



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში

2025 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. დინამიკურ 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 გადაწყვეტილების მიღება სხვადასხვა რელევანტური სცენარების განვითარების გათვალისწინებით ხდება. 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.
- » **მაღალინფლაციური რისკ-სცენარი**, რომელიც, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ითვალისწინებს საშუალოდ უფრო ინფლაციური რისკების რეალიზებას მონეტარული პოლიტიკის საპროგნოზო ჰორიზონტზე.
- » **დაბალინფლაციური 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	11
2.1. მიმდინარე მდგომარეობა	11
2.2. ცენტრალური სცენარი	16
2.3. მაღალინფლაციური სცენარი	21
2.4. დაბალინფლაციური სცენარი	23
3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები	27
ჩანართი 1. ციკლური და სტრუქტურული ფაქტორების როლი იმპორტის ზრდაში	27
4. სებ-ისა და ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება.....	30
საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება	30
ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზები	30

მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილება

საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს უცვლელად 8.0%-ზე ინარჩუნებს.

საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა 2025 წლის 30 ივლისის სხდომაზე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (რეფინანსირების განაკვეთი) უცვლელად შეინარჩუნა. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი 8.0%-ს შეადგენს.

2025 წლის ივნისის მდგომარეობით, საქართველოში ფასების საერთო დონე წლიურად 4%-ით გაიზარდა. მიზნობრივ, 3%-იან, მაჩვენებელთან შედარებით ინფლაციის ზომიერ ზრდას ძირითადად სურსათის ფასების მატება განაპირობებს, რაც გარკვეულწილად საერთაშორისო სასურსათო ბაზრებზე არსებული ტენდენციისა და გასული წლის დაბალი ინფლაციის საბაზო ეფექტის ასახვაა. მნიშვნელოვანია, რომ ინფლაციური მოლოდინები სტაბილურია. კერძოდ, მომსახურების სექტორის ინფლაცია, რომლის ფასების ცვლილება შედარებით ხისტია და გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებს კარგად ასახავს, მიზნობრივ 3%-ზე დაბლა შენარჩუნდა და 2.3%-ს გაუტოლდა. ასევე, თითქმის ორი წელია მიზნობრივ დონეზე დაბალია საბაზო ინფლაცია. პარალელურად, იმპორტირებული პროდუქტების ფასები კვლავ დეფლაციურია, მეტწილად სანჯავის ფასების წლიურად შემცირების ხარჯზე. სებ-ის ცენტრალური სცენარის მიხედვით, წინა კვარტალის პროგნოზის მსგავსად, მეტწილად გლობალურად არსებული ტენდენციებისა და წინა წლის საბაზო ეფექტის გათვალისწინებით, 2025 წელს ინფლაცია დროებით 3%-იანი მაჩვენებლის ზემოთ შენარჩუნდება და საშუალოდ 3.8%-ის ფარგლებში იქნება, ხოლო საშუალოვადიან პერიოდში, მიზნობრივ მაჩვენებელთან ახლოს დასტაბილურდება.

კვლავ ძლიერი ნარჩუნდება ეკონომიკური აქტივობა. წინასწარი მონაცემებით, პირველი ხუთი თვის საშუალო ეკონომიკურმა ზრდამ 8.8% შეადგინა. აღნიშნული მეტწილად ეკონომიკის გაუმჯობესებული სანარმოო პოტენციალით არის განპირობებული, რაც ჭარბი ერთობლივი მოთხოვნიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს ანეიტრალებს. ფუნდამენტური ფაქტორების შედარებით წელი ნორმალიზებისა და პირველ ხუთ თვეში ძლიერი ეკონომიკური ზრდის ფონზე, სებ-ის ცენტრალური სცენარით, ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი 2025 წელს 6.7%-დან 7.4%-მდე გადაიხედა.

გლობალურად მიმდინარე გეოპოლიტიკური დაძაბულობის ფონზე, ეკონომიკური გაურკვევლობა მაღალია. შესაბამისად ინფლაციაზე, როგორც ზრდის, ასევე შემცირების, მიმართულებით მოქმედი რისკები კვლავ საგულისხმოა. აქედან გამომდინარე, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა განიხილა როგორც მაღალი ინფლაციური, ისე დაბალი ინფლაციური რისკების სცენარები. ერთი მხრივ, აშშ-ის სატარიფო პოლიტიკის დღის წესრიგი არაერთხელ გადაიხედა, რომლის ხელახალი გამწვავებაც გლობალურად ეკონომიკის ფრაგმენტაციას მოსალოდნელზე მეტად გააძნეავებს. აღნიშნული მიწოდების ჯაჭვების შეფერხებებს წარმოქმნის, რაც სტაგფლაციურ გარემოს ჩამოაყალიბებს. ამასთან, ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების ხელახალი ესკალაცია რეგიონის რისკიანობას გაზრდის და ნავთობის გლობალურ ბაზარზე მნიშვნელოვან წნეხს წარმოქმნის. ამავდროულად, საყურადღებოა ადგილობრივი ეკონომიკის ტენდენციები. კერძოდ, ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი. ამ რისკების რეალიზება კი, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის უფრო მაღალ ტრაექტორიას მოითხოვს.

მეორე მხრივ, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა განიხილა დაბალი ინფლაციური რისკების სცენარი, რომლის რეალიზების შემთხვევაში ფუნდამენტური პროცესები მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის უფრო დაბალ ტრაექტორიას მოითხოვს, ვიდრე ცენტრალური სცენარი. კერძოდ, ეკონომიკის სტრუქტურული ცვლილებების ფონზე, პროდუქტიულობა შედარებით მაღალ

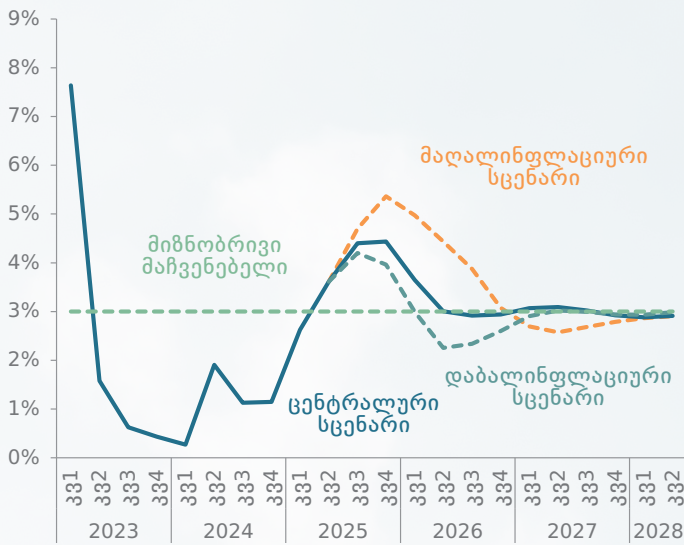
დონეზე ნარჩუნდება. ასევე, აღნიშნულ სცენარში მოიაზრება დოლარის ინდექსის გლობალურად შესუსტებული პოზიცია და სურსათის საერთაშორისო ბაზარზე ნედლეული პროდუქტების ფასების სწრაფი ნორმალიზება. ამ ტენდენციების შენარჩუნების შემთხვევაში, გამყარებული გაცვლითი კურსი და სურსათის საერთაშორისო ფასები, იმპორტირებული პროდუქტების დაბალი ინფლაციის გზით, მთლიან ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით იმოქმედებს.

მაკროეკონომიკური ანალიზისა და არსებული რისკების შეფასების შედეგად, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა ოპტიმალურად მიიჩნია განაკვეთის შემდგომი ნორმალიზების მიმართ ფრთხილი მიდგომის შენარჩუნება და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, უცვლელად, 8%-ზე დატოვა. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შემდგომი ცვლილება დამოკიდებული იქნება განახლებულ მაკროეკონომიკურ საპროგნოზო სცენარებსა და რისკების ანალიზზე.

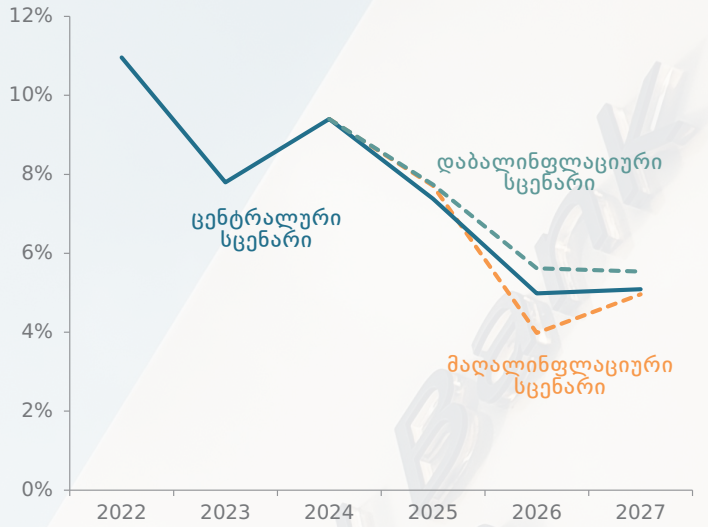
საქართველოს ეროვნული ბანკი ყველა ინსტრუმენტს გამოიყენებს ფასების სტაბილურობის შესანარჩუნებლად, რაც იმას ნიშნავს, რომ ფასების საერთო დონის ზრდა საშუალოვადიან პერიოდში 3%-თან ახლოს იქნება.

სებ-ის მაკროეკონომიკური სცენარები

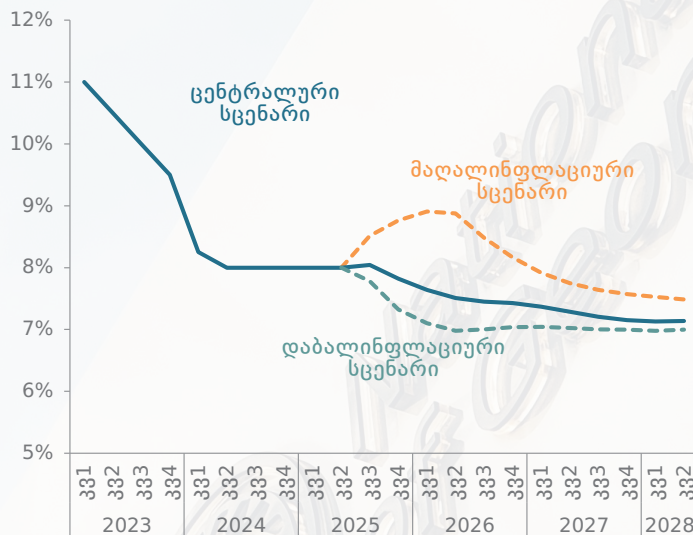
ინფლაციის პროგნოზი



რეალური მშპ-ის პროგნოზი

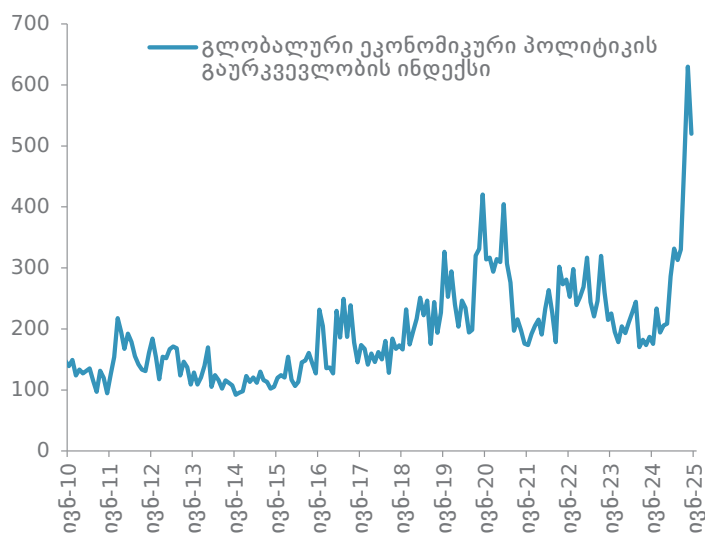


მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი



1. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა

გლობალური ეკონომიკური პოლიტიკის გაურკვევლობის ინდექსი კვლავ მაღალ ნიშნულზე ნარჩუნდება. გაურკვევლობის წყაროა როგორც აშშ-ის ეკონომიკური პოლიტიკა, ასევე გეოპოლიტიკური ვითარება. საქართველოს, როგორც მცირე ზომის, ღია ტიპის ეკონომიკას, გლობალური ეკონომიკური მდგომარეობა პირდაპირი და არაპირდაპირი არხებით გადმოეცემა.



დიაგრამა 1.1. გლობალური ეკონომიკური პოლიტიკის გაურკვევლობის ინდექსი

წყარო: FRED.

* გაურკვევლობის ინდექსი განისაზღვრება სხვადასხვა გაზეთისთვის იმ სტატიების თვიური წილის მიხედვით, რომლებიც მოიცავენ პოლიტიკის გაურკვევლობასთან დაკავშირებულ საკითხებს (მთლიანი სტატიების რაოდენობის მიმართებით). ინდექსი ნორმალიზებულია ისე, რომ 1%-იან წილს შეესაბამება 100 ერთეული.

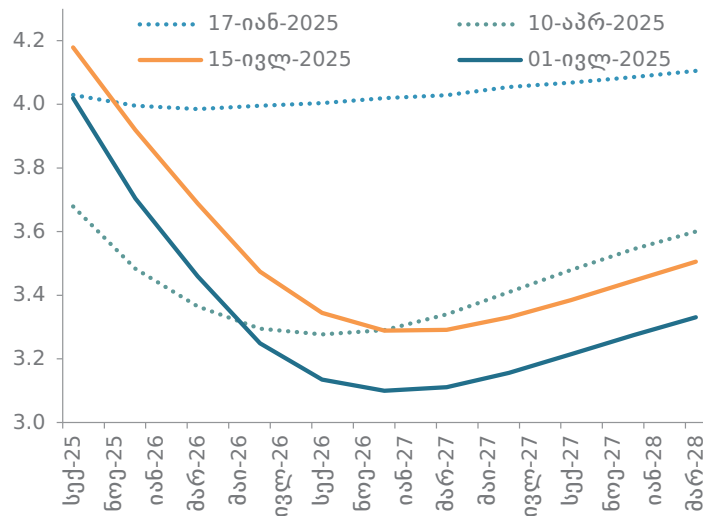
გლობალურ ეკონომიკაში გაურკვევლობა კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება (იხ. დიაგრამა 1.1). აშშ-ის სატარიფო პოლიტიკის გარშემო არსებული გაურკვევლობა გლობალური არასტაბილურობის ერთ-ერთ ძირითად წყაროდ რჩება და ეკონომიკური ფრაგმენტაციის რისკებს აძლიერებს. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ მიმდინარე ეტაპზე, სატარიფო პოლიტიკის შედეგები მოსალოდნელზე ნაკლებად მწვავე აღმოჩნდა. მეორე მხრივ, ახლო აღმოსავლეთში კონფლიქტის გამწვავება გლობალური მიწოდების ჯაჭვების მოშლის საფრთხეს ქმნის, რაც, ინფლაციურ წნეხს დამატებით აძლიერებს. თავის მხრივ, მაღალი გაურკვევლობა აისახება გლობალურად გამკაცრებულ ფინანსურ პირობებშიც, რაც ეკონომიკური აქტივობის შენელების რისკებს ტოვებს. საერთაშორისო ორგანიზაციების უახლესი შეფასებებით, სტაგფლაციური რისკები კვლავ ნარჩუნდება. კერძოდ, ივნიში, მსოფლიო ბანკის¹ გლობალური ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი, იანვრის პროგნოზთან შედარებით, 2.7%-დან 2.3%-მდე შემცირდა, ხოლო ინფლაციის პროგნოზი 2.7%-დან 2.9%-მდე გაიზარდა. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (სსფ)² ივლისში განახლებული პროგნოზებით, აპრილთან შედარებით, რეალური მშპ-ის ზრდა 0.2 პროცენტული პუნქტით (პპ-ით) 3.0%-მდე გაიზარდა, ხოლო ინფლაცია 0.1 პპ-ით 4.2%-მდე შემცირდა.

აშშ-ის ეკონომიკური პოლიტიკა კვლავ მაღალი გაურკვევლობით ხასიათდება. ბუნდოვანებითაა მოცული სატარიფო პოლიტიკა - ტარიფებზე მოქმედი 90-დღიანი პაუზა აგვისტომდე გახანგრძლივდა. 2025 წლის პირველი კვარტალის სუსტი ეკონომიკური

1 2025 წლის ივნიის გლობალური ეკონომიკური პერსპექტივები, მსოფლიო ბანკის ჯგუფი.

2 2025 წლის ივლისის გლობალური ეკონომიკური პროგნოზის განახლება, საერთაშორისო სავალუტო ფონდი.

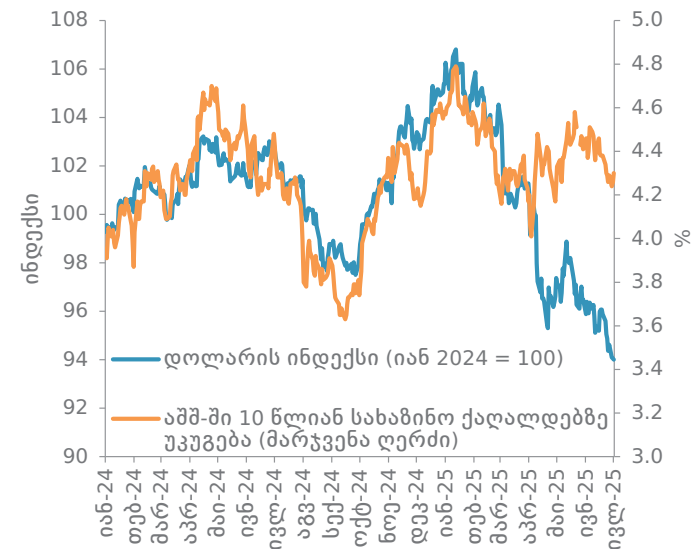
დისინფლაციური პროცესის შენელების შედეგად, ივლისის დასაწყისთან შედარებით, ფინანსურ ბაზრებზე Fed-ის განაკვეთის ტრაექტორია კვლავ ზრდის მიმართულებით გადაიხედა.



დიაგრამა 1.2. ბაზრის მოლოდინები ფედერალური სარეზერვო სისტემის პოლიტიკის განაკვეთის ტრაექტორიაზე

წყარო: ატლანტას ფედერალური სარეზერვო ბანკი (Atlanta Fed).

აშშ დოლარის ინდექსი (DXY) ბოლო რამდენიმე თვეში მნიშვნელოვნად შესუსტდა. 10 წლიანი სახაზინო ქაღალდების უკუგების მაღალ ნიშნულზე შენარჩუნება დაფინანსების ხარჯების ზრდასა და გამზდილ ინფლაციურ მოლოდინებზე მიუთითებს, რაც მაკროეკონომიკური დისბალანსის ზრდის რისკებს წარმოშობს.



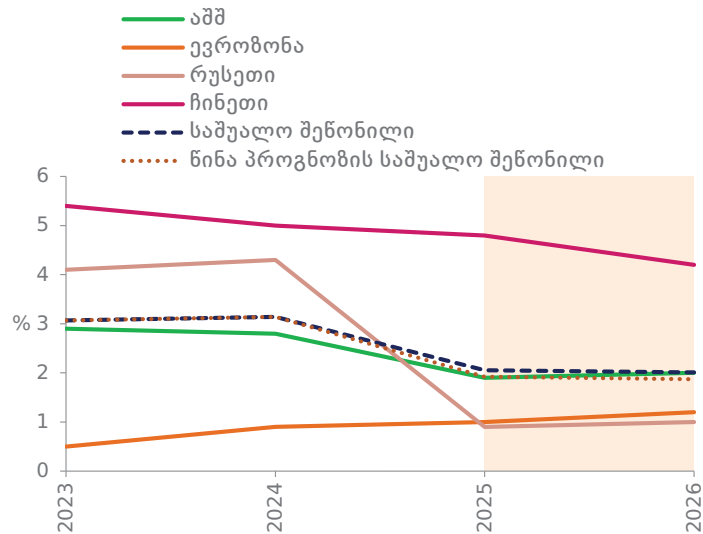
დიაგრამა 1.3. დოლარის ინდექსი (DXY) და 10-წლიანი სახაზინო ფასიან ქაღალდებზე უკუგება

წყარო: ბლუმბერგი, FRED.

აქტივობის შემდგომ, რომელიც დიდწილად იმპორტის წინასწარი შესყიდვებით იყო განპირობებული, მეორე კვარტალში ერთობლივი მოთხოვნა კვლავ ძლიერია და ატლანტის ფედერალური სარეზერვო ბანკის მიმდინარე შეფასებით მის პოტენციურ დონესაც აჭარბებს, რაც ინფლაციურ წნეხს წარმოქმნის. ერთობლივი მოთხოვნის წყარო კვლავ ძლიერი მოხმარებაა, რასაც, თავის მხრივ, შინამეურნეობების საბალანსო უწყისების მყარი პოზიცია და საფონდო ბაზრებზე აქტივების მაღალ დონეზე შენარჩუნებული ფასები განაპირობებს. აღნიშნულს თან ერთვის ფისკალური სტიმულიც, რომელიც, თავის მხრივ, გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებზე აისახება. შედეგად, აშშ-ში განსაკუთრებით შენელებულია ხისტი ფასების დისინფლაციის ტემპი. დაანონსებულ სატარიფო პოლიტიკასა და შიდა მოთხოვნასთან ერთად, მიგრაციის პოლიტიკის გამკაცრებაც ინფლაციური რისკების მატარებელია, ვინაიდან ხელფასებზე წნეხი იზრდება. არსებული ტენდენციებისა და ინფლაციური რისკების ფონზე, ივლისის დასაწყისთან შედარებით, ბაზრის მოლოდინები საპროცენტო განაკვეთების ტრაექტორიაზე კვლავ ზრდის მიმართულებით გადაიხედა (იხ. დიაგრამა 1.2). ამავდროულად, 10-წლიანი სახაზინო ქაღალდებზე უკუგება მაღალ დონეზე ნარჩუნდება (იხ. დიაგრამა 1.3). არსებული გაურკვევლობის ფონზე კი, აშშ დოლარი გლობალურად კვლავ შესუსტებულ პოზიციას იკავებს.

რაც შეეხება ევროზონას, მთლიანი ინფლაცია მიზნობრივ 2%-იან მაჩვენებელს დაუბრუნდა, თუმცა მომსახურების ინფლაცია კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება და ივნისში 3.3%-ს შეადგენს. აღნიშნულს დიდწილად ხელფასების მაღალი ზრდის ტემპი და შრომის ბაზრის სიმჭიდროვე განაპირობებს. მთლიანი ინფლაციური დინამიკის ფონზე, ევროპის ცენტრალური ბანკი ნელი ტემპით განაგრძობს პოლიტიკის ნორმალიზებას. რაც შეეხება ეკონომიკურ აქტივობას, ნევრ ქვეყნებს შორის სხვადასხვაგვარი დინამიკა ვლინდება. 2025 წლის პირველ კვარტალში, გასული წლების ვარდნის შემდგომ, გერმანიის ეკონომიკაში ზრდა დაფიქსირდა. ევროზონის სხვა ქვეყნებში სუსტი მრეწველობა კვლავ მნიშვნელოვან შემაფერხებელ ფაქტორად

საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში, წინა პროგნოზთან შედარებით, ეკონომიკური ზრდის მოლოდინები თითქმის უცვლელია, თუმცა ევროზონის ქვეყნების ზრდის მოლოდინი - დაგეგმილი ფისკალური სტიმულისა და შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის ფონზე - მცირედით გაუმჯობესდა.

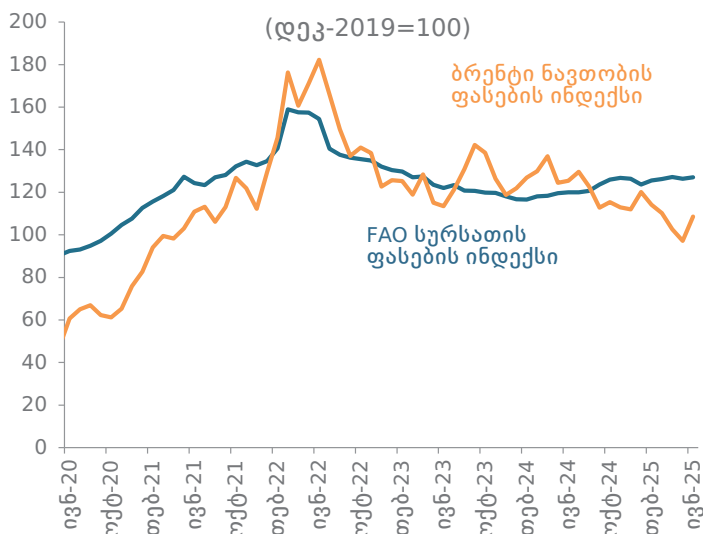


დიაგრამა 1.4. რეალური მშპ-ის ზრდა საქართველოს ეკონომიკურ პარტნიორ ქვეყნებში*

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

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

ახლო აღმოსავლეთში განვითარებული მოვლენების გამო, ივნისში ნავთობის ფასებმა მოიმატა, თუმცა შემდგომ კვლავ 68-70 დოლარის ფარგლებში დასტაბილურდა. სურსათის საერთაშორისო ინდექსი მცირედით გაიზარდა, რაც ინფლაციურ რისკებს შეიცავს. საშუალოვადიან პერიოდში სასაქონლო ფასების დინამიკა კვლავ ბუნდოვანია.



დიაგრამა 1.5. საერთაშორისო სასაქონლო ფასები, ინდექსი, დეკ-2019=100

წყარო: FAO, ბლუმბერგი, სებ-ის გაანგარიშება.

რჩება. გარდა ამისა, გლობალური სავაჭრო დაძაბულობის განახლება, განსაკუთრებით კი აშშ-თან, საფრთხეს უქმნის ექსპორტის კონკურენტუნარიანობას და ევროზონის ეკონომიკური აქტივობის შენელების რისკებს ზრდის (დიაგრამა 1.4).

ჩინეთში, დროებითი სატარიფო ზავის პირობებში, მძლავრი ინდუსტრიული გამოშვებისა და ივნისში მოსალოდნელზე მაღალი ექსპორტის გავლენით, ეკონომიკურმა ზრდამ 5.2% შეადგინა. თუმცა, გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი კვლავ 4.2%-ის ფარგლებშია, რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, გლობალური ეკონომიკის გრძელვადიანი ზრდის შენელებაში ითარგმნება. აღსანიშნავია, რომ 2025 წლის ივნისში, ბოლო თვეების დეფლაციის შემდგომ, 0.1%-იანი ინფლაცია დაფიქსირდა.

რაც შეეხება რუსეთს, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მცირედით შემცირების მიუხედავად, ცენტრალური ბანკი არსებული ინფლაციური წნეხის გათვალისწინებით, მკაცრ მონეტარულ პოლიტიკას ინარჩუნებს. სტრუქტურული გამოწვევები, როგორიცაა სამხედრო ხარჯების შედეგად წარმოქმნილი დისბალანსი, არასამხედრო სექტორებში დაბალი ინვესტიციები და საგარეო შემოსავლების შესუსტება, კვლავ ნარჩუნდება. გეოპოლიტიკური რისკები, მიმდინარე და პოტენციურად დამატებითი ეკონომიკური სანქციები რუსეთის ეკონომიკური ზრდის საშუალოვადიან პერსპექტივას აუარესებს (იხ. დიაგრამა 1.4).

სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ჯერ კიდევ სუსტი ეკონომიკური მოლოდინები და დისინფლაციის შენელებული პროცესი საქართველოს საგარეო მოთხოვნასა და იმპორტირებულ ინფლაციაზეც აისახება. ამ უკანასკნელს კი, დაძაბული გეოპოლიტიკური ვითარების ფონზე, დამატებით ამწვავებს გლობალური მიწოდების ჯაჭვების რღვევისა და საერთაშორისო სასაქონლო პროდუქტების ფასების მაღალი მერყეობის რისკები.

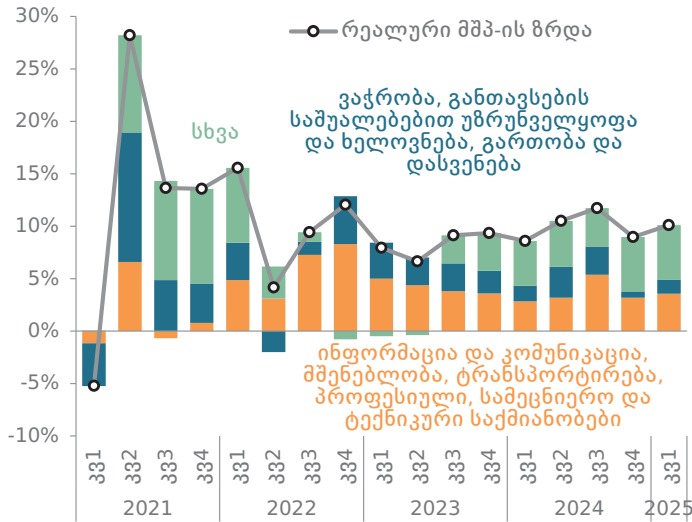
ივნისში სურსათის საერთაშორისო ფასების ინდექსი წლიურად 5.8%-ით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 1.5). მიუხედავად გლობალური მოთხოვნის შენელებისა, მიწოდების მხარეს არსებული წნეხი - მათ შორის, არახელსაყრელი კლიმატური პირობე-

ბით გამოწვეული შეფერხებები, სურსათის საერთაშორისო ბაზარზე ზრდის მიმართულებით აისახება. ეს საქართველოს ბაზარს გარკვეულწილად უკვე გადმოეცა და სურსათის ფასები გაზარდა.

საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის ფასები კვლავაც მაღალი მერყეობით ხასიათდება, რაც მიწოდებისა და მოთხოვნის მხრიდან მოქმედი ურთიერთსაწინააღმდეგო ფაქტორებითაა განპირობებული. ივნისში ბრენტის ნავთობის ფასმა დროებით ბოლო ხუთი თვის მაქსიმუმს მიაღწია, თუმცა ახლო აღმოსავლეთში ცეცხლის შეწყვეტის შეთანხმებამ ფასები 68-72 დოლარის დიაპაზონში დააბრუნა. მიუხედავად ბოლო პერიოდში დაფიქსირებული ფასების შემცირებისა, ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტის ხელახალი გამწვავების რისკები ნავთობის ბაზარზე გაურკვევლობას ინარჩუნებს. მეორე მხრივ, ნავთობის ჯერ კიდევ საკმარისი მარაგები და OPEC+ ქვეყნების მხრიდან წარმოების ეტაპობრივი ზრდა ფასებზე შემცირების მიმართულებით აისახება. გლობალური ეკონომიკური აქტივობის შენელებაც დამატებით დისინფლაციურ ეფექტს ქმნის. მიმდინარე ეტაპზე, სანავის ფასები საქართველოში დისინფლაციურია, თუმცა მისი სამომავლო გავლენა, სხვა თანაბარ პირობებში, დიდწილად დამოკიდებული იქნება როგორც გლობალურ ნავთობის ბაზრებზე მიმდინარე პროცესებზე, ისე ლარის გაცვლითი კურსის დინამიკაზე.

2. მიმდინარე მაკროეკონომიკური მდგომარეობის მიმოხილვა და საპროგნოზო სცენარები

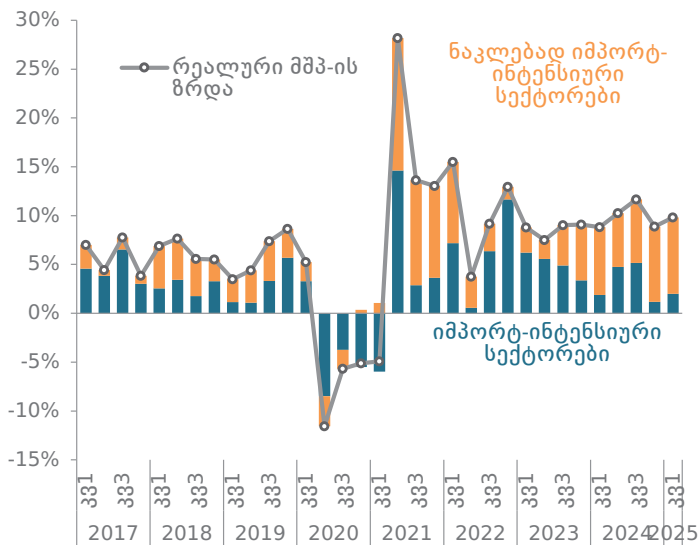
მაღალპროდუქტიული სექტორები კვლავ ეკონომიკური ზრდის ერთ-ერთ მთავარ მამოძრავებელ ძალად რჩება.



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

წყარო: სებ, საქსტატი.

მაღალპროდუქტიული სექტორების დიდი ნაწილი კი მომსახურებაზე ორიენტირებულია და ნაკლებად იყენებს იმპორტირებულ რესურსს. შესაბამისად, ეკონომიკური ზრდა ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიურია.



დიაგრამა 2.1.2. რეალური მშპ-ის სექტორული განაწილება იმპორტზე დამოკიდებულების მიხედვით (წვლილი ზრდაში)

წყარო: სებ, საქსტატი.

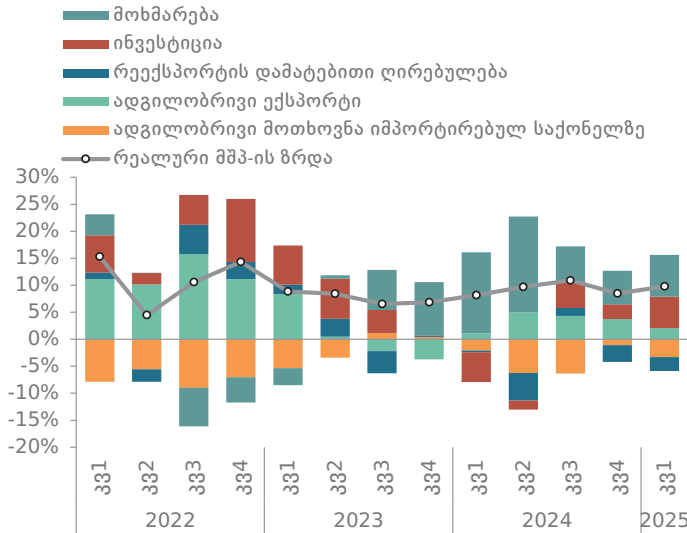
2.1. მიმდინარე მდგომარეობა

2025 წელს ეკონომიკური აქტივობა გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდასთან ნორმალურ მასშტაბზე ნელი ტემპით განაგრძობს, თუმცა, მიმდინარე ეტაპზე, კვლავ მაღალ ნიშნულზე ნარჩუნდება. კერძოდ, ეკონომიკურმა ზრდამ იანვარ-მაისში საშუალოდ 8.8% შეადგინა. ხანგრძლივად შენარჩუნებული მაღალი ეკონომიკური ზრდის ერთ-ერთი მთავარი წყარო ეკონომიკის სტრუქტურული ცვლილებებია. აღნიშნულს მოწმობს შედარებით პროდუქტიული სექტორების (ინფორმაცია და კომუნიკაცია, მშენებლობა, ტრანსპორტირება, პროფესიული, სამეცნიერო და ტექნიკური საქმიანობები) კვლავ მაღალი წვლილი რეალური მშპ-ის ზრდაში (იხ. დიაგრამა 2.1.1).

აღსანიშნავია, რომ ამ მაღალპროდუქტიული სექტორების დიდი ნაწილი ისეთი ტიპის მომსახურებაზეა ორიენტირებული, რომელიც იმპორტირებულ რესურსებზე ნაკლებად არის დამოკიდებული. შესაბამისად, ეს სექტორები ეკონომიკაში შედარებით უფრო მეტ დამატებულ ღირებულებას ქმნიან და საბოლოოდ ეკონომიკური ზრდა ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიურია (იხ. დიაგრამა 2.1.2 და ჩანართი 1). მეორე მხრივ, სტრუქტურულ ფაქტორებთან ერთად, მაღალ ზრდას ძლიერი ადგილობრივი მოთხოვნაც (მოხმარება და ინვესტიციები) განაპირობებს (იხ. დიაგრამა 2.1.3). ბოლო კვარტალებში ეკონომიკურ ზრდაში ერთ-ერთი წამყვანი წვლილი შეაქვს ინვესტიციებს, რაც მეტწილად კაპიტალის ფორმირებით ხორციელდება. ეს, ნაწილობრივ, წინა წლის შედარებით დაბალი ბაზის ასახვაა. თუმცა, მთლიანობაში, ინვესტიციები დადებითად აისახება კაპიტალის დაგროვებასა და ეკონომიკის გრძელვადიან დინამიკაზე.

მაღალი ეკონომიკური აქტივობის მიუხედავად ერთობლივი მოთხოვნა ნორმალური მაღალი ნიშნის ავლენს. აღნიშნულს კი საკრედიტო აქტივობის ზრდის ტემპის მის ოპტიმალურ დონესთან დაახლოებაც უწყობს ხელს. კერძოდ, 2025 წლის ივნისის

ადგილობრივი მოთხოვნის წვლილი მშპ-ის ზრდაში კვლავ დიდია.

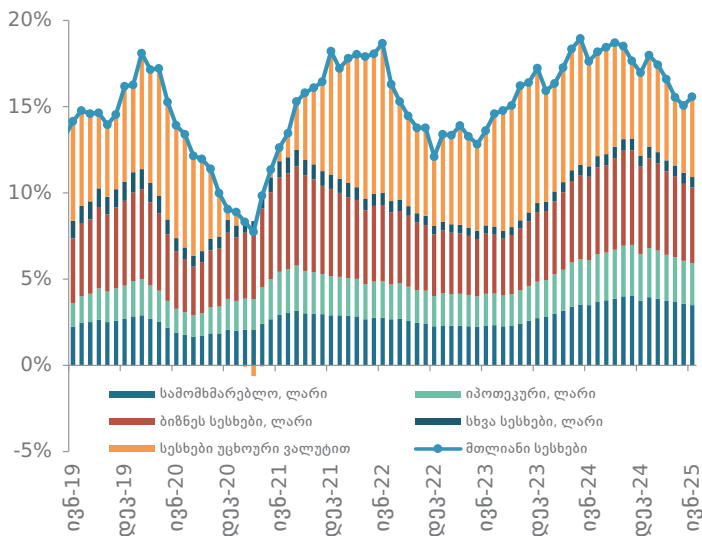


დიაგრამა 2.1.3. რეალური მშპ-ის ზრდა დანახარჯების მიხედვით (წვლილი ზრდაში)

წყარო: სებ, საქსტატი.

*რეექსპორტიდან მიღებული დამატებითი ღირებულება მოიაზრებს რეექსპორტიდან მიღებულ შემოსავალს რეექსპორტისთვის განკუთვნილი იმპორტის გამოკლებით. ადგილობრივად მოხმარებული იმპორტი მოიცავს იმპორტს რეექსპორტისთვის განკუთვნილი პროდუქტის გარეშე.

გლობალურად მკაცრი ფინანსური პირობების ფონზე, დაკრედიტების ზრდის ტემპი მისი ოპტიმალური დონის ფარგლებში ნარჩუნდება, რაც ერთობლივი მოთხოვნის ნორმალიზებასაც უწყობს ხელს.



დიაგრამა 2.1.4. ჯამური სესხების ნაკადების ზრდის ტემპი ეროვნული და უცხოური ვალუტების ჭრილში

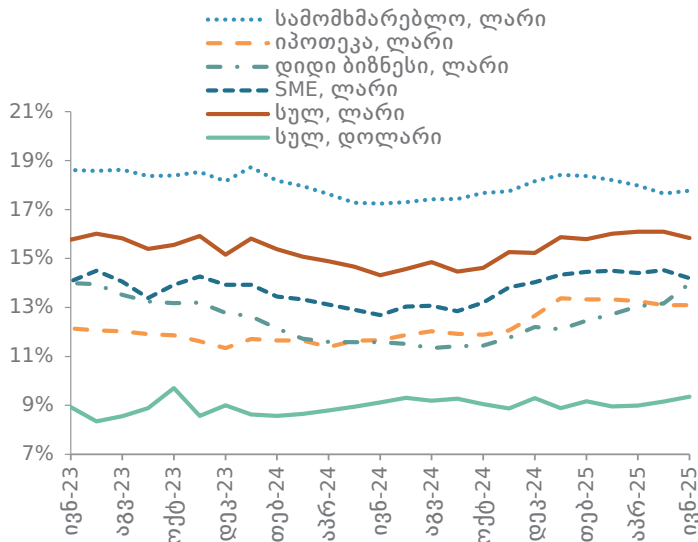
წყარო: სებ.

მდგომარეობით მთლიანი დაკრედიტების ზრდის ტემპმა 15.6% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.1.4). აღსანიშნავია, რომ სესხების ზრდის ტემპის ნორმალიზებას დიდწილად ლარის სესხების ზრდის ტემპის შენელება განაპირობებს. ეს უკანასკნელი, გლობალური გაურკვევლობის შედეგად გამკაცრებულ ფინანსურ პირობებს უკავშირდება, რაც ყველაზე მეტად ბიზნესის სესხებზე აისახა. კერძოდ, ლარში გაცემულ ბიზნესის სესხებზე საპროცენტო განაკვეთები გაზრდილია (იხ. დიაგრამა 2.1.5). ამავდროულად, გლობალური ფინანსური პირობების მკაცრობაზე შენარჩუნება, განსაკუთრებით კი აშშ-ში, საქართველოში უცხოური ვალუტის სესხების ფინანსურ პირობებზეც აისახება (იხ. დიაგრამა 1.2 და 1.3).

მაღალი ადგილობრივი მოთხოვნის მიუხედავად, იმპორტი ბოლო თვეებში შენელებულია. ეს კი, როგორც აღინიშნა, უფრო მეტად მომსახურების სექტორის ზრდით აიხსნება, რომელიც ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიურია. კერძოდ, 2025 წლის პირველ ნახევარში საქონლის იმპორტის ის წილი, რომელიც ადგილობრივად მოიხმარება, წლიურად 2.1%-ით გაიზარდა, ხოლო საქონლის ჯამური იმპორტის წლიური ზრდის ტემპმა 5.8%³ შეადგინა. იმავე პერიოდში, საქონლის ექსპორტმა წლიურად 13.7%-ით მოიმატა. თუმცა, სავაჭრო პარტნიორებში მოსალოდნელი ეკონომიკური ზრდის შენელება, საქონლის ექსპორტის დინამიკაზე შესაძლოა უარყოფითად აისახოს. ამჟამად, საქონლის სავაჭრო ბალანსი, განსაკუთრებით 2025 წლის მეორე კვარტალში, მიმდინარე ანგარიშის ბალანსზე დადებითად აისახება. აღსანიშნავია, რომ მომსახურების ექსპორტი კვლავ საგარეო შემოსულობების მნიშვნელოვან წყაროს წარმოადგენს. მათ შორის, განსაკუთრებით კი ბოლო პერიოდში, ინფორმაციისა და კომუნიკაციის სექტორის (ICT) ექსპორტიდან მიღებული შემოსავლები გაიზარდა. კერძოდ, ICT სექტორის ექსპორტის მშპ-თან ფარდობამ ბოლო 8 კვარტალის მაქსიმუმს მიაღწია და 3.4% შეადგინა. ტრანსპორტირების სექტორის ექსპორტის მშპ-თან ფარდობა

3 2025 წლის იანვარში გამოცემულია ერთჯერადი ფაქტორები, კერძოდ ნახატები და ქანდაკებები.

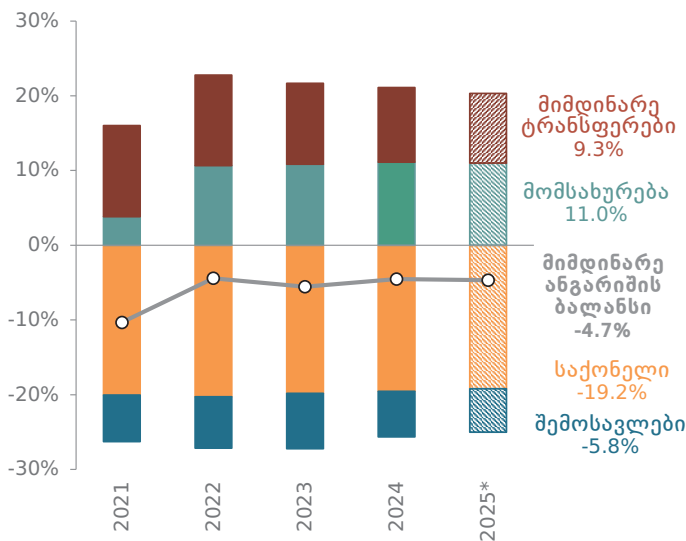
მსხვილი ბიზნესისათვის განკუთვნილ ლარის სესხებზე ფინანსური პირობები გამკაცრებულია.



დიაგრამა 2.1.5. ეროვნულ და უცხოურ ვალუტაში გაცემული სესხების ნაკადებზე საპროცენტო განაკვეთები (ლარის სესხი წარმოდგენილია მიზნობრიობის მიხედვით)

წყარო: სებ.

საგარეო სექტორის დადებითი ტენდენციები, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის მისი წონასწორული დონის ფარგლებში (მშპ-ის 5-5.5%) შენარჩუნებას უწყობს ხელს.



დიაგრამა 2.1.6. მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის დეკომპოზიცია (% მშპ-თან, BPM5-ის მიხედვით)

წყარო: სებ.

5%-ის დონეზე ნარჩუნდება. შესაბამისად, ეკონომიკური ზრდის მამოძრავებელი სექტორები მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტსაც აუმჯობესებენ. აღსანიშნავია, რომ მზარდია ფულადი გზავნილების დინამიკაც. კერძოდ, 2025 წლის მეორე კვარტალის წლიურმა ზრდამ 10% შეადგინა. არსებული დინამიკისა და ზემოხსენებული გლობალური რისკების გათვალისწინებით, 2025 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მოსალოდნელია, რომ მის წონასწორულ 5%-იან დონესთან ახლოს შენარჩუნდება (იხ. დიაგრამა 2.1.6). თავის მხრივ, ძლიერი საგარეო შემოდინებები როგორც ექსპორტის, ისე ტრანსფერების არხით, ლარის გაცვლითი კურსის გამყარებულ პოზიციაზე შენარჩუნებას უწყობს ხელს.

ლარის დოლართან მიმართებით შედარებით მყარი პოზიციის შენარჩუნება დისინფლაციურია საბალანსო უწყისის არხით. კერძოდ, მწარმოებლებს დოლარში არსებული ვალდებულებების ტვირთი უმსუბუქდებათ, რაც საწარმოო დანახარჯებს ამცირებს და ფასების ზრდის წნეხს არბილებს. ლარის კურსის სტაბილური პოზიციის შენარჩუნების პარალელურად, დეპოზიტების დოლარიზაციამ შემცირების დინამიკა განაგრძო. კერძოდ, 2025 წლის ივნისში წინა თვესთან შედარებით, 1.2 პპ-ით 49.7%-მდე შემცირდა (იხ. დიაგრამა 2.1.7).

აღსანიშნავია ისიც, რომ დოლარის გლობალური პოზიცია საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების დოლართან მიმართებით გაცვლით კურსზეც დადებითად აისახა, გარდა თურქეთისა. შედეგად, ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი, დიდწილად, თურქულ ლირასა და დოლართან გამყარების შედეგად ინარჩუნებს სტაბილურობას. ხოლო, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი კი, ბოლო თვეებში, ინფლაციათა შორის დიფერენციალის არხით მის წონასწორულ დონესთან დაახლოებას განაგრძობს (იხ. დიაგრამა 2.1.8). თავის მხრივ, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის წლიური გაუფასურება ადგილობრივი ვაჭრობადი პროდუქტების კონკურენტუნარიანობის ზრდას უწყობს ხელს. თუმცა, იმპორტირებულ ინფლაციაზე ზრდის მიმართულებით მოქმედებს.

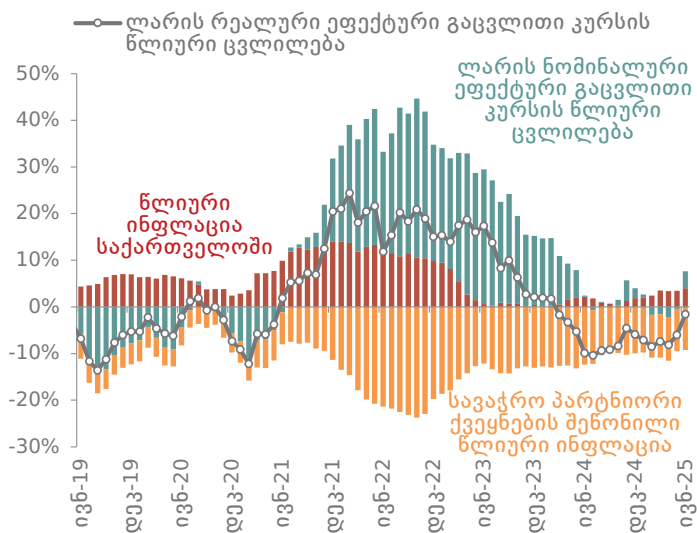
დეპოზიტების დოლარიზაციის მაჩვენებელი, წინა პერიოდში დაფიქსირებული მნიშვნელოვანი ზრდის შემდეგ მცირდება, რაზეც დადებითად აისახება ლარის სტაბილური პოზიციის შენარჩუნება.



დიაგრამა 2.1.7. მთლიანი დეპოზიტების დოლარიზაცია (გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით)

წყარო: სეზ.

რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი ეტაპობრივად წონასწორულ დონეს უახლოვდება, რასაც ხელს უწყობს სავაჭრო პარტნიორებთან შედარებით საქართველოში დაბალი ინფლაციის შენარჩუნება.



დიაგრამა 2.1.8. 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.

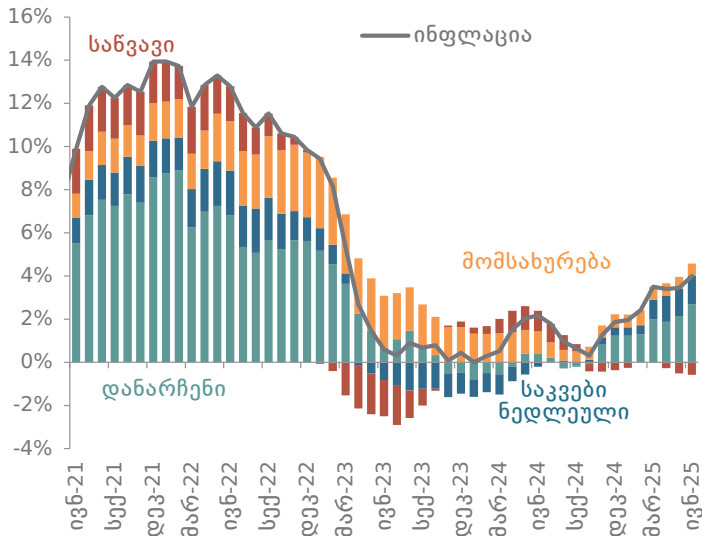
მიმდინარე ეტაპზე, იმპორტირებული პროდუქტების დეფლაციას დიდწილად საერთაშორისო ბაზრებზე ნავთობის ფასების წლიურად კლებადი ტენდენცია განაპირობებს (იხ. დიაგრამა 1.5 და 2.1.9). მეორე მხრივ, საერთაშორისო ბაზრებზე გარკვეული რისკების რეალიზება, ინფლაციას გარკვეულწილად უკვე გადმოეცა და მოქნილი ფასების ინფლაცია გაზარდა. ამავდროულად სურსათის საერთაშორისო ფასების მზარდმა ტენდენციამ, განსაკუთრებით კი საკვები ზეთის ფასის წლიურმა მატებამ, ადგილობრივ ბაზარზე შერეული ინფლაციის ზრდას შეუწყო ხელი (იხ. დიაგრამა 2.1.10). თუმცა, ივნისში მზესუმზირის ზეთზე ფასი თვითრეგულირებადი გლობალურად შემცირდა. ასევე, შაქრის საერთაშორისო ფასის კლებადი ტენდენცია გრძელდება, რაც ადგილობრივ ბაზარსაც გადმოეცემა. შესაბამისად, სურსათის საერთაშორისო ბაზარზე შერეული სიგნალები ვლინდება.

აღსანიშნავია, რომ ადგილობრივი ინფლაციის ზრდა, პურის ერთჯერად გაძვირებასთან ერთად, ცალკეული ტიპის მომსახურებაზე, განსაკუთრებით ჯანდაცვაზე, გაზრდილ ფასებს ასახავს. მაგრამ მომსახურების ჯამური ინფლაცია 2025 წლის ივნისში კვლავ 3%-იან მიზნობრივ მაჩვენებელზე დაბალი შენარჩუნდა და 2.3% შეადგინა. აღნიშნული, მომსახურებაზე ფასების სიხისტის გათვალისწინებით, გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობაზე მიუთითებს. საგულისხმოა, რომ გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებს კარგად ასახავს ხისტი ფასების ინფლაციაც, რომელიც, პურის ფასის ერთჯერადი კორექტირების ეფექტის გამორიცხვით, მიზნობრივი მაჩვენებლის გარშემო ნარჩუნდება.

ნაკლებად ინფლაციურია შრომის ბაზარიც. პროდუქტიულობის ზრდის ტემპი მაღალია და ხელფასების ზრდის ტემპთან ახლოსაა. შესაბამისად, პროდუქციის ერთეულის საწარმოებლად საჭირო შრომის დანახარჯის ზრდის ტემპი სამიზნე 3%-იან ინფლაციაზე ნაკლებია და შრომის ბაზრიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხიც მცირეა (იხ. დიაგრამა 2.1.11).

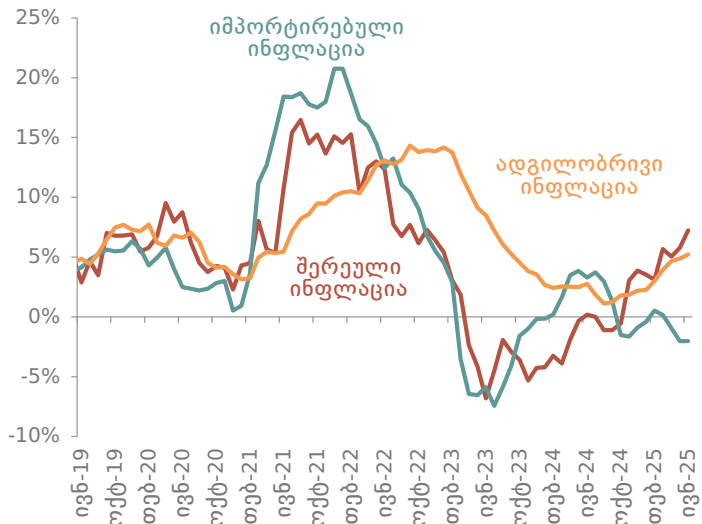
შემოაღნიშნული ტენდენციებიდან გამომდინარე, სურსათის ფასების ინფლაცია სა-

საერთაშორისო ბაზრებზე საკვები ნედლეულის ფასები, წინა თვეებთან შედარებით, ინფლაციას კვლავ მომიერად ზრდის, ხოლო საწვავი კვლავ დისინფლაციურია.



დიაგრამა 2.1.9. ინფლაცია კომპონენტების მიხედვით
წყარო: სებ, საქსტატი.

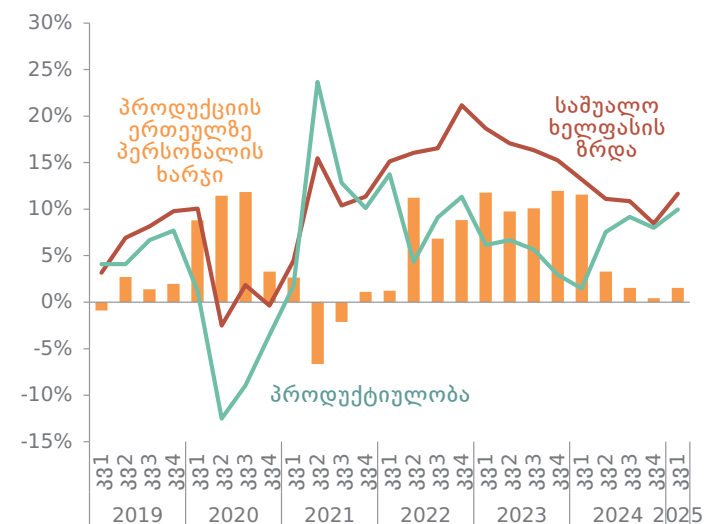
ბოლო თვეებში ადგილობრივი და საერთაშორისო სურსათის ფასები ზრდის შერეულ და ადგილობრივ ინფლაციებს, თუმცა იმპორტირებული ინფლაციის კომპონენტი კვლავ ამცირებს მთლიანი ინფლაციის დონეს.



დიაგრამა 2.1.10. შერეული, ადგილობრივი და იმპორტირებული წლიური ინფლაციები
წყარო: სებ, საქსტატი.

ყურადღებოა. მიუხედავად იმისა, რომ ის, დიდწილად, ცალკეულ პროდუქტზე ფასის ერთჯერად მატებას ასახავს, მისი ხანგრძლივად შენარჩუნება ინფლაციური მოლოდინების ზრდის რისკებს შეიცავს. გასათვალისწინებელია, რომ 2025 წლის აგვისტოდან ინტერნეტის გადასახდელის დისინფლაციური ეფექტი ამოვარდება, რაც მთლიან ინფლაციას მომდევნო ერთი წლის განმავლობაში მინიმუმ 0.4 პპ-ით გაზრდის. თუმცა, აღნიშნულის საპირისპიროდ, ადგილობრივი ეკონომიკური ფუნდამენტური ფაქტორები კვლავ ინფლაციის სტაბილიზაციის ხელშეწყობია. კერძოდ, წარმოების პოტენციალის გაუმჯობესება ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნის ფასებზე გავლენას გარკვეულწილად ანეიტრალებს. ამავდროულად, ნომინალური კურსის შედარებით სტაბილური პოზიციაც ინფლაციურ წნეხს არბილებს.

ერთი მხრივ, ხელფასების ზრდის ტემპის მოდერატივის, ხოლო, მეორე მხრივ, პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის ხარჯის ზრდის ტემპის ნორმალიზების შედეგად, ინფლაციური წნეხი შერბილებულია.



დიაგრამა 2.1.11. საშუალო ხელფასი, შრომის პროდუქტიულობა და პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის ხარჯი, წ/წ ზრდის ტემპი
წყარო: საქსტატი, სებ.

2.2. ცენტრალური სცენარი

გლობალურ ეკონომიკაში გაურკვევლობის დონე კვლავ მაღალია. მსოფლიო ეკონომიკის ფრაგმენტაცია და რეგიონული გეოპოლიტიკური ტურბულენტობა მნიშვნელოვან რისკად რჩება. ამასთან, საყურადღებოა ადგილობრივი ეკონომიკის დინამიკაც, განსაკუთრებით კი სურსათის ფასების ზრდითა და ერთობლივი მოთხოვნით გამოწვეული ინფლაციური წნეხი. აღნიშნული ტენდენციებისა და გაურკვევლობის ფონზე, საქართველოს ეროვნული ბანკის (სებ) **ცენტრალური სცენარი** მოიცავს მიმდინარე ინფორმაციის ფართო სპექტრს, დაშვებებს როგორც ეგზოგენური ფაქტორების, ისე ეკონომიკის გადაცემის მექანიზმების შესახებ და მონეტარული პოლიტიკის რეაგირების პრეფერენციებს⁴.

ბოლო პერიოდში გლობალური გაურკვევლობის ერთ-ერთ მთავარ წყაროდ აშშ-ის სატარიფო პოლიტიკით გამოწვეული მსოფლიო ეკონომიკის ფრაგმენტაცია რჩება (იხ. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა). ცენტრალური სცენარის მიხედვით, სატარიფო პოლიტიკიდან მომდინარე პირდაპირი ეფექტები საქართველოს ეკონომიკაზე მცირეა, და მისი გავლენა მეტწილად არაპირდაპირ, შენელებული გლობალური ეკონომიკური აქტივობისა და გაზრდილი გაურკვევლობის კონტექსტში განიხილება. საერთაშორისო დონეზე სატარიფო პოლიტიკის დღის წესრიგი მრავალჯერ გადაიხედა და მისი საბოლოო კონფიგურაცია ჯერ კიდევ არ არის მიღწეული. მოსალოდნელზე მეტად მწვავე სატარიფო პოლიტიკამ საქართველოს ეკონომიკას შესაძლოა მაღალი ინფლაციური სცენარისკენ უბიძგოს. ეს კი, ცენტრალურ სცენარში, რისკების მინიმიზირების მიდგომის პირობებში, მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზების მიმართ დამატებით სიფრთხილეს განაპირობებს.

ერთი მხრივ, სატარიფო პოლიტიკები ნაკლებად მწვავე აღმოჩნდა. თუმცა, მეორე მხრივ, ახლო აღმოსავლეთში ირან-ისრაელ-

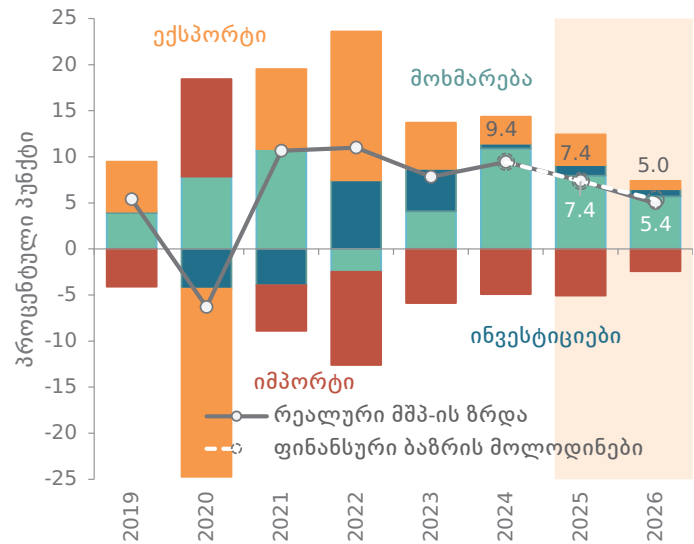
⁴ ეროვნული ბანკის პრიორიტეტები ინფლაციური მოლოდინების მიზნობრივი მაჩვენებლის გარშემო შენარჩუნების უზრუნველსაყოფად, რაც, მათ შორის, შესაძლოა გულისხმობდეს პოლიტიკის გადავადებულ ნორმალიზებას.

ლის კონფლიქტის გამწვავებით მაღალ-ინფლაციური რისკი რეალიზდა. ამან კი, რეგიონში სენტიმენტების გაუარესება და ნავთობის საერთაშორისო ბაზარზე ფასების დროებითი ზრდა გამოიწვია. ცენტრალური სცენარი ეფუძნება დაშვებას, რომ აღნიშნული რისკი უკვე სრულად რეალიზდა და მოიაზრებს ახლო აღმოსავლეთში ცეცხლის შეწყვეტის შენარჩუნებასა და ამ მიმართულებით არსებული გეოპოლიტიკური რისკების ნორმალიზებას.

მაღალი გლობალური გაურკვევლობის ფონზე, განვითარებულ ქვეყნებში ფინანსური პირობები კვლავ მკაცრია (იხ. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა, დიაგრამა 1.2-1.3). ეს კი, სხვა თანაბარ პირობებში, განვითარებადი ეკონომიკებიდან, მათ შორის საქართველოდან, კაპიტალის გადინების წნეხს აძლიერებს. თუმცა, დოლარის როლის გლობალური შესუსტება და ადგილობრივად მკაცრ პოზიციაზე შენარჩუნებული პოლიტიკის განაკვეთი აღნიშნულ წნეხს აბალანსებს. გლობალურად ფინანსური პირობების გამკაცრება საქართველოს ეკონომიკაზეც აისახა: გაიზარდა სესხის ფინანსური რესურსის მოზიდვის ღირებულება (funding cost) და საკრედიტო რისკის პრემია. აღნიშნული განსაკუთრებით თვალსაჩინოა ბიზნესის საპროცენტო განაკვეთების ზრდის ტენდენციაში. ცენტრალური სცენარი მოკლევადიან პერიოდში სწორედ ამ მკაცრი ფინანსური პირობების შენარჩუნებას მოიაზრებს. ეს, თავის მხრივ, ხელს შეუწყობს მონეტარული პირობების მკაცრ დონეზე შენარჩუნებას, საკრედიტო აქტივობის ოპტიმალურ (15%-იან) დონესთან ახლოს დარჩენას და ეკონომიკის მის გრძელვადიან პოტენციურ დონესთან ნორმალიზებას.

მიუხედავად გლობალური ტურბულენტობის და მკაცრი ფინანსური პირობებისა, ეკონომიკური ზრდა ხანგრძლივად მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. ეს კი, ეკონომიკის სტრუქტურული ცვლილებების ფონზე, ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნითა და მაღალი წარმოების პოტენციალის მოსალოდნელებზე ნელი ნორმალიზებით აიხსნება. ერთობლივი მოთხოვნის შეფასების კუთხით, განსაკუთრებით საყურადღებოა გაძლიერებული მოხმარება, კერძოდ კი შინამეურ-

ფუნდამენტური ფაქტორების შედარებით ნელი ნორმალიზების და არსებული ძლიერი ეკონომიკური აქტივობის ფონზე ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი 2025 წელს 6.7%-დან 7.4%-მდე გადაიხედა. ამასთან, 6.4%-დან 7.4%-მდე გაუმჯობესდა ფინანსური ბაზრის საშუალო მოლოდინი ეკონომიკური ზრდის შესახებ.



დიაგრამა 2.2.1. რეალური მშპ-ის ზრდა ცენტრალური სცენარის მიხედვით და ფინანსური ბაზრის მოლოდინები ეკონომიკურ აქტივობაზე

წყარო: სეზ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

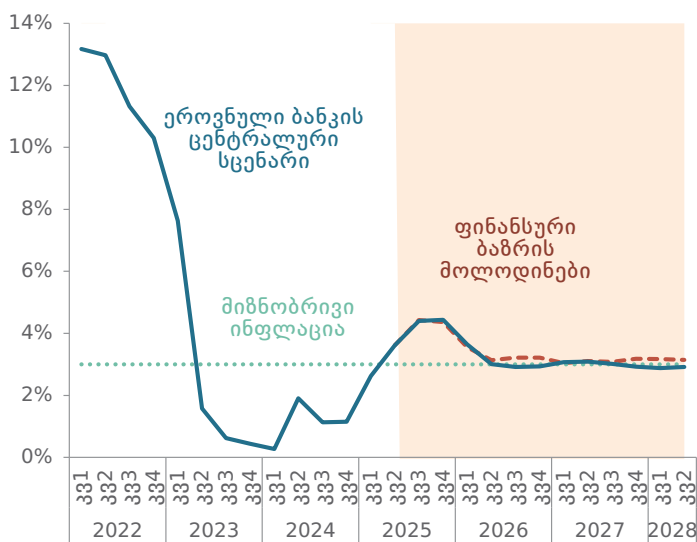
ნეობების გააქტიურებული ხარჯები. თავის მხრივ, ძლიერი საგარეო მოთხოვნა - განსაკუთრებით ინფორმაციისა და კომუნიკაციის (ICT) მომსახურების ექსპორტი - სხვა შედარებით პროდუქტიული სექტორების მაღალ ზრდასთან და კაპიტალის ფორმირების გაზრდილ მაჩვენებლებთან ერთად, წარმოების პოტენციალის მაღალი ზრდის შენარჩუნებაზე მიუთითებს. **სწორედ ფუნდამენტური ფაქტორების შედარებით ნელი ნორმალიზებისა და პირველ ხუთ თვეში ძლიერი ეკონომიკური ზრდის ფონზე, სეზ-ის ცენტრალურ სცენარში რეალური მშპ-ის ზრდა 2025 წელს 6.7%-დან 7.4%-მდე გადაიხედა (იხ. დიაგრამა 2.2.1).**

აღსანიშნავია, რომ ფინანსურ ბაზარზე ეკონომიკური ზრდის შესახებ მოლოდინები თანხვედრაშია სეზ-ის ცენტრალურ სცენართან. ბაზრის წარმომადგენელთა მაკროეკონომიკური პროგნოზები ეკონომიკურ ზრდაზე მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა და 2025 წლისთვის ბაზრის საშუალო მოლოდინი 6.4%-დან 7.4%-მდე გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 2.2.1).

ცენტრალური სცენარის მიხედვით, მაღალ-პროდუქტიულ, ექსპორტზე ორიენტირებულ და, ამასთან, ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიურ სექტორებში შენარჩუნებული მაღალი პოტენციური ზრდის ნელი ნორმალიზება ძლიერი მოთხოვნიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს არბილებს. ამასთან, მაღალი საგარეო შემოდინებების ფონზე, სხვა თანაბარ პირობებში, პოზიტიურად მოქმედებს ლარის გაცვლით კურსზე და იმპორტირებულ ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით ახდენს გავლენას. აღსანიშნავია, რომ მიმდინარე ანგარიშის პოზიტიურ დინამიკასთან ერთად, ლარის ეფექტური გაცვლითი კურსის მყარ პოზიციებს თურქული ლირისა და აშშ დოლარის გლობალური შესუსტებაც განაპირობებს. თავის მხრივ, ამ უკანასკნელთან ლარის გაცვლითი კურსის სიმყარე, რეალური თუ ფინანსური დოლარიზაციის არხით, ინფლაციურ წნეხს ამცირებს და ხელს უწყობს ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობას.

ცენტრალური სცენარის დაშვებები საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებსაც მოიცავს. კერძოდ, ამერიკის ენერგო ინფორმაციის ადმინისტრაციის (EIA) ივლისის პროგნოზზე

ცენტრალური სცენარის მიხედვით, სავაჭრო პარტნიორებიდან იმპორტირებული ინფლაციის, წინა წლის საბაზო ეფექტისა და ნავთობის გლობალურად შემცირებადი ფასების ფონზე 2025 წელს ინფლაცია დროებით 3%-იანი მაჩვენებლის ზემოთ შენარჩუნდება და საშუალოდ 3.8%-ის ფარგლებში იქნება. 2026 წელს კი, მიზნობრივ მაჩვენებელთან დასტაბილურდება და საშუალოდ 3.1%-ს შეადგენს.



დიაგრამა 2.2.2. წლიური ინფლაცია ცენტრალური სცენარის მიხედვით და ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა ინფლაციური მოლოდინები

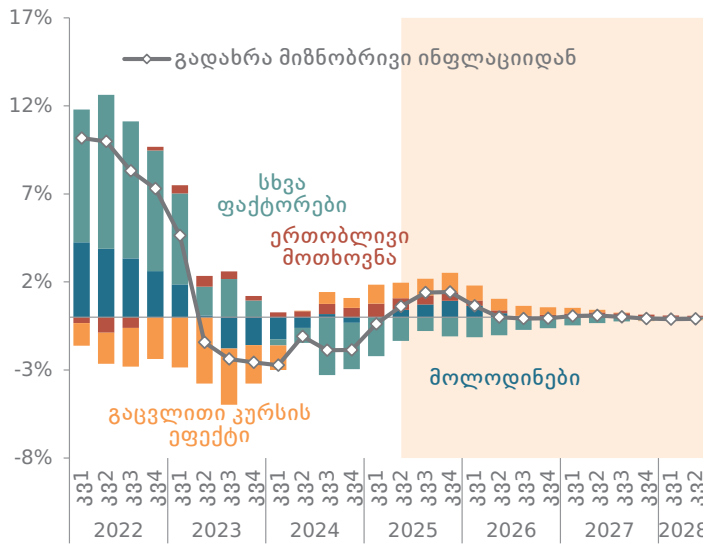
წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

დაყრდნობით, მიუხედავად ახლო აღმოსავლეთში არსებული გეოპოლიტიკური რისკების შედეგად გაზრდილი ფასებისა, ნავთობის გლობალური მარაგებისა და დაგეგმილი წარმოების ზრდის ფონზე, 2025 წელს ბრენტის ტიპის ნავთობის ფასი ბარელზე საშუალოდ 69 აშშ დოლარს შეადგენს, ხოლო 2026 წელს - 58 დოლარამდე მცირდება. აღსანიშნავია, რომ ეს პროგნოზი არ მოიცავს OPEC+-ის 5 ივლისის გადაწყვეტილებას, წარმოების მოსალოდნელზე მეტად ზრდასთან დაკავშირებით, რამაც შესაძლოა წელსვე გააძლიეროს ნავთობის ფასების დაღმავალი ტრაექტორია.

რაც შეეხება სურსათის საერთაშორისო ფასების ინდექსს (FAO), კლიმატური და გეოპოლიტიკური ვითარების გათვალისწინებით, ცენტრალურ სცენარში მოაზრებულია მისი მცირედით ზრდა, თუმცა ინფლაციაზე მისი გავლენა შეზღუდული იქნება. აღსანიშნავია, რომ ადგილობრივად, მათ შორის არახელსაყრელი კლიმატური პირობების შედეგად, ინფლაციის ზრდაში მნიშვნელოვანი წვლილი შეაქვს სურსათის მაღალ ფასებს. ცენტრალური ბანკები, კლიმატური პირობების შედეგად გამოწვეულ ეგზოგენურ, გარდამავალ მიწოდების შოკებზე, როგორც წესი, არ რეაგირებენ, გარდა იმ შემთხვევებისა, როდესაც ამ შოკებს საშუალო და გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებზე არასასურველი გავლენა აქვთ. ცენტრალური სცენარი მოიაზრებს, რომ სურსათის ფასებიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი ეტაპობრივად შესუსტდება და არ გამოიწვევს მეორე რიგის ეფექტებს. საყურადღებოა, რომ ამ რისკის რეალიზება ეკონომიკას მაღალი ინფლაციური სცენარისკენ უბიძგებს. ეს კი, ცენტრალურ სცენარში, რისკების მინიმიზირების მიდგომის პირობებში, მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზების მიმართ დამატებით სიფრთხილეს განაპირობებს.

ცენტრალური სცენარის მიხედვით, სავაჭრო პარტნიორებიდან იმპორტირებული ინფლაციის, წინა წლის საბაზო ეფექტისა და ზემოთხსენებული სხვა ფაქტორების გათვალისწინებით, 2025 წელს ინფლაცია დროებით 3%-იანი მაჩვენებლის ზემოთ შენარჩუნდება და საშუალოდ 3.8%-ის ფარგლებში იქნება. 2026 წელს კი, მიზნობრივ მაჩვენებელთან დასტაბილურდება და საშუალოდ 3.1% იქნება.

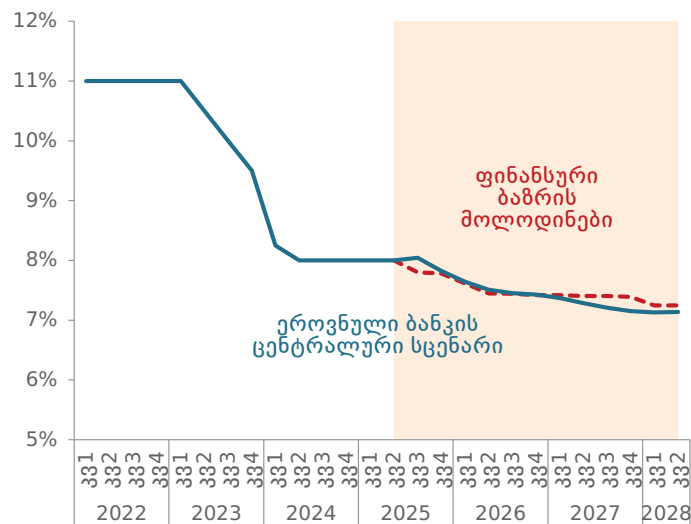
ინფლაციის მიზნობრივ დონესთან საბოლოო ნორმალიზებას, ერთი მხრივ, ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნის ინფლაციური ეფექტების, ხოლო მეორე მხრივ, ნავთობის დაბალი ფასებისა და სუსტი დოლარის გავლენების ურთიერთდაბალანსება და მათი დროში მიღევა განაპირობებს.



დიაგრამა 2.2.3. ცენტრალური სცენარით წლიური ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრის დეკომპოზიცია

წყარო: სებ, საქსტატი.

ცენტრალური სცენარის მიხედვით, მიუხედავად საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციის შემცირებული პროგნოზისა, არსებული ინფლაციური რისკების გათვალისწინებით, რისკების მინიმიზაციის მიდგომიდან გამომდინარე, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი მიმდინარე პერიოდში უცვლელად შენარჩუნდება.



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

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა.

ინფლაციის მიზნობრივ დონესთან საბოლოო ნორმალიზებას, ერთი მხრივ, ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნის ინფლაციური ეფექტების, ხოლო მეორე მხრივ, ნავთობის დაბალი ფასებისა და სუსტი დოლარის გავლენების ურთიერთდაბალანსება და მათი დროში მიღევა განაპირობებს (იხ. დიაგრამა 2.2.2-2.2.3).

2025 წლის ინფლაციის საპროგნოზო მაჩვენებელი წინა ცენტრალურ პროგნოზთან შედარებით არ შეცვლილა. მაღალი ინფლაციური სცენარის რისკების რეალიზება - ახლო აღმოსავლეთში ირან-ისრაელის კონფლიქტის დროებითი გამწვავება და სურსათის მოსალოდნელზე მაღალი ფასები - დაბალანსდა დაბალი ინფლაციური სცენარის რისკების რეალიზებით - მაღალი საწარმოო პროდუქტიულობითა და ლარის მოსალოდნელზე მყარი პოზიციებით. საგულისხმოა, რომ 2026 წლის ინფლაცია 0.4 პპ-ით შემცირდა, რაც გაუმჯობესებული ინფლაციური მოლოდინებით, ლარის გაცვლითი კურსის მოსალოდნელზე ძლიერი პოზიციითა და ნაკლებად მწვავე სატარიფო პოლიტიკებით აიხსნება.

ეკონომიკური ზრდის მოლოდინების მსგავსად, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა ინფლაციური მოლოდინებიც მეტწილად თანხვედრაშია სებ-ის ცენტრალურ სცენართან. კერძოდ, ფინანსური ბაზრის პროგნოზით, 2025 წლის საშუალო ინფლაცია, წინა კვლევასთან შედარებით, 0.3 პპ-ით 3.8%-მდე გაიზარდა. აღსანიშნავია, რომ მათი მოლოდინით 2026 წელს ინფლაცია სტაბილურდება მის მიზნობრივ მაჩვენებელთან და საშუალოდ 3.3%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.2.2).

ცენტრალური სცენარით, მიუხედავად საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციის შემცირებული პროგნოზისა, მოკლევადიან პერიოდში არსებული როგორც ადგილობრივი, ისე გლობალური ინფლაციური რისკების გათვალისწინებით, რისკების მინიმიზაციის მიდგომიდან გამომდინარე, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი მიმდინარე პერიოდში უცვლელად შენარჩუნდება. ინფლაციური რისკების მიღევის ფონზე კი, საქართველოს ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ფრთხილ ნორმალიზებას გა-

აგრძელებს, რაც ასევე თანხვედრაშია ფინანსურ ბაზარზე არსებულ მოლოდინებთან (იხ. დიაგრამა 2.2.4).

2.3. მაღალი ინფლაციური სცენარი

მაღალი გაურკვევლობიდან გამომდინარე, **მაღალი ინფლაციური სცენარი** ისეთივე რელევანტურია, როგორც ცენტრალური სცენარი და მოიაზრებს იდენტიფიცირებული რისკების იმგვარ რეალიზებას, რომელიც ცენტრალურ სცენართან შედარებით მაღალ ინფლაციას ჩამოაყალიბებს. შესაბამისად, ამ რისკების რეალიზების შემთხვევაში, ფუნდამენტური პროცესები მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, უფრო მაღალ ტრაექტორიას მოითხოვს. კერძოდ, აღნიშნული სცენარი ეფუძნება მიმდინარე მონაცემებით იდენტიფიცირებული როგორც გეოპოლიტიკური, ისე ადგილობრივი ინფლაციური რისკების ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო მწვავე რეალიზებას, და ასევე ითვალისწინებს სასაქონლო ბაზრებიდან მომდინარე დამატებით ინფლაციურ წნეხს.

აშშ-ის სატარიფო პოლიტიკის დღის წესრიგი არაერთხელ გადაიხედა (იხ. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა), ხოლო მისი ხელახალი გამწვავება, გლობალური ეკონომიკის ფრაგმენტაციას მოსალოდნელზე მეტად დააჩქარებს, რაც სტაგფლაციურ გარემოს წარმოქმნის და კიდევ უფრო გაზრდის გაურკვევლობას გლობალურ ეკონომიკაში (იხ. დიაგრამა 1.1). ამის საპასუხოდ კი, საპროცენტო განაკვეთები გაზრდილ დონეზე შენარჩუნდება, რამაც განვითარებადი ქვეყნებიდან განვითარებულ ქვეყნებში კაპიტალის გადინების რისკები შესაძლოა წარმოშვას. თავის მხრივ, სატარიფო პოლიტიკიდან მომდინარე მაღალი გაურკვევლობა და სტაგფლაციური გარემო აშშ-ში ნეიტრალური განაკვეთის ზრდას გამოიწვევს.

აგრეთვე, აღნიშნული სცენარი მოიაზრებს ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების ხელახალ გამწვავებას. ეს უკანასკნელი, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, რეგიონის რისკიანობას გაზრდის და ინვესტორთა მოლოდინებს გააუარესებს, რაც

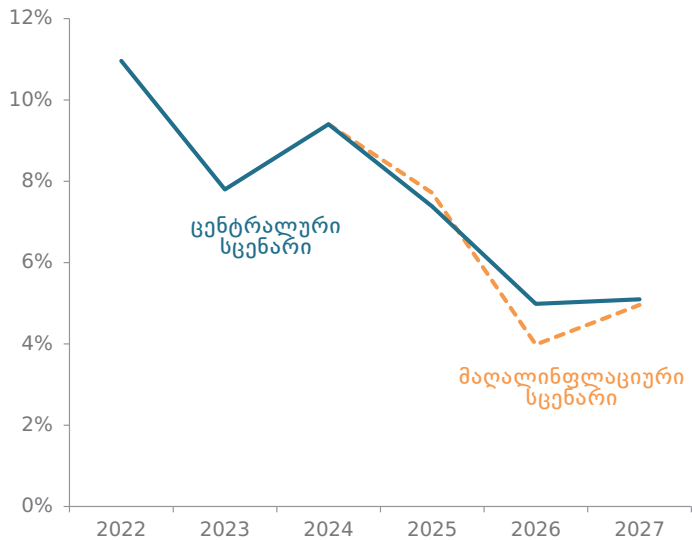
მაღალი ინფლაციური სცენარი ეფუძნება როგორც ადგილობრივად ძლიერი მოთხოვნისა და სურსათის მაღალი ინფლაციის გახანგრძლივებას, ისე გეოპოლიტიკური ვითარებისა და სატარიფო პოლიტიკის ხელახალ გამწვავებასა და სასაქონლო ბაზრებიდან გაზრდილ ინფლაციურ წნეხს.

მაღალი ინფლაციური რისკები	
» გლობალურად, ფრაგმენტაციის მოსალოდნელზე მეტად დაჩქარება - სატარიფო პოლიტიკის ხელახალი გამწვავება » ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების ხელახალი ესკალაცია » ძლიერი ადგილობრივი მოთხოვნის გახანგრძლივება	
რისკების რეალიზების ინდიკატორები	ინფლაციაზე გავლენა
ინფლაციური მოლოდინების გაუარესება	
პოტენციურზე მაღალი ეკონომიკური ზრდა	
სუსტი საგარეო შემოდინებები და მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუარესება	
ქვეყნის რისკ პრემიის ზრდა და გლობალურად მაღალი საპროცენტო განაკვეთები	
როგორც საერთაშორისო, ისე ადგილობრივი ბაზრებზე, სასაქონლო პროდუქტების მაღალი ფასები	
გავლენის ზომა	
ნეიტრალური	დაბალი
საშუალო	მაღალი
 ინფლაციის ზრდა  ინფლაციის იგივე დონე  ინფლაციის შემცირება	

ცხრილი 2.3.1 მაღალი ინფლაციური სცენარის რისკების ტაქსონომია.

წყარო: სეპ

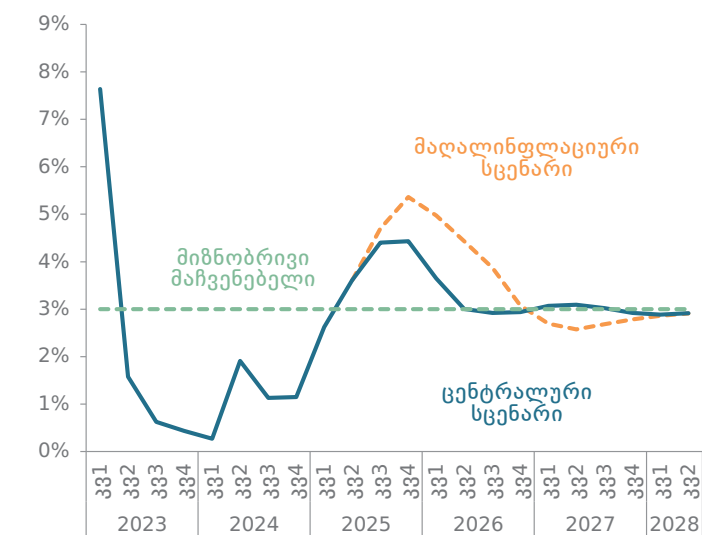
ერთი მხრივ მოკლევადიანად ძლიერი მოთხოვნის, ხოლო, მეორე მხრივ, ინფლაციური წნეხის საპასუხოდ გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკისა და გლობალური ეკონომიკური აქტივობის შენელების კვალდაკვალ, 2025 წელს ეკონომიკის ზრდა 7.7% იქნება, ხოლო 2026 წელს 4%-მდე შემცირდება.



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

წყარო: სებ, საქსტატი.

მოკლევადიანად ძლიერი მოთხოვნა, ადგილობრივად სურსათის მაღალი ინფლაციის გახანგრძლივება და სასაქონლო ბაზრებზე მზარდი ფასები მონეტარული პოლიტიკის კორიგონტზე მნიშვნელოვნად გაზრდის ინფლაციურ წნეხს.



დიაგრამა 2.3.2. წლიური ინფლაცია ცენტრალური და მაღალინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სებ, საქსტატი.

საინვესტიციო დანახარჯების შენელებაშიც აისახება. აღნიშნული, მნიშვნელოვან წნეხს წარმოქმნის ნავთობის გლობალურ ბაზარზეც, რამაც შესაძლოა საგრძნობლად შეამციროს ნავთობის გლობალური მიწოდება და შესაბამისად, გაზარდოს მისი ფასები.

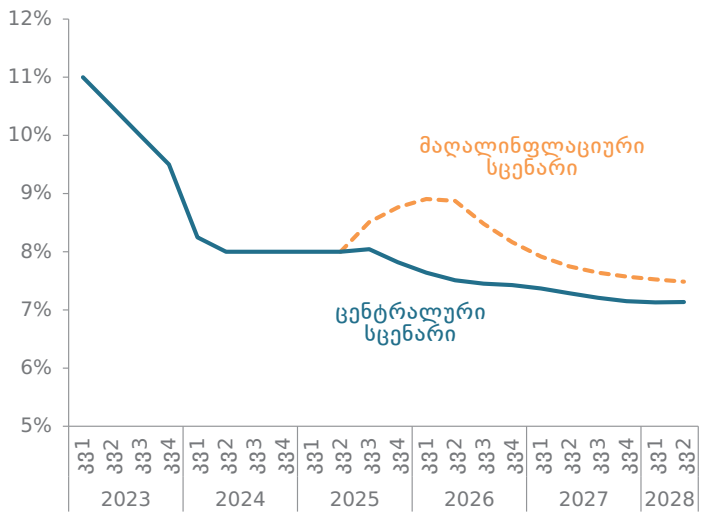
აღსანიშნავია, რომ გლობალური ეკონომიკის გამონევენების პარალელურად, მაღალინფლაციური სცენარი ადგილობრივი რისკების რეალიზებასაც გულისხმობს. კერძოდ, ეკონომიკის პოტენციალის ნორმალიზების ფონზე, ძლიერი მოთხოვნის შენარჩუნებას მოიაზრებს (იხ. დიაგრამა 2.1.3). აღნიშნული კი, 2025 წელს, საწარმოო სიმძლავრეების ჭარბი დატვირთვის ფონზე, მაღალ ეკონომიკურ აქტივობასა და მოთხოვნის მხრიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს განაპირობებს. ამასთან, წინა პერიოდში გაუარესებული კლიმატური პირობების შედეგად სურსათის გაზრდილი ფასების ხანგრძლივად შენარჩუნება (იხ. დიაგრამა 2.1.10), მეორე რიგის ეფექტების რისკებს ზრდის.

საგულისხმოა, რომ მოთხოვნის მხრიდან წარმოქმნილი ინფლაციის მიმართ ეროვნული ბანკი განსაკუთრებით არა-ტოლერანტულია. სურსათის ინფლაცია კი კრიტიკულ მნიშვნელობას მხოლოდ მაშინ იძენს, როდესაც ინფლაციურ მოლოდინებზე ახდენს გავლენას და საფრთხეს უქმნის ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის სანდოობას, რაც პოლიტიკის დამატებით გამკაცრებას განაპირობებს.

საბოლოოდ, 2026 წელს, მოთხოვნიდან მომდინარე წნეხის ნეიტრალიზების კვალდაკვალ, გლობალური ეკონომიკის პერსპექტივის გაუარესების ფონზე, ეკონომიკური ზრდა შენელდება. ამგვარად, მაღალინფლაციურ სცენარში რეალური მშპ-ის ზრდა 2025 წელს 7.7%, ხოლო 2026 წელს - 4% იქნება (იხ. დიაგრამა 2.3.1).

გაზრდილი რისკ პრემია და გლობალურად მაღალი საპროცენტო განაკვეთები, გაზრდის კაპიტალის გადინების რისკებს და დამატებით შეამცირებს საგარეო შემოდინებებს. აღნიშნული, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს გააღრმავებს და გაცვლით კურსზე გაუფასურების წნეხს წარმოქმნის. ამასთან, ახლო

ინფლაციის ან/და ინფლაციური მოლოდინების ზრდის მიმართ ეროვნულ ბანკს დაბალი ტოლერანტობა აქვს. შესაბამისად, აღნიშნულ სცენარში არსებული მაღალინფლაციური გარემო, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებას გამოიწვევს და ნორმალიზაციას ნელი ტემპით, მხოლოდ ინფლაციური გარემოს დასტაბილურების კვალდაკვალ მოახდენს.



დიაგრამა 2.3.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ცენტრალური და მაღალინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სეზ.

აღმოსავლეთში ვითარების გამწვავების ფონზე, საერთაშორისო სასაქონლო ფასების ზრდა, იმპორტირებული ინფლაციის არხით მთლიან ინფლაციასაც გადმოეცემა.

თავის მხრივ, ძლიერი მოთხოვნის მხრიდან წნეხი და სურსათის მაღალი ინფლაციის გახანგრძლივება, ადგილობრივ ინფლაციასაც გაზრდის და საფრთხეს შეუქმნის ინფლაციურ მოლოდინებს. შესაბამისად, მაღალინფლაციური სცენარის რეალიზების შემთხვევაში, ინფლაცია, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, 2025 წელს 0.3 პპ-ით მაღალი იქნება და საშუალოდ 4.1 %-ს შეადგენს, ხოლო 2026 წელს - 1 პპ-ით და საშუალოდ 4.1% იქნება (იხ. დიაგრამა 2.3.2).

ინფლაციური მოლოდინების ზრდის მიმართ ეროვნულ ბანკს დაბალი ტოლერანტობა აქვს. შესაბამისად, ზემოთ აღნიშნული ვითარება, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებას გამოიწვევს. ამასთან, აშშ-ს ნეიტრალური განაკვეთის ზრდა, ადგილობრივად ფუნდამენტური ფაქტორების გაუარესების ფონზე, საშუალოვადიან პერიოდში ადგილობრივ ნეიტრალურ განაკვეთსაც გადმოეცემა და მის 7.5%-მდე გადახედვას განაპირობებს. საბოლოოდ, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, 2025 წელს 0.4 პპ-ით, ხოლო 2026 წელს - 1.1 პპ-ით მაღალი იქნება და ნორმალიზაციას ნელი ტემპით, მხოლოდ ინფლაციური გარემოს დასტაბილურების კვალდაკვალ მოახდენს 7.5%-იან ნიშნულამდე (იხ. დიაგრამა 2.3.3).

2.4. დაბალინფლაციური სცენარი

მაღალი გაურკვევლობიდან გამომდინარე ასევე რელევანტურია დაბალინფლაციური სცენარის განხილვა. აღნიშნული სცენარი მოიაზრებს იდენტიფიცირებული რისკების იმგვარ რეალიზებას, რომლებიც ცენტრალურ სცენართან შედარებით დაბალინფლაციურ გარემოს აყალიბებს (იხ. ცხრილი 2.4.1) და შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის უფრო დაბალ ტრაექტორიას მოითხოვს.

კერძოდ, დაბალინფლაციურ სცენარში, სტრუქტურული ცვლილებების ფონზე, პროდუქტიულობა შედარებით მაღალ დონეზე შენარჩუნდება, რაც, თავის მხრივ, შრომის

დაბალინფლაციური სცენარი, სტრუქტურული ცვლილებების შედეგად მაღალპროდუქტიულ სექტორებში ხანგრძლივად მაღალი ზრდის ფონზე, პროდუქტიულობის ცენტრალურ სცენართან შედარებით მაღალ დონეზე ნორმალიზებას მოიაზრებს.

დაბალინფლაციური რისკები			
» ადგილობრივი ეკონომიკის სტრუქტურული ცვლილებების ფონზე, პროდუქტიულობის ზრდის ტემპის მაღალ დონეზე შენარჩუნება » გეოპოლიტიკური და სატარიფო პოლიტიკის გარშემო გაურკვევლობის მიღევა » სურსათის ფასების სწრაფი ნორმალიზება » აშშ დოლარის სუსტი პოზიციების მოსალოდნელზე ხანგრძლივად შენარჩუნება			
რისკების რეალიზების ინდიკატორები	ინფლაციაზე გავლენა		
მაღალი პოტენციური ზრდა			
მომსახურების ექსპორტის გაუმჯობესება და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირება			
საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე მოსალოდნელზე დაბალი ფასები			
შრომის ბაზრიდან მომდინარე დისინფლაციური წნეხი			
გავლენის ზომა			
ნეიტრალური	დაბალი	საშუალო	მაღალი
	ინფლაციის ზრდა		
	ინფლაციის იგივე დონე		
	ინფლაციის შემცირება		

ცხრილი 2.4.1. დაბალინფლაციური სცენარის რისკების ტაქსონომია

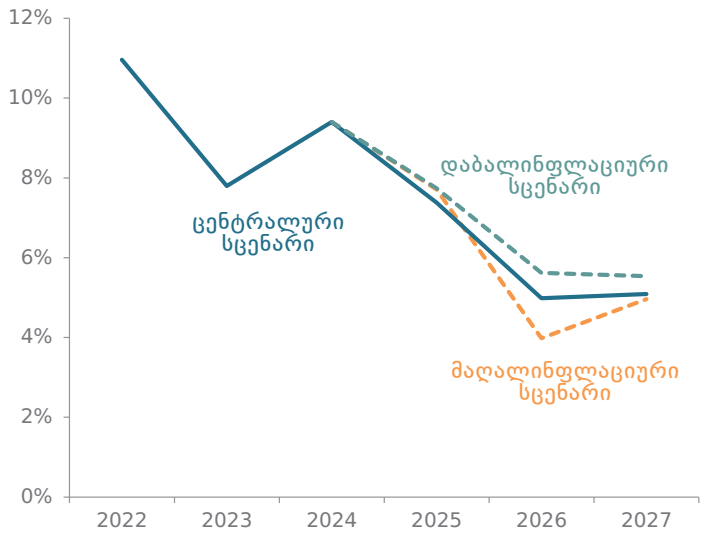
წყარო: სეზ.

ბაზრიდან მომდინარე დისინფლაციურ ეფექტსაც გაახანგრძლივებს. ამასთან ერთად, სურსათის ფასების სწრაფი ნორმალიზება შეამცირებს ინფლაციურ ზეწოლას. სცენარი ასევე მოიაზრებს აშშ დოლარის გლობალურად სუსტ პოზიციებსა და გლობალური გაურკვევლობის სწრაფ ნორმალიზებას.

გასულ წლებში, მაღალი ეკონომიკური ზრდა, ეკონომიკის სტრუქტურული ცვლილებებით იყო განპირობებული. კერძოდ, პოსტკოვიდურ პერიოდში, მაღალპროდუქტიული დარგების ზრდის ტემპი დაჩქარდა, მაგალითად როგორიცაა ICT სექტორი. ამავდროულად, მიმდინარე გეოპოლიტიკური მდგომარეობის შედეგად, საქართველოს, როგორც “შუა დერეფნის” როლი გაიზარდა და ეკონომიკის გამოშვების პოტენციალი, ამ არხითაც, დამატებით გაუმჯობესდა. ცენტრალური სცენარი მოიაზრებს, რომ აღნიშნულმა ფაქტორმა მხოლოდ მოკლევადიან პერიოდში დააჩქარა ეკონომიკის პოტენციური ზრდა, ხოლო გრძელვადიანი, მდგრადი ეკონომიკური ზრდა კვლავ 5%-ია. თუმცა, არსებობს გარკვეული ნიშნები იმისა, რომ მაღალპროდუქტიული დარგების გაფართოება კვლავ მაღალი ტემპით გაგრძელდეს.

ამრიგად, მიწოდების ფაქტორები ისეთ სექტორებში, როგორებიცაა ინფორმაცია, ტრანსპორტირება, კომუნიკაცია და განათლება კვლავაც ეკონომიკური ზრდის ძირითად მამოძრავებელ ძალად მოგვევლინება. შედეგად, ეკონომიკურ ზრდაში კაპიტალისა და მთლიანი პროდუქტიულობის მაღალი კონტრიბუცია ნელა ნორმალიზდება და გრძელვადიან პერიოდში ეკონომიკური ზრდა შედარებით მაღალ დონეზე შენარჩუნდება. ეს უკანასკნელი კი ძლიერი მოთხოვნიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს გაანეიტრალებს. დაბალინფლაციური სცენარი, მათ შორის, ბოლოდროინდელი გლობალური ვაჭრობის ფრაგმენტაციის ფონზე, „შუა დერეფნის“ როლის ზრდასა და ამ მხრივ საქართველოს ეკონომიკური პოტენციალის გაძლიერებას მოიაზრებს. საბოლოოდ, აღნიშნული სცენარის განვითარების შემთხვევაში, 2025 და 2026 წლებში ეკონომიკის ზრდა საშუალოდ 7.7%-სა და 5.6%-ს მიაღწევს და გრძელვადიან პერიოდში

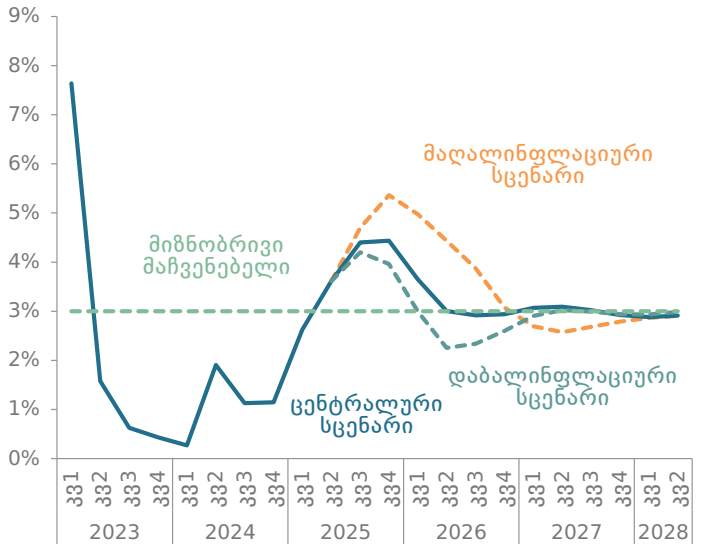
დაბალინფლაციურ სცენარში, მზარდი საგარეო შემოდინებებისა და ძლიერი ფუნდამენტური ფაქტორების შენარჩუნების ფონზე, რეალური მშპ-ის ზრდა 2025 და 2026 წლებში შესაბამისად 7.7% და 5.6% იქნება.



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

წყარო: სეზ, საქსტატი.

მაღალი პროდუქტიულობის ხანგრძლივად შენარჩუნების, პრომის ბაზრიდან მომდინარე დისინფლაციური წნეხისა და მოსალოდნელზე დაბალი საერთაშორისო სასაქონლო ფასების ფონზე, ინფლაცია 2025 და 2026 წლებში შესაბამისად 3.6% და 2.5% იქნება ხოლო შედარებით გრძელვადიან პერიოდში, მისი მიზნობრივი მაჩვენებლის გარშემო დასტაბილურდება.



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

წყარო: სეზ, საქსტატი.

5.5%-ის გარშემო შენარჩუნდება (იხ. დიაგრამა 2.4.1).

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, გასულ წლებში მაღალი ეკონომიკური ზრდა მაღალპროდუქტიული სექტორებით აიხსნებოდა, რომლებიც მეტწილად ნაკლებ იმპორტ-ინტენსიურია (იხ. მიმდინარე მდგომარეობის მიმოხილვა, დიაგრამა 2.1.2). დაბალინფლაციურ სცენარში მოსალოდნელია, რომ აღნიშნული ტენდენცია გაგრძელდება. შესაბამისად, ერთის მხრივ, მომსახურების ექსპორტის ზრდის შენარჩუნების ფონზე (განსაკუთრებით კი IT სერვისების), ხოლო, მეორეს მხრივ, უკვე შენელებული იმპორტის კვალდაკვალ, შემცირდება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი. თავის მხრივ, ძლიერი საგარეო შემოდინებები და მაღალი პროდუქტიულობა, გააუმჯობესებს ბიზნეს და სამომხმარებლო სენტიმენტებს, რაც რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ტრენდის გამყარების ფონზე დამატებით დააჩქარებს დედოლარიზაციის ტენდენციებს (იხ. დიაგრამა 2.1.7).

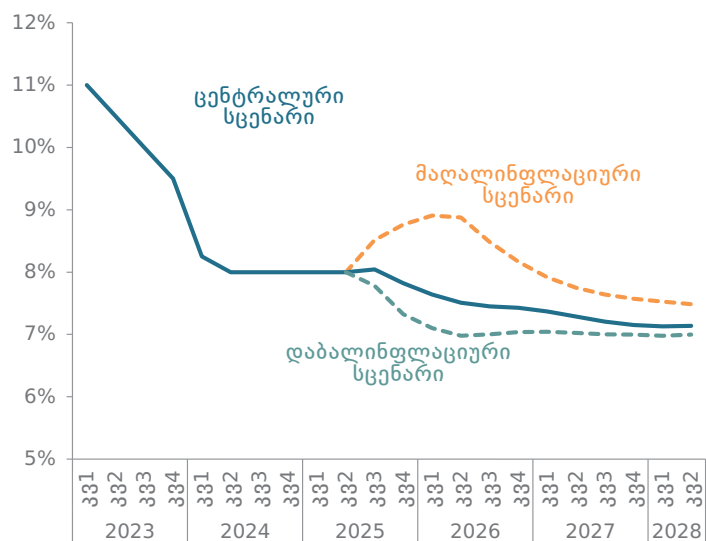
გაცვლითი კურსის გამყარებასთან ერთად, გეოპოლიტიკური და სატარიფო პოლიტიკის გარშემო გაურკვევლობის სწრაფი მიღევა გააუმჯობესებს მოლოდინებს სასაქონლო ბაზრებზე, ეს ყველაფერი კი, საბოლოოდ, იმპორტირებული ინფლაციის არხით, მნიშვნელოვნად შეამცირებს მთლიან ინფლაციას.

ამავდროულად, მაღალი პროდუქტიულობისა და შემცირებული ინფლაციური მოლოდინების ფონზე, პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის ხარჯი დაბალ დონეზე შენარჩუნდება, და პრომის ბაზრიდან წამოსული დისინფლაციური ტენდენცია გახანგრძლივდება, რაც ადგილობრივ ინფლაციასაც შეამცირებს. ამგვარად, წინამდებარე სცენარის რეალიზების შემთხვევაში, მთლიანი ინფლაცია ცენტრალურ სცენართან შედარებით, 2025 წელს 0.2 პპ-ით, ხოლო 2026 წელს - 0.6 პპ-ით დაბალი იქნება და საშუალოდ 3.6%-სა და 2.5%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.4.2).

ინფლაციური რისკების მიღევისა და ძლიერი ფუნდამენტური ფაქტორების შენარჩუნების კვალდაკვალ, მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზება ცენტრალურ სცენართან შედარებით, სწრაფად განხორციელდება. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის გა-

ძლიერი ფუნდამენტალური ფაქტორების ფონზე, მონეტარული პოლიტიკა მის 7%-იან ნეიტრალურ დონესთან, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, უფრო სწრაფად ნორმალიზდება.

ნაკვეთი 2025 და 2026 წლებში საშუალოდ 7.8%-სა და 7%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.4.3).



დიაგრამა 2.4.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ცენტრალური, მაღალი ინფლაციური და დაბალი ინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სეზ.

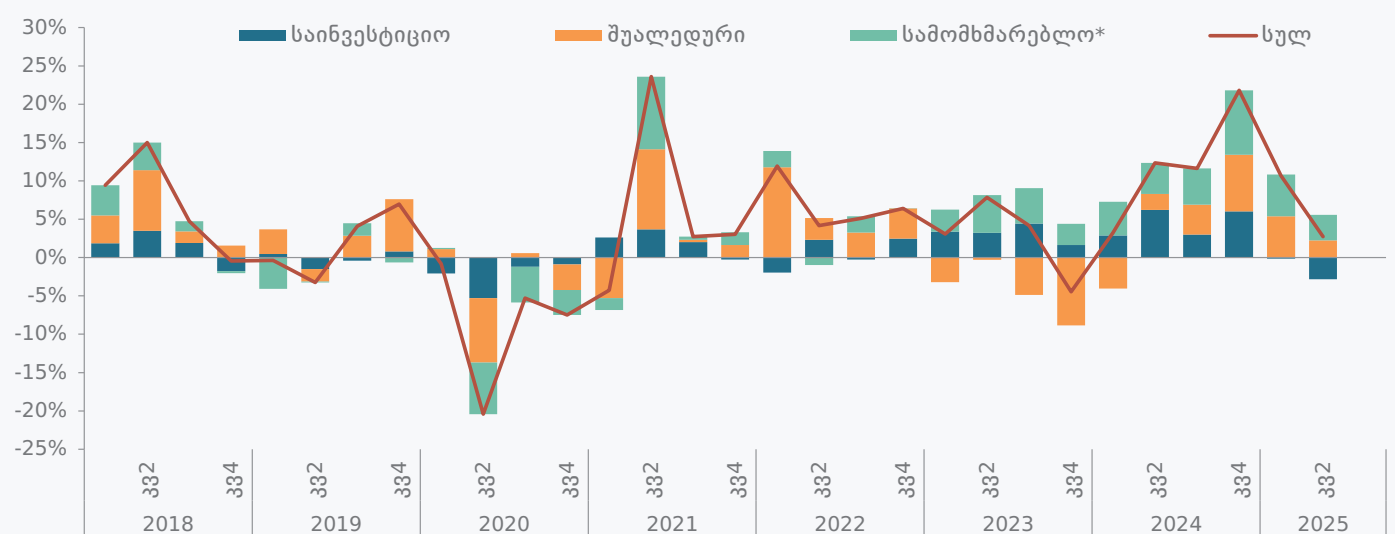
3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები

ჩანართი 1. ციკლური და სტრუქტურული ფაქტორების როლი იმპორტის ზრდაში

პოსტ-კოვიდურ პერიოდში ეკონომიკაში სტრუქტურული ცვლილებები განსაკუთრებით შესამჩნევია გახდა, მათ შორის შიდა მოთხოვნისა და წარმოების სტრუქტურის მხრივ. ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ტენდენცია არის იმპორტის წილის შემცირება მთლიანი შიდა პროდუქტის მიმართ. ეს ტენდენცია, ერთი მხრივ, ხელს უწყობს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაბალ დონეზე შენარჩუნებას. ხოლო, მეორე მხრივ, ეკონომიკის ჯამური წარმოების პოტენციალის ზრდის ტემპის მატებაზე მიუთითებს. სხვა თანაბარ პირობებში, მაღალი ეკონომიკური ზრდის პირობებში, იმპორტზე მოთხოვნაც თანაბარზომიერად იზრდება. თუმცა, როგორც აღინიშნა, ბოლო წლებში შემოსავლები უფრო სწრაფი ტემპით იზრდება ვიდრე იმპორტზე განხილული დანახარჯები. ეს ტენდენცია 2025 წელსაც გაგრძელდა. 2025 წლის პირველი ორი კვარტალის განმავლობაში შეინიშნება იმპორტის შედარებით დაბალი ზრდა. კერძოდ, საქონლის იმპორტი, მიმდინარე წლის ივნისში, წლიურად 0.9%-ით გაიზარდა (ნომინალურ მაჩვენებლებში, აშშ დოლარით), ხოლო წლის პირველ ნახევარში კი ზრდამ მხოლოდ 6.2%⁵ შეადგინა.

იმპორტის ზრდის შემცირება მაღალი ეკონომიკური ზრდის ფონზე სხვადასხვა ფაქტორებით შეიძლება აიხსნას, რომელიც შეიძლება იყოს სტრუქტურული, ციკლური ან ერთჯერადი. ამ ფაქტორების გამიჯვნა მნიშვნელოვანია, რათა განვსაზღვროთ იმპორტირებული საქონლის მოთხოვნის მოდერაიცია დროებითი ხასიათისაა, თუ ეკონომიკის სტრუქტურულ ცვლილებებს ასახავს, რომელიც უფრო გრძელვადიან ეკონომიკურ ტენდენციებს უკავშირდება.

ამ ფაქტორების ანალიზისას მნიშვნელოვანია იმპორტის რეალურ გამოხატულებაში ანალიზი. რადგანაც, ბოლო პერიოდში ნომინალური იმპორტის შემცირება გარკვეულწილად ფასების ცვლილების ეფექტით არის განპირობებული. მაგალითად, ნავთობის ფასების შემცირება მიმდინარე ეტაპზე იმპორტის ზრდის ტემპს ანელებს. ასევე, 2022 წელს იმპორტის მაღალი ზრდის ერთ-ერთი გამომწვევი ნავთობის ფასების ზრდა იყო. ვინაიდან მოთხოვნა ამ პროდუქტზე დაბალი ელასტიურობით გამოირჩევა, ფასების ცვლილება იმპორტისათვის გადასახდელი თანხის ცვლილებასაც განაპირობებს. გარდა ამისა, წარმოდგენილი ანალიზისას იმპორტის სხვადასხვა კომპონენტიდან გამოკლებულია ის იდენტიფიცირებადი საქონელი, რომელიც შესაძლებელია არ იყოს დაკავშირებული ეკონომიკაზე მოქმედ ციკლურ და სტრუქტურულ ფაქტორებთან. მაგალითად, სამომხმარებლო საქონლის იმპორტიდან გამორიცხულია მსუბუქი ავტომობილების იმპორტი და, ასევე, მსხვილი ერთჯერადი იმპორტი.



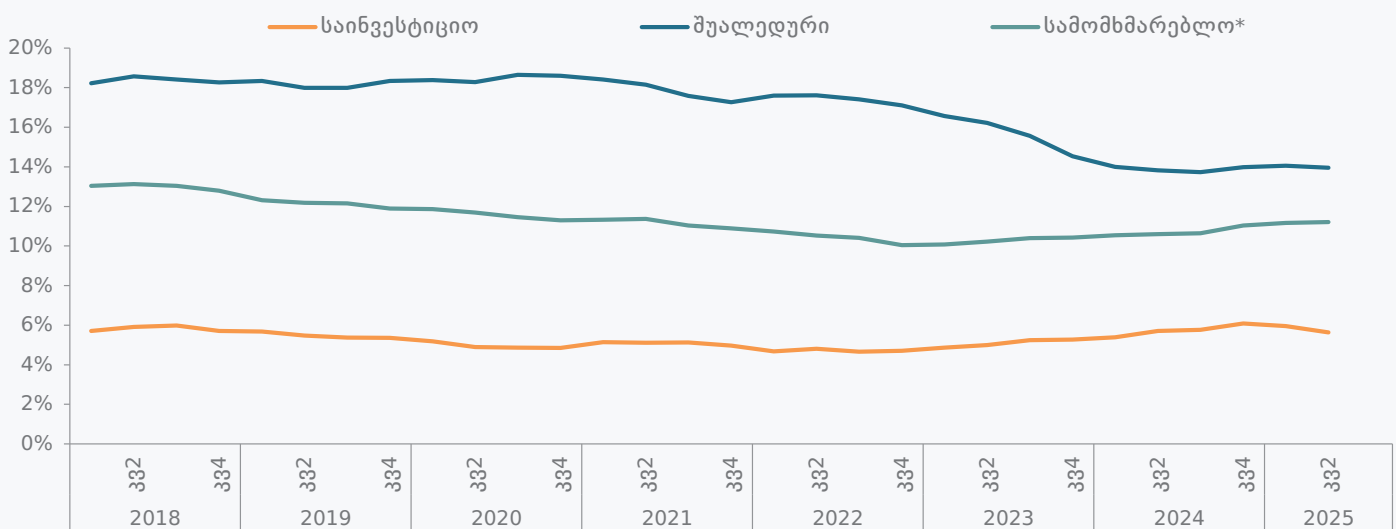
დიაგრამა 3.1.1. რეალური იმპორტის ზრდის დეკომპოზიცია

წყარო: სებ, საქსტატი.

* მსხვილი ერთჯერადი იმპორტის გამორიცხვით.

5 მსხვილი ერთჯერადი იმპორტის გამორიცხვით.

ბოლო კვარტალების განმავლობაში რეალური იმპორტის ზრდის ტემპის შენელება⁶ მეტწილად საინვესტიციო საქონლის იმპორტით არის განპირობებული (იხ. დიაგრამა 3.1.1). თუმცა ასევე აღსანიშნავია, რომ ამ კომპონენტის რეალური იმპორტის ზრდა გასულ წელს საკმაოდ მაღალი იყო, რაც შესაძლოა გარკვეულწილად მის ციკლურობას უკავშირდებოდეს. კერძოდ, ფირმების მიერ ხდებოდა მარაგების დაგროვება ხელსაყრელ პერიოდში, შემდგომ კი მისი გამოყენების კვალდაკვალ იმპორტის შემოტანის კუთხით აქტიურობის შენელება. ეს კარგად ჩანს, მაგალითად, დიაგრამა 3.1.2-ზე, სადაც მოცემულია იმპორტის კომპონენტების თანაფარდობა მშპ-თან, რის მიხედვითაც საინვესტიციო საქონლის იმპორტის დონე საკმაოდ გაზრდილი იყო გასულ წელს (წლიურად 26%-ით). ამდენად, ეს შეგვიძლია განვიხილოთ, როგორც ციკლური მოძრაობა და მიმდინარე წელს საბაზო ეფექტის გამო მოსალოდნელია საინვესტიციო საქონლის იმპორტის დაბალი ზრდა. მაშინ, როდესაც სამომხმარებლო საქონლის იმპორტი, მიუხედავად ასევე გარკვეული შენელებისა, მაინც ძლიერია და წლიურად 2025 წლის მე-2 კვარტალში 9.6%-ით გაიზარდა. შემოსავლების ზრდასთან ერთად ასევე შეინიშნება დანაზოგების ზრდაც, რაც ასევე განაპირობებს გრძელვადიან დინამიკაში იმპორტის მშპ-თან თანაფარდობის კლებად ტენდენციას.



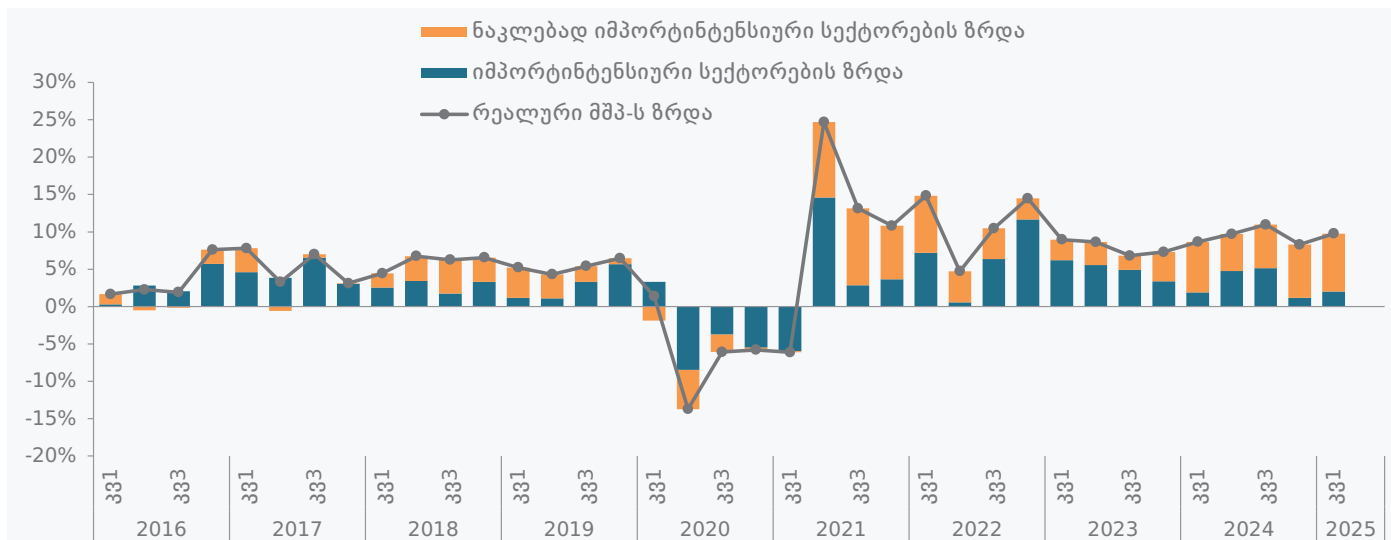
დიაგრამა 3.1.2. რეალური იმპორტის კომპონენტების თანაფარდობა მშპ-თან მიმართებით

წყარო: სებ, საქსტატი.

* მსხვილი ერთჯერადი იმპორტის გამორიცხვით.

ამ ფონზე მნიშვნელოვანია შეუღებური საქონლის იმპორტის შემცირების დინამიკა, რომელიც შესაძლოა ეკონომიკაში მიმდინარე სტრუქტურულ ცვლილებებს უკავშირდებოდეს. შეუღებური საქონლის იმპორტის დონის მკვეთრი შემცირება აღინიშნება 2022 წლიდან. ამავე პერიოდში, პანდემიის შემდგომ, ასევე შეინიშნება მშპ-ის ზრდაში იმპორტ-ინტენსიური სექტორების ზრდის კონტრიბუციის შემცირება (იხ. დიაგრამა 3.1.3), რაც მიუთითებს იმაზე, რომ ეკონომიკა უფრო მეტად იზრდება ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიური სექტორებში აქტივობის შედეგად. ეს თანხვედრაშია იმ ფაქტთან, რომ პანდემიის შემდგომი ეკონომიკური ზრდა მეტწილად სერვისების გააქტიურების ხარჯზეა. ეს კი თავის მხრივ, დაფუძნებულია უფრო მეტად მუშახელის ინტენსიურ გამოყენებაზე, იმპორტირებულ მატერიალურ რესურსთან შედარებით. მაგალითად, ინფორმაციისა და კომუნიკაციის სექტორი არის ერთ-ერთი ყველაზე ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიური სექტორი, რომელიც სერვისის მიწოდების პროცესში ძირითადად სამუშაო ძალას ეყრდნობა.

6 რეალურ იმპორტის დასათვლელად, სამომხმარებლო საქონლის შემთხვევაში, დეფლატორად გამოყენებული გვაქვს სამომხმარებლო ფასების ინდექსში იმპორტირებული ფასების ინდექსის კომპონენტი, ხოლო იმპორტის სხვა კომპონენტების რეალური მაჩვენებლები დათვლილია იმპორტის საერთო ფასების ინდექსის გამოყენებით.



დიაგრამა 3.1.3. ეკონომიკური ზრდის დეკომპოზიცია იმპორტინტენსიურ და ნაკლებად იმპორტ ინტენსიურ სექტორების წვლილების მიხედვით

წყარო: საქსტატი.

საბოლოოდ, იმპორტის დინამიკაში, ერთი მხრივ, შესამჩნევია შუალედური საქონლის იმპორტის დონის ცვლილება, რაც შესაძლოა ეკონომიკაში არსებულ სტრუქტურულ ცვლილებას და ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიური სექტორების ზრდის გააქტიურებას უკავშირდებოდეს. ეს კი გრძელვადიან ეკონომიკურ ტენდენციებს ასახავს. მეორე მხრივ, ბოლო პერიოდში საინვესტიციო საქონლის იმპორტის შემცირება, რაც იმპორტის შედარებით დაბალი ზრდის ძირითადი წყაროა, მეტწილად საბაზო ეფექტის ასახვაა, რასაც შესაძლოა შედარებით დროებითი ხასიათი ქონდეს. ამ ფონზე სამომხმარებლო საქონლის იმპორტის ზრდა ზომიერად ძლიერია და გრძელვადიან დონეს შეესაბამება.

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

საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება*

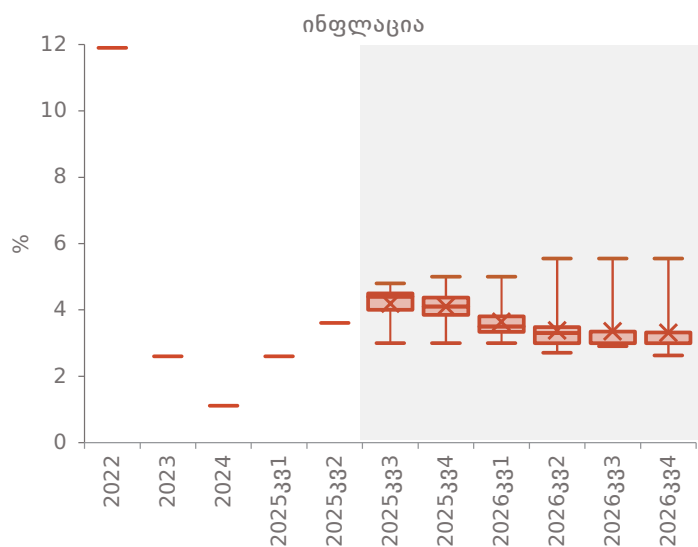
	ფაქტი	ცენტრალური სცენარი			მაღალი ინფლაციური სცენარი			დაბალი ინფლაციური სცენარი		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
ინფლაცია (%)	1.1	3.8	3.1	3.0	4.1	4.1	2.7	3.6	2.5	3.0
რეალური მშპ-ის ზრდა (%)	9.4	7.4	5.0	5.1	7.7	4.0	5.0	7.7	5.6	5.5
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%)	8.0	8.0	7.5	7.3	8.3	8.6	7.7	7.8	7.0	7.0

ცხრილი 4.1. საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური სცენარების შეჯამება

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა.

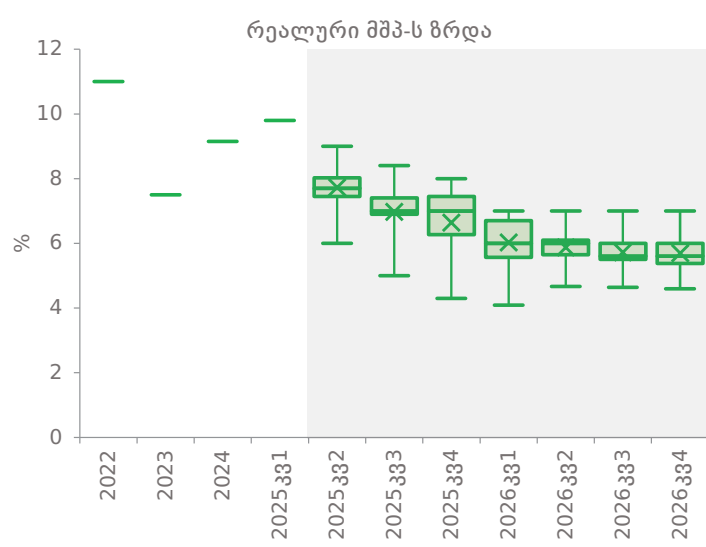
* ცხრილში წარმოდგენილია ცვლადების საშუალო წლიური მაჩვენებლები

ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზები



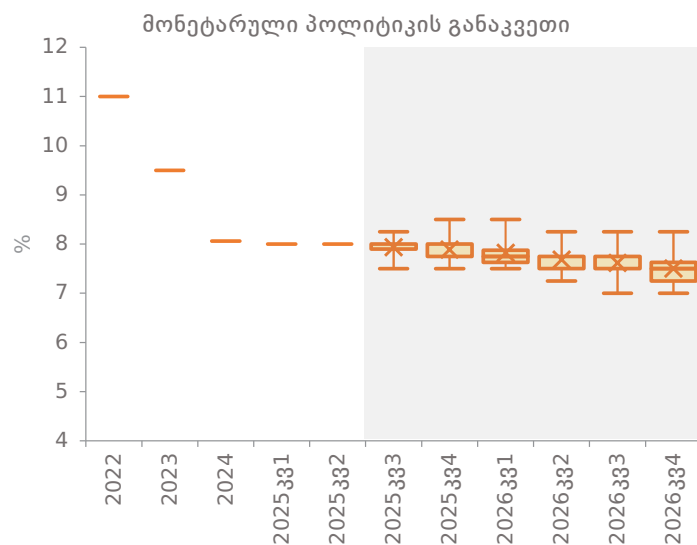
დიაგრამა 4.1. საშუალო წლიური ინფლაციის ფაქტობრივი მაჩვენებლები და ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზების განაწილება

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) 240 6480; ფაქსი: (995 32) 240 6571; ცხელი ხაზი: (995 32) 240 6406
ელ-ფოსტა: info@nbg.ge; www.nbg.ge



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia