ინფლაციის გახანგრძლივების შემთხვევაში მეორე რაუნდის ეფექტების რისკები საყურადღებოა.

შედეგად, 2022-2023 წლებთან შედარებით, მიმდინარე გეოპოლიტიკური შოკი საქართველოს ეკონომიკაზე უფრო მეტად ინფლაციური არხებით მოქმედებს, მაშინ როდესაც ფინანსური არხით რისკები შედარებით სუსტია. თუმცა, რადგან კონფლიქტი კვლავ მიმდინარეობს, მისი საბოლოო გავლენა მნიშვნელოვნად იქნება დამოკიდებული გეოპოლიტიკური ვითარების შემდგომ განვითარებაზე.

4. სეპ-ისა და ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება

საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება*

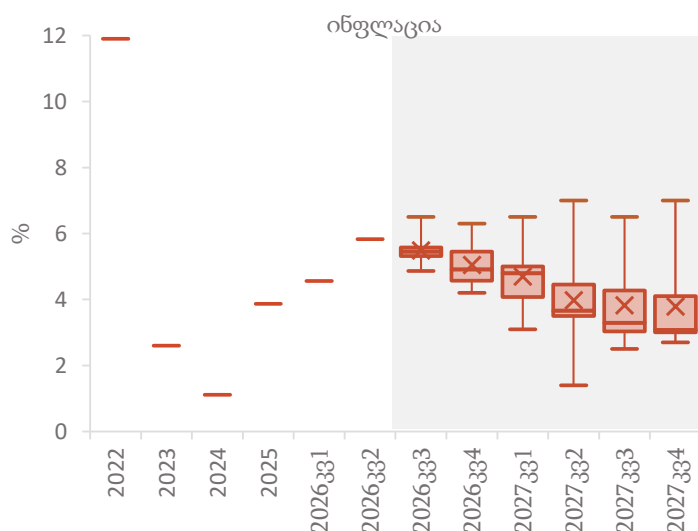
	ფაქტი	ცენტრალური სცენარი			მაღალი ინფლაციური სცენარი			დაბალი ინფლაციური სცენარი		
	2025	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
ინფლაცია (%)	3.9	5.2	2.7	3.0	5.6	4.8	2.6	4.9	1.6	2.6
რეალური მშპ-ის ზრდა (%)	7.5	6.5	5.0	5.0	5.7	4.0	5.0	7.0	5.5	5.5
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%)	8.0	8.2	7.8	7.1	8.5	9.0	7.7	8.0	6.9	6.9

ცხრილი 4.1. საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური სცენარების შეჯამება

წყარო: სეპ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა.

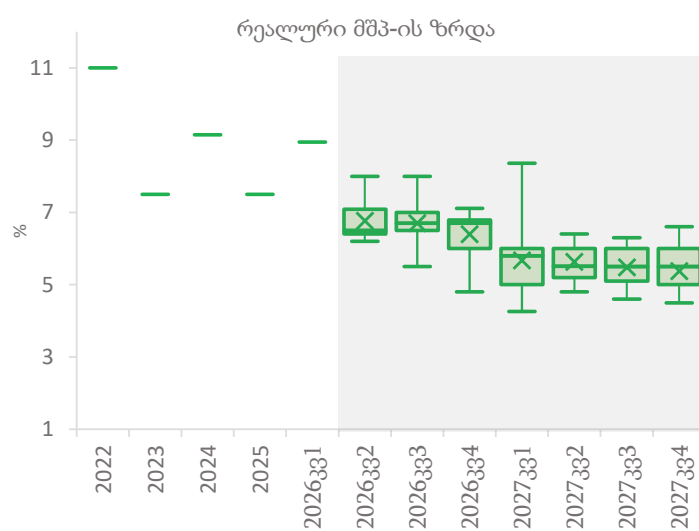
* ცხრილში წარმოდგენილია ცვლადების საშუალო წლიური მაჩვენებლები

ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზები



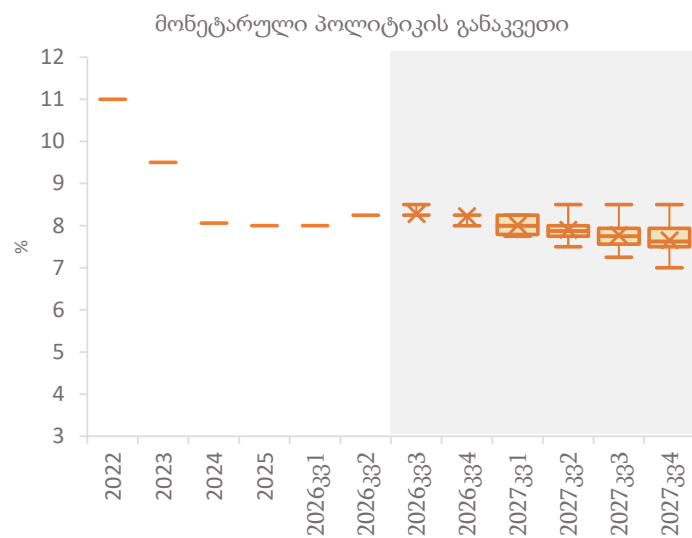
დიაგრამა 4.1. საშუალო წლიური ინფლაციის ფაქტობრივი მაჩვენებლები და ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზების განაწილება

წყარო: საქსტატი, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა.



დიაგრამა 4.2. რეალური მშპ-ის წლიური ზრდის ფაქტობრივი მაჩვენებლები და ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზების განაწილება

წყარო: საქსტატი, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა.



დიაგრამა 4.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ფაქტობრივი მაჩვენებლები და ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზების განაწილება

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

საქართველო, თბილისი 0114, ზვიად გამსახურდიას სანაპირო 1
ტელ.: (995 32) 2 406 480; ფაქსი: (995 32) 2 406 571; ცხელი ხაზი: (995 32) 2 406 406
ელ-ფოსტა: info@nbg.ge; www.nbg.ge



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia