



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia

# მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში

2026 ოქტომბერი

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<br>საპროგნოზო სცენარები .....                                              | 13 |
| 2.1. მიმდინარე მდგომარეობა .....                                                                                                   | 13 |
| 2.2. ცენტრალური სცენარი .....                                                                                                      | 19 |
| 2.3. მაღალინფლაციური სცენარი .....                                                                                                 | 25 |
| 2.4. დაბალინფლაციური სცენარი .....                                                                                                 | 28 |
| 3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები .....                                                                          | 31 |
| ჩანართი 1. საკრედიტო და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთებს შორის<br>დიფერენციალი: გადაცემის მექანიზმი და რისკის პრემიების როლი ..... | 31 |
| 4. სებ-ისა და ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა მაკროეკონომიკური<br>პროგნოზების შეჯამება.....                                            | 37 |
| საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური პროგნოზების<br>შეჯამება .....                                                         | 37 |
| ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზები .....                                                                                       | 37 |

## მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილება

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

საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა 2026 წლის 21 ოქტომბრის სხდომაზე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი უცვლელად დატოვა. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი 8.25 პროცენტს შეადგენს.

ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური დაძაბულობა კვლავ ნარჩუნდება, რამაც მიწოდების მხრიდან მოქმედი შოკის ხანგრძლივობა და, შესაბამისად, ინფლაციური წნეხი გაზარდა. შედეგად, საქართველოში ინფლაციის მიზნობრივი 3-პროცენტიანი მაჩვენებლიდან გადახრას კვლავ მეტწილად ეგზოგენური ფაქტორები განაპირობებს. კერძოდ, 2026 წლის სექტემბერში წლიურმა ინფლაციამ 5.6 პროცენტი შეადგინა, საიდანაც დაახლოებით 2 პროცენტული პუნქტი ენერგორესურსების ფასებზე მოდიოდა. ამასთან, საერთაშორისო ტრანსპორტირებისა და გადაზიდვების შეფერხებები, ენერგორესურსების გაძვირებასთან ერთად, წარმოებისა და ტრანსპორტირების დანახარჯებს ზრდის, რაც სხვა საქონლისა და მომსახურების ფასებზე არაპირდაპირი გავლენის არხით დამატებით ინფლაციურ წნეხს ქმნის. ამ ფონზე, განსაკუთრებით საყურადღებოა ინფლაციის შედარებით ხისტი კომპონენტების დინამიკა, რომლებიც გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობის უკეთეს საზომს წარმოადგენს. ამ მხრივ, საბაზო და მომსახურების ინფლაცია კვლავ მთლიან ინფლაციასთან შედარებით დაბალ დონეზე ნარჩუნდება. კერძოდ, საბაზო ინფლაციამ 3.5 პროცენტი, ხოლო მომსახურების ინფლაციამ 3.7 პროცენტი შეადგინა. შესაბამისად ამ ეტაპზე მიწოდების შოკის ინფლაციურ მოლოდინებზე გავლენა ზომიერია, თუმცა შოკის გახანგრძლივების გამო ის მეტად საყურადღებო რისკად რჩება.

მიმდინარე ეტაპზე, გლობალური ტენდენციების ფონზე გახანგრძლივებული ინფლაციური წნეხის გათვალისწინებით, ეროვნული ბანკის განახლებული ცენტრალური პროგნოზით, 2026 წლის ინფლაციის პროგნოზი 0.2 პროცენტული პუნქტით, 5.4 პროცენტამდე გაიზარდა. სხვა თანაბარ პირობებში, 2027 წლის მეორე ნახევრიდან ინფლაცია მიზნობრივ 3-პროცენტიან მაჩვენებელს ეტაპობრივად დაუახლოვდება და საშუალოდ 3.5 პროცენტი იქნება.

ეკონომიკური აქტივობა მოსალოდნელზე ძლიერია. წინასწარი მონაცემებით, 2026 წლის აგვისტოში ეკონომიკურმა ზრდამ 6.3 პროცენტი, ხოლო წლის პირველ რვა თვეში საშუალოდ 7.6 პროცენტი შეადგინა. აღსანიშნავია, რომ ზრდას კვლავ მეტწილად მაღალპროდუქტიული სექტორები განაპირობებს, რაც მოთხოვნის მხრიდან ინფლაციურ ზეწოლას ანეიტრალებს. ეროვნული ბანკის განახლებული ცენტრალური პროგნოზით, 2026 წლის ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი 6.5 პროცენტიდან 7.2 პროცენტამდე გაიზარდა, 2027 წელს კი მოსალოდნელია რომ 5.5 პროცენტის ფარგლებში იქნება.

გეოპოლიტიკური მოვლენების შემდგომ განვითარებასა და ეკონომიკაზე მათი გავლენის მასშტაბთან დაკავშირებული გაურკვევლობა კვლავ მაღალია. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა ცენტრალურ სცენართან ერთად მაღალინფლაციური და დაბალინფლაციური რისკის სცენარები განიხილა.

მაღალინფლაციური რისკის სცენარის რეალიზების შემთხვევაში, ფუნდამენტური პროცესები მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის უფრო მაღალ ტრაექტორიას მოითხოვს, ვიდრე ცენტრალური სცენარი ითვალისწინებს. აღნიშნული სცენარის ძირითადი რისკია ახლო აღმოსავლეთში კონფლიქტის მეტად გამწვავება და ხანგრძლივად შენარჩუნება, რაც ნავთობის მიწოდებისა და გადამუშავების დამატებითი შეფერხებების ფონზე ენერგორესურსების ფასებს კიდევ უფრო გაზრდის.

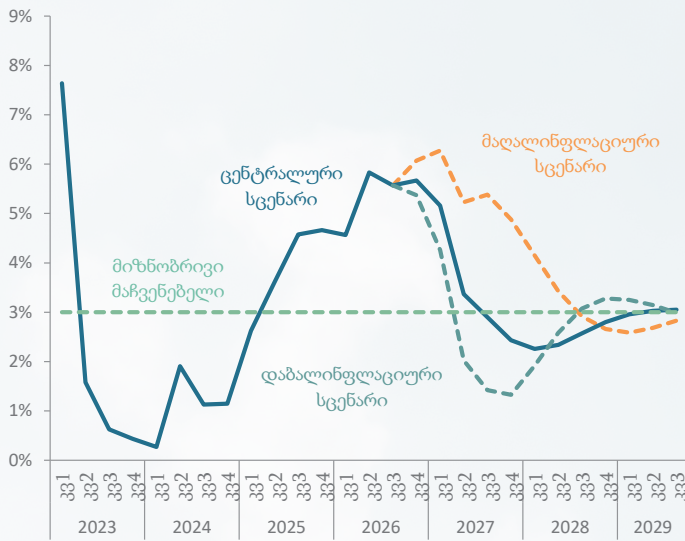
ამასთან, მიწოდების ჯაჭვების შეფერხებები და ალტერნატიულ სატრანსპორტო მარშრუტებზე გადასვლა წარმოებასა და ტრანსპორტირებას გააძვირებს. შედეგად, გაძლიერებული გლობალური ინფლაციური წნეხი ადგილობრივ ეკონომიკას იმპორტირებული ინფლაციისა და გამკაცრებული გლობალური ფინანსური პირობების არხებით გადმოეცემა, რაც მონეტარული პოლიტიკის დამატებით გამკაცრებასა და მკაცრი პოზიციის უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნებას მოითხოვს.

მეორე მხრივ, დაბალი ინფლაციური რისკის სცენარი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო სწრაფ ნორმალიზებას ითვალისწინებს. კერძოდ, ამ სცენარის მიხედვით, ეკონომიკური ზრდის მაღალი დინამიკა, რომელიც მეტწილად მაღალპროდუქტიულ სექტორებს ეფუძნება, მოსალოდნელზე ხანგრძლივად შენარჩუნდება. ეს, თავის მხრივ, საგარეო პოზიციის მდგრად გაუმჯობესებასა და გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდის მაღალ დონეს განაპირობებს. აღნიშნული ხელს შეუწყობს გაცვლითი კურსის ფუნდამენტურ გამყარებას და ერთობლივი მოთხოვნის ზრდის ინფლაციურ გავლენას შეზღუდავს. ამასთან, სცენარი ითვალისწინებს ახლო აღმოსავლეთში კონფლიქტის დეესკალაციას, რის შედეგადაც ენერგორესურსების ფასები ცენტრალურ სცენართან შედარებით შემცირდება. შედეგად, ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელს უფრო სწრაფად დაუახლოვდება.

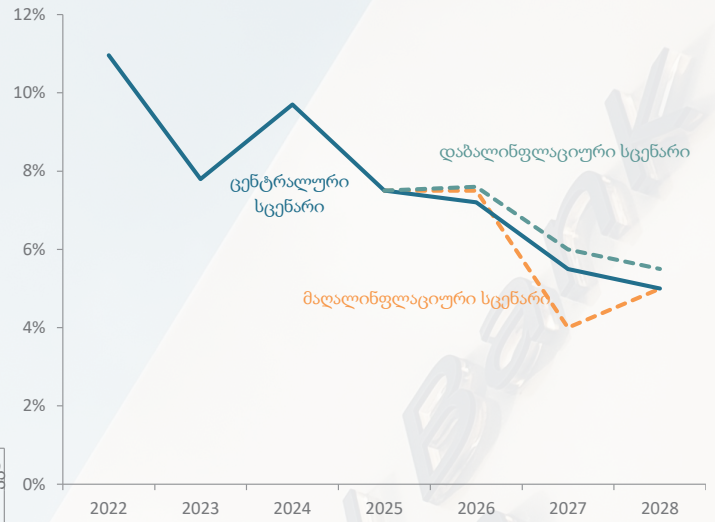
მიმდინარე მაკროეკონომიკური ვითარებისა და არსებული რისკების გათვალისწინებით, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი უცვლელად შეინარჩუნა. ზომიერად მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის მიზანია ინფლაციური მოლოდინებისა და მეორე რაუნდის ეფექტების რისკების მინიმიზირება, რათა მიწოდების შოკის ამოწურვის შემდეგ ინფლაცია მიზნობრივ 3 პროცენტს სწრაფად დაუბრუნდეს. იმ შემთხვევაში, თუ გახანგრძლივებული მიწოდების შოკის შედეგად ინფლაციურ მოლოდინებში ზრდის ტენდენცია გამოიკვეთა, რაც მეორე რაუნდის ეფექტებსაც გააძლიერებს, მკკ მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ზომიერ ზრდას გააგრძელებს. ხოლო მას შემდგომ, რაც ინფლაციური შოკი ამოიწურება, სებ ეტაპობრივად დაიწყებს პოლიტიკის ნორმალიზებას.

## სებ-ის მაკროეკონომიკური სცენარები

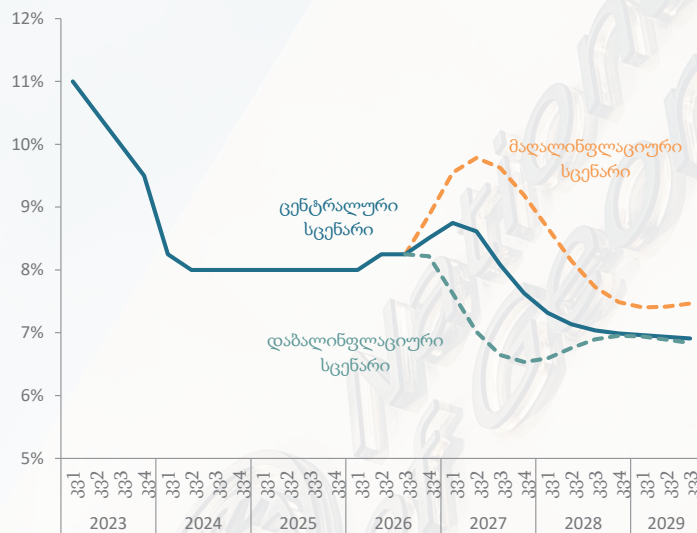
### ინფლაციის პროგნოზი



### რეალური მშპ-ის პროგნოზი

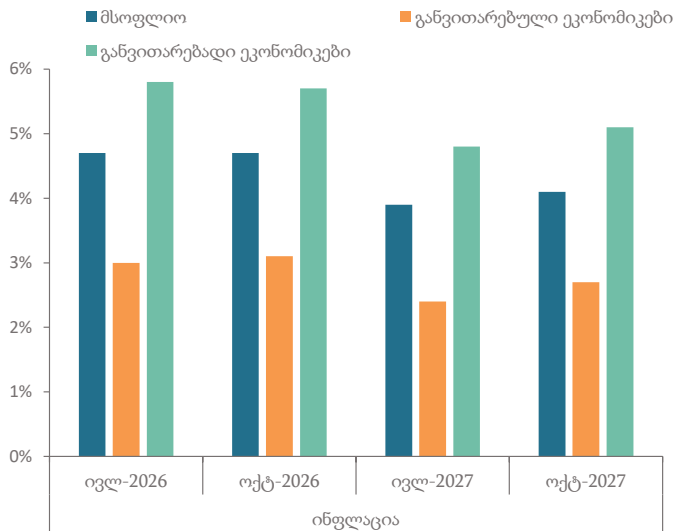


### მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი



## 1. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა

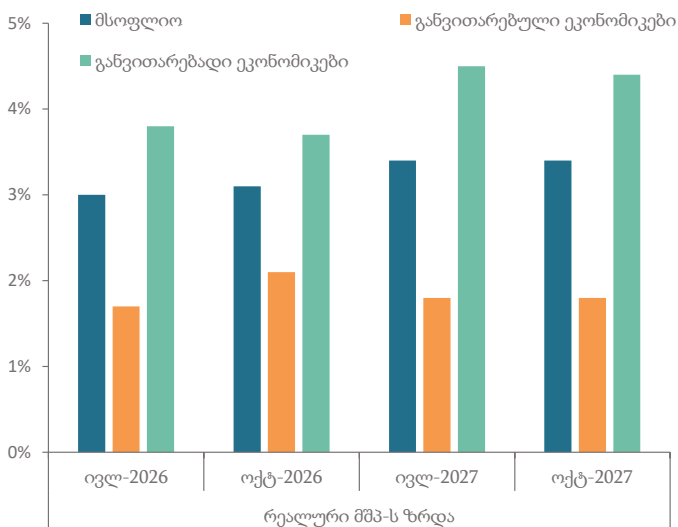
*გლობალურად ინფლაციური წნეხი გაძლიერებულია - IMF-ის განახლებული პროგნოზებით, 2027 წლისთვის ინფლაციის მოსალოდნელი დონე გაზრდილია.*



დიაგრამა 1.1. გლობალური, განვიტარებული და განვიტარებადი ეკონომიკების ინფლაციის პროგნოზი

წყარო: IMF, მსოფლიო ეკონომიკური მიმოხილვა (WEO), ოქტომბერი 2026.

*გლობალური ეკონომიკური აქტივობა, არსებული გაურკვევლობის მიუხედავად, მოსალოდნელზე მეტად მდგრადია.*



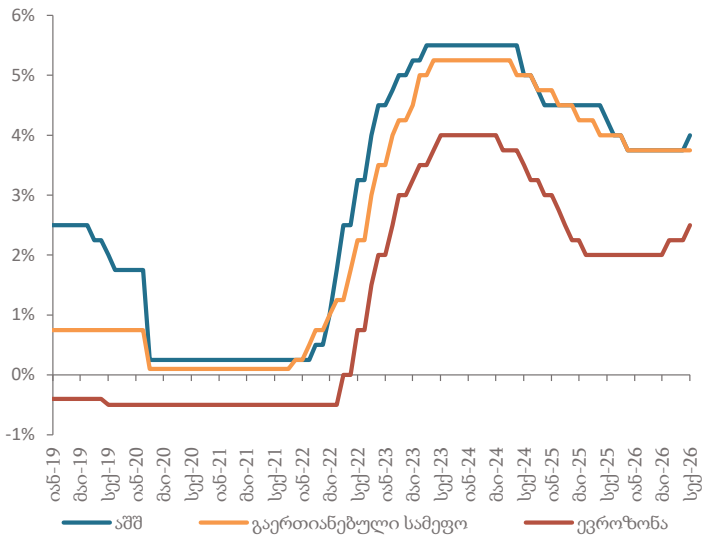
დიაგრამა 1.2. გლობალური, განვიტარებული და განვიტარებადი ეკონომიკების რეალური მშპ-ის ზრდის პროგნოზი

წყარო: IMF, მსოფლიო ეკონომიკური მიმოხილვა (WEO), ოქტომბერი 2026.

გლობალური ეკონომიკური გარემო კვლავ მაღალი გაურკვევლობით ხასიათდება. **ბოლო პერიოდში ინფლაციური რისკები გაიზარდა**, რასაც, დიდწილად, ენერგომატარებლების ფასების ხანგრძლივად მაღალ დონეზე შენარჩუნება და გეოპოლიტიკური დაძაბულობის ფონზე გლობალური მინოდების ჯაჭვებისა და სატრანსპორტო მარშრუტების შეფერხებები განაპირობებს. აღნიშნული რისკების ფონზე, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის განახლებული შეფასებით, 2026 წლის გლობალური ინფლაციის პროგნოზი უცვლელად, 4.7%-ზე შენარჩუნდა, ხოლო 2027 წლისთვის 0.2 პროცენტული პუნქტით (პპ), 4.1%-მდე გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 1.1). **აღნიშნულმა გარემოებებმა წამყვანი ეკონომიკების მონეტარული პოლიტიკის მოსალოდნელი ტრაექტორია გამკაცრების მიმართულებით შეცვალა**, რაც საპროცენტო განაკვეთების არხით გლობალური ფინანსური პირობების გამკაცრების მოლოდინს აძლიერებს.

ამასთან, წამყვან ქვეყნებში ეკონომიკური აქტივობა მოსალოდნელზე მდგრადი აღმოჩნდა, რაც მოთხოვნის მხრიდან დისინფლაციურ ეფექტებს ზღუდავს (იხ. დიაგრამა 1.2). განსაკუთრებით აშშ-ში, ძლიერი ეკონომიკური აქტივობის ფონზე, შრომის ბაზარზე ბოლო პერიოდში გარკვეული შენელების მიუხედავად, მკვეთრი შესუსტების ნიშნები არ იკვეთება. შესაბამისად, მდგრადი მოთხოვნა მინოდების შოკების ინფლაციურ ეფექტს კიდევ უფრო აძლიერებს. ამ ფონზე, აშშ-ის ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ სექტემბერში პოლიტიკის განაკვეთი 4%-მდე, ხოლო ევროპის ცენტრალურმა ბანკმა სადეპოზიტო განაკვეთი 2.5%-მდე გაზარდა. ფინანსური ბაზრები როგორც აშშ-ში, ისე ევროზონაში წლის ბოლოსთვის მონეტარული პოლიტიკის დამატებით გამკაცრებას და საპროცენტო განაკვეთების მაღალ დონეზე

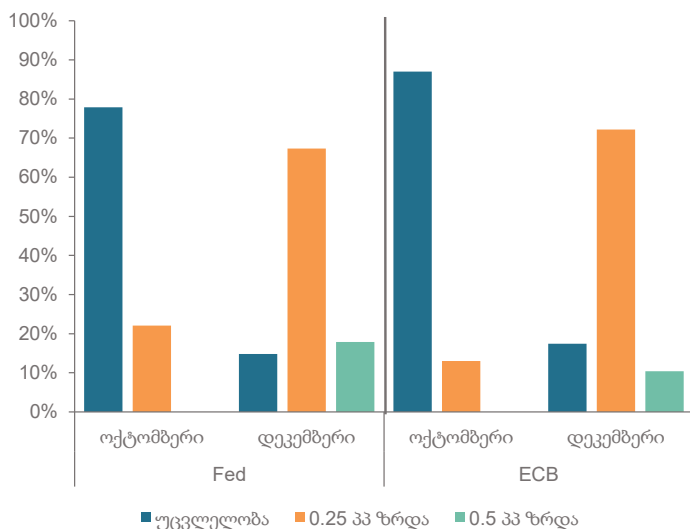
*ინფლაციური წნეხის გაძლიერების ფონზე აშშ-სა და ევროზონაში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთები გაიზარდა, რაც გლობალურ ფინანსურ პირობებზე გამკაცრების მიმართულებით აისახება.*



დიაგრამა 1.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთები წამყვან ეკონომიკებში

წყარო: შესაბამისი ცენტრალური ბანკები.

*ინფლაციური რისკების ზრდისა და ფინანსურ და რეალურ ბაზრებზე მიმდინარე დინამიკის ფონზე, წლის ბოლოსთვის Fed-ისა და ECB-ის მხრიდან მონეტარული პოლიტიკის დამატებითი გამკაცრების საბაზრო მოლოდინები გაძლიერდა.*



დიაგრამა 1.4. ბაზრის მოლოდინები ფედერალური სარეზერვო სისტემისა და ევროპის ცენტრალური ბანკის პოლიტიკის განაკვეთების ტრაექტორიასთან დაკავშირებით

წყარო: Fed Watch & ECB Watch.

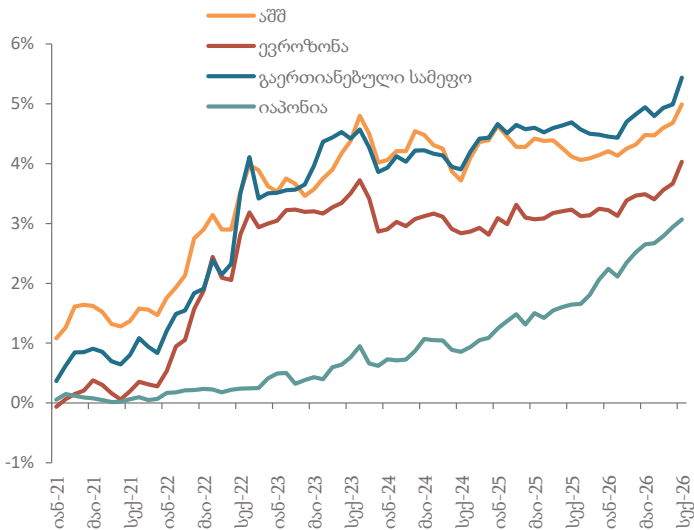
შენარჩუნებას მოელიან (იხ. დიაგრამა 1.3 და 1.4).

ამავდროულად, განვითარებულ ეკონომიკებში გრძელვადიანი სახელმწიფო ობლიგაციების შემოსავლიანობები მრავალწლიან მაქსიმუმებს დაუახლოვდა, რაც გლობალური ფინანსური პირობების გამკაცრებას უწყობს ხელს (იხ. დიაგრამა 1.5). აღნიშნული დინამიკა უკავშირდება როგორც მონეტარული პოლიტიკის მოსალოდნელი ტრაექტორიის გამკაცრებას, ისე ფისკალურ რისკებს, ვადიანობის პრემიის ზრდასა და, გარკვეულწილად, AI-თან დაკავშირებული მაღალი საინვესტიციო აქტივობის ფონზე გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდისა და საპროცენტო განაკვეთების მიმართ გაზრდილ მოლოდინებს. თუმცა, მთლიანობაში გლობალური ფინანსური პირობები კვლავ შედარებით შერბილებული რჩება, რასაც ხელს უწყობს კაპიტალის ბაზრებზე არსებული დადებითი დინამიკა, მათ შორის, ძლიერი კორპორაციული მოგებები და AI-თან დაკავშირებული ოპტიმიზმი. მიუხედავად ამისა, გრძელვადიანი შემოსავლიანობების ზრდა განვითარებადი ეკონომიკებისთვის, მათ შორის, საქართველოსთვის, გარე და ფინანსების გაძვირებისა და კაპიტალის ნაკადების მერყეობის რისკებს ზრდის.

ამასთან, წამყვან ეკონომიკებში სახაზინო ფასიანი ქაღალდების განაკვეთების ზრდის ფონზე, ბოლო პერიოდში საქართველოსა და რეგიონის სხვა ქვეყნებში ადგილობრივი სახელმწიფო ობლიგაციების შემოსავლიანობების დიფერენციალი აშშ-ის შესაბამისი ვადიანობის სახაზინო ფასიან ქაღალდებთან შედარებით შემცირდა (იხ. დიაგრამა 1.6). აღნიშნული დინამიკა, ერთი მხრივ, სუვერენული რისკის პრემიის შემცირებაზე მიუთითებს. მეორე მხრივ, აშშ-ის მაღალმა განაკვეთმა და შემოსავლიანობის ზრდამ შესაძლოა არარეზიდენტი ინვესტორების მხრიდან კაპიტალის გადინების რისკები გააძლიეროს.

ამასთან, აღსანიშნავია, რომ ბოლო წლებში ოქროს ფასსა და აშშ-ის რეალურ შემოსავლიანობას შორის ისტორიულად არსებული უკუკავშირი შესუსტდა: მიუხედავად მაღალი რეალური შემოსავლიანობისა, ოქროს ფასი მნიშვნელოვნად გაიზარდა,

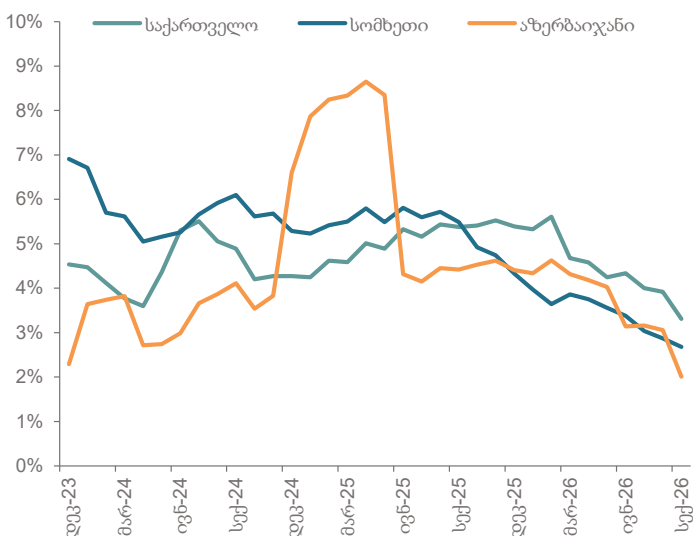
*განვითარებულ ეკონომიკებში გრძელვადიანი სახელმწიფო ობლიგაციების შემოსავლიანობები მნიშვნელოვნად გაიზარდა, რაც უფრო მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის მოლოდინებთან ერთად გამრდილ ფისკალურ და ინფლაციურ რისკებსაც ასახავს.*



დიაგრამა 1.5. გრძელვადიანი სახელმწიფო ობლიგაციების შემოსავლიანობები

წყარო: შესაბამისი ცენტრალური ბანკები, investing.com.

*აშშ-ის 5-წლიანი ობლიგაციასთან შედარებით, რეგიონის ქვეყნებში სპრედები შემცირდა. ერთი მხრივ, შემცირებული დიფერენციალი სუვერენული რისკის პრემიის დინამიკაზე მიუთითებს, თუმცა იმავდროულად არარეზიდენტების მხრიდან კაპიტალის გადინების რისკებსაც აძლიერებს.*



დიაგრამა 1.6. რეგიონის ქვეყნების 5-წლიანი სახელმწიფო ობლიგაციების შემოსავლიანობების სხვაობა აშშ-ის შესაბამისი ვადიანობის სახაზინო ობლიგაციებთან

წყარო: შესაბამისი ცენტრალური ბანკები, FRED.

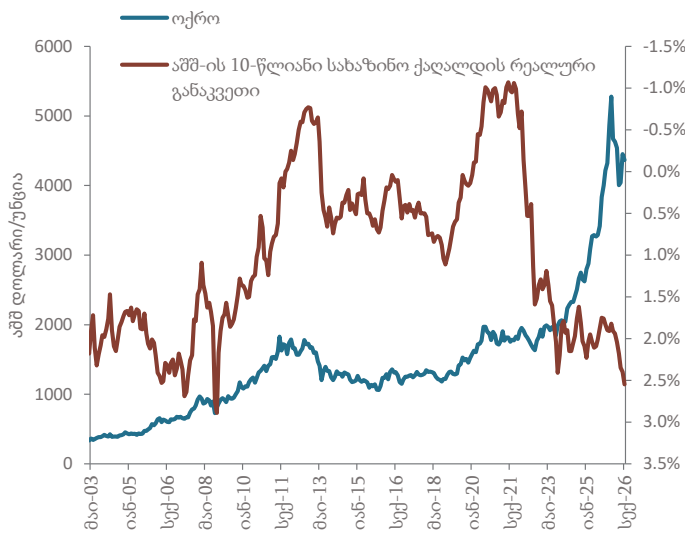
რასაც გამრდილი გლობალური გაურკვევლობა და უსაფრთხო აქტივებზე მაღალი მოთხოვნა უწყობდა ხელს. თუმცა, ბოლო პერიოდში, ახლო აღმოსავლეთის ომის დაწყებამდე დაფიქსირებულ მაღალ დონესთან შედარებით, ოქროს ფასი შემცირდა, რაც მონეტარული პოლიტიკის დამატებითი გამკაცრების მოლოდინების გაძლიერებას ასახავს (იხ. დიაგრამა 1.7).

გეოპოლიტიკური დაძაბულობის გავლენა განსაკუთრებით მკვეთრად ენერგეტიკულ ბაზრებზე აისახა. ჰორუმის სრუტეში მანამდე უკვე არსებულ შეზღუდვებს წითელი ზღვის აუზში გაუარესებული ვითარებაც დაემატა. ჰუსიტების მიერ საუდის არაბეთის ნავთობსადენზე განხორციელებულმა თავდასხმებმა წითელი ზღვის გავლით ნავთობის ექსპორტი დროებით შეაფერხა. შედეგად, ნავთობპროდუქტების ფასებზე დამატებითი ზეწოლა წარმოიქმნა. მთლიანობაში, ბრენტის ფასი გაიზარდა და, სექტემბრის ბოლოს გარკვეული კორექციის მიუხედავად, კვლავ მაღალ დონეზე შენარჩუნდა (იხ. დიაგრამა 1.8). აღსანიშნავია, რომ ბოლო პერიოდში გლობალური მოხმარება წარმოებას მნიშვნელოვნად აღემატებოდა, რამაც მარაგების შემცირება განაპირობა (იხ. დიაგრამა 1.9). ამ ფონზე, მიმდინარე ეტაპზე მიწოდების ფიზიკური შეზღუდვები, შემცირებული მარაგები და გადამუშავების სიმძლავრეებთან დაკავშირებული შეფერხებები ნავთობის ბაზარზე მიწოდება-მოთხოვნის ბალანსზე დამატებით ზეწოლას ახდენს. მიწოდების რისკებს ჩინეთის მიერ გადამუშავებული ნავთობპროდუქტების ექსპორტის შეზღუდვაც აძლიერებს.

შესაბამისად, მიმდინარე მიწოდების შეზღუდვები ნავთობის ფასების მაღალ დონეზე უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნების რისკს ზრდის. თუმცა, სამუალოვადიან პერიოდში მოსალოდნელია მიწოდების ეტაპობრივი ადაპტაცია: ახალი საექსპორტო მარშრუტების ათვისებამ 2027 წლისთვის შესაძლოა მიწოდების ხარჯები შეამციროს და მარაგების აღდგენას შეუწყოს ხელი, რაც ფასებზე წნეხს შეარბილებს.

ენერგომატარებლების გარდა, გეოპოლიტიკური დაძაბულობა ინფლაციურ წნეხს მიწოდების ჯაჭვების არხითაც აძლიერებს.

*ბოლო წლებში, გაზრდილი გაურკვევლობისა და განვითარებულ ეკონომიკებში გამწვავებული მაკრო-ფინანსური რისკების ფონზე, ოქროს ფასისა და აშშ-ის სახაზინო ობლიგაციების რეალური შემოსავლიანობის ისტორიული უკუკავშირი შესუსტდა.*

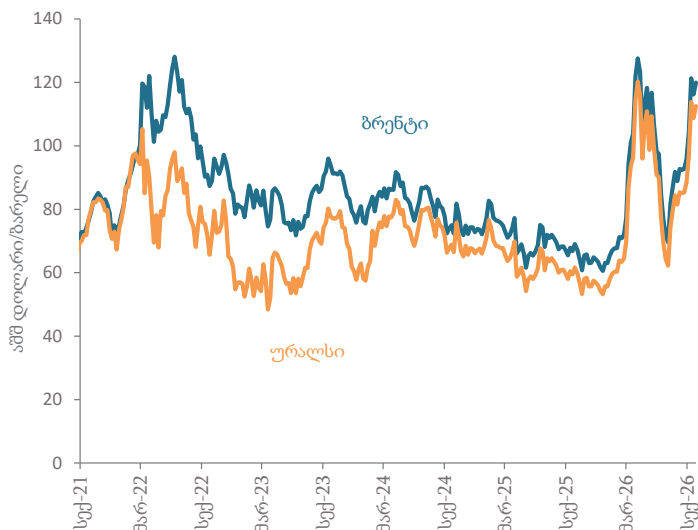


დიაგრამა 1.7. აშშ-ის 10-წლიანი სახაზინო ქაღალდის რეალური განაკვეთი და ოქროს ფასი

წყარო: FRED, Bloomberg.

შენიშვნა: უკეთესი ვიზუალიზაციისთვის, მარჯვენა ღერძი ინვერსიულია - მნიშვნელობები ზემოდან ქვემოთ იზრდება.

*გეოპოლიტიკური დაძაბულობის ფონზე ნავთობის ფასები მნიშვნელოვნად გაზრდილ დონეზე წარჩენდება, ხოლო არსებული მიწოდების რისკები მათი მაღალ დონეზე უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნების შესაძლებლობაზე მიუთითებს.*



დიაგრამა 1.8. ბრენტის და ურალსის ნავთობის ფასები

წყარო: FRED, Tradingeconomics.

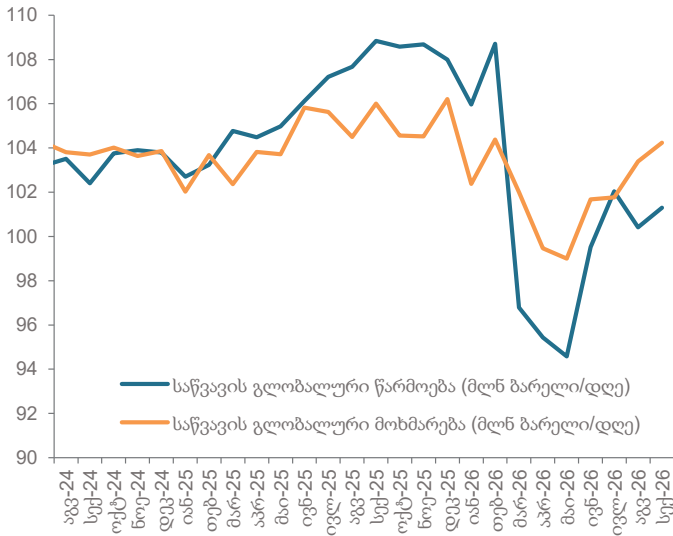
2026 წლის დასაწყისიდან სატრანსპორტო ხარჯები მკვეთრად გაიზარდა, ხოლო გლობალურ მიწოდების ჯაჭვებზე წნეხი კვლავ გაძლიერდა (იხ. დიაგრამა 1.10). ენერგორესურსებისა და ტრანსპორტირების ერთდროული გაძვირება კი ზრდის რისკს, რომ მიწოდების შოკი ფასების უფრო ფართო სპექტრს გადაეცეს.

საყურადღებოა საერთაშორისო სასურსათო ბაზრებიდან მომდინარე ინფლაციური რისკებიც. სექტემბერში საერთაშორისო სასურსათო ფასების ზრდა გაგრძელდა, რასაც ძირითადად მარცვლეულის, მცენარეული ზეთებისა და შაქრის გაძვირება განაპირობებდა (იხ. დიაგრამა 1.11). ამასთან, ენერგიის მაღალი ფასები წარმოებისა და ტრანსპორტირების დანახარჯებს ზრდის და, ბიოსანვავზე გაზრდილი მოთხოვნის არხით, ცალკეული სასოფლო-სამეურნეო პროდუქტების ფასებზეც დამატებით წნეხს ქმნის. აღნიშნულს კლიმატური რისკებიც ემატება, რაც მოსავლიანობის შემცირებისა და მიწოდების შეზღუდვის რისკს ზრდის. შედეგად, ენერგორესურსების მაღალი ფასებისა და კლიმატური რისკების თანხვედრა გლობალური სასურსათო ინფლაციის გახანგრძლივების რისკს აძლიერებს.

ამავდროულად, ზრდის ტენდენციით ხასიათდება სამრეწველო ლითონების საერთაშორისო ფასებიც (იხ. დიაგრამა 1.12). საქართველოსთვის მათი გავლენა ორმხრივია: ერთი მხრივ, მაღალი სასაქონლო ფასები ინფლაციურ წნეხს აძლიერებს, ხოლო, მეორე მხრივ, ლითონებთან დაკავშირებული ექსპორტის მაღალი ფასები საექსპორტო შემოსავლების ზრდას უწყობს ხელს.

მთლიანობაში, მიმდინარე გლობალური გარემო საქართველოსთვის ინფლაციური რისკების ზრდის მიმართულებით მოქმედებს. ენერგორესურსების, ტრანსპორტირებისა და სურსათის ფასებიდან ერთდროულად მომდინარე წნეხი ზრდის საგარეო შოკების უფრო ფართო ფასებზე გავრცელებისა და ინფლაციური წნეხის გახანგრძლივების რისკს. ამასთან, განვითარებულ ეკონომიკებში მაღალი საპროცენტო განაკვეთებისა და გრძელვადიანი შემოსავლიანობების შენარჩუნება გლობალურ ფინანსურ პირობებს ამკაცრებს და საპროცენტო დიფე-

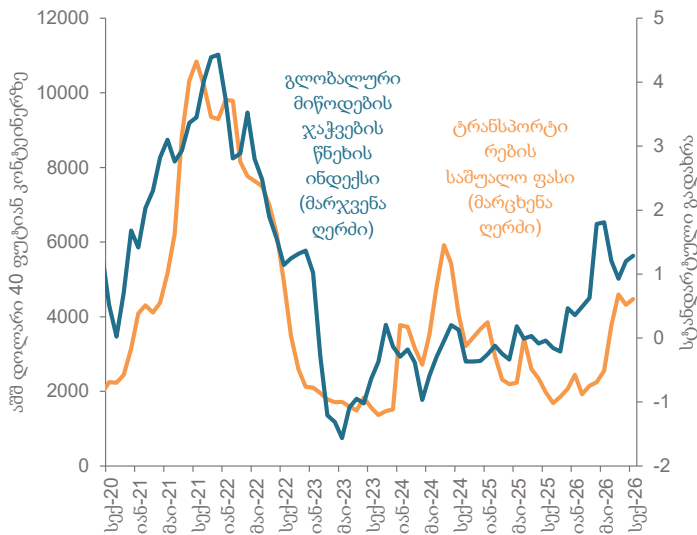
2026 წლის განმავლობაში გლობალური სანავის მოხმარება უმეტესწილად წარმოებას ალემატებოდა, რაც ნავთობის მარაგებზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებდა და ფასების დამატებით ზრდის წნეხს ამსუბუქებდა.



დიაგრამა 1.9. სანავის გლობალური წარმოება და მოხმარება

წყარო: EIA.

გეოპოლიტიკური დაძაბულობისა და სატრანსპორტო მარშრუტების შეფერხებების ფონზე გადამიდვის ღირებულება მკვეთრად გაიზარდა, ხოლო გლობალურ მიწოდების ჯაჭვებზე წნეხი კვლავ მომატებულია, რაც იმპორტირებული ინფლაციის რისკებს ზრდის.

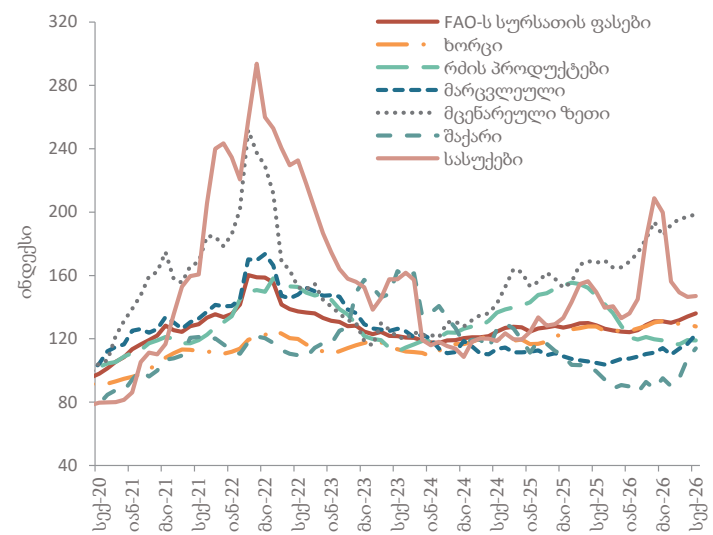


დიაგრამა 1.10. ტრანსპორტირების საშუალო ფასი და გლობალური მიწოდების ჯაჭვების წნეხის ინდექსი

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

რენციალს ამცირებს, რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, ლარის აქტივების შედარებით მიმზიდველობას და გაცვლითი კურსის გამყარების ხელშემწყობ ეფექტს ასუსტებს. მეორე მხრივ, ცალკეული საექსპორტო საქონლის მაღალი ფასები ექსპორტის შემოსავლებსა და მიმდინარე ანგარიშის ბალანსზე დადებითად მოქმედებს.

სექტემბერში საერთაშორისო სასურსათო ფასების ზრდა გაგრძელდა, რასაც ძირითადად მარცვლეულის, მცენარეული ზეთებისა და შაქრის გაძვირება განაპირობებდა.



დიაგრამა 1.11. სურსათისა და სასუქების საერთაშორისო ფასების ინდექსი, დეკ-2019=100

წყარო: FAO, World Bank, სეპ-ის გაანგარიშება.

გარკვეული მერყეობის მიუხედავად, ახლო აღმოსავლეთის ომის ფონზე, ლითონების საერთაშორისო ფასები 2025 წლიდან ზრდის ტენდენციას ინარჩუნებს.

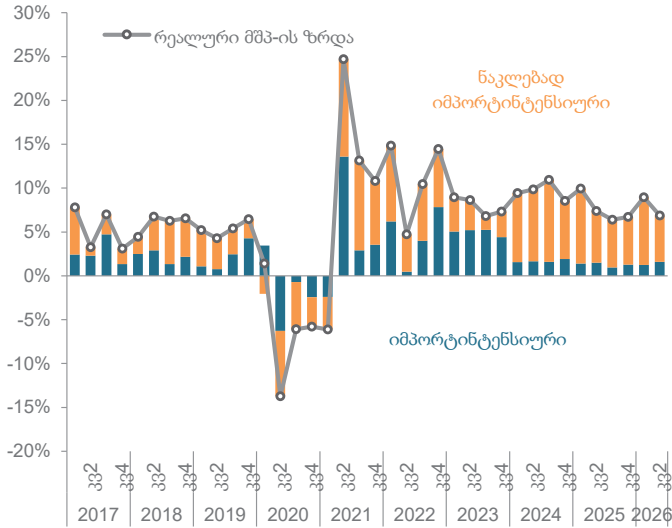


დიაგრამა 1.12. ლითონების გლობალური ფასების ინდექსი

წყარო: IMF.

## 2. მიმდინარე მაკროეკონომიკური მდგომარეობის მიმო- ხილვა და საპროგნოზო სცენარები

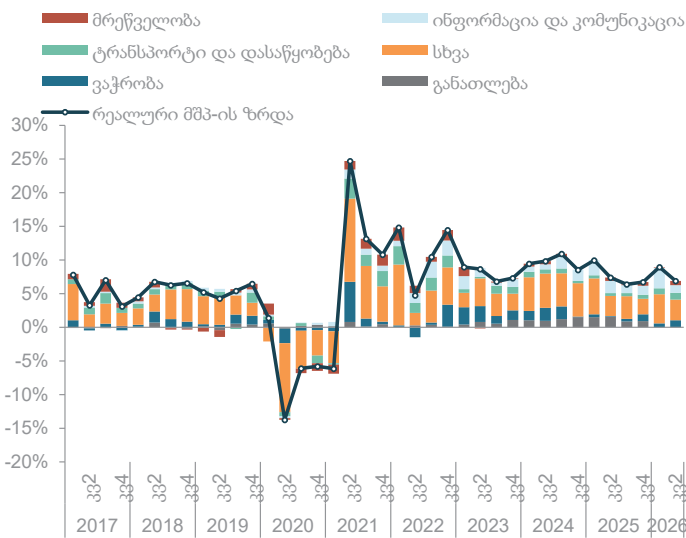
*ეკონომიკურ ზრდას კვლავ ნაკლებად იმპორტი-  
ინტენსიური სექტორები განაპირობებს.*



დიაგრამა 2.1.1. რეალური მშპ-ის სექტორული განა-  
წილება იმპორტზე დამოკიდებულების მიხედვით  
(წვლილი ზრდაში)

წყარო: საქსტატი, სეზ.

*რეალური მშპ-ის ზრდაში მაღალპროდუქტიული  
და საექსპორტო პოტენციალის მქონე სექტორების  
წვლილი წამყვანია.*



დიაგრამა 2.1.2. რეალური მშპ-ის ზრდა სექტორების  
მიხედვით (წვლილი ზრდაში)

წყარო: საქსტატი, სეზ.

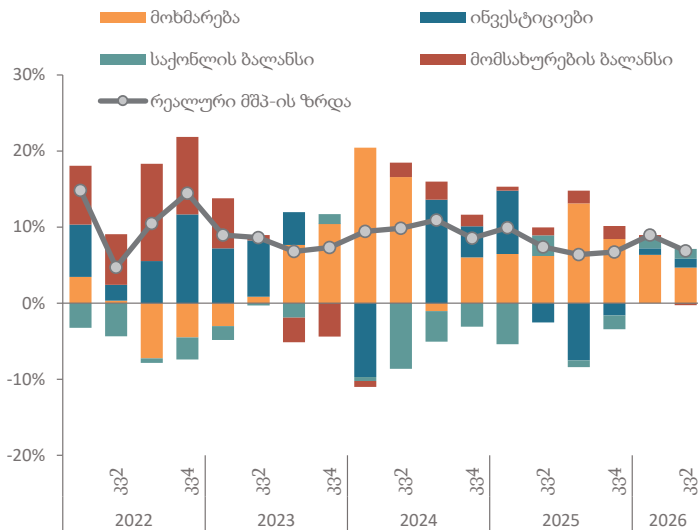
### 2.1. მიმდინარე მდგომარეობა

2026 წლის პირველი რვა თვის წინასწარი  
მონაცემებით, ეკონომიკური აქტივობა  
წინა კვარტლის ცენტრალურ სცენართან  
შედარებით მოსალოდნელზე ძლიერია და  
რეალური ზრდა საშუალოდ 7.6%-ს შეადგენს.  
ამასთან, ზრდის სექტორული სტრუქტურა  
არსებითად უცვლელია - ეკონომიკურ აქტი-  
ვობას კვლავ მაღალპროდუქტიული და შე-  
დარებით ნაკლებად იმპორტიინტენსიური სექ-  
ტორები განსაზღვრავს (იხ. დიაგრამა 2.1.1).  
მათ შორის, ინფორმაციისა და კომუნიკაციის  
სექტორის წვლილი კვლავ წამყვანია, ხოლო  
ბოლო თვეებში მრეწველობაში შექმნილი  
დამატებული ღირებულებაც გაიზარდა (იხ.  
დიაგრამა 2.1.2).

ეკონომიკური ზრდის მიმდინარე სექ-  
ტორული სტრუქტურა საგარეო ბალანსის  
გაუმჯობესებასაც უწყობს ხელს. იმპორტის  
შედარებით ზომიერი ზრდის პარალელურად,  
მაღალია ადგილობრივ საექსპორტო საქო-  
ნელზე საგარეო მოთხოვნაც. კერძოდ, წლის  
პირველ ცხრა თვეში ადგილობრივი ექსპორ-  
ტი ნომინალურად 60.3%-ით, ხოლო რეა-  
ლურ გამოხატულებაში 47.7%-ით გაიზარდა.  
ადგილობრივი ექსპორტის მაღალი რეალური  
ზრდა მიმდინარე ეკონომიკური ზრდის ერთ-  
ერთი მნიშვნელოვანი ხელშემწყობი ფაქ-  
ტორია (იხ. დიაგრამა 2.1.3).

მომსახურების ექსპორტზე საგარეო მოთ-  
ხოვნა კვლავ მდგრადია. მიუხედავად იმისა,  
რომ ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონ-  
ფლიქტის გავლენა საქართველოს ეკონო-  
მიკას ძირითადად ტურიზმის არხით გადმოე-  
ცა, მისი მასშტაბი შეზღუდული და დროებითი  
იყო. კერძოდ, მეორე კვარტალში ტურიზმიდან  
მიღებული შემოსავლები 3.8%-ით შემცირდა,  
თუმცა მესამე კვარტალში 11.9%-ით  
გაიზარდა. ახლო აღმოსავლეთის ცალკეული  
ქვეყნებიდან შემოსავლების კლება, სხვა  
ბაზრებიდან ზრდამ დააბალანსა. ამასთან,  
მაღალი დინამიკა შენარჩუნდა მომსახურების  
სხვა კატეგორიებში, განსაკუთრებით ინ-  
ფორმაციისა და კომუნიკაციის, რომლის  
მოცულობამ 2026 წლის მეორე კვარტალში

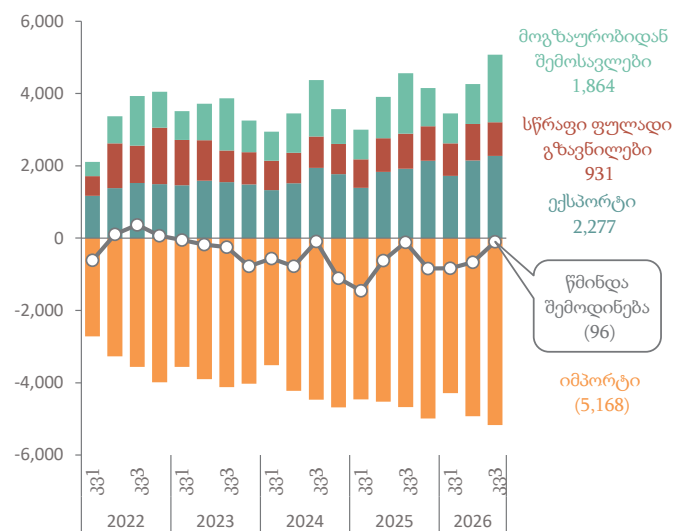
**რეალური მშპ-ის ზრდას როგორც შიდა, ისე საგარეო მოთხოვნა უწყობს ხელს.**



დიაგრამა 2.1.3. რეალური მშპ-ის ზრდა დანახარჯების მიხედვით (წვლილი ზრდაში)

წყარო: საქსტატი, სეზ.

**გეოპოლიტიკური ვითარების მიუხედავად, საერთაშორისო შემოდინებები ძლიერი ნარჩუნდება.**



დიაგრამა 2.1.4. საქონლის ექსპორტ-იმპორტის, მოგზაურობიდან და ფულადი გზავნილებიდან მიღებული შემოსავლების დინამიკა

წყარო: სეზ, საქსტატი.

მშპ-ის 3.8% შეადგინა. შესაბამისად, მომსახურების ექსპორტის დივერსიფიკაცია საგარეო შოკების გავლენას არბილებს და ეკონომიკის საგარეო მოწყვლადობას ამცირებს.

საგარეო შემოდინებების ერთ-ერთ მნიშვნელოვან წყაროდ ფულადი გზავნილები რჩება. სექტემბერში მათი წლიური 10.1%-იანი კლება დიდწილად რუსეთიდან გზავნილების შემცირებას ასახავდა. მეორე მხრივ, ძირითადი ეკონომიკური პარტნიორი ქვეყნებიდან გზავნილები კვლავ მეტწილად მზარდი დინამიკით ხასიათდება და წლის პირველ ცხრა თვეში მათი ჯამური მოცულობა წლიურად 5.4%-ით გაიზარდა.

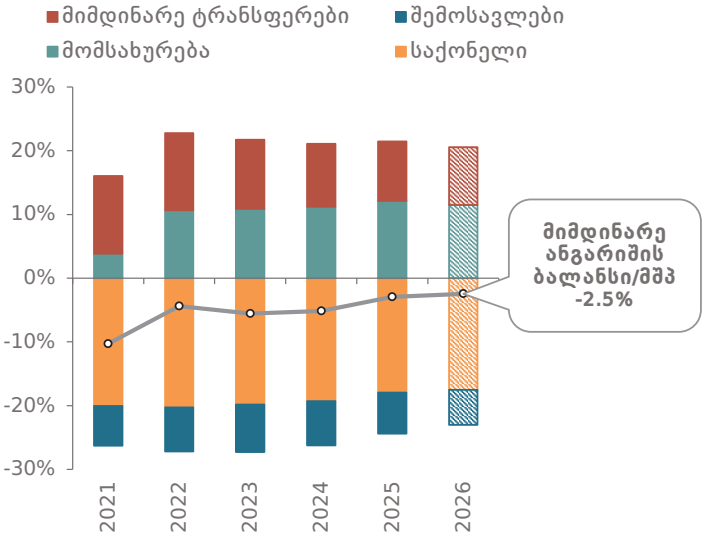
ეკონომიკის სტრუქტურული ცვლილებები, ერთი მხრივ, საწარმოო პოტენციალის ზრდას უწყობს ხელს, ხოლო მეორე მხრივ, ქვეყნის საგარეო პოზიციას ამყარებს. (იხ. დიაგრამა 2.1.4 და 2.1.5). მეორე კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტმა მშპ-ის მხოლოდ 1.4% შეადგინა. განსაკუთრებით საქონლის ბალანსის გაუმჯობესების ფონზე, ცენტრალური პროგნოზით, 2026 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მშპ-თან მიმართებით წონასწორულ დონეზე დაბალი, დაახლოებით 2.5%-ის ფარგლებში დარჩება (იხ. დიაგრამა 2.1.5).

ამასთან, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების ძირითად წყაროდ კვლავ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები რჩება, რომელმაც მეორე კვარტალში მშპ-ის 4.5% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.1.6).

გაუმჯობესებული საგარეო ბალანსი ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის (NEER) სტაბილურობის მნიშვნელოვანი ხელშეწყობი ფაქტორია. ბოლო პერიოდში NEER-ის გამყარება გრძელდება, რაც რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის (REER) გამყარებასაც განაპირობებს. მოკლევადიან პერიოდში აღნიშნული დინამიკა იმპორტირებულ ინფლაციურ წნეხს არბილებს. ამასთან, მიმდინარე შეფასებით, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის წონასწორულ დონესთან შედარებით მცირედით მეტად არის გამყარებული (იხ. დიაგრამა 2.1.7).

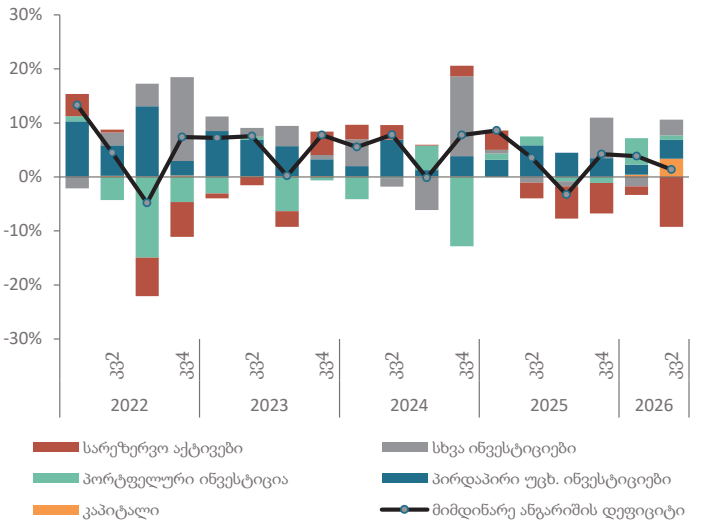
ლარისა და უცხოური ვალუტის დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთებს შორის

*საგარეო სექტორის დინამიკა მიმდინარე ანგარიშს აუმჯობესებს და დეფიციტი მის გრძელვადიან ოპტიმალურ დონესთან შედარებით (მშპ-ის 5%) დაბალი ნარჩუნდება.*



დიაგრამა 2.1.5. მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის დეკომპოზიცია (% მშპ-თან, BPM5-ის მიხედვით)  
წყარო: სებ.

*მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების წყაროებს შორის კვლავ მნიშვნელოვანი როლი აქვს პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს.*



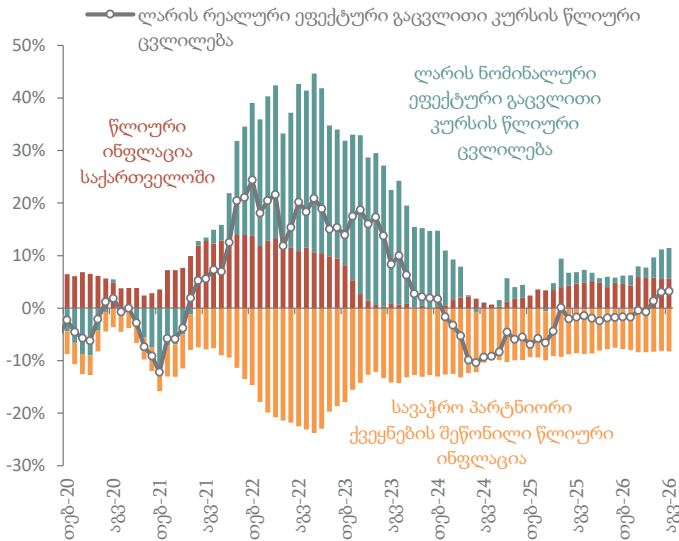
დიაგრამა 2.1.6. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების წყაროები  
წყარო: სებ.

დიფერენციალი ბოლო თვეებში შემცირებულია, თუმცა მიმდინარე ეტაპზე კვლავ მაღალი ნარჩუნდება (იხ. დიაგრამა 2.1.8), რაც ლარში დანაზოგების მიმზიდველობასა და დეპოზიტების ლარიზაციის ტენდენციამე დადებითად აისახება (იხ. დიაგრამა 2.1.9). ამასთან, კავშირი ორმხრივია: გაცვლითი კურსის სტაბილურობა ლარიზაციას უწყობს ხელს, ხოლო მაღალი ლარიზაცია სავალუტო რისკების მიმართ მოწყვლადობას ამცირებს და გაცვლითი კურსის სტაბილურობას აძლიერებს.

საგარეო მოთხოვნასთან ერთად, ერთობლივი მოთხოვნის შიდა ფაქტორებიც ძლიერია, რაც საკრედიტო აქტივობის დინამიკაშიც აისახება. აგვისტოში საკრედიტო პორტფელის წლიურმა ზრდამ 14.8% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.1.10). ბოლო პერიოდში, ზრდის დაჩქარება ნაწილობრივ საბაზო ეფექტს ასახავს, რამდენადაც გასული წლის შესაბამის პერიოდში დაკრედიტება, მათ შორის მსხვილი სესხების სხვა სავალო ინსტრუმენტებით ჩანაცვლების გამო, შენელებული იყო. თუმცა, საბაზო ეფექტის გამორიცხვითაც, საკრედიტო აქტივობა მზარდია.

ამ ეტაპზე ადგილობრივი ფინანსური პირობები სესხების ვალუტისა და მიზნობრიობის მიხედვით არაერთგვაროვანია. კერძოდ, ლარში ცალკეული კატეგორიის სესხებზე საპროცენტო განაკვეთები, რისკის პრემიის კლების გავლენით შემცირდა. მაღალი ეკონომიკური ზრდის ფონზე შემცირებულია საკრედიტო რისკის პრემია, ხოლო ლარიზაციის ზრდისა და ლარის ბაზარზე ლიკვიდობის გაუმჯობესების შედეგად - ლიკვიდობის რისკის პრემია (იხ. ჩანართი 1). ეს ფაქტორი განსაკუთრებით გრძელვადიანი ტიპის სესხებზე, მათ შორის, კი იპოთეკურ სესხებზე აისახა, რამაც მათი ზრდის ტემპიც დააჩქარა (იხ. დიაგრამა 2.1.11 და 2.1.12). თუმცა მეორე მხრივ, შედარებით მოკლევადიან ტიპის სესხებზე, მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის შედეგად საპროცენტო განაკვეთები გაიზარდა და ზემოაღნიშნული პერბილების ეფექტი დააბალანსა. მოსალოდნელია, რომ გლობალურად საპროცენტო განაკვეთების ზრდის ეფექტი, სხვა თანაბარ პირობებში, ადგილობრივ ფინანსურ პირობებზეც ეტა-

**ბოლო თვეებში როგორც ნომინალური, ისე რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი მყარდება.**

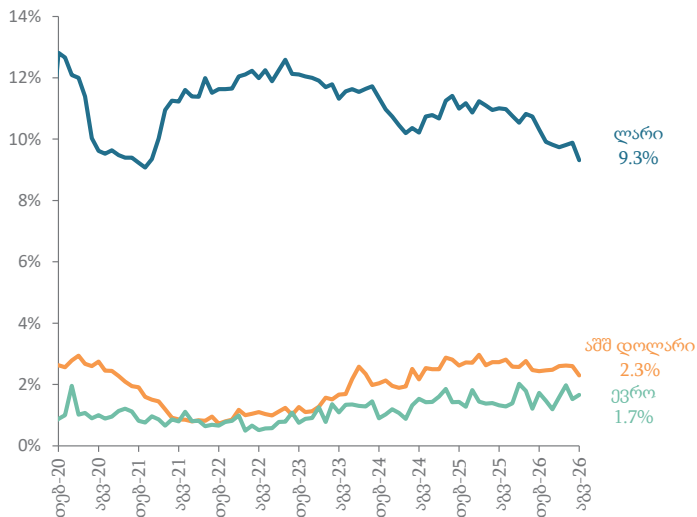


დიაგრამა 2.1.7. ლარის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის წლიური ცვლილების დეკომპოზიცია\*

წყარო: სეზ.

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

**ბოლო პერიოდში, ლარისა და უცხოური ვალუტის დეპოზიტებს შორის საპროცენტო განაკვეთის დიფერენციალი კლებადია, თუმცა კვლავ შედარებით მაღალი ნარჩუნდება, რაც ლარის აქტივებზე მოთხოვნასა და დეპოზიტების ლარიზაციის პროცესზე დადებითად აისახება.**



დიაგრამა 2.1.8. რეზიდენტების ვადიანი დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთები ლარსა და უცხოურ ვალუტაში, მთავრობის გარეშე, ნაკადი

წყარო: სეზ.

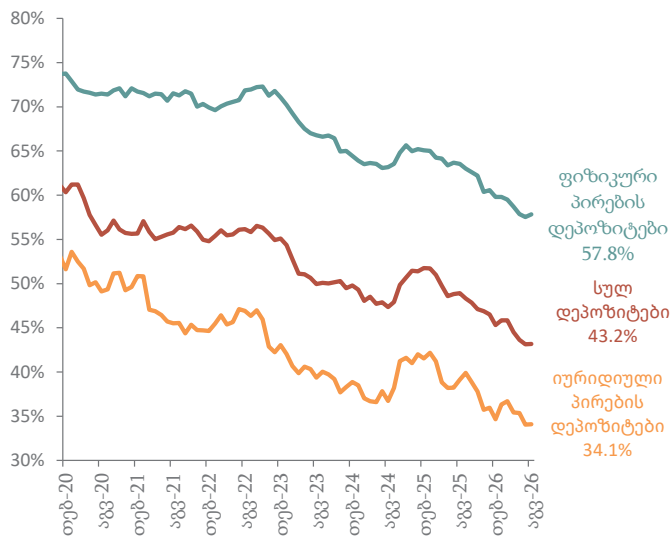
პოზიტივად აისახება და უცხოურ ვალუტაში ფინანსურ პირობებს გაამკაცრებს.

მდგრადი ერთობლივი მოთხოვნის ფონზე, მიწოდების შოკიდან მომდინარე მეორე რაუნდის ეფექტების რისკების შეფასებისთვის მნიშვნელოვანია შრომის ბაზრის დინამიკის ანალიზიც. ბოლო კვარტლებში, პროდუქტიულობის ზრდის ტემპის ეტაპობრივი ნორმალიზების პარალელურად, ხელფასების ზრდის ტემპი ზომიერად შენეულა. შედეგად, ერთეულ პროდუქციაზე შრომის დანახარჯების ზრდა კვლავ 3-პროცენტიან მიზნობრივ ინფლაციასთან თავსებად მაჩვენებელზე დაბალია და 2026 წლის მეორე კვარტალში 1.7% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.1.13). ამდენად, მეორე კვარტლის მონაცემებით, შრომის ბაზრიდან დამატებითი ინფლაციური წნეხი არ იკვეთებოდა.

გემოაღნიშნული ფაქტორების გავლენა ინფლაციაზე არაერთგვაროვანია. მიმდინარე ეტაპზე ინფლაციის მიზნობრივი დონიდან გადახრას კვლავ დიდწილად ეგზოგენური ფაქტორები განაპირობებს. სექტემბერში წლიურმა ინფლაციამ 5.6% შეადგინა, რომელშიც ენერგორესურსების წვლილი დაახლოებით 2 პროცენტული პუნქტი (პპ) იყო (იხ. დიაგრამა 2.1.14). ამასთან, სურსათის ინფლაცია მცირედით შემცირდა, რაც ნაწილობრივ მაღალმა საბაზო ეფექტმა და ადგილობრივ ბაზარზე ცალკეული ერთჯერადი ფაქტორების გავლენის მიღევამ განაპირობა. თუმცა, სურსათის ფასების დინამიკასთან დაკავშირებული რისკები კვლავ საყურადღებოა, განსაკუთრებით საერთაშორისო ბაზრებზე ცალკეული სასურსათო პროდუქტების ფასების ზრდის რისკების გათვალისწინებით (იხ. გლობალური მიმოხილვა). ამდენად, ინფლაციის მიზნობრივი დონიდან გადახრაში მნიშვნელოვანი როლი კვლავ ეგზოგენურ ფაქტორებს უკავია, თუმცა საყურადღებოა ადგილობრივი ფასების დინამიკაც.

კერძოდ, სექტემბერში საბაზო ინფლაციამ 3.5%, ხოლო მომსახურების ინფლაციამ 3.7% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.1.15). თუმცა, აღნიშნული მაჩვენებლების ფარგლებშიც შეინიშნება უფრო ყოვლისმომცველი ინფლაციური ტენდენციების გარკვეული ნიშნები, რაც საყურადღებო ფაქტორია. ამასთან,

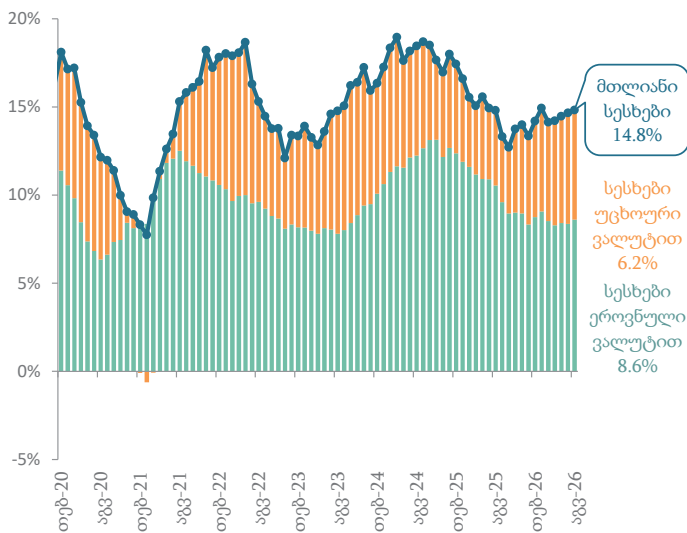
ლარის გაცვლითი კურსის სტაბილურობის შენარჩუნების ფონზე, დეპოზიტების დოლარიზაცია შემცირდა.



დიაგრამა 2.1.9. დეპოზიტების დოლარიზაცია (გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით)

წყარო: სეზ.

ბოლო პერიოდში, საკრედიტო აქტივობის ზრდის ტემპი დაჩქარდა, რაც შიდა მოთხოვნის ხელშეწყობი ფაქტორია.

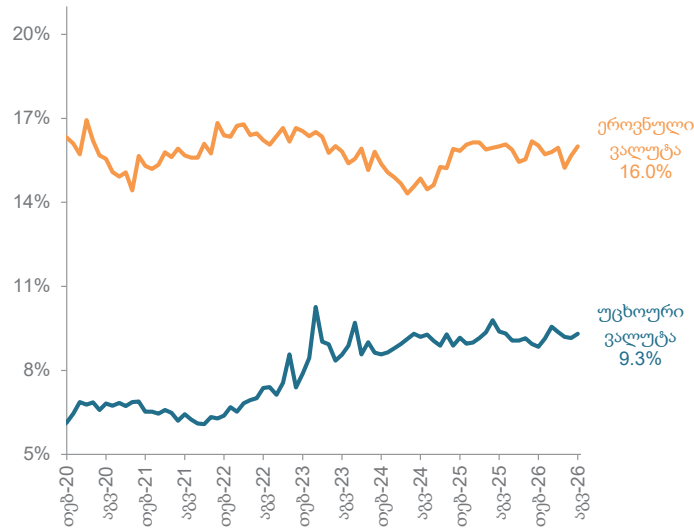


დიაგრამა 2.1.10. სესხები ვალუტების მიხედვით (წლიური ზრდის ტემპის დეკომპოზიცია, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით)

წყარო: სეზ.

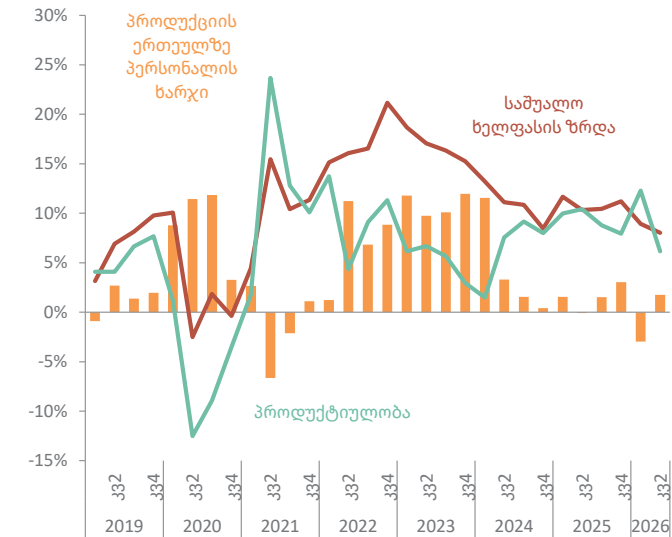
მნიშვნელოვანია, რომ ხისტი ფასების ინფლაციის შემცირებაზე მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინა განათლების სექტორში ფასების ცვლილებამ. კერძოდ, სახელმწიფო უმაღლეს სასწავლებლებში პირველ-კურსელებისთვის სწავლის საფასურის გაუქმებამ მთლიან ინფლაციაში დაახლოებით -0.7 პპ წვლილი შეიტანა. აღნიშნული ერთჯერადი ფაქტორის მიღმა, მომსახურების რიგ კომპონენტებში ფასების ზრდის დაჩქარება შეინიშნება, რაც საყურადღებოა საშუალოვადიანი ინფლაციური პროცესების, მათ შორის, ენერგორესურსების გაძვირების შესაძლო არაპირდაპირი გავლენისა და მეორე რაუნდის ეფექტების განვითარების რისკების შეფასებისთვის.

ამ ეტაპზე ადგილობრივი ფინანსური პირობები დიდწილად უცვლელია, რადგან ეროვნული ვალუტის სესხებზე საპროცენტო განაკვეთების დინამიკა არაერთგვაროვანია.



დიაგრამა 2.1.11. ეროვნულ და უცხოურ ვალუტაში გაცემული სესხების ნაკადებზე საპროცენტო განაკვეთები წყარო: სებ.

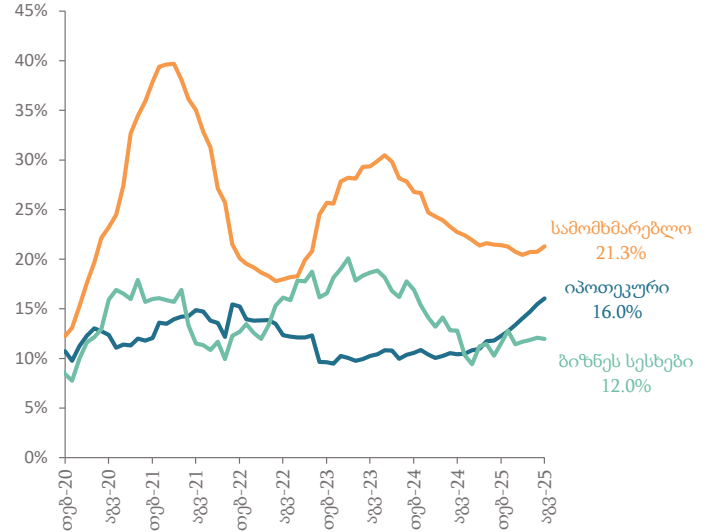
პროდუქტიულობის ზრდის ნელი ნორმალიზების პარალელურად, ხელფასების ზრდის ტემპი ზომიერად შენედა; შედეგად, პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის ხარჯი მიზნობრივ 3%-იან დონეს დაუახლოვდა, თუმცა კვლავ მასზე დაბალია.



დიაგრამა 2.1.13. საშუალო ხელფასი, პროდუქტიულობა და პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის ხარჯი, წ/წ ზრდის ტემპი

წყარო: საქსტატი, სებ.

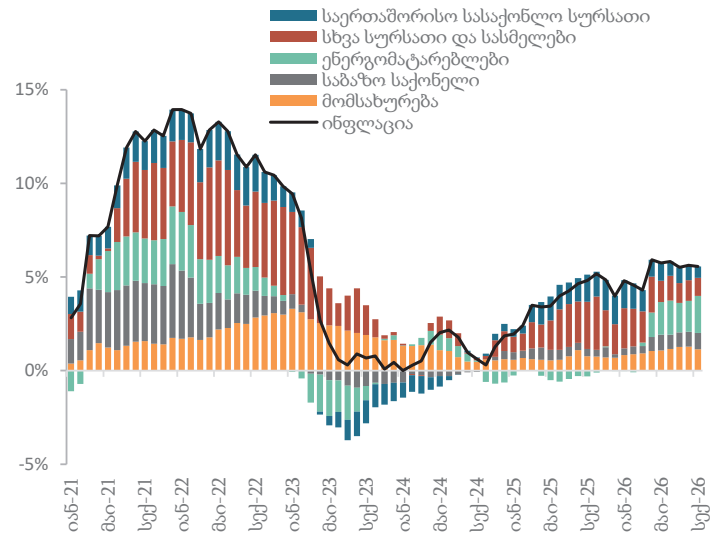
ეროვნულ ვალუტაში იპოთეკური სესხების განაკვეთების შემცირების ფონზე, იპოთეკური დაკრედიტება დაჩქარდა, ხოლო ბიზნეს სესხების ზრდა სტაბილურად ნარჩუნდება.



დიაგრამა 2.1.12. სესხების წლიური ზრდის ტემპი მიზნობრიობის ჭრილში, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით

წყარო: სებ.

მთლიანი ინფლაციის მიზნობრივი დონიდან გადახრას მეტწილად ეგზოგენური ფაქტორები განაპირობებს. თუმცა გახანგრძლივებული შოკის ფონზე იზრდება სხვა საქონელსა და მომსახურებაზე გავრცელების რისკები.

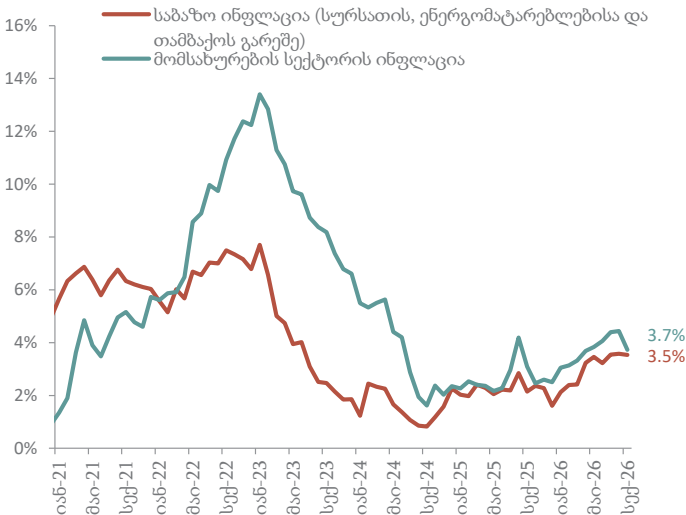


დიაგრამა 2.1.14. მთლიანი ინფლაციის დეკომპოზიცია

წყარო: სებ, საქსტატი.

განმარტება: საბაზო საქონელი მოიცავს სურსათის, უალკოჰოლო სასმელების, ენერგომატარებლებისა და მომსახურების გამოკლებით დარჩენილ საქონელს, მათ შორის, თამბაქოს ნაწარმს, ტანსაცმელს, ტექნიკასა და სხვა, ძირითადად, საშუალო და ხანგრძლივი მოხმარების საქონელს.

ხისტი ფასების საზომების დინამიკა საყურადღებო ნარჩუნდება.



დიაგრამა 2.1.15. საბაზო და მომსახურების წლიური ინფლაციები.  
წყარო: საქსტატი.

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, ჰორმუზის სრუტეში არსებულ შეზღუდვებს სექტემბერში საუდის არაბეთის ნავთობსადენზე განხორციელებული თავდასხმებიც დაემატა, რამაც დროებით შეაფერხა წითელი ზღვის გავლით ნავთობის ექსპორტი. აღნიშნულმა კი, ტრანსპორტირების, დაზღვევისა და ნავთობის გადამუშავების გაზრდილ ხარჯებთან ერთად, ნავთობპროდუქტების ფასებზე დამატებითი ზენოლა წარმოქმნა და გლობალური ინფლაციის პერსპექტივა გააუარესა.

საქართველოს ეროვნული ბანკის ცენტრალური სცენარი ეფუძნება მიმდინარე ეკონომიკური მდგომარეობის ანალიზსა და დაშვებებს მსოფლიო ეკონომიკის მდგომარეობის შემდგომი განვითარების შესახებ. გლობალური ინფლაციის პერსპექტივის გაუარესების პირობებში, განახლებული ცენტრალური სცენარი ითვალისწინებს, რომ ახლო აღმოსავლეთში გამწვავებული გეოპოლიტიკური ვითარება 2026 წლის მეოთხე კვარტალშიც შენარჩუნდება, რის შედეგადაც

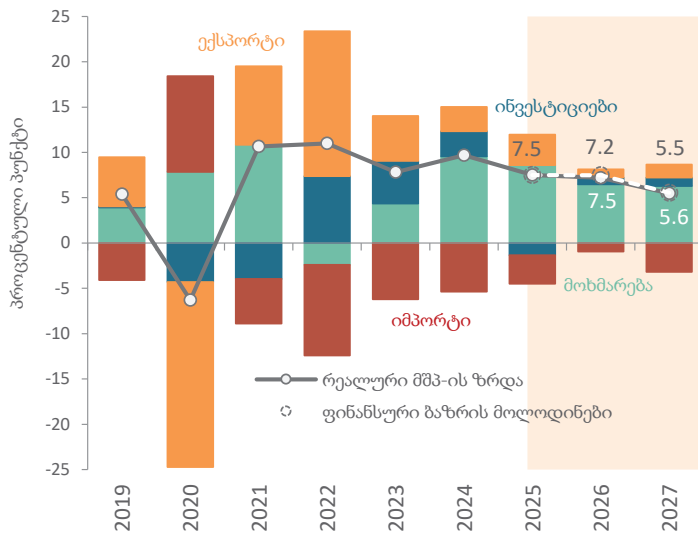
**ბრენტის ტიპის ნავთობის საშუალო ფასი ბარელზე 115 აშშ დოლარს შეადგენს.** მომდევნო წლიდან კი, ალტერნატიული სატრანსპორტო მარშრუტების გააქტიურებისა და ნავთობის წარმოების აღდგენის ფონზე, მიწოდება ეტაპობრივად გაიზრდება და 2027 წლის მეორე კვარტლის ბოლოსთვის რეგიონში წარმოების უდიდესი ნაწილი კონფლიქტამდელ დონეს დაუბრუნდება. თავის მხრივ, მიწოდების ეტაპობრივი აღდგენის პარალელურად, ბრენტის ტიპის ნავთობის საშუალო ფასი 2027 წლის პირველ და მეორე კვარტალებში ბარელზე, შესაბამისად, 100 და 94 აშშ დოლარამდე შემცირდება, ხოლო წლის საშუალო მაჩვენებელი კი 92 დოლარს შეადგენს.

**ცენტრალურ სცენარში წარმოდგენილი მონეტარული პოლიტიკის ტრაექტორია ასახავს სებ-ის გადანყვებილებას, რომელიც ცენტრალურ სცენართან ერთად, რისკ-სცენარების რეალიზების შესაძლო შედეგებსაც ითვალისწინებს.** ამგვარი მიდგომა გულისხმობს არსებული რისკების ბალანსის გათვალისწინებით მონეტარული პოლიტიკის ისეთი ტრაექტორიის შერჩევას, რომელიც მინიმუმამდე დაიყვანს ეკონომიკურ დანაკარგებს და, ამავედროულად, უზრუნველყოფს სათანადო რეაგირების შესაძლებლობას ალტერნატიული, თუმცა ასევე რელევანტური სცენარების რეალიზების შემთხვევაში.

**მიმდინარე წელს ეკონომიკური ზრდა** მოსალოდნელზე ძლიერი აღმოჩნდა, რაც, ერთი მხრივ, ძლიერმა საგარეო მოთხოვნამ განაპირობა. მაღალპროდუქტიული, მომსახურების დარგების (განსაკუთრებით, ICT) ექსპორტის ზრდა კვლავ მაღალია. ამავედროულად, წინა ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ახლო აღმოსავლეთში გამწვავებული გეოპოლიტიკური ვითარება უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნდა, რის შედეგადაც საერთაშორისო ბაზრებზე ნედლეული საქონლის ფასები გაზრდილ დონეზე წარჩუნდება, რაც საქართველოდან ამ პროდუქტების ექსპორტის ზრდას დამატებით უწყობს ხელს. გაზრდილ საგარეო შემოდინებასთან ერთად ძლიერი რჩება ადგილობრივი მოთხოვნაც.

**განახლებული ცენტრალური სცენარის მიხედვით 2026 წელს მთავარ მამოძრავებელ**

*მიმდინარე პერიოდში მოსალოდნელზე მაღალი ეკონომიკური ზრდის ინერციის, ეკონომიკის პოტენციალის ნელი ნორმალიზებისა და ძლიერი საგარეო მოთხოვნის ფონზე, 2026 და 2027 წლის მშპ-ის ზრდის პროგნოზი, შესაბამისად, 7.2 და 5.5%-მდე გაუმჯობესდა.*



დიაგრამა 2.2.1. რეალური ეკონომიკური ზრდის ცენტრალური სცენარი და ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა მოლოდინები.

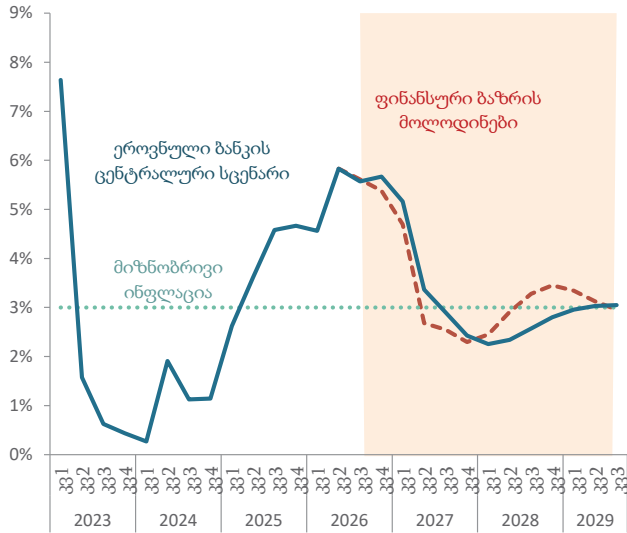
წყარო: სეზ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

ძალად კვლავ მაღალპროდუქტიული, მომსახურებაზე ორიენტირებული სექტორები რჩება, რაც ქვეყნის საწარმოო პოტენციალის ზრდასაც უწყობს ხელს და მოთხოვნის მხრიდან ფასებზე ზეწოლას ნაკლებად ინფლაციურს ხდის. ამ ფაქტორების გავლენით, ეკონომიკური ზრდის მიმდინარე პერსპექტივა წინა ცენტრალურ სცენართან შედარებით გაუმჯობესდა და **2026 წლის ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი 7.2%-მდე გაიზარდა**. 2027 წელს, გლობალური და ადგილობრივი საპროცენტო პირობების გამკაცრების შედეგად, რეალური მშპ-ის ზრდა ეტაპობრივად დაუახლოვდება ეკონომიკის გრძელვადიან ზრდის ტემპს. თუმცა, მიმდინარე წლის ძლიერი ეკონომიკური აქტივობიდან მომდინარე ინერციის გათვალისწინებით, **2027 წლის ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი კი 5.5%-მდე გაიზარდა** (იხ. დიაგრამა 2.2.1). თავის მხრივ, გაუმჯობესებული მაკროეკონომიკური ფუნდამენტების ფონზე, ფინანსური ბაზრის რეალური მშპ-ის ზრდის საშუალო პროგნოზი 2026 წლისთვის 7.1%-დან 7.5%-მდე გაიზარდა, ხოლო 2027 წლისთვის უცვლელად, 5.6%-ზე შენარჩუნდა.

მიუხედავად ნაკლებად ინფლაციური ეკონომიკური ზრდის პერსპექტივისა, ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელთან დაბრუნებას **გლობალური მიწოდების შოკების გახანგრძლივება** აფერხებს. ცენტრალური სცენარის მიხედვით, ინფლაციის მოკლევადიან დინამიკას ძირითადად **ახლო აღმოსავლეთიდან ნავთობის მიწოდებაზე არსებული შეზღუდვების წლის ბოლომდე შენარჩუნება განაპირობებს**. აღნიშნულ შეზღუდვებთან ერთად, ნედლი ნავთობის ფასებზე დამატებით ზეწოლას მოახდენს უკვე შემცირებული გლობალური მარაგები და ღირებულების ბაზარზე არსებული მწვავე დეფიციტი, რაც ნავთობგადამამუშავებელი საწარმოების მხრიდან ნედლ ნავთობზე ძლიერი მოთხოვნის შენარჩუნებას გულისხმობს.

**საწვავის ადგილობრივ ბაზარზე**, მოკლევადიან პერიოდში, ფასებზე დამატებით ზეწოლას ტრანსპორტირებისა და დაზღვევის გაზრდილი ხარჯები და ნავთობის გადაუმუშავების მაღალი მარეუბი მოახდენს. ეს კი, წარმოებისა და ტრანსპორტირების ხარ-

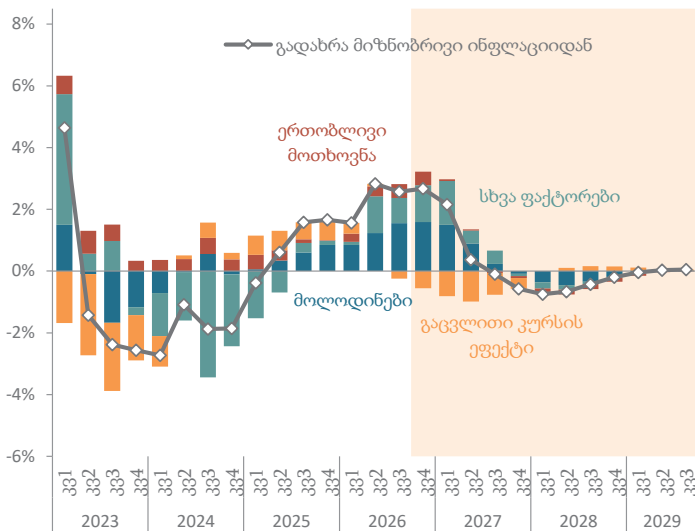
მიმდინარე პერიოდში შედარებით ხისტი ინფლაციის დაჩქარებისა და კონფლიქტის გახანგრძლივების ფონზე, 2026 და 2027 წლების ინფლაციის პროგნოზი, შესაბამისად, 0.2 და 0.8 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა და 5.4%-სა და 3.5%-ს მიაღწია.



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

წყარო: სებ, საქსტატი, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

პოლიტიკის ჰორიზონტზე გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის, სასაქონლო ბაზრებიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხის ეტაპობრივი მიღების, დისინფლაციური რეგულირებადი ფასებისა და ცალკეული პროდუქტების მაღალი საბაზო ეფექტების ფონზე, ინფლაცია 2027 წლის მეორე კვარტლიდან მკვეთრად შემცირდება.



დიაგრამა 2.2.3. ცენტრალური სცენარით წლიური ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრის დეკომპოზიცია

წყარო: სებ, საქსტატი.

ჯების არხით, სხვადასხვა საქონლისა და მომსახურების ფასებზეც აისახება. თუმცა 2027 წლის მეორე კვარტალიდან, ზემოაღნიშნული ფაქტორების მიღების პარალელურად, ნავთობპროდუქტების ფასების კლებადი დინამიკა და წინა წლის მაღალი საბაზო ეფექტი სანჯავის ინფლაციას შეამცირებს.

ახლო აღმოსავლეთში გამწვავებული გეოპოლიტიკური ვითარების გახანგრძლივება საერთაშორისო ბაზრებზე სასურსათო ნედლეულის ფასებზე დამატებით ზეწოლას ქმნის, რადგან ენერგორესურსების გაძვირება მათი წარმოებისა და გადამამუშავების ხარჯებს ზრდის. ამავდროულად, გაუარესებული კლიმატური პირობები სასურსათო ფასების ზრდის დამატებითი ფაქტორია. ცენტრალური სცენარის მიხედვით, აღნიშნული ტენდენციები საქართველოს ადგილობრივ ბაზარზეც გადმოეცემა. თუმცა, თავის მხრივ, ადგილობრივად სურსათის წლიურ ინფლაციაზე ამ ფაქტორების გავლენას ნაწილობრივ წინა წლის მაღალი საბაზო ეფექტი დააბალანსებს.

ზემოაღნიშნული ფაქტორების ფონზე, მოკლევადიან პერიოდში ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრას ძირითადად საგარეო ფაქტორებიდან მომდინარე ინფლაციური ზეწოლის გაძლიერება განაპირობებს. ამავდროულად, საგარეო შოკების სიძლიერე და გახანგრძლივება არაპირდაპირი და მეორე რაუნდის ეფექტების ზომიერ გაძლიერებასაც იწვევს, მათ შორის ინფლაციური მოლოდინების ზრდის გავლენით.

გამრდილ ინფლაციურ ზეწოლას ნაწილობრივ გაცვლითი კურსიდან მომდინარე დისინფლაციური ეფექტი აბალანსებს. საპროგნოზო პერიოდში საგარეო პოზიციის გაუმჯობესების ფონზე, ლარის როგორც ნომინალური, ისე რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი გამყარებულ პოზიციაზე შენარჩუნდება, რაც იმპორტირებული ინფლაციის შემცირების მიმართულებით მოქმედებს. ცენტრალური სცენარის მიხედვით, პოლიტიკის ჰორიზონტზე ეროვნული ბანკის გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკა, მკაცრი გლობალური და ადგილობრივი საპროცენტო პირობები და 2027 წლის მეორე კვარტლიდან ინფლაციის

მკვეთრი შემცირების პერსპექტივა ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობას უზრუნველყოფს. ამ პირობებში, ენერგორესურსების გაძვირების პირდაპირი და არაპირდაპირი ეფექტები დროებითი ხასიათის იქნება, ხოლო მეორე რაუნდის ეფექტები შეიზღუდება.

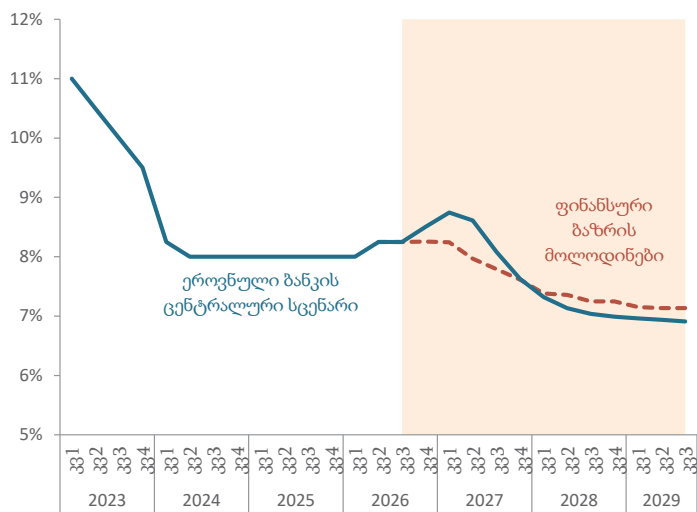
საბოლოოდ, მიმდინარე პერიოდში მოსალოდნელზე მაღალი ინფლაციისა და მიწოდების დროებითი შოკის კიდევ ერთხელ გახანგრძლივების პირობებში, 2026 წელს მთლიანი ინფლაცია საშუალოდ 5.4%-ს შეადგენს. 2027 წლის მეორე ნახევრიდან ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელს ჩამოცდება, ხოლო წლის საშუალო მაჩვენებელი 3.5%-მდე შემცირდება (იხ. დიაგრამა 2.2.2-2.2.3).

წინა ცენტრალურ სცენართან შედარებით, 2026 და 2027 წლების საშუალო ინფლაციის პროგნოზი, შესაბამისად, 0.2 და 0.8 პროცენტული პუნქტით გაიზარდა.

ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა ინფლაციის მოლოდინები სებ-ის ცენტრალური სცენარის შესაბამისია. ინფლაციის საშუალო პროგნოზი 2026 წლისთვის, წინა კვარტალთან შედარებით, 0.2 პპ-ით 5.3%-მდე გაიზარდა. ხოლო 2027 წლის პროგნოზი მცირედით შემცირდა და 3.1% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.2.2).

ყოველივე ზემოაღნიშნულის გათვალისწინებით, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა მიმდინარე სხდომაზე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი უცვლელად დატოვა, თუმცა განაკვეთის საპროგნოზო ტრაექტორიას ზრდის მიმართულებით გადახედა (იხ. დიაგრამა 2.2.4). გახანგრძლივებული საგარეო შოკის ფონზე ეროვნული ბანკი, ფრთხილი მიდგომის შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის მკაცრ პოზიციას ხანგრძლივად შეინარჩუნებს. აღნიშნული შეზღუდავს მიწოდების შოკით გამოწვეული ინფლაციური წნეხის უფრო ფართოდ გავრცელებასა და მის საშუალო დაგრძელებადიან ინფლაციურ მოლოდინებში ასახვას. ეს კი, შოკის გავლენის მიღების კვალდაკვალ, ხელს შეუწყობს ინფლაციის მიზნობრივ 3%-იან მაჩვენებელთან დაბრუნებას. რისკების მართვის ამგვარი მიდგომა, საშუალოვადიან პერსპექტივაში, უზრუნველყოფს ინფლაციის

ეროვნულმა ბანკმა მიმდინარე სხდომაზე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი უცვლელად დატოვა, თუმცა განაკვეთის საპროგნოზო ტრაექტორიას ზრდის მიმართულებით გადახედა.



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

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

სტაბილიზაციისთვის საჭირო ეკონომიკური დანაკარგის მინიმიზაციას.

სცენარის მიხედვით, 2027 წლის მე-2 კვარტლიდან, მთლიანი ინფლაციის შემცირების მკაფიო დინამიკისა და მოლოდინების დასტაბილურების კვალდაკვალ, სებ მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზაციას დაიწყებს, **გრძელვადიანი ნეიტრალური 7%-იანი** ნიშნულის მიმართულებით.

აღსანიშნავია, რომ მონეტარული პოლიტიკის ტრაექტორია ცენტრალური სცენარის მიმდინარე დაშვებებისა და მათ ირგვლივ არსებული რისკების ბალანსის შესაბამისია. ამდენად, იგი არ წარმოადგენს სებ-ის დაპირებას. პოლიტიკის შემდგომი გადანყვეტილებები მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტის ყოველ სხდომაზე განახლებული ინფორმაციისა და რისკების შეფასების საფუძველზე მიიღება. მაღალი ინფლაციური რისკების შემდგომი გამოკვეთა დამატებით რეაგირებას განაპირობებს, ხოლო მათი მკაფიო შემცირება და ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელთან მოსალოდნელზე სწრაფი და მდგრადი დაახლოება მონეტარული პოლიტიკის ეტაპობრივი ნორმალიზებისთვის შექმნის სივრცეს.

მაღალინფლაციური სცენარი ეფუძნება დაშვებას, რომ გეოპოლიტიკური ვითარება ცენტრალურ სცენართან შედარებით გამწვავდება და ხანგრძლივად შენარჩუნდება. ამ სცენარის თანახმად, ბრენტის ნავთობის ფასი 2026 წლის მეოთხე კვარტალში 125 აშშ დოლარს მიაღწევს, ხოლო 2027 წელს საშუალოდ 100 აშშ დოლარი იქნება.

| მაღალი ინფლაციური რისკები                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |                                                                                     |         |        |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------|--------|
| <p>» ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების დამატებითი გამწვავება და ნავთობის მიწოდებისა და გადამუშავების ხანგრძლივი შეფერხება.</p> <p>» საერთაშორისო ნავთობისა და ადგილობრივად ბენზინის მაღალი ფასები და ძლიერი მეორე რიგის ეფექტების გაზრდილი რისკები.</p> <p>» ტრანსპორტირებისა და წარმოების ხარჯებისა და კლიმატური პირობების გამო, სურსათის საერთაშორისო ფასების ზრდა.</p> |                                                                                     |         |        |
| რისკების რეალიზების ინდიკატორები                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | ინფლაციაზე გავლენა                                                                  |         |        |
| მოკლევადიანი ინფლაციური მოლოდინების გაუარესება.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |  |         |        |
| საერთაშორისო სასაქონლო პროდუქციის ფასების ზრდისა და მოკლევადიანად ინფლაციური მოლოდინების გაუარესების შედეგად მაღალი ინფლაცია.                                                                                                                                                                                                                                                     |  |         |        |
| საგარეო მოთხოვნის შენელებისა და გაზრდილი იმპორტის ფონზე, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაღრმავება.                                                                                                                                                                                                                                                                                |  |         |        |
| გავლენის ზომა                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                     |         |        |
| <div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           |                                                                                     |         |        |
| ნეიტრალური                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | დაბალი                                                                              | საშუალო | მაღალი |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                | ინფლაციის ზრდა                                                                      |         |        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                | ინფლაციის იგივე დონე                                                                |         |        |
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                | ინფლაციის შემცირება                                                                 |         |        |

ცხრილი 2.3.1. მაღალინფლაციური სცენარის რისკების ტაქსონომია

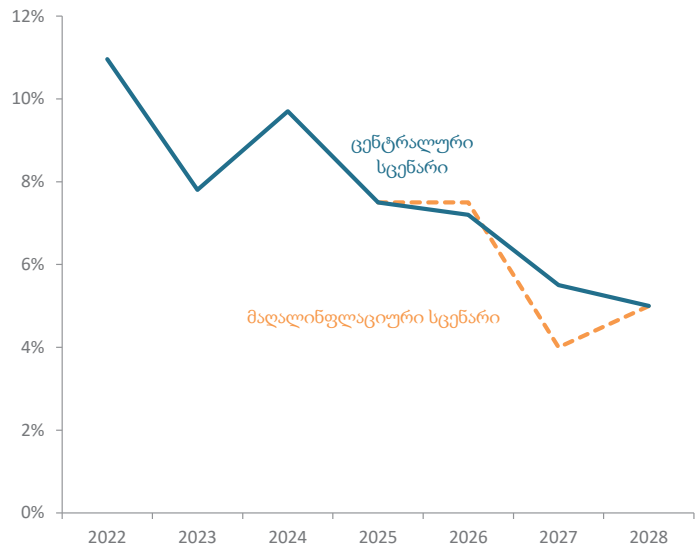
წყარო: სებ.

### 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 კუთხით განსაკუთრებით აღსანიშნავია ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტის პერიოდული ესკალაცია, რაც ნავთობის ფასების მაღალ მერყეობას განაპირობებს. ამის გათვალისწინებით, მაღალინფლაციური სცენარის ერთ-ერთ ძირითად რისკად კვლავ განიხილება ახლო აღმოსავლეთში არსებული კონფლიქტის კიდევ უფრო გამწვავება და, შედეგად, ნავთობის მიწოდებისა და მისი გადამუშავების სიმძლავრეების დამატებითი შეფერხება, რაც ენერგომატარებლების გაზრდილ ფასებზე ზრდის მიმართულებით დამატებით წნეხს გამოიწვევს (იხ. ცხრილი 2.3.1). ამ რისკების რეალიზების პირობებში, ინფლაციის გრძელვადიანი მოლოდინების გაუარესების თავიდან ასაცილებლად, სებ ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო მკაცრ მონეტარულ პოლიტიკას გაატარებს.

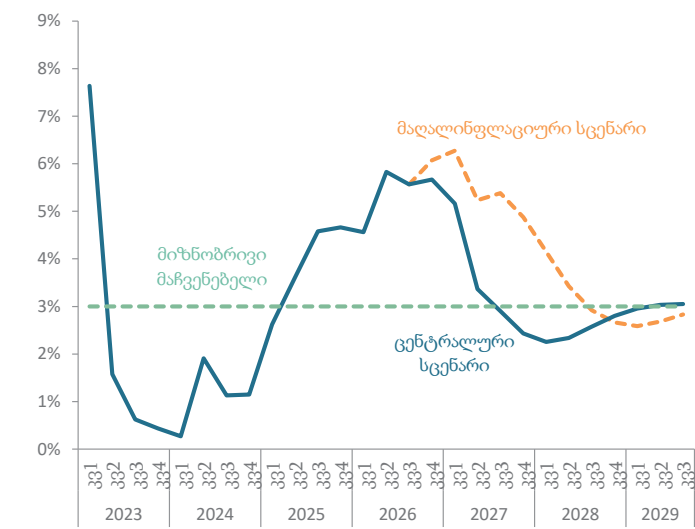
ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარება კვლავ დაძაბული რჩება, რაც მიმდინარე წლის მარტში დაწყებული კონფლიქტის პერიოდული ესკალაციითაა განპირობებული. ჰორმუზის სრუტის გავლით ნავთობის მიწოდების შეფერხებასთან ერთად, არასტაბილურია ვითარება ბაბ-ელ-მანდების სრუტისა და ნავთობის მიწოდების ალტერნატიული მარშრუტების გარშემო. ამასთან, ბოლო პერიოდში გამოიკვეთა ნავთობის გადამუშავების სიმძლავრეების შეფერხებები და, შესაბამისად, გადამუშავებული ნავთობპროდუქტების დეფიციტი. ეს ყოველივე კი ნავთობპროდუქტების გლობალური ბაზრის მოწყვლადობას კიდევ უფრო ამძაფრებს და მათი ფასების მნიშვნელოვან მერყეობას განაპირობებს. **შესაბამისად, მაღალინფლაციური სცენარი განიხილავს**

მოკლევადიანად ექსპორტის ძლიერი ზრდის შენარჩუნების ფონზე, რეალური მშპ-ის ზრდა 2026 წელს 7.5%-ს შეადგენს, ხოლო საგარეო შემოდინებების შენელების, ადგილობრივად რეალური მსყიდველუნარიანობის შესუსტებისა და, აგრეთვე, ინფლაციური წნეხის საპასუხოდ გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის კვალდაკვალ, 2027 წელს 4.0%-მდე შენელდება.



დიაგრამა 2.3.1. რეალური მშპ-ის ზრდა ცენტრალური და მაღალინფლაციური სცენარების მიხედვით  
წყარო: სეზ, საქსტატი.

მზარდი საერთაშორისო სასაქონლო ფასები, ლარის გაცვლითი კურსის თანმდევი გაუფასურება და გაუარესებული მოკლევადიანი ინფლაციური მოლოდინები მნიშვნელოვნად გააძლიერებს ინფლაციურ წნეხს მონეტარული პოლიტიკის კორიგონტზე და მიზნობრივ მაჩვენებელთან დაბრუნებას ხანგრძლივად გადაავადებს.

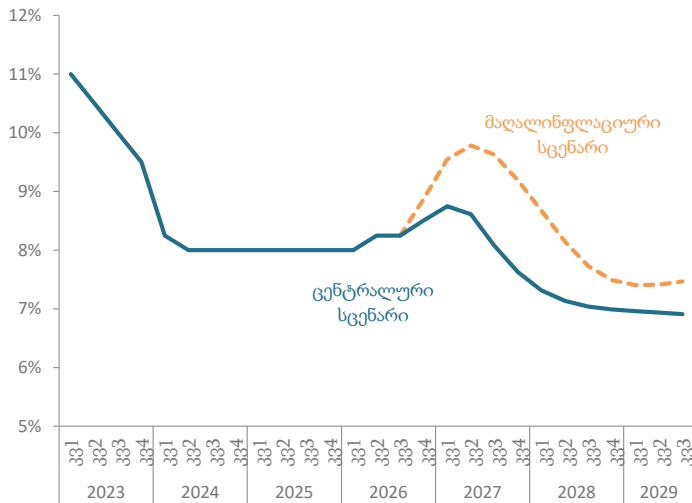


დიაგრამა 2.3.2. წლიური ინფლაცია ცენტრალური და მაღალინფლაციური სცენარების მიხედვით  
წყარო: სეზ, საქსტატი.

ახლო აღმოსავლეთში კონფლიქტის აქტიური ფაზისა და, შესაბამისად, ნავთობის მიწოდებისა და გადამუშავების სიმძლავრეების შეფერხებების გახანგრძლივებასა და გამწვავებას. აღნიშნული კიდევ უფრო შეამცირებს საერთაშორისო ბაზარზე ნავთობპროდუქტების მიწოდებას და, ბაზრის გაზრდილი მოწყვლადობის ფონზე, ნავთობისა და ნავთობპროდუქტების საერთაშორისო ფასების დამატებით ზრდასა და ხანგრძლივად შენარჩუნებას განაპირობებს. კერძოდ, მაღალინფლაციურ სცენარში, 2026 წლის მეოთხე კვარტალში ბარელი ნავთობის ფასი 125 აშშ დოლარს მიაღწევს, ხოლო 2027 წლის განმავლობაში ეტაპობრივად დაუახლოვდება 90 აშშ დოლარს. ამასთან, კონფლიქტის ხელახალი ესკალაციის ხანგრძლივად შენარჩუნება რეგიონში მიწოდების ჯაჭვების შეფერხებებს გამოიწვევს, რის საპასუხოდაც ალტერნატიული სატრანსპორტო მარშრუტების გამოყენება და წარმოების ჯაჭვების გადაწყობა იქნება საჭირო. აღნიშნული, ნავთობპროდუქტების მაღალი ფასების ფონზე, ტრანსპორტირების ხარჯებს მნიშვნელოვნად გაზრდის. ეს კი, კლიმატური პირობების გაუარესების კვალდაკვალ, სურსათის საბოლოო ფასებზეც ზრდის მიმართულებით დამატებით წნეხს წარმოქმნის. შედეგად, აღნიშნული ფაქტორები ინფლაციურ წნეხს მნიშვნელოვნად გააძლიერებს, რაც, ერთი მხრივ, გლობალურად გამკაცრებულ მონეტარულ პოლიტიკასა და გაზრდილ საპროცენტო განაკვეთებში აისახება, ხოლო, მეორე მხრივ, იმპორტირებული ინფლაციის არხით, ადგილობრივ ბაზრებსაც გადმოეცემა.

ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების ხანგრძლივი ესკალაციის შედეგად საერთაშორისო სასაქონლო პროდუქციის მზარდი ფასები მიმდინარე წელს ექსპორტის ძლიერ ზრდაში აისახება. შესაბამისად, 2026 წელს ეკონომიკური ზრდა 7.5%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.3.1). თუმცა, მიწოდების მძლავრი შოკის ფონზე, 2027 წელს გლობალური ეკონომიკური ზრდა შენელდება, რაც შესუსტებულ საგარეო მოთხოვნას განაპირობებს. ეს კი, პოტენციალის ნორმალიზების, შემცირებული მსყიდველუნარიანობისა და ინფლაციური წნეხის საპასუხოდ გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის კვალდაკვალ, ეკონომიკურ აქტი-

მაღალინფლაციური სცენარით აღწერილი გარემო, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებასა და გამკაცრებული პოზიციის უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნებას გამოიწვევს. შემდგომი ნორმალიზაცია ნელი ტემპით, მხოლოდ ინფლაციური გარემოს დასტაბილურების კვალდაკვალ განხორციელდება განაკვეთის 7.5%-იან ნეიტრალურ ნიშნულამდე.



დიაგრამა 2.3.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ცენტრალური და მაღალინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სეპ.

ვობას, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, შეამცირებს. საბოლოოდ, რეალური მშპ-ის ზრდა 2027 წელს 4.0% იქნება.

საერთაშორისო სასაქონლო ფასების ზრდა იმპორტის ღირებულებასაც გაზრდის და, 2027 წელს, რეგიონში ეკონომიკური აქტივობის შენელებით გამოწვეული ტურისტული შემოსავლების შემცირების კვალდაკვალ, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს გააღრმავებს. ეს კი გაცვლით კურსზე გაუფასურების წნეხს წარმოქმნის და, ზემოაღნიშნულ ფაქტორებთან ერთად, იმპორტირებულ ინფლაციურ წნეხს მნიშვნელოვნად გაზრდის. ამასთან, შოკის სიმწვავისა და ხანგრძლივობის გათვალისწინებით, მეორე რიგის ეფექტების რისკები მნიშვნელოვნად გაძლიერდება. კერძოდ, მიზნობრივზე მაღალი ინფლაციის ხანგრძლივად შენარჩუნება მოკლევადიან ინფლაციურ მოლოდინებს გააუარესებს და შედარებით ხისტი ფასების ზრდას განაპირობებს, რაც, თავის მხრივ, ინფლაციის მის მიზნობრივ მაჩვენებელთან დაბრუნებას გაართულებს. შესაბამისად, მაღალინფლაციურ სცენარში, ინფლაცია, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, 2026 და 2027 წლებში, შესაბამისად, 0.1 პპ-ით და 2.0 პპ-ით მაღალი იქნება და 5.5%-სა და 5.4%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.3.2).

მძლავრი ინფლაციური წნეხის მიმართ ეროვნულ ბანკს დაბალი ტოლერანტობა აქვს. შესაბამისად, ზემოაღნიშნული ვითარება მონეტარული პოლიტიკის დამატებით გამკაცრებასა და გამკაცრებული პოზიციის უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნებას გამოიწვევს: მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, 2027 წელს 1.3 პპ-ით მაღალი იქნება. ამავედროულად, აღსანიშნავია, რომ მაღალინფლაციური სცენარი მოიაზრებს ადგილობრივი ნეიტრალური განაკვეთის 7.5%-მდე გადახედვას, რაც განპირობებულია როგორც გლობალურად გაზრდილი გაურკვევლობით, ისე ფუნდამენტური ფაქტორების გაუარესებულ დონეზე შენარჩუნებით. საშუალოვადიან პერიოდში პოლიტიკის ნორმალიზაცია ამ ნიშნულამდე ნელი ტემპით, მხოლოდ ინფლაციური რისკების მილევისა და ინფლაციური გარემოს დასტაბილურების კვალდაკვალ განხორციელდება (იხ. დიაგრამა 2.3.3).

დაბალინფლაციური სცენარი, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ახლო აღმოსავლეთში არსებული კონფლიქტის მოსალოდნელზე სწრაფ დეესკალაციასა და გლობალურად შემცირებული ნავთობის ფასების ადგილობრივ ბაზარზე სრულად გადმოცემას მოიაზრებს. ამასთან, სცენარი ითვალისწინებს პროდუქტიულობის ზრდის ხანგრძლივად მაღალ დონეზე შენარჩუნებას.

| დაბალინფლაციური რისკები                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                     |         |        |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------|--------|
| <p>» ახლო აღმოსავლეთში არსებული გეოპოლიტიკური ვითარების მოსალოდნელზე სწრაფი დეესკალაცია და საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე ნავთობის შემცირებული ფასების მძლავრი გადმოცემა ადგილობრივ ბაზარზე.</p> <p>» გლობალური მიწოდების ჯაჭვების რეალკაცია და საქართველოს, როგორც “შუა დერეფნის” ქვეყნის, როლის ზრდა.</p> <p>» მაღალპროდუქტიულ სექტორებში ზრდის ნელი მოდერაციის ფონზე, შრომის ბაზრიდან მომდინარე დისინფლაციური დინამიკის ხანგრძლივად შენარჩუნება.</p> |                                                                                     |         |        |
| რისკების რეალიზების ინდიკატორები                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | ინფლაციაზე გავლენა                                                                  |         |        |
| ადგილობრივ ბაზარზე ნავთობ-პროდუქტების დაბალი ფასები.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |  |         |        |
| ეკონომიკის პოტენციალის ზრდის მაღალ დონეზე შენარჩუნება.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |  |         |        |
| ქვეყნის დაბალი სუვერენული რისკ პრემია                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |  |         |        |
| ძლიერი საგარეო შემოდინებების ფონზე, გაუმჯობესებული მიმდინარე ანგარიშის შენარჩუნება.                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                      |  |         |        |
| გავლენის ზომა                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |                                                                                     |         |        |
| <div><div></div><div></div><div></div><div></div></div>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |                                                                                     |         |        |
| ნეიტრალური                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | დაბალი                                                                              | საშუალო | მაღალი |
| <div><div> ინფლაციის ზრდა</div><div> ინფლაციის იგივე დონე</div><div> ინფლაციის შემცირება</div></div>                                                                                            |                                                                                     |         |        |

ცხრილი 2.4.1. დაბალინფლაციური სცენარის რისკების ტაქსონომია

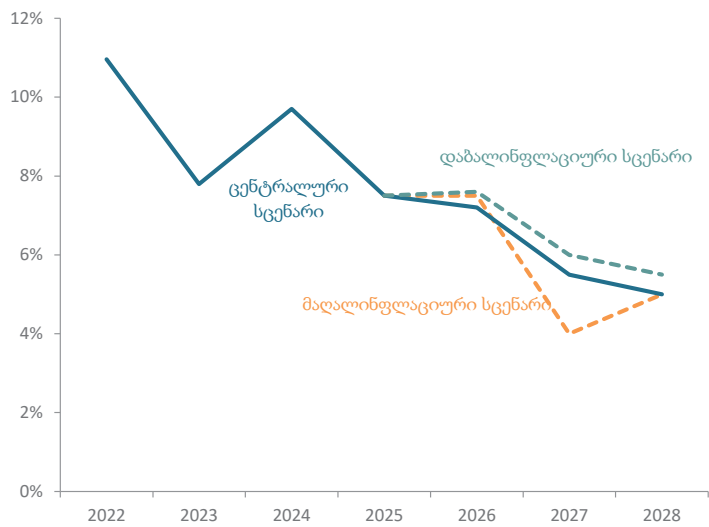
წყარო: სეზ.

#### 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 დაშვებას, რომ გლობალურად მიმდინარე ტენდენციები საქართველოს მაღალპროდუქტიულ სექტორებზე ძლიერ საგარეო მოთხოვნას უფრო ხანგრძლივად შეინარჩუნებს. ეს ამ სექტორებში ინვესტიციებსა და საწარმოო შესაძლებლობების გაფართოებას შეუწყობს ხელს, რაც პროდუქტიულობას გაზრდის და ეკონომიკის ჯამური წარმოების პოტენციალს გააძლიერებს. ამავდროულად, სცენარი ითვალისწინებს ახლო აღმოსავლეთში კონფლიქტის დეესკალაციას, რის შედეგადაც ნავთობის ფასები ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო დაბალი იქნება. კერძოდ, დაბალინფლაციურ სცენარში 2026 წლის მეოთხე კვარტალში ბარელი ნავთობის ფასი საშუალოდ 95 აშშ დოლარს შეადგენს, ხოლო 2027 წელს ეტაპობრივად დაუახლოვდება 75 აშშ დოლარს. აღნიშნული რისკების რეალიზება მონეტარული პოლიტიკის ცენტრალურ სცენართან შედარებით სწრაფ ნორმალიზებას განაპირობებს.

ეკონომიკის პოტენციური ზრდის ტემპის დაჩქარებას ბოლო წლებში საქართველოში მიმდინარე სტრუქტურული ცვლილებები განაპირობებს. დაბალინფლაციური სცენარი ეფუძნება დაშვებას, რომ მსოფლიო მასშტაბით სავაჭრო არხების დივერსიფიკაციის დაჩქარებული პროცესი შენარჩუნდება. შესაბამისად, მიწოდების ჯაჭვების გადანაცვლა 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 ძირითადი მამოძრავებელი ძალა. აღნიშნულს, ასევე, ხელს შეუწყობს ინფორმაციისა და კომუნიკაციის სექტორი, ნაწილობრივ ხელოვნ-

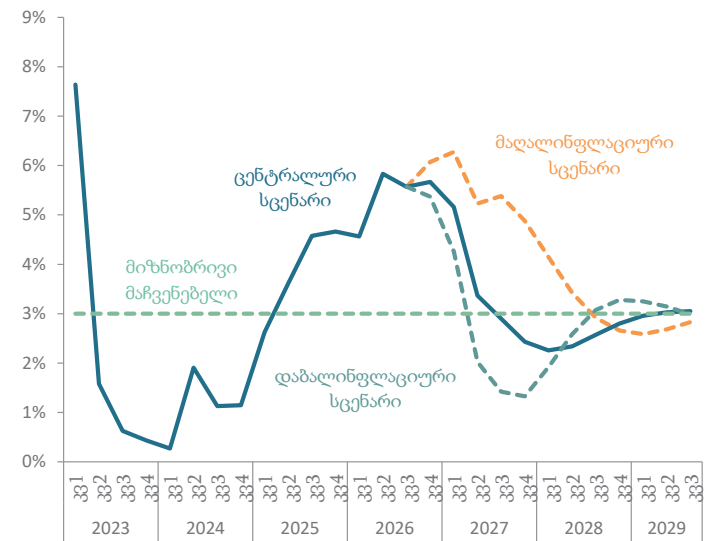
დაბალინფლაციურ სცენარში, მზარდი საგარეო შემოდინებებისა და ძლიერი ფუნდამენტური ფაქტორების შენარჩუნების ფონზე, რეალური მშპ-ს ზრდა ცენტრალურ სცენართან შედარებით მაღალ დონეზე შენარჩუნდება და 2026 და 2027 წლებში, შესაბამისად, 7.6%-სა და 6%-ს შეადგენს.



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

წყარო: სებ, საქსტატი.

ნავთობის მოსალოდნელზე დაბალი საერთაშორისო ფასების ადგილობრივ ბაზარზე მძლავრი გადმოცემის კვალდაკვალი, ასევე, პროდუქტიულობის ზრდის ნელი ნორმალიზების ფონზე, ინფლაცია 2026 და 2027 წლებში, შესაბამისად, 5.3% და 2.3% იქნება. გრძელვადიან პერიოდში კი თავისი მიზნობრივი მაჩვენებლის გარშემო დასტაბილურდება.



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

წყარო: სებ, საქსტატი.

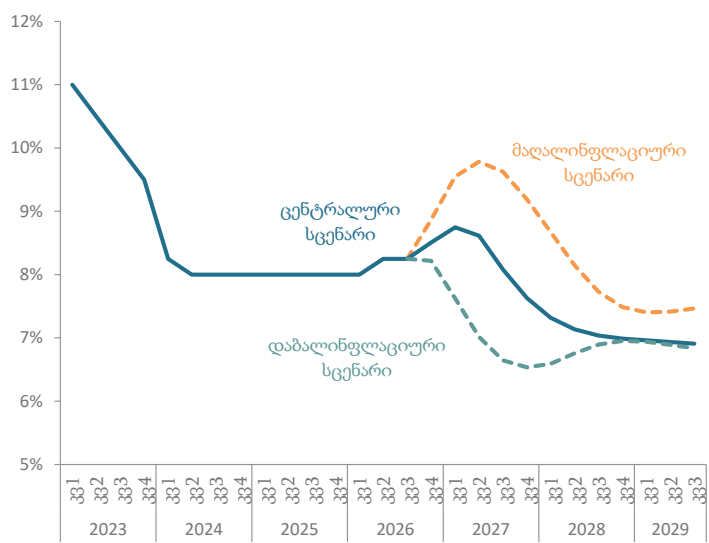
ნური ინტელექტის ინტეგრირების აქტიური პროცესის ფონზე. ამასთან, ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების მოსალოდნელზე სწრაფი განმუხტვა გეოპოლიტიკური რისკების ნორმალიზებას შეუწყობს ხელს და ამის ფონზე გაუმჯობესებული საინვესტიციო სენტიმენტები ადგილობრივად ეკონომიკის პოტენციალზე დადებითად იმოქმედებს. საბოლოოდ, დაბალინფლაციურ სცენარში, რეალური მშპ-ის ზრდა, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, 2026 და 2027 წლებში, შესაბამისად, 0.4 პპ-ით და 0.5 პპ-ით მაღალი იქნება და 7.6%-სა და 6%-ს შეადგენს. ამასთან, გაუმჯობესებული მაკროეკონომიკური ფაქტორები გრძელვადიანი პოტენციური ზრდის 5.5-6%-მდე გადახედვას განაპირობებს და 2028 წელს ეკონომიკური ზრდა საშუალოდ სწორედ 5.5%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.4.1).

საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე არსებული დაშვებები დაბალინფლაციური სცენარის მნიშვნელოვანი მდგენელია. კერძოდ, სცენარი ითვალისწინებს ნავთობის საერთაშორისო ბაზარზე მიწოდების შედარებით სწრაფ ნორმალიზებასა და გადამუშავების შესაძლებლობების ეტაპობრივ აღდგენას. ამასთან, ის მოიაზრებს ნავთობის შემცირებული ფასების მძლავრ გადმოცემას ბენზინის ადგილობრივ ფასებზე, რაც ინფლაციასა და მის მოლოდინებზე კლების მიმართულებით აისახება.

აგრეთვე, კონფლიქტის მოსალოდნელზე სწრაფი დეესკალაცია და საქართველოს სუვერენული რისკის პრემიის დაბალ დონეზე შენარჩუნება ხელს შეუწყობს საგარეო შემოდინებების გაუმჯობესებას. კერძოდ, მომსახურების გაზრდილი ექსპორტი (მათ შორის ტურიზმი და ტრანსპორტირება), ეკონომიკის ნაკლებად იმპორტინტენსიური ზრდის პარალელურად, გააუმჯობესებს მიმდინარე ანგარიშის ბალანსს და გაცვლით კურსს ფუნდამენტურად გაამყარებს. ყოველივე ზემოაღნიშნული კი, საბოლოოდ, იმპორტირებული ინფლაციის არხით მნიშვნელოვნად შეამცირებს მთლიან ინფლაციას.

ამავდროულად, სტრუქტურული ცვლილებების შედეგად პროდუქტიულობის მაღალი ზრდისა და, ასევე, მკვეთრად შემცირებული ინფლაციური მოლოდინების ფონზე, პრო-

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.

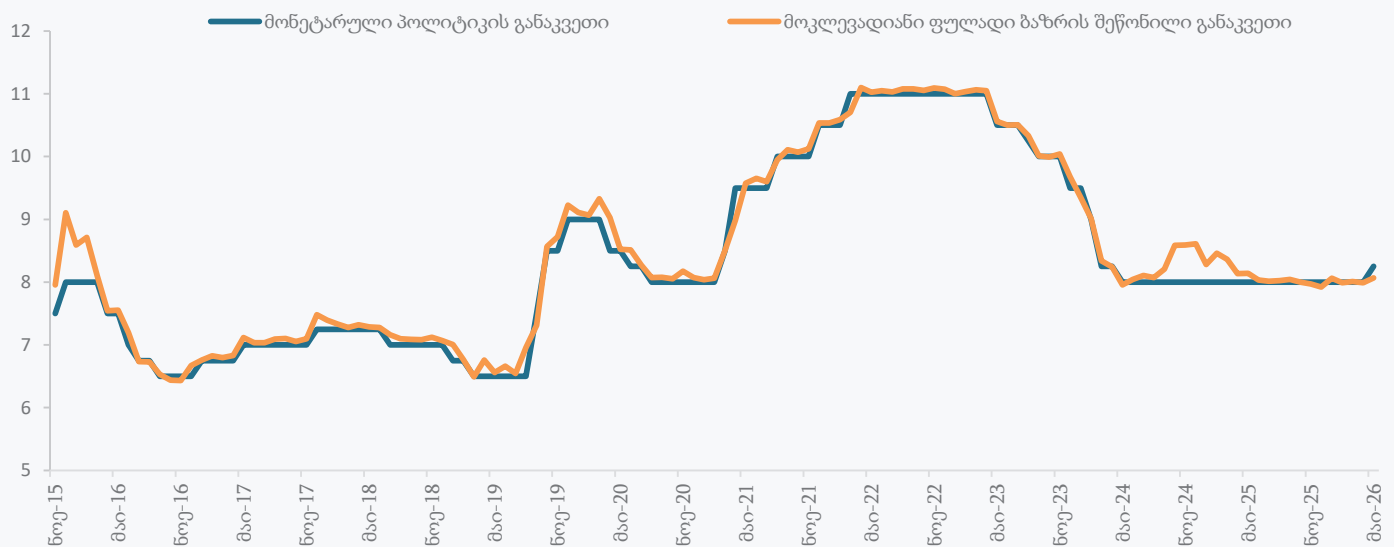
დექციის ერთეულზე პერსონალის ხარჯი დაბალ დონეზე შენარჩუნდება. შესაბამისად, შრომის ბაზრის დინამიკა ადგილობრივად დამატებით შეამცირებს ინფლაციას. ამგვარად, წინამდებარე სცენარის რეალიზების შემთხვევაში, მთლიანი ინფლაცია, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, დაბალი აღმოჩნდება და 2026 წელს საშუალო წლიური მაჩვენებელი 5.3% იქნება, ხოლო 2027 წელს კი 2.3%-ს გაუტოლდება. 2028 წელს ის საბოლოოდ მიზნობრივი მაჩვენებლის გარშემო დასტაბილურდება (იხ. დიაგრამა 2.4.2).

ინფლაციური რისკების მიღევისა და ძლიერი ფუნდამენტური ფაქტორების შენარჩუნების კვალდაკვალ, მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზება, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, სწრაფად განხორციელდება. კერძოდ, ნავთობის საერთაშორისო ბაზარზე ვითარების სტაბილიზაცია და ნავთობპროდუქტების მკვეთრად შემცირებული ფასების სრულად ასახვა ადგილობრივად ბენზინის ფასებზე მნიშვნელოვანი დისინფლაციური დინამიკის წინაპირობა გახდება და, გაცვლითი კურსის გამყარების პარალელურად, ინფლაციურ მოლოდინებსაც შეამცირებს. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, 2026 წელს საშუალოდ 0.1 პპ-ით დაბალი იქნება, ხოლო 2027 წელს თავის გრძელვადიან ნეიტრალურ დონესთან, 7%-იან ნიშნულთან, დასტაბილურდება (იხ. დიაგრამა 2.4.3).

### 3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები

განართი 1. საკრედიტო და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთებს შორის დიფერენციალი: გადაცემის მექანიზმი და რისკის პრემიების როლი

მონეტარული პოლიტიკის ეკონომიკაზე გადაცემის ერთ-ერთი ძირითადი მექანიზმი საპროცენტო განაკვეთის არხია. მისი ფუნქციონირებისთვის მნიშვნელოვანია, რომ პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილება თავდაპირველად აისახოს მოკლევადიან ბანკთაშორის განაკვეთებზე - მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო სამიზნეზე - და შემდეგ გადაეცეს გრძელვადიან საბაზრო განაკვეთებს. საქართველოში მოკლევადიანი ფულადი ბაზრის განაკვეთები მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს მჭიდროდ მიჰყვება, რაც გადაცემის მექანიზმის საოპერაციო რგოლის ეფექტიანობის ერთ-ერთი მანიშნებელია (იხ. დიაგრამა 3.1.1).



დიაგრამა 3.1.1. ფულის ბაზრისა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთები

წყარო: სეზ.

საბაზრო საპროცენტო განაკვეთების ფორმირებისას, ფულადი ბაზრის ურისკო საპროცენტო განაკვეთისა და მისი მოსალოდნელი ტრაექტორიის გარდა, დამატებით კომპონენტს სხვადასხვა რისკის პრემია წარმოადგენს. ამ პრემიების ცვლილებას საკუთარი წვლილი შეაქვს საბაზრო საპროცენტო განაკვეთების დინამიკაში და შესაძლოა მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილების საპირისპირო მიმართულებითაც მოქმედებდეს. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის ეფექტიანობისთვის მნიშვნელოვანია, ერთი მხრივ, პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილების ფულადი ბაზრის საპროცენტო განაკვეთებზე ეფექტიანი გადაცემა, ხოლო მეორე მხრივ, რისკის პრემიების შემცირება. საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის ფორმირება კონცეპტუალურად შემდეგნაირად შეიძლება წარმოვადგინოთ:

$$i^L \approx \frac{\sum_{i=0}^T i_{t+1}}{T} + \rho^i + \rho^l + \rho^c + \mu$$

სადაც საბაზრო საპროცენტო განაკვეთი ( $i^L$ ) განისაზღვრება მოკლევადიან ფულად ბაზარზე არსებული მიმდინარე და მოსალოდნელი განაკვეთების საშუალოთი  $\frac{\sum_{i=0}^T i_{t+1}}{T}$ , საპროცენტო ან

მეორენაირად ვადიანობის ( $\rho^i$ ) რისკის პრემიით; ასევე ლიკვიდობისა ( $\rho^l$ ) და საკრედიტო რისკის ( $\rho^c$ ) პრემიებით; აგრეთვე კომერციული ბანკების მხრიდან ფასდადებებზე გავლენას ახდენს სხვადასხვა ტიპის საოპერაციო ხარჯი, მოგების მარჟა და სხვა ფაქტორები ( $\mu$ ).

როგორც აღინიშნა, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილება და მისი მოსალოდნელი

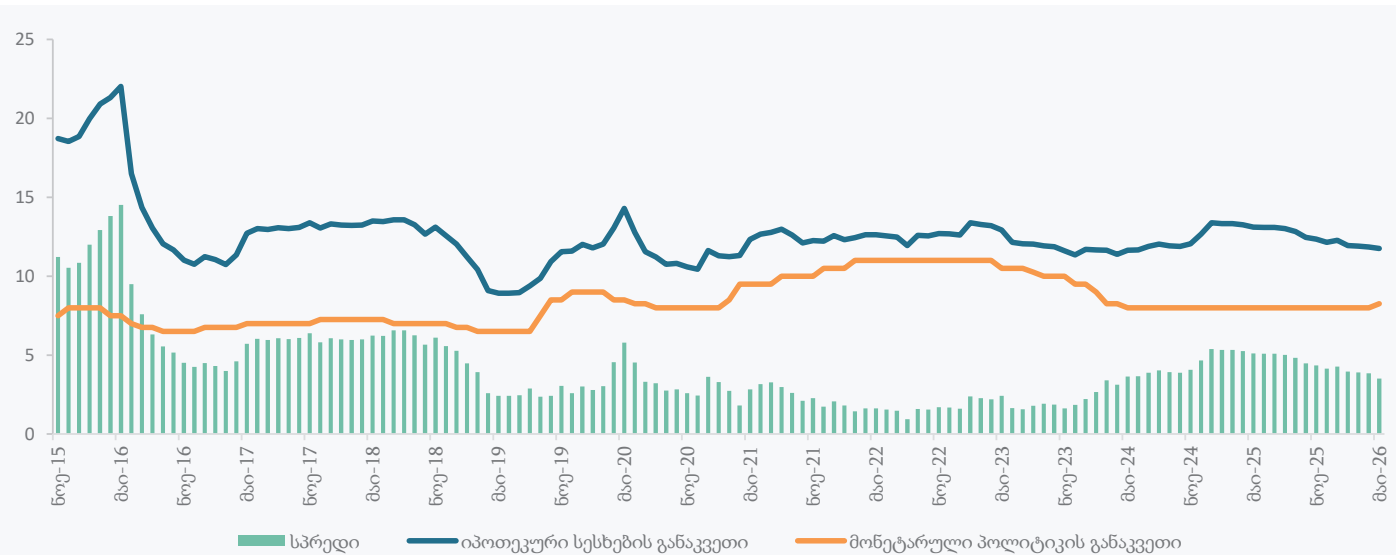
ტრაექტორიის კომუნიკაცია, პირველ რიგში, ბანკთაშორისი ფულადი ბაზრის განაკვეთებში აისახება. ამასთან, ცენტრალურ ბანკს გავლენა აქვს რისკის პრემიებზე. ამ მხრივ, განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია მოკლევადიანი ლიკვიდობის რისკის პრემია, ვინაიდან ცენტრალური ბანკის ლიკვიდობის მართვის ჩარჩოს ერთ-ერთი ძირითადი ფუნქცია სწორედ ამ პრემიის მინიმიზაციაა. კერძოდ, ცენტრალური ბანკი ლიკვიდობის მართვის ინსტრუმენტების მეშვეობით უზრუნველყოფს საბანკო სისტემაში ლიკვიდობაზე მოკლევადიანი მოთხოვნისა და მიწოდების დაბალანსებას, რათა ფულადი ბაზრის საპროცენტო განაკვეთები მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთთან ახლოს შენარჩუნდეს. შესაბამისად, ლიკვიდობის ეფექტიანი მართვა ამცირებს მოკლევადიანი ლიკვიდობის დეფიციტით ან სიჭარბით გამოწვეულ საპროცენტო მერყეობასა და შესაბამის რისკის პრემიას.

შედარებით გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების ფორმირებაში მნიშვნელოვანი როლი აქვს ვადიანობის პრემიას, რომელზეც გავლენას ახდენს როგორც ადგილობრივი, ისე გლობალური ფაქტორები, მათ შორის, ეკონომიკურ პერსპექტივასთან დაკავშირებული გაურკვევლობა, ინფლაციისა და ეკონომიკური ზრდის გრძელვადიანი მოლოდინები. ამასთან, საკრედიტო განაკვეთებში დამატებით აისახება მსესხებელთა საკრედიტო რისკის პრემია, რომელიც მათ გადახდისუნარიანობასა და მოსალოდნელ საკრედიტო დანაკარგებს უკავშირდება. თავის მხრივ, საკრედიტო რისკის პრემიის დინამიკაზე გავლენას ახდენს მაკროეკონომიკური გარემო, მათ შორის, მსესხებელთა შემოსავლების დინამიკა, მაკროპრუდენციული პოლიტიკა და სხვა ფაქტორები.

აღნიშნული კომპონენტების დამოუკიდებელმა ცვლილებამ შესაძლოა გააძლიეროს ან შეასუსტოს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის გავლენა საბოლოო ფინანსურ პირობებზე. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის შეფასებისას მნიშვნელოვანია არა მხოლოდ პოლიტიკის განაკვეთის, არამედ სხვადასხვა რისკის პრემიის მიმდინარე და მოსალოდნელი დინამიკის გათვალისწინება. თუმცა რისკის პრემიების შეფასებას ართულებს ის გარემოება, რომ ისინი დაკვირვებადი ცვლადები არ არის. ეკონომიკურ ლიტერატურაში მათი შესაფასებლად გამოიყენება სხვადასხვა მიდგომა, მათ შორის საპროცენტო განაკვეთების ვადიანობის სტრუქტურის მოდელები და საბაზრო ინდიკატორებზე დაფუძნებული მეთოდები. ამ უკანასკნელ მიდგომას იყენებს საერთაშორისო ანგარიშსწორების ბანკის (BIS-ის) კვლევებიც, სადაც დაკვირვებადი საბაზრო განაკვეთები ცალკეული რისკის პრემიის მიახლოებით ინდიკატორებად განიხილება. ვინაიდან აღნიშნული ინდიკატორები შესაძლოა ერთდროულად რამდენიმე ფაქტორის გავლენას ასახავდეს, მათი ინტერპრეტაციისას მნიშვნელოვანია იმის შეფასება, რამდენად შეესაბამება მიღებული შედეგები შესაბამის პერიოდში ქვეყანაში განვითარებულ მაკროეკონომიკურ და ფინანსურ პროცესებს.

ამკონტექსტში, საინტერესოა საქართველოს გამოცდილება. ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმისა და მონეტარული პოლიტიკის ჩარჩოს განვითარების პარალელურად, საბაზრო და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთებს შორის დიფერენციალი (სპრედი) ეტაპობრივად შემცირდა. მაგალითად, ლარში გაცემული იპოთეკური სესხების განაკვეთსა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს შორის სხვაობა 2015 წლის ბოლოს დაახლოებით 10-11 პროცენტულ პუნქტს (პპ) შეადგენდა, ხოლო 2026 წლისთვის 3 პპ-მდე შემცირდა (იხ. დიაგრამა 3.1.2). თუმცა, აღნიშნული დინამიკა ერთდროულად ასახავს როგორც მონეტარული პოლიტიკის მოსალოდნელი ტრაექტორიის, ისე სხვადასხვა რისკის პრემიის ცვლილებას. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია შეფასდეს, ერთი მხრივ, რომელმა ფაქტორებმა და რა მასშტაბით განაპირობა სპრედის ისტორიული შემცირება, ხოლო, მეორე მხრივ, რა ფაქტორები განსაზღვრავს მის მიმდინარე დონეს და რამდენად მდგრადია იგი.

ამ მიზნით, BIS-ის მეთოდოლოგიურ მიდგომაზე დაყრდნობით, ჩატარდა ორსაფეხურიანი ანალიზი, რომელშიც რისკის პრემიების მიახლოებითი შეფასებისთვის გამოყენებულია დაკვირვებადი საბაზრო ინდიკატორები, ხოლო მიღებული შედეგები განიხილება საქართველოს მაკროეკონომიკური განვითარების კონტექსტში.



დიაგრამა 3.1.2. ლარში გაცემული იპოთეკური სესხების საპროცენტო განაკვეთი (ნაკადი), მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი და სპრედი მათ შორის

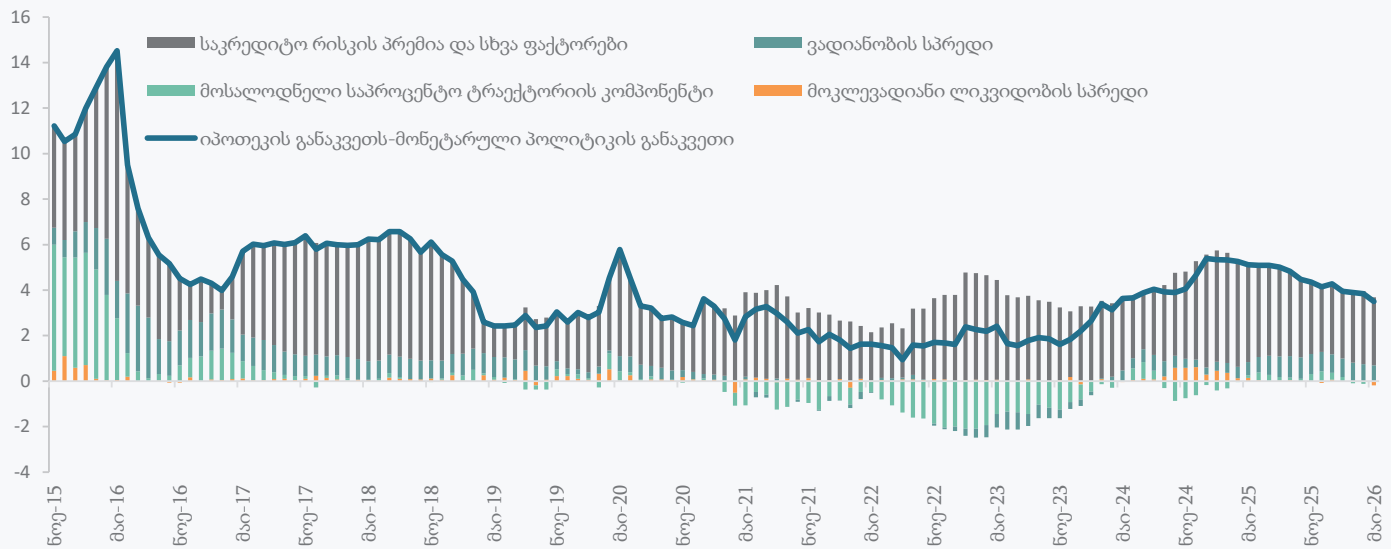
წყარო: სეპ.

პირველ ეტაპზე, საკრედიტო და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთებს შორის სპრედი, ზემოთ წარმოდგენილი კონცეფციისა და BIS-ის მეთოდოლოგიური მიდგომის შესაბამისად, სააღრიცხვო იდენტობის საფუძველზე იშლება მოკლევადიანი ფულადი ბაზრის, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის მრუდისა და საბანკო დაკრედიტების კომპონენტებად:

$$(L_t - P_t) = (l_t - P_t) + (G_t^{2Y} - I_t) + (G_t^{5Y} - G_t^{2Y}) + (L_t - G_t^{5Y})$$

კერძოდ:

- » **საკრედიტო და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთებს შორის სპრედი (Lending Rate (  $L_t$  ) - Policy Rate (  $P_t$  ))** - ასახავს ლარში გაცემული ახალი იპოთეკური სესხების საპროცენტო განაკვეთსა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს შორის სხვაობას.
- » **მოკლევადიანი ლიკვიდობის სპრედი (Liquidity Price (  $I_t$  ) - Policy Rate (  $P_t$  ))** - ასახავს მოკლევადიან ფულად ბაზარზე ლიკვიდობის ფასის მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთიდან გადახრას და მოკლევადიანი ლიკვიდობის რისკის პრემიის მიახლოებითი ინდიკატორია.
- » **მოსალოდნელი საპროცენტო ტრაექტორია (Government 2Y (  $G_t^{2Y}$  ) - Liquidity Price (  $I_t$  ))** - ასახავს ორწლიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობასა და მოკლევადიანი ფულის ბაზრის განაკვეთს შორის სხვაობას. იგი მონეტარული პოლიტიკის მოსალოდნელი ტრაექტორიის საბაზრო ფასებში ასახვის მიახლოებითი ინდიკატორია. თუმცა, მის დინამიკაზე შესაძლოა გავლენას ახდენდეს სხვა ფაქტორებიც, მათ შორის, სახელმწიფო ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა-მიწოდება და შესაბამისი რისკის პრემიები.
- » **ვადიანობის სპრედი (Government 5Y (  $G_t^{5Y}$  ) - Government 2Y (  $G_t^{2Y}$  ))** - ასახავს სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის მრუდის დახრილობას, რომელიც დამოკიდებულია როგორც მოსალოდნელი საპროცენტო განაკვეთების ტრაექტორიაზე, ისე გრძელვადიან რისკებსა და გაურკვევლობაზე. შესაბამისად, იგი ვადიანობის პრემიის ცვლილების მხოლოდ მიახლოებითი ინდიკატორია.
- » **საკრედიტო რისკები და სხვა ფაქტორები (Lending Rate (  $L_t$  ) - Government 5Y (  $G_t^{5Y}$  ))** - ასახავს იპოთეკური სესხების საპროცენტო განაკვეთის დამატებით კომპონენტს ხუთწლიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობასთან შედარებით და მოიცავს საკრედიტო რისკის პრემიას, საბანკო შუამავლობის ხარჯებს, დაფინანსების პირობებსა და სხვა ფაქტორებს.



დიაგრამა 3.1.3. საკრედიტო და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთებს შორის სპრედის დეკომპოზიცია  
წყარო: სებ.

ანალიზის შედეგები აჩვენებს, რომ იპოთეკური სესხებისა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთებს შორის სპრედის შემცირებას სხვადასხვა პერიოდში განსხვავებული ფაქტორები განაპირობებდა. მოკლევადიანი ლიკვიდობის სპრედის წვლილი ისტორიულად უმნიშვნელოა, რაც ბანკთაშორისი ფულის ბაზრის განაკვეთების მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთთან მჭიდრო შესაბამისობასა და ეროვნული ბანკის ლიკვიდობის მართვის ჩარჩოს ეფექტიანობაზე მიუთითებს.

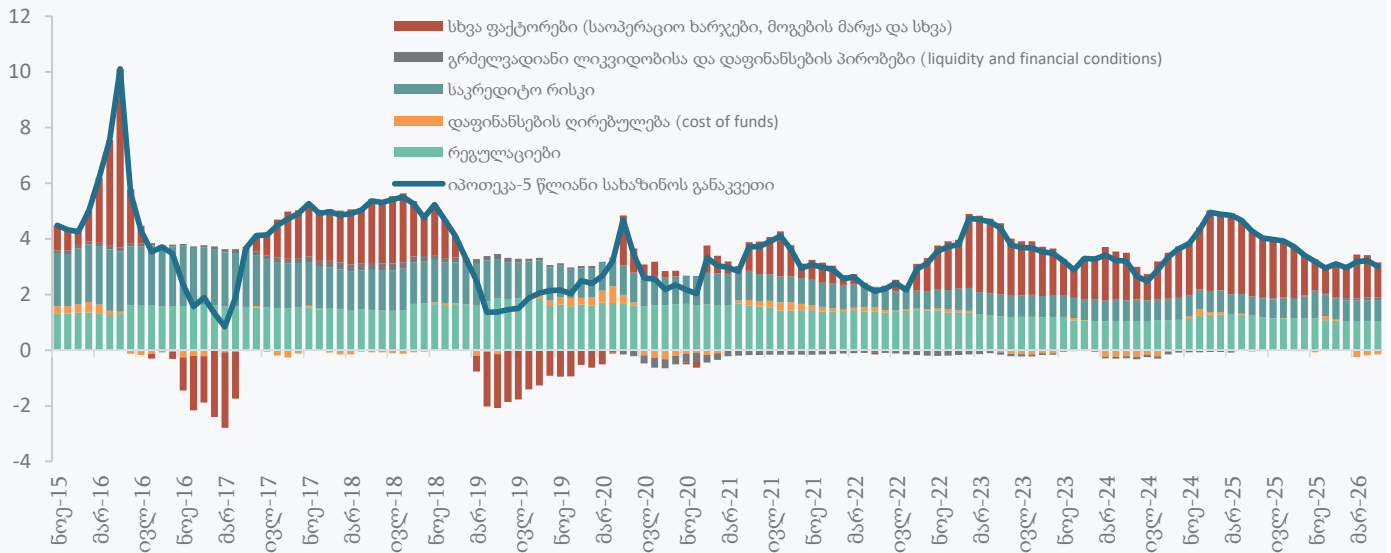
სპრედის ისტორიული შემცირების მნიშვნელოვანი ნაწილი, განსაკუთრებით 2016 წელს, მოსალოდნელი საპროცენტო ტრაექტორიის კომპონენტის კლებას უკავშირდება (იხ. დიაგრამა 3.1.3). აღსანიშნავია, რომ აღნიშნული დინამიკა ეროვნული ბანკის პროგნოზირებისა და მონეტარული პოლიტიკის ანალიზის სისტემის (FPAS) განვითარებასა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მოსალოდნელი ტრაექტორიის კომუნიკაციის (Forward Guidance) დანერგვას ემთხვევა. ამან ხელი შეუწყო საბაზრო მოლოდინების უკეთ ფორმირებასა და მონეტარული პოლიტიკის მოსალოდნელი ტრაექტორიის საპროცენტო განაკვეთებში ასახვას, რაც შემოსავლიანობის მრუდზე განაკვეთების შემცირებითა და მოკლევადიან განაკვეთებთან სპრედის შევიწროებით გამოიხატა. აღნიშნული დინამიკა მონეტარული პოლიტიკის მოლოდინების არხით გადაცემის გაძლიერებაზე მიუთითებს.

გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების ფორმირებაში დამატებით როლს ასრულებს ვადიანობის პრემია, რომლის წვლილი საქართველოში ისტორიულად ზომიერი იყო. თუმცა, ცალკეულ პერიოდებში, მათ შორის ბოლო წლებში, მისი ზრდა ეკონომიკური და ფინანსური გაურკვევლობის მატებას ემთხვევა. შესაბამისად, გლობალური ფინანსური პირობების გამკაცრებამ ან გრძელვადიანი რისკების ზრდამ შესაძლოა ადგილობრივ გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებზე აღმავალი ზეწოლა წარმოქმნას, მონეტარული პოლიტიკის მიმდინარე განაკვეთის ცვლილების გარეშე.

ამასთან, დეკომპოზიციის მიხედვით, იპოთეკური სესხების განაკვეთსა და 5-წლიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობას შორის სხვაობას მნიშვნელოვანი წვლილი აქვს მთლიან საკრედიტო სპრედში. აღნიშნული კომპონენტი ასახავს საკრედიტო რისკის, ლიკვიდობისა და დაფინანსების პირობების, რეგულაციური მოთხოვნებისა და სხვა ფაქტორების, მათ შორის, საოპერაციო ხარჯებისა და მოგების მარჟის, ერთობლივ გავლენას.

ვინაიდან ამ ფაქტორების ინდივიდუალური წვლილი უშუალოდ დაკვირვებადი არ არის, ანალიზის მეორე ეტაპზე გამოყენებულია მდგომარეობის სივრცის მოდელი (state-space model) და კალმანის ფილტრი, რომელიც დაკვირვებად საბანკო და მაკროეკონომიკურ ინდიკატორებზე დაყრდნობით მათი მიახლოებითი შეფასების საშუალებას იძლევა. კერძოდ, იპოთეკური სესხების საპროცენტო განაკვეთსა და 5-წლიანი სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობას შორის სპრედი დაშლილია სხვადასხვა რისკის პრემიისა და სხვა ფაქტორების კომპონენტებად, რომელთა დაუკვირვებადი დინამიკა დაკავშირებულია შესაბამის დაკვირვებად ინდიკატორებთან.

საკრედიტო რისკის პრემიის შესაფასებლად გამოყენებულია უმოქმედო და ვადაგადაცდილებული სესხების მაჩვენებლები; ლიკვიდობისა და დაფინანსების პირობების შესაფასებლად - ლიკვიდური აქტივების მთლიან აქტივებთან ფარდობა, დოლარიზაცია და სესხებისა და დეპოზიტების ზრდის ტემპებს შორის სხვაობა; დაფინანსების ღირებულების შესაფასებლად - ვადიანი დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება; ხოლო რეგულაციური ეფექტის შესაფასებლად - კაპიტალის, სარეზერვო და მაკროპრუდენციული მოთხოვნები. დარჩენილი კომპონენტი აერთიანებს საოპერაციო ხარჯების, მოგების მარჟისა და სხვა აუხსნელი ფაქტორების გავლენას. აღნიშნული მიდგომა საშუალებას იძლევა შეფასდეს თითოეული კომპონენტის წვლილი საკრედიტო სპრედის ისტორიულ დინამიკასა და მის მიმდინარე დონეში.



დიაგრამა 3.1.4. იპოთეკური განაკვეთისა და 5-წლიანი საბაზინო ფასიანი ქაღალდის განაკვეთის დიფერენციალის/სპრედის დეკომპოზიცია

წყარო: სეზ.

მიმდინარე შეფასებით, საკრედიტო რისკის კომპონენტის წვლილი გრძელვადიან პერიოდში შემცირებულია. განსაკუთრებით თვალსაჩინოა 2019 წლის დინამიკა, როდესაც მისი წვლილი 1.5 პპ-დან 1.0 პპ-მდე შემცირდა, რაც პასუხისმგებელია დაკრედიტების ჩარჩოსა და მაკროპრუდენციული პოლიტიკის ცვლილებების შედეგია. აღნიშნული ზომები, ხელს უწყობს დაკრედიტების სტანდარტების გაუმჯობესებასა და საკრედიტო რისკების შემცირებას. ამასთან, საკრედიტო რისკის პრემია ეკონომიკურ ციკლთანაც უარყოფით კორელაციაშია: პანდემიის პერიოდში დიდი ეკონომიკური ვარდნისა და კლებადი შემოსავლების ფონზე, მისი წვლილი დროებით გაიზარდა და 1.1 პპ-ს გადააჭარბა, ხოლო შემდგომ, მაღალი ეკონომიკური აქტივობისა და მსესხებელთა გადახდისუნარიანობის გაუმჯობესების პირობებში, 0.7–0.8 პპ-მდე შემცირდა.

ბოლო პერიოდში ლარიზაციის ზრდის ფონზე, კომერციულ ბანკებში ლარის ლიკვიდობის მატება ამცირებს დამატებითი რესურსების მოზიდვის საჭიროებას და ხელს უწყობს ვადიან დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთების შემცირებას. შედეგად, მცირდება ბანკების ლარში დაფინანსების ხარჯები, რაც, თავის მხრივ, ლარში დაკრედიტების საპროცენტო განაკვეთებზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებს. აღნიშნული ტენდენცია დეკომპოზიციის შედეგებშიც აისახება, რომლის მიხედვითაც, ბოლო პერიოდში დაფინანსების ღირებულების კომპონენტის წვლილი მცირე, თუმცა მაინც კლებადია.

რაც შეეხება საოპერაციო ხარჯების, საბანკო მარჟის და სხვა ფაქტორების კომპონენტს, მისი დინამიკა ეკონომიკურ ციკლთან გარკვეულ დადებით კავშირს ავლენს, რაც პროციკლურობის ნიშნებზე მიუთითებს. კერძოდ, ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნისა და მაღალი ეკონომიკური აქტივობის პირობებში აღნიშნული კომპონენტის წვლილი ზრდის ტენდენციით ხასიათდება, რაც შესაძლოა საბანკო მარჟების ზრდას უკავშირდებოდეს. ამასთან, მის დინამიკაზე გავლენას ახდენს სხვა ფაქტორებიც, მათ შორის, საბანკო სექტორში კონკურენციის ხარისხი და საოპერაციო ეფექტიანობა.

საბოლოოდ, საკრედიტო და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთებს შორის სპრედის ისტორიული შემცირება მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის გაძლიერებას, ფინანსური ბაზრების განვითარებასა და რისკის პრემიების შემცირებას უკავშირდება. ამასთან, ანალიზი აჩვენებს, რომ მონეტარული პოლიტიკის საკრედიტო განაკვეთებზე გადაცემის მასშტაბს განსაზღვრავს არა მხოლოდ პოლიტიკის მოსალოდნელი ტრაექტორია, არამედ რისკის პრემიების, საბანკო დაფინანსების პირობების, შუამავლობის ხარჯებისა და ფასდადების სხვა ფაქტორების დინამიკაც. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის შეფასებისას მნიშვნელოვანია ამ ფაქტორების გათვალისწინება, ვინაიდან მათმა ცვლილებამ შესაძლოა გააძლიეროს ან შეასუსტოს მონეტარული პოლიტიკის გავლენა ფინანსურ პირობებზე.

## 4. სებ-ისა და ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება

საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება\*

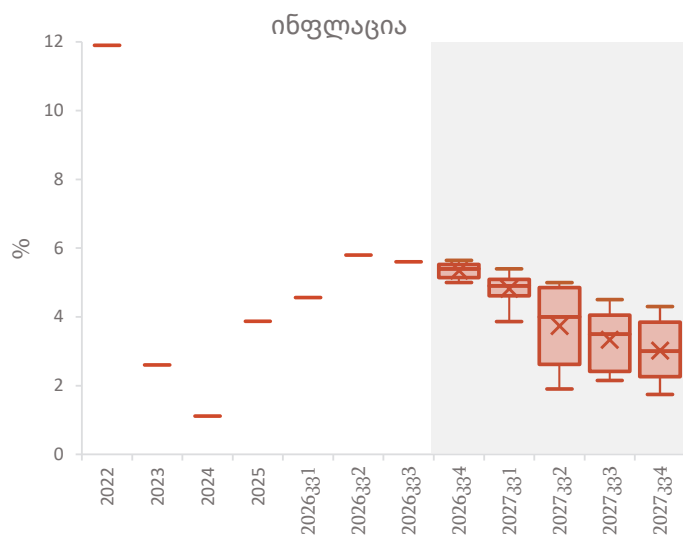
|                                    | ფაქტი | ცენტრალური<br>სცენარი |      |      | მაღალი ინფლაციური<br>სცენარი |      |      | დაბალი ინფლაციური<br>სცენარი |      |      |
|------------------------------------|-------|-----------------------|------|------|------------------------------|------|------|------------------------------|------|------|
|                                    | 2025  | 2026                  | 2027 | 2028 | 2026                         | 2027 | 2028 | 2026                         | 2027 | 2028 |
| ინფლაცია (%)                       | 3.9   | 5.4                   | 3.5  | 2.5  | 5.5                          | 5.4  | 3.3  | 5.3                          | 2.3  | 2.7  |
| რეალური მშპ-ის ზრდა (%)            | 7.5   | 7.2                   | 5.5  | 5.0  | 7.5                          | 4.0  | 5.0  | 7.6                          | 6.0  | 5.5  |
| მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%) | 8.0   | 8.3                   | 8.3  | 7.1  | 8.3                          | 9.5  | 8.0  | 8.2                          | 7.0  | 6.8  |

ცხრილი 4.1. საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური სცენარების შეჯამება

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა.

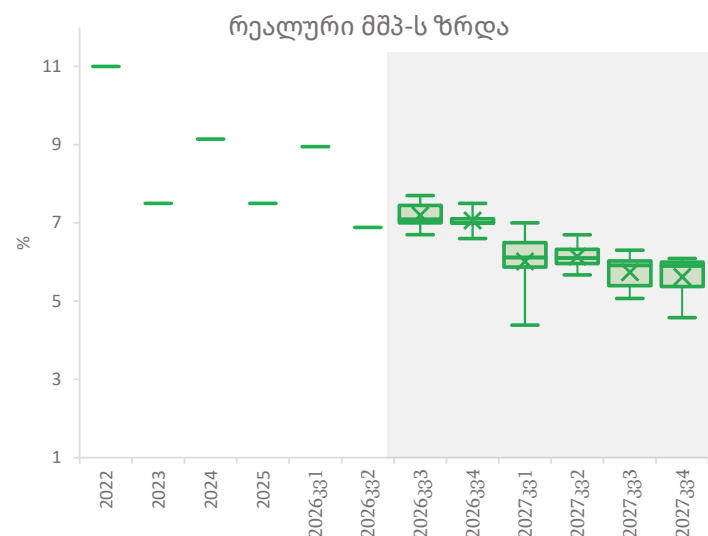
\* ცხრილში წარმოდგენილია ცვლადების საშუალო წლიური მაჩვენებლები

### ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზები



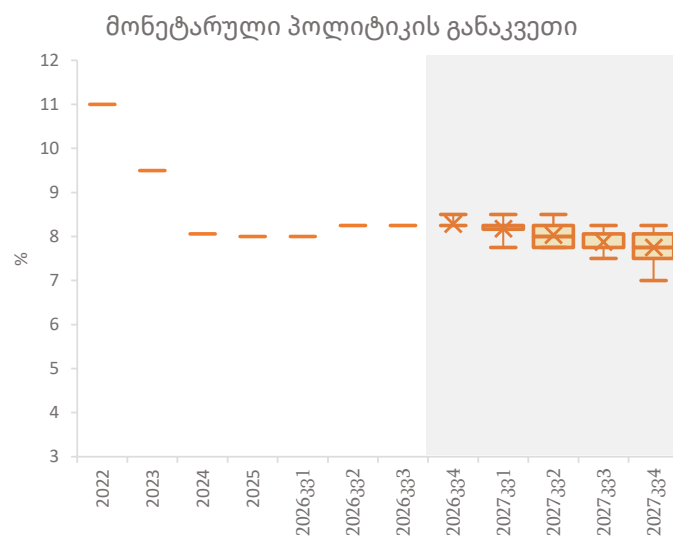
დიაგრამა 4.1. საშუალო წლიური ინფლაციის ფაქტობრივი მაჩვენებლები და ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზების განაწილება

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](mailto:info@nbg.ge); [www.nbg.ge](http://www.nbg.ge)



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia