



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მონეტარული პოლიტიკის ანგარიში

2025 ნოემბერი

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 გადაწყვეტილება	4
1. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა	7
2. მიმდინარე მაკროეკონომიკური მდგომარეობის მიმოხილვა და საპროგნოზო სცენარები	13
2.1. მიმდინარე მდგომარეობა	13
2.2. ცენტრალური სცენარი	20
2.3. მაღალინფლაციური სცენარი	25
2.4. დაბალინფლაციური სცენარი	28
3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები	31
ჩანართი 1. მონეტარული პოლიტიკის ოპტიმალური რეაგირება მიწოდების შოკებზე	31
4. სებ-ისა და ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება.....	36
საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება	36
ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზები	36

მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტილება

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

საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა 2025 წლის 5 ნოემბრის სხდომაზე მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (რეფინანსირების განაკვეთი) უცვლელად შეინარჩუნა. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი 8.0 პროცენტს შეადგენს.

2025 წლის ოქტომბრის მდგომარეობით, საქართველოში ფასების საერთო დონე წლიურად 5.2 პროცენტით გაიზარდა. მიზნობრივ, 3 პროცენტიან, მაჩვენებელთან შედარებით ინფლაციის ზრდას ძირითადად სურსათის ინფლაცია განაპირობებს, რაც ნაწილობრივ წინა წლის დაბალი საბაზო ეფექტისა და ეგზოგენური ფაქტორების ასახვაა. ხოლო, სურსათის გამორიცხვით ინფლაციის მაჩვენებელი და ამავედროულად შედარებით ხისტი ფასების საზომები, რომლებიც კარგად ასახავს გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებს, მიზნობრივ დონესთან ახლოს ნარჩუნდება. კერძოდ, ოქტომბრის მდგომარეობით, საბაზო ინფლაციამ, რომელიც სამომხმარებლო კალათიდან მაღალი მერყეობით გამორჩეულ სურსათის, ენერგომატარებლებისა და სიგარეტის ფასებს გამორიცხავს, 2.4 პროცენტი შეადგინა. ასევე, მომსახურების ინფლაცია მიზნობრივ დონესთან ახლოს, 2.5 პროცენტის ფარგლებში, შენარჩუნდა. პარალელურად, იმპორტირებული პროდუქტების ფასების ცვლილება კვლავ დაბალია (0 პროცენტი), დიდწილად სანავის ფასების წლიურად შემცირების ხარჯზე. მიუხედავად აღნიშნული ტენდენციებისა, შედარებით მოქნილი ფასების ინფლაციის (მეტწილად, სურსათის) ხანგრძლივად მაღალ დონეზე შენარჩუნება ინფლაციური მოლოდინების ზრდის რისკებს საყურადღებოს ტოვებს.

სებ-ის განახლებული ცენტრალური სცენარის მიხედვით, ინფლაციის პროგნოზი 2025-2026 წლებში მცირედით ზემოთ გადაიხედა, რაც, მეტწილად, სურსათის მაღალმა ინფლაციამ განაპირობა. მიმდინარე ცენტრალური პროგნოზით, 2025 წელს ინფლაცია საშუალოდ 4%-ის ფარგლებში იქნება, ხოლო 2026 წელს 3.5%-მდე შემცირდება. სხვა თანაბარ პირობებში, სურსათის ფასების ზრდას ინფლაციაზე მხოლოდ დროებითი გავლენა აქვს და მისი ეფექტები ეტაპობრივად იწურება. ცენტრალური სცენარიც სწორედ ასეთ განვითარებას მოიაზრებს. კერძოდ, აღნიშნული დინამიკა დროებითი ხასიათისაა და არ იწვევს ე.წ. „მეორე რაუნდის“ ეფექტებს, რაც გულისხმობს, რომ ბენოლა არ გადადის სხვა საქონლისა და მომსახურების ფასებზე.

ამასთანავე, ეკონომიკური აქტივობა ეტაპობრივად უზრუნდება თავის გრძელვადიან ზრდის ტემპს, რაც ფასებზე მოთხოვნის მხრიდან წნეხს არბილებს. წინასწარი მონაცემებით, 2025 წლის იანვარ-სექტემბერში რეალური მშპ საშუალოდ 7.7%-ით გაიზარდა. ერთობლივი მოთხოვნის მის გრძელვადიან ტრენდთან დაახლოებას დამატებით ხელს უწყობს, ფინანსურ ბაზარზე ფინანსური პირობების გამკაცრებულ დონეზე შენარჩუნება. ეს უკანასკნელი საბაზრო საპროცენტო განაკვეთების დინამიკაში აისახება.

მაღალი გაურკვევლობის გათვალისწინებით, ინფლაციაზე ზრდის მიმართულებით მოქმედი რისკები უფრო გამოკვეთილია, თუმცა კვლავ ნარჩუნდება შემცირების მიმართულებით მოქმედი რისკებიც. აქედან გამომდინარე, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა (მპკ) ცენტრალურ სცენართან ერთად განიხილა როგორც მაღალინფლაციური, ისე დაბალინფლაციური რისკების სცენარები და გადაწყვეტილების მიღებისას მხედველობაში მიიღო სხვადასხვა მიმართულებით მოქმედი რისკები.

მაღალინფლაციური რისკის სცენარი, რომელიც მპკ-მ განიხილა, ერთი მხრივ, მოიაზრებს გლობალური ინფლაციური რისკების რეალიზებას. კერძოდ, აშშ-ს სატარიფო პოლიტიკის ხელახალი გამწვავება, გლობალურად ფრაგმენტაციას მოსალოდნელზე მეტად გაააქტიურებს და

შესაძლოა უარყოფითი გავლენა მოახდინოს მიწოდების ჯაჭვებზე. ეს კი საერთაშორისო ბაზარზე გარკვეული ტიპის საქონლის ფასების დამატებითი ზრდის რისკებს აძლიერებს. ამ სცენარით, სატარიფო პოლიტიკასთან ერთად, გეოპოლიტიკური ვითარების ხელახალი ესკალაციის რისკებიც საყურადღებოა, რადგანაც იგი მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს საერთაშორისო სასაქონლო პროდუქტების ფასებზე. მაღალი ინფლაციური სცენარი ეგზოგენურ ფაქტორებთან ერთად, ადგილობრივი ეკონომიკური რისკების რეალიზებასაც ითვალისწინებს. კერძოდ, ფასების საერთო დონის მიზნობრივზე მაღალი ზრდის ხანგრძლივად შენარჩუნებამ შესაძლოა ინფლაციური მოლოდინები გააძლიეროს. ამავდროულად, თუ ასეთ ვითარებაში, ერთობლივი მოთხოვნა მის პოტენციურ დონეზე ძლიერი შენარჩუნდება, მოთხოვნის მხრიდან ფასებზე წნეხი გაძლიერდება. ამ რისკების რეალიზება მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის გამკაცრებას მოითხოვს.

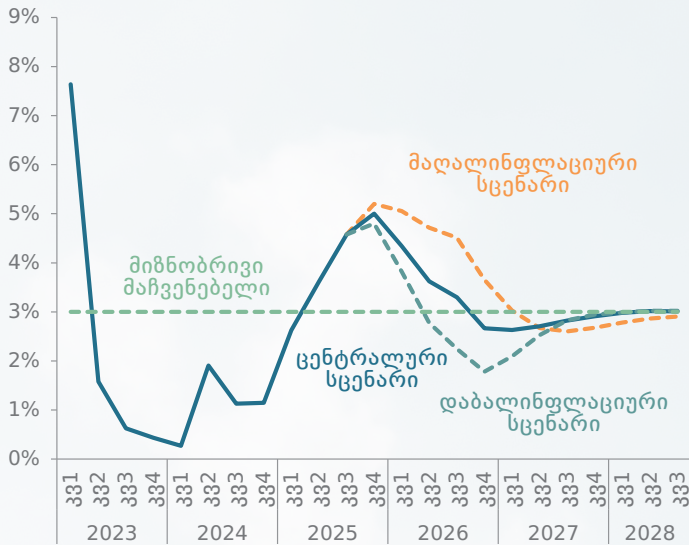
მეორე მხრივ, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა განიხილა დაბალი ინფლაციური რისკების სცენარი, რომლის რეალიზების შემთხვევაში ფუნდამენტური პროცესები მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის უფრო დაბალ ტრაექტორიას მოითხოვს, ვიდრე ცენტრალური სცენარი. კერძოდ, ეს სცენარი, საერთაშორისო ორგანიზაციების პროგნოზების მსგავსად, მოიაზრებს საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე ნავთობის ფასების მკვეთრად კლებად ტენდენციას, რომელიც მიწოდების ზრდისა და გლობალური მოთხოვნის შენელების ასახვა იქნება. ამავდროულად, ამ სცენარით, დოლარის გლობალურად შესუსტებული პოზიციის ტენდენცია მოსალოდნელზე ხანგრძლივად შენარჩუნდება, რაც იმპორტირებული პროდუქტების დაბალი ინფლაციის გზით, მთლიან ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით იმოქმედებს. დამატებით აღსანიშნავია, რომ ადგილობრივი შრომის ბაზრის ტენდენციები ფასებზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებს, რაც დაბალი ინფლაციური სცენარის განვითარების შესაძლებლობებს აძლიერებს.

მაკროეკონომიკური ანალიზისა და შემოხსენებულის სცენარების განხილვის შედეგად, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტმა ოპტიმალურად მიიჩნია ზომიერად გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის შენარჩუნება და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, უცვლელად, 8 პროცენტზე დატოვა. თუმცა, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შემდგომი ცვლილება დამოკიდებული იქნება მომავლის განახლებულ მონაცემებსა და რისკების რეალიზებაზე. იმ შემთხვევაში, თუ ინფლაციაზე მოქმედი ერთჯერადი ფაქტორების გავლენა გახანგრძლივდა, მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტი მზად არის არსებული მკაცრი პოზიციის მოსალოდნელზე ხანგრძლივად შესანარჩუნებლად და, საჭიროების შემთხვევაში, უფრო მეტად გასამკაცრებლადაც.

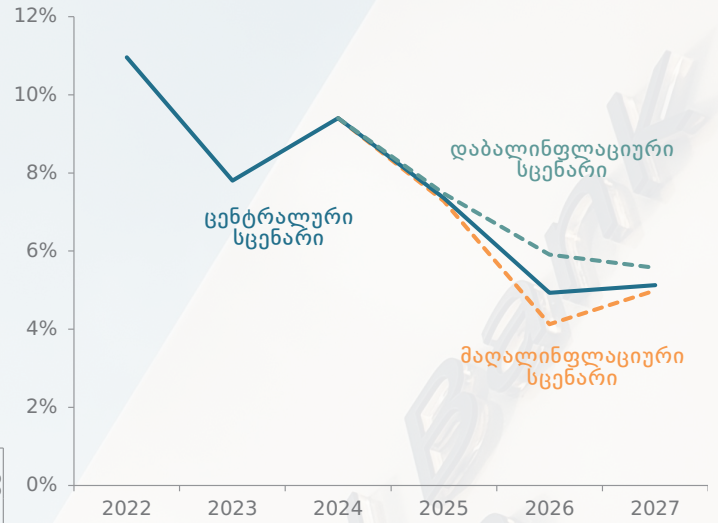
საქართველოს ეროვნული ბანკი ყველა ინსტრუმენტს გამოიყენებს ფასების სტაბილურობის შესანარჩუნებლად, რაც იმას ნიშნავს, რომ ფასების საერთო დონის ზრდა საშუალოვადიან პერიოდში 3 პროცენტთან ახლოს იქნება.

სებ-ის მაკროეკონომიკური სცენარები

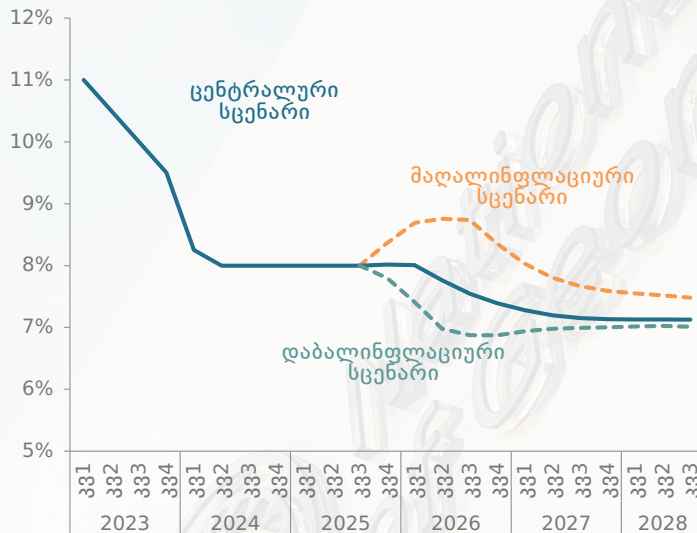
ინფლაციის პროგნოზი



რეალური მშპ-ის პროგნოზი

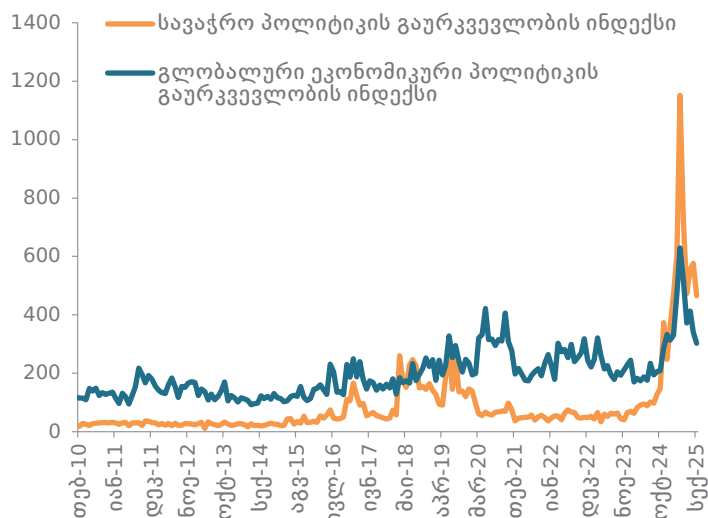


მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის პროგნოზი



1. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა

გლობალური ეკონომიკური პოლიტიკის გაურკვევლობის ინდექსები ბოლო პერიოდში შემცირდა, თუმცა კვლავაც მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. გაურკვევლობის ძირითად წყაროდ რჩება როგორც აშშ-ის ეკონომიკური პოლიტიკა, ისე გეოპოლიტიკური პროცესები, ფისკალური მდგრადობის საკითხები და საფონდო ბაზრების განვითარების გრძელვადიანი რისკები. საქართველოს, როგორც მცირე ზომის ღია ტიპის ეკონომიკას, გლობალური ეკონომიკური მდგომარეობა როგორც პირდაპირი, ისე არაპირდაპირი არხებით გადმოეცემა.



დიაგრამა 1.1. გლობალური ეკონომიკური პოლიტიკის გაურკვევლობის ინდექსი

წყარო: FRED, TPU.

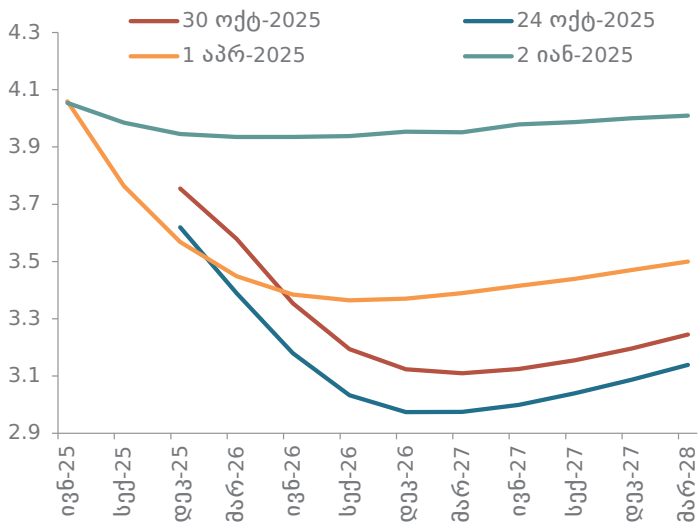
* გაურკვევლობის ინდექსი განისაზღვრება სხვადასხვა გაზეთისთვის იმ სტატიების თვიური წილის მიხედვით, რომლებიც მოიცავენ პოლიტიკის გაურკვევლობასთან დაკავშირებულ საკითხებს (მთლიანი სტატიების რაოდენობის მიმართებით). ინდექსი ნორმალიზებულია ისე, რომ 1%-იან წილს შეესაბამება 100 ერთეული.

გლობალური ეკონომიკური გარემო კვლავაც მაღალი გაურკვევლობით ხასიათდება. მიუხედავად იმისა, რომ გლობალური გაურკვევლობის ინდიკატორები ბოლო თვეებში შემცირდა, ისინი კვლავ ისტორიულ საშუალო მაჩვენებლებზე მაღალი ნარჩუნდება (იხ. დიაგრამა 1.1) და გლობალურ ეკონომიკურ მდგომარეობაზე ახდენს გავლენას. აშშ-ის სატარიფო პოლიტიკის გარშემო არსებული გაურკვევლობა გლობალური არასტაბილურობის ერთ-ერთ ძირითად წყაროდ რჩება და ეკონომიკური ფრაგმენტაციის პროცესს აჩქარებს.

სატარიფო პოლიტიკასთან ერთად, განვითარებულ ეკონომიკებში, მნიშვნელოვან გამოწვევად რჩება ფისკალური მდგრადობის რისკები. კერძოდ, მაღალდონეზე ნარჩუნდება ფისკალური დეფიციტი, რაც ვალის გაზრდილ ტვირთში აისახება და გრძელვადიან პერიოდში ვალის სტაბილურობის რისკებს აჩენს. პარალელურად, მზარდია ხელოვნური ინტელექტის (AI) როლის გავლენა საინვესტიციო ბაზრებზე. მკვეთრად იზრდება AI-ის მიმართულებით მომუშავე კომპანიების აქციების ფასები. ზოგადად, ბოლო წლებში, საფონდო ბაზრებზე აქტივების ფასების მნიშვნელოვანი ზრდა ამ ბაზრებზე ე.წ. ბუშტის ჩამოყალიბების რისკებს აჩენს, რაც შესაძლოა ფასების კორექციით დასრულდეს. აღნიშნული პროცესები გრძელვადიანი წონასწორული საპროცენტო განაკვეთების მატების რისკებს აძლიერებს. ზემოაღნიშნული გამოწვევების ფონზე ვადიანობის პრემია (term premium) კვლავ მაღალია. ეს კი, 10-წლიანი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების განაკვეთების მაღალ დონეზე შენარჩუნებაში ვლინდება.

ზემოხსენებული რისკების ფონზე, მიუხედავად მცირედით გაუმჯობესებისა, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის (სსფ-ის)

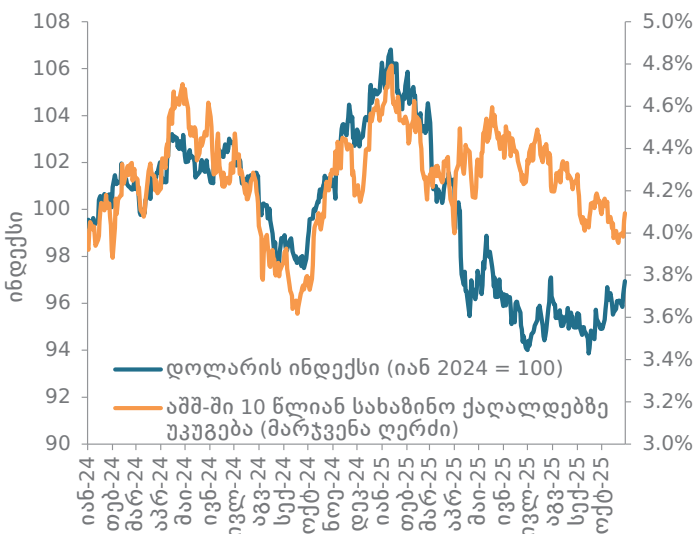
შრომის ბაზრის შესუსტების ფონზე, Fed დილემის წინაშე დადგა და მონეტარული პოლიტიკის ეტაპობრივი შერბილება დაიწყო. შედეგად, ფინანსურ ბაზრებზე Fed-ის განაკვეთის ტრაექტორია შემცირების მიმართულებით გადაიხედა.



დიაგრამა 1.2. ბაზრის მოლოდინები ფედერალური სარეზერვო სისტემის პოლიტიკის განაკვეთის ტრაექტორიაზე

წყარო: ატლანტას ფედერალური სარეზერვო ბანკი (Atlanta Fed).

ბოლო პერიოდში, მიუხედავად მცირე გაუმჯობესებისა, დოლარის ინდექსი კვლავ 100-ის ქვემოთ რჩება, რაც მის სუსტ დონეზე შენარჩუნებაზე მიუთითებს. ამასთან, მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზაციის ფონზე, 10-წლიან სახაზინო ფასიან ქაღალდებზე უკუგების შემცირება ვლინდება, თუმცა არსებული რისკების გათვალისწინებით, კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება.



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

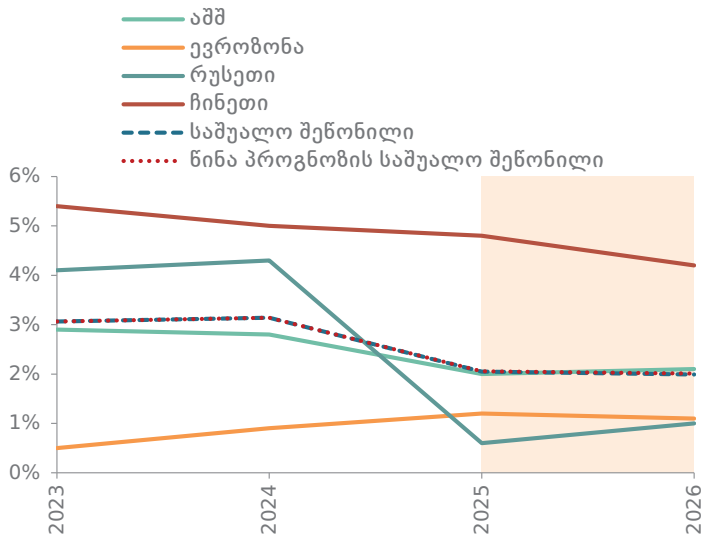
წყარო: investing.com, FRED.

ოქტომბრის შეფასებებით¹, გლობალური ეკონომიკური ზრდა კვლავ სუსტ დონეზე ნარჩუნდება. ზოგიერთ ქვეყანაში ინფლაცია მცირდება, თუმცა პოლიტიკური გაურკვევლობის ფონზე სტაგფლაციური რისკები იკვეთება. კერძოდ, ოქტომბერში, სსფ-ის გლობალური ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი 2025 წლისთვის, ივლისის პროგნოზთან შედარებით, 3.0%-დან 3.2%-მდე გადაიხედა, ხოლო ინფლაციის პროგნოზი 4.2%-ზე შენარჩუნდა.

სატარიფო და საიმიგრაციო პოლიტიკის ფონზე არსებული მიწოდების უარყოფითი შოკების გამო, აშშ ფასების სტაბილურობასა და მაქსიმალურ დასაქმებას შორის მოკლევადიანი ბალანსის შენარჩუნების გამონეგევის წინაშე დადგა. კერძოდ, ერთი მხრივ, კვლავ ნარჩუნდება ინფლაციური წნეხი, ხოლო მეორე მხრივ, შრომის ბაზარი შესუსტების ნიშნებს ავლენს. სატარიფო პოლიტიკიდან გამომდინარე, აშშ-ის ეკონომიკური აქტივობის გარშემო კვლავ დიდი გაურკვევლობა ნარჩუნდება. 2025 წლის პირველი კვარტლის სუსტი ეკონომიკური აქტივობის შემდგომ, რომელიც დიდწილად იმპორტის წინასწარი შესყიდვებით იყო განპირობებული, მეორე კვარტალში მაღალი ზრდა დაფიქსირდა. ერთობლივი მოთხოვნა კვლავ ძლიერია. გამოშვება კი მის პოტენციურ დონეს აჭარბებს, რაც მოთხოვნის მხრიდან ფასებზე ზეწოლა ქმნის. ერთობლივი მოთხოვნის წყარო, შედარებით შემცირებული წვლილის მიუხედავად, კვლავ მოხმარებაა. აღნიშნულს, თავის მხრივ, შინამეურნეოების საბალანსო უწყისების მყარი პოზიციაც განაპირობებს, რაც დიდწილად ფინანსური აქტივების ფასების ზრდით აიხსნება. აღნიშნულს თან ერთვის ფისკალური სტიმულიც, რომელიც, თავის მხრივ, გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებზე აისახება და ფისკალური მდგრადობის რისკებსაც აძლიერებს. შედეგად, აშშ-ში განსაკუთრებით შენელებულია ხისტი ფასების დისინფლაციის ტემპი. დაანონსებულ სატარიფო პოლიტიკასა და ჭარბ მოთხოვნასთან ერთად, მიგრაციის პოლიტიკის გამკაცრებაც ინფლაციური რისკების მატარებელია, ვინაიდან ხელფასებზე წნეხი იზრდება, რაც ხელს უწყობს ხისტი

1 2025 წლის ოქტომბრის გლობალური ეკონომიკური პროგნოზის განახლება.

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.

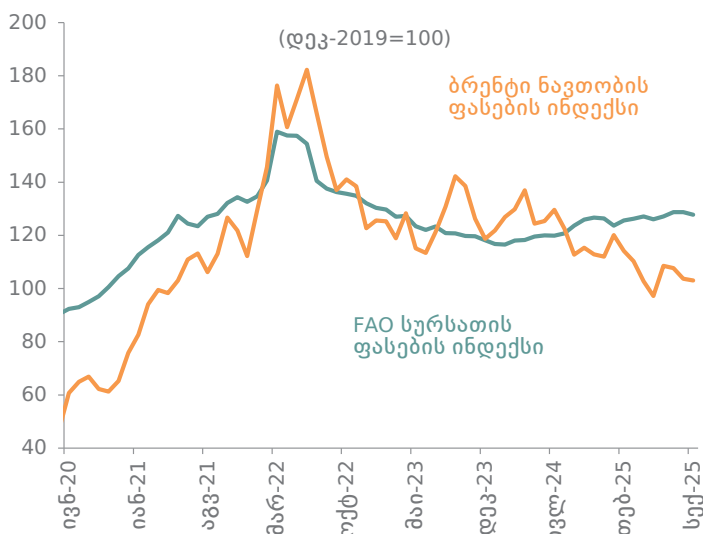


დაგეგმვა 1.4. რეალური მშპ-ის ზრდა საქართველოს ეკონომიკურ პარტნიორ ქვეყნებში*

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

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

სურსათის საერთაშორისო ფასები ზრდის ტენდენციით ხასიათდება, რაც მეტწილად ცალკეული პროდუქტის გაძვირებითაა განპირობებული. მეორე მხრივ, ბოლო თვეების ნავთობის ფასების შემცირების ტენდენცია გრძელდება.



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

წყარო: FAO, ბლუმბერგი, სებ-ის გაანგარიშება.

ფასების მაღალ ინფლაციას. შრომის ბაზარზე არსებული გამონაკვეთების ფონზე, ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკიდან ეტაპობრივი გამოსვლა დაიწყო. ბაზრის მოლოდინები საპროცენტო განაკვეთების ტრაექტორიაზე კლების მიმართულებით გადაიხედა (იხ. დიაგრამა 1.2). ინფლაციური რისკების გათვალისწინებით, 10-წლიან სახაზინო ქაღალდებზე უკუგება მაღალ დონეზე ნარჩუნდება, თუმცა, ბოლო პერიოდში, მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზაციის ფონზე, შემცირების ტენდენციაც შეინიშნება. არსებული გაურკვევლობის შედეგად, დოლარის ინდექსი სუსტ პოზიციაზე ნარჩუნდება (იხ. დიაგრამა 1.3).

ევროზონაც, გარკვეულწილად, ფასების სტაბილურობასა და გამოშვებას შორის მოკლევადიანი ბალანსის შენარჩუნების სირთულეების წინაშე დგას. მთლიანი ინფლაცია მიზნობრივ 2%-იან მაჩვენებელთან ახლოს მერყეობს. კერძოდ, ოქტომბერში 2.1% შეადგინა, თუმცა მომსახურების ინფლაცია კვლავ მაღალ დონეზე, 3.4%-ზე, შენარჩუნდა. აღნიშნულს დიდწილად ხელფასების მაღალი ზრდის ტემპი და შრომის ბაზრის სიმჭიდროვე განაპირობებს. თუმცა მოსალოდნელია, რომ ხელფასებიდან მომდინარე წნეხი პროდუქტიულობის ზრდასთან ერთად თანდათან შემცირდება. აღნიშნული ინფლაციური ტენდენციების ფონზე, ევროპის ცენტრალური ბანკი პოლიტიკის ნორმალიზებას ნელი ტემპით აგრძელებს. რაც შეეხება ეკონომიკურ აქტივობას, ნევრ ქვეყნებს შორის კვლავ განსხვავებული დინამიკა ფიქსირდება. ევროზონის ზოგიერთ ქვეყანაში სუსტი მრეწველობა კვლავ მნიშვნელოვან შემაფერხებელ ფაქტორად რჩება, თუმცა წარმოებისა და მომსახურების სექტორებში პოზიტიური ტენდენციები აღინიშნება. ამასთან, გერმანიაში თავდაცვისა და ინფრასტრუქტურის ხარჯების ზრდა შესაძლოა დადებითად აისახოს ეკონომიკურ ზრდაზე, თუმცა საბოლოო შედეგი დამოკიდებული იქნება იმაზე, ეს რესურსები კერძო ინვესტიციებს წაახალისებს, თუ იმპორტზე დამოკიდებულებას გაზრდის. ამ ეტაპზე, სსფ-ის მიმდინარე პროგნოზით, ევროზონაში ეკონომიკური აქტივობის გაუმჯობესების მოლოდინებია (დაგეგმვა 1.4).

დროებითი სატარიფო ზავის პირობებში, ჩინეთის ეკონომიკამ ზრდის მაღალი ტემპი შეინარჩუნა და 2025 წლის პირველ 9 თვეში რეალურმა ზრდამ 5.2% შეადგინა, რაც მძლავრი ინდუსტრიული გამოშვებისა და მოსალოდნელზე მაღალი ექსპორტის შედეგია. მიუხედავად ამისა, შიდა მოთხოვნა სუსტია, რაც ერთი მხრივ, განპირობებულია უძრავი ქონების სექტორში არსებული ხანგრძლივი გამონეკვებით. მეორე მხრივ, შრომის ბაზრის სისუსტე და არსებული გაურკვევლობის ფონზე შემოსავლების მოსალოდნელი კლება მომხმარებლებს სიფრთხილისკენ უბიძგებს. სსფ-ის ჩინეთის გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდის პროგნოზი 4%-მდე ნელდება, რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, გლობალური ეკონომიკის გრძელვადიან ზრდასაც ანელებს. აღსანიშნავია, რომ 2025 წლის განმავლობაში დეფლაციური პროცესები გაგრძელდა, და სექტემბერში დეფლაცია (-0.3%) დაფიქსირდა. ამ ფონზე, მონეტარული პოლიტიკის დამატებით შერბილების საჭიროება დგას, თუმცა უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული კრიზისის გამო სესხებზე მოთხოვნა შემცირდა და მონეტარული პოლიტიკის ტრადიციულ ინსტრუმენტებს - საპროცენტო განაკვეთების შემცირებასა და ლიკვიდობის დამატებით მიწოდებას - საკრედიტო და მთლიანად ეკონომიკურ აქტივობაზე შეზღუდული გავლენა აქვთ. მონეტარული პოლიტიკის შედარებით შემცირებული ეფექტიანობის გათვალისწინებით, ფისკალურ პოლიტიკის როლიც მნიშვნელოვანი იქნება.

რაც შეეხება რუსეთს, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის მცირედით შემცირების მიუხედავად, ცენტრალური ბანკი არსებული ინფლაციური წნეხის გათვალისწინებით, მკაცრ მონეტარულ პოლიტიკას ინარჩუნებს. ეკონომიკაში არსებული სტრუქტურული გამონეკვები კვლავ ნარჩუნდება. ამასთანავე, სსფ-ის მიხედვით, 2025 წლის ეკონომიკური ზრდის მოლოდინები შემცირების მიმართულებით გადაიხედა, რაც ნაწილობრივ გასული წლის ბოლო კვარტალში ფისკალური ხარჯების გაზრდის შედეგად ეკონომიკის ზრდის უფრო მაღალ საბაზო ეფექტს უკავშირდება. გეოპოლიტიკური რისკები, მიმდინარე და პოტენციურად დამატებითი ეკონომიკური

სანქციები კი რუსეთის ეკონომიკური ზრდის საშუალოვადიან პერსპექტივას კვლავ აუარესებს (იხ. დიაგრამა 1.4).

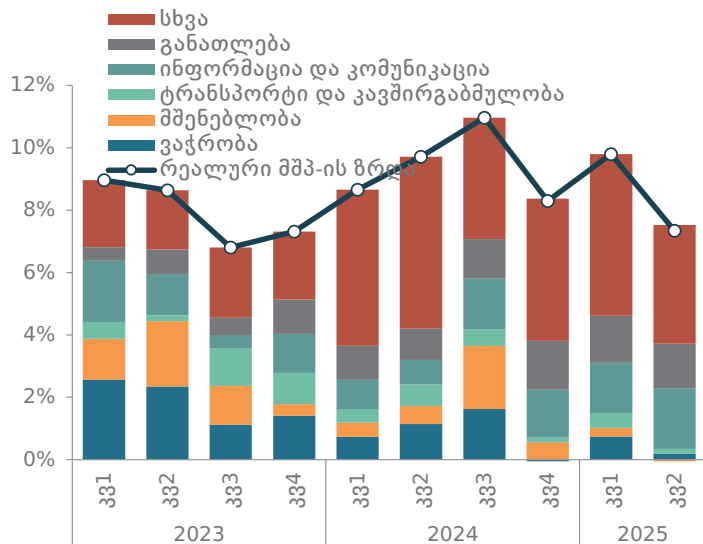
სხვადასხვა მიმართულებით არსებული რისკების ფონზე, განსაკუთრებით მაღალია გაურკვევლობა საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე. ამ ბაზრებზე პროდუქციის ფასები მკვეთრი მერყეობით ხასიათდება, ხოლო პროგნოზები ხშირად ცვალებადია, რაც ქმნის სხვადასხვა სცენარის განვითარების შესაძლებლობას. ამ ეტაპზე, ამ ბაზარზე შერეული სიგნალებია. სურსათის საერთაშორისო ფასები წლიურ დონეზე მეტწილად ინფლაციურია, თუმცა ნავთობის ფასები დეფლაციური. კერძოდ, სექტემბერში სურსათის საერთაშორისო ფასების ინდექსი წლიურად 3.4%-ით გაიზარდა (იხ. დიაგრამა 1.5). ზრდა ძირითადად გარკვეულ პროდუქტებზე, მათ შორის მცენარეულ ზეთზე ფასების მატებით იყო განპირობებული, რაც უკვე აისახა საქართველოს ბაზარზეც. მიუხედავად ამისა, გლობალურ დონეზე ცალკეული სასურსათო პროდუქტების მარაგები შედარებით უხვია, ხოლო მოსავლიანობა მაღალი. შესაბამისად, მათი ფასები კლებადი ტენდენციით ხასიათდება. აღნიშნული ფაქტორების ერთობლიობა სურსათის ბაზარზე შერეული სიგნალების არსებობას განაპირობებს.

ნავთობის ფასები გლობალურად კვლავაც მაღალი მერყეობით ხასიათდება. მიწოდების მხრივ, როგორც მიმდინარე, ისე პროგნოზირებულ პერიოდში, ფასებზე დადებითი გავლენა ნარჩუნდება. პარალელურად, შედარებით სუსტი მოთხოვნაც ფასებზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებს. თუმცა, 2025 წლის პირველ ნახევარში მოსალოდნელზე უფრო მაღალი ეკონომიკური აქტივობა, მათ შორის ჩინეთში, ნაწილობრივ ზღუდავდა მოთხოვნის მხრიდან ფასების კიდევ უფრო შემცირების ეფექტს. 2025 წლის მესამე კვარტალში ბრენტის ნავთობის ფასები 68-71 დოლარის დიაპაზონში მერყეობდა. ამერიკის ენერგო ინფორმაციის ადმინისტრაციის პროგნოზით (EIA), 2026 წელს ნავთობის ფასების მნიშვნელოვანი შემცირებაა მოსალოდნელი. ცალსახაა, რომ გეოპოლიტიკური და საბაზრო რისკები კვლავ ნარჩუნდება, თუმცა ამ ეტაპზე ნავთობის ბაზარზე მოლოდინები მეტწილად ფასების შემცირების მიმართულებით არის

გადახრილი. ერთი მხრივ, ნავთობის წარმოების ზრდა, მათ შორის OPEC+ ქვეყნების მხრიდან, ხოლო, მეორე მხრივ, შედარებით სუსტი მოსალოდნელი მოთხოვნა ფასებზე შემცირების მიმართულებით აისახება. მიმდინარე ეტაპზე, საწვავის ფასების საქართველოში დისინფლაციურია, თუმცა მისი სამომავლო გავლენა, სხვა თანაბარ პირობებში, დიდწილად დამოკიდებული იქნება როგორც ნავთობის გლობალურ ბაზარზე მიმდინარე პროცესებზე, ისე ლარის გაცვლითი კურსის დინამიკაზე.

2. მიმდინარე მაკროეკონომიკური მდგომარეობის მიმო- ხილვა და საპროგნოზო სცენარები

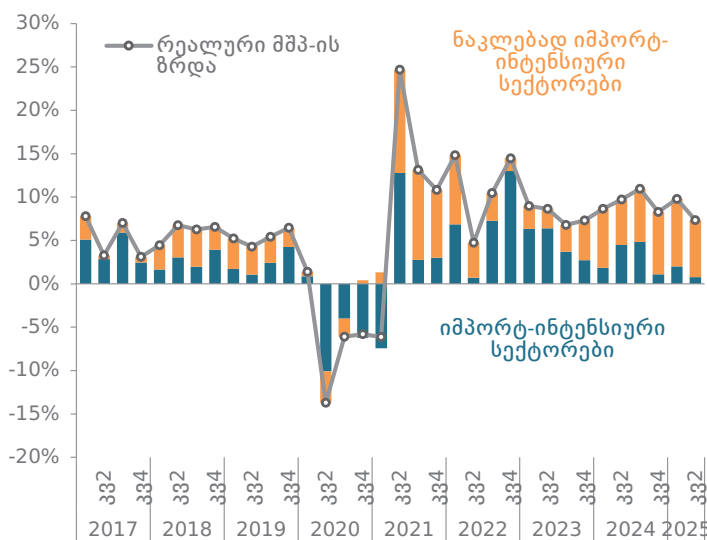
შედარებით მაღალპროდუქტიული სექტორები კვლავაც რჩება ეკონომიკური ზრდის ერთ-ერთ მთავარ ფაქტორად. თუმცა ამ სექტორების ზრდა ეტაპობრივად გრძელვადიანი ეკონომიკურ ზრდის ტემპს უახლოვდება.



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

წყარო: სებ, საქსტატი.

ეკონომიკაში მიმდინარე სტრუქტურული ცვლილებების ფონზე, მომსახურების უფრო მაღალპროდუქტიული სექტორების წვლილი მნიშვნელოვნად გაზრდილია. ეს სექტორები ზრდის მთავარ ფაქტორად ნარჩუნდება. შესაბამისად, ეკონომიკის ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიური ზრდის დინამიკა გრძელდება.



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

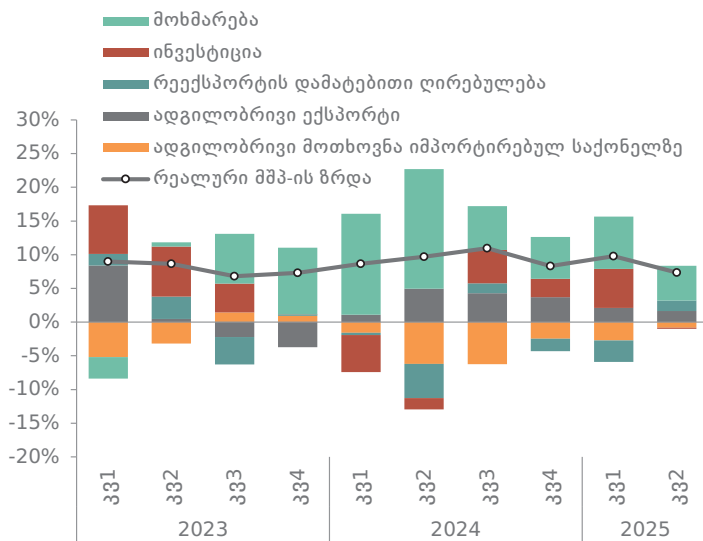
წყარო: სებ, საქსტატი.

2.1. მიმდინარე მდგომარეობა

ეკონომიკური აქტივობა, სებ-ის ცენტრალური სცენარის შესაბამისად, ეტაპობრივად უზრუნდება თავის გრძელვადიან ზრდის ტემპს. წინასწარი მონაცემებით, 2025 წლის იანვარ-სექტემბერში რეალური მშპ საშუალოდ 7.7%-ით გაიზარდა. მესამე კვარტალში ზრდის ტემპი ნაწილობრივ წინა წლის მაღალი საბაზო ეფექტის გამო შენედა, თუმცა წინა კვარტალთან შედარებით ეკონომიკური აქტივობა კვლავ მაღალია. აღსანიშნავია, რომ 2025 წელს ეკონომიკის ზრდას კვლავ უფრო მაღალპროდუქტიული, მომსახურებაზე ორიენტირებული სექტორები განაპირობებს, რომელთა შორის წამყვან როლს ინფორმაცია და კომუნიკაცია ასრულებს (იხ. დიაგრამა 2.1.1). ამგვარად, ბოლო წლების ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიური ეკონომიკური ზრდის დინამიკა ნარჩუნდება (იხ. დიაგრამა 2.1.2). მეორე მხრივ, ვლინდება ეკონომიკის ტრენდის ნორმალიზების ნიშნები, რაზეც ბოლო პერიოდში მშენებლობისა და ტრანსპორტირების სექტორების ზრდის შენელებაც მიანიშნებს.

ერთობლივი მოთხოვნაც ნორმალიზების ნიშნებს ავლენს. 2025 წლის პირველ ნახევარში მოხმარების დადებითი წვლილი რეალური მშპ-ის ზრდაში შემცირდა (იხ. დიაგრამა 2.1.3), რაც, ნაწილობრივ წინა წლის მაღალი საბაზო ეფექტითაცაა განპირობებული. ამასთანავე, შიდა მოთხოვნის ნორმალიზებაზე მიუთითებს რეალური შემოსავლების ზრდის ტემპის შენელებაც (იხ. დიაგრამა 2.1.4). ასევე, მიუხედავად ეკონომიკაში მიმდინარე სტრუქტურული ცვლილებებისა, რაც მომსახურებაზე ორიენტირებული სექტორების გამოკვეთილად წამყვან როლში ვლინდება, იმპორტის შედარებით სუსტი დინამიკაც ადგილობრივი მოთხოვნის ნორმალიზების მანიშნებელია. ამ პირობებში, წმინდა საგარეო მოთხოვნა ეკონომიკის ზრდაზე დადებითად აისახება. რაც შეეხება ინვესტიციებს, ბოლო პერიოდში იგი ერთობლივ მოთხოვნას აუმჯობესებდა, ხელს უწყობდა ახალი კაპიტალის დაგროვებასა და გრძელვადიან პოტენციალს. თუმცა, 2025

ბოლო პერიოდში, ზრდაზე დადებითად აისახება წმინდა საგარეო მოთხოვნა, ხოლო შიდა ფაქტორები ეტაპობრივად ნორმალიზდება.

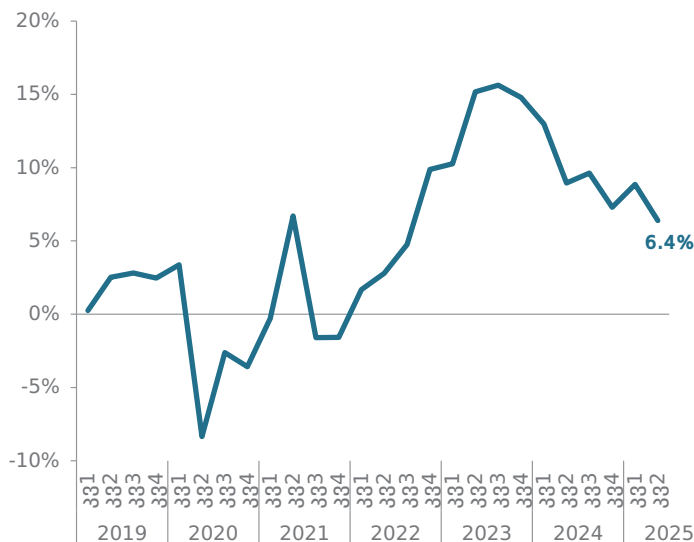


დიაგრამა 2.1.3. რეალური მშპ-ის ზრდა დანახარჯების მიხედვით (წვლილი ზრდაში)

წყარო: სებ, საქსტატი.

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

რეალური ხელფასის ზრდის შენელება შიდა მოთხოვნის ნორმალიზებას უწყობს ხელს.



დიაგრამა 2.1.4. რეალური ხელფასის წლიური ზრდის ტემპი*

წყარო: სებ-ის გაანგარიშება, საქსტატი.

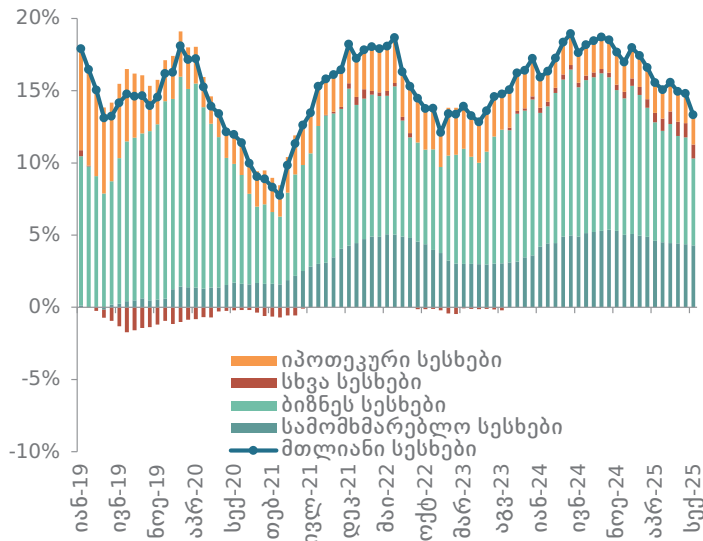
* რეალური ხელფასი მიღებულია ნომინალური ხელფასის ფასების დონით კორექტირებით

წლის მეორე კვარტალში მისი დადებითი წვლილი შემცირებულია.

ერთობლივი მოთხოვნის ნორმალიზებას საკრედიტო აქტივობის ზრდის ტემპის გრძელვადიან ტრენდთან (13-15%) დაახლოებაც განაპირობებს. 2025 წლის სექტემბერში მთლიანი დაკრედიტების წლიურმა ზრდამ 13.3% შეადგინა (იხ. დიაგრამა 2.1.5). აღნიშნული მეტწილად ეროვნული ვალუტის სესხების ზრდის შენელებითაა განპირობებული, თუმცა ზრდის ტემპის შემცირების ტენდენცია უცხოური ვალუტის სესხებშიც შეინიშნება. საკრედიტო პორტფელის ზრდის შენელებას, ნაწილობრივ, დიდი მოცულობის რამდენიმე სესხის გადაფარვაც განაპირობებს როგორც ლარის, ისე უცხოური ვალუტის ჭრილში. ამასთანავე, ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებულ სესხებზე ფინანსური პირობების გამკაცრება მსხვილი ბიზნესის სეგმენტზე (იხ. დიაგრამა 2.1.6) ამ კატეგორიის სესხების ზრდას ანელებს, რასაც მნიშვნელოვანი წვლილი შეაქვს მთლიანი საკრედიტო პორტფელის ზრდის ტემპის შემცირებაში. მსხვილი ბიზნესის საკრედიტო აქტივობის შენელება, თავის მხრივ, რეალური მშპ-ის ზრდის ტრენდის გრძელვადიან დონესთან უფრო სწრაფ დაახლოებას უწყობს ხელს. მეორე მხრივ, განვითარებულ ეკონომიკებში მონეტარული პოლიტიკის მკაცრი პოზიციიდან ეტაპობრივი გამოსვლა (იხ. დიაგრამა 1.2), სხვა თანაბარ პირობებში, ადგილობრივ ბაზარზე უცხოური ვალუტის სესხების განაკვეთებზე შემცირების მიმართულებით აისახება (იხ. დიაგრამა 2.1.6), თუმცა, არსებული გაურკვევლობის ფონზე, იგი კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება.

როგორც აღინიშნა, საგარეო მოთხოვნა ეკონომიკურ აქტივობაზე დადებითად მოქმედებს და ამავე დროს, ხელს უწყობს მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუმჯობესებას. ეკონომიკის სტრუქტურული ცვლილებები მიმდინარე ანგარიშის ბალანსზე დადებითად აისახება. კერძოდ ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიური სექტორების ზრდის და შედარებით სტაბილური საექსპორტო შემოდინებების ფონზე, საქონლისა და მომსახურების სავაჭრო ბალანსის გაუმჯობესება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს ამცირებს. ამავდროულად, შიდა მოთხოვნის ნორმალიზებაც იმპორტზე განეულ დანა-

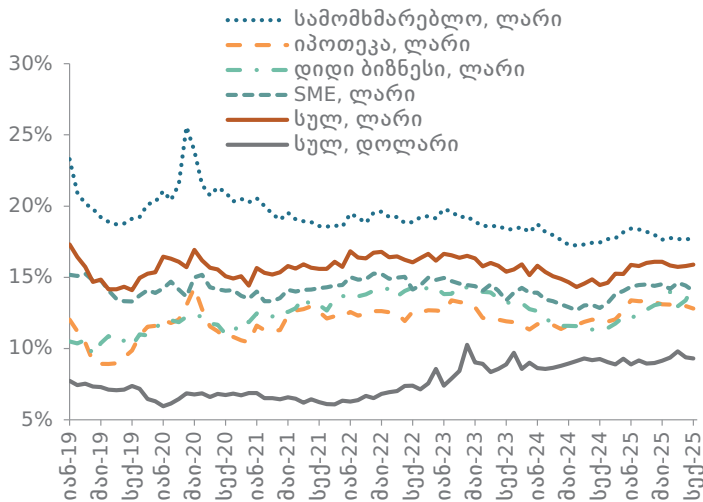
საკრედიტო აქტივობის ზრდის ტემპის შენელებას ძირითადად ბიზნესის სესხები განაპირობებს, რაც ეკონომიკის ზრდის ტრენდის მის გრძელვადიან დონესთან უფრო სწრაფ დაახლოებას უწყობს ხელს.



დიაგრამა 2.1.5. ჯამური სესხების ნაკადების ზრდის ტემპი ეროვნული და უცხოური ვალუტების ჭრილობი

წყარო: სებ.

ლარში ფინანსური პირობების მკაცრი დონე, ძირითადად, დიდი ბიზნესის სესხებითაა განპირობებული, ხოლო უცხოურ ვალუტაში, გლობალური ფინანსური პირობების შემსუბუქების ფონზე, საპროცენტო განაკვეთების შემცირების ნიშნები ჩანს.



დიაგრამა 2.1.6. ეროვნულ და უცხოურ ვალუტაში გაცემული სესხების ნაკადებზე საპროცენტო განაკვეთები (ლარის სესხი წარმოდგენილია მიზნობრიობის მიხედვით)

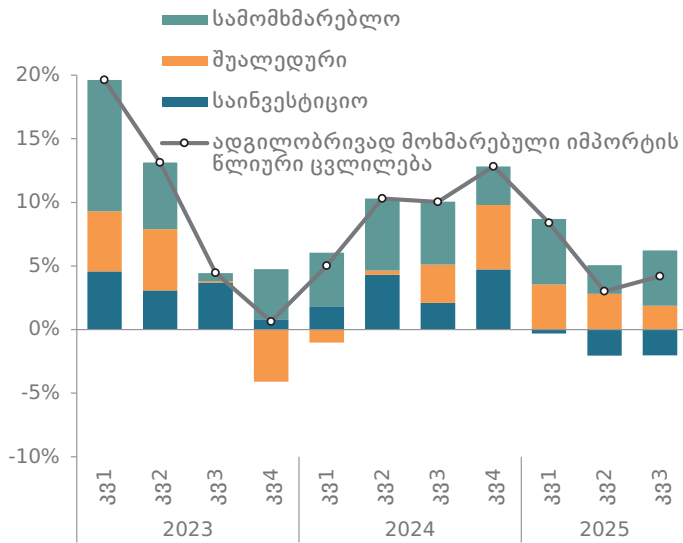
წყარო: სებ.

ხარჯებს ამცირებს. აღსანიშნავია, რომ ერთობლივი მოთხოვნის ნორმალიზების პირობებში მოსალოდნელია, რომ არა მხოლოდ სამომხმარებლო, არამედ საინვესტიციო და შუალედური იმპორტის დინამიკაც თანდათან ნორმალიზდება, რაც უკვე შეინიშნება კიდეც. ადგილობრივად მოხმარებული იმპორტის სტრუქტურაში, მეორე-მესამე კვარტლებში შედარებით სუსტი იყო საინვესტიციო საქონლის იმპორტი (იხ. დიაგრამა 2.1.7), რაც განპირობებულია როგორც ფასების, ისე რაოდენობრივი შემცირების ეფექტით. 2025 წლის მესამე კვარტალში საინვესტიციო დანიშნულების იმპორტის კლების ტენდენცია ახალი კაპიტალის ფორმირების ტემპის შენელების მანიშნებელიც არის. ჯამურად, 2025 წლის მესამე კვარტალში ადგილობრივად მოხმარებული საქონლის იმპორტი 4.2%-ით, ხოლო ადგილობრივი ექსპორტი 9.3%-ით გაიზარდა.

მომსახურების ექსპორტი საგარეო შემოდინებების მნიშვნელოვან წყაროს წარმოადგენს. კერძოდ, მოგზაურობიდან მიღებული შემოსავლები 2025 წლის მესამე კვარტალში წლიურად 6.6%-ით გაიზარდა. კვლავ შესამჩნევია, ინფორმაციისა და კომუნიკაციის (ICT) სექტორის ექსპორტის ზრდა, რომლის წილმა 2025 წლის პირველ ნახევარში მშპ-ის 2.9% შეადგინა. საგარეო შემოდინებების მნიშვნელოვანი წყაროა ფულადი გზავნილებიც, რომლის წლიურმა ზრდამ 2025 წლის მესამე კვარტალში 12%-ს მიაღწია. არსებული დინამიკის გათვალისწინებით, 2025 წელს მიმდინარე ანგარიშის მოსალოდნელი დეფიციტი წონასწორულ 5%-იან დონესთან ახლოს წარჩენდება (იხ. დიაგრამა 2.1.8).

აღსანიშნავია, რომ არსებული საგარეო შემოდინებები, გლობალურად შესუსტებული დოლარის ფონზე, ლარის გაცვლით კურსს სტაბილურ პოზიციაზე შენარჩუნებაში უწყობს ხელს. აღნიშნული ეფექტისაბალანსოუნწყისის არხით დისინფლაციურია. პარალელურად, ლარის კურსის სტაბილურობასთან ერთად, დეპოზიტების დოლარიზაცია კლებადია (იხ. დიაგრამა 2.1.9), განსაკუთრებით ფიზიკური პირების დეპოზიტების ლარიზაციის ზრდის ფონზე, რაც სამომხმარებლო განწყობების სტაბილურობის მაჩვენებელია. აღსანიშნავია, რომ სექტემბრის მდგომარეობით, დეპოზი-

2025 წელს ადგილობრივად მოხმარებული იმპორტის შედარებით სუსტ პოზიციას მეტწილად საინვესტიციო ტიპის იმპორტის კლება განაპირობებს.

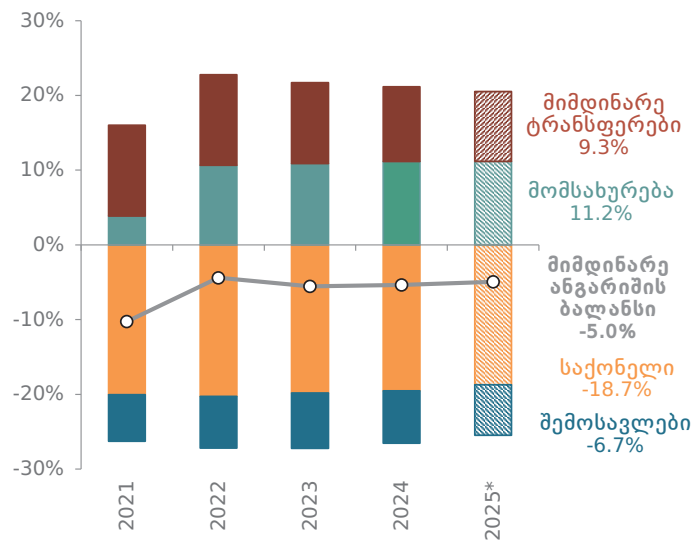


დიაგრამა 2.1.7. ადგილობრივად მოხმარებული იმპორტის BEC კატეგორიის მიხედვით ჩაშლა*

წყარო: საქსტატი, სეზ.

* ადგილობრივი იმპორტი მოიცავს იმპორტს მანქანების, ბენზინის, ნახატების, სპილენძის და გაურკვეველი ტიპის საქონლის გარეშე.

საგარეო სექტორის დინამიკა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის მის წონასწორულ დონესთან (მშპ-ის 5-5.5%) შენარჩუნებას უწყობს ხელს.



დიაგრამა 2.1.8. მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის დეკომპოზიციის (% მშპ-თან, BPM5-ის მიხედვით)

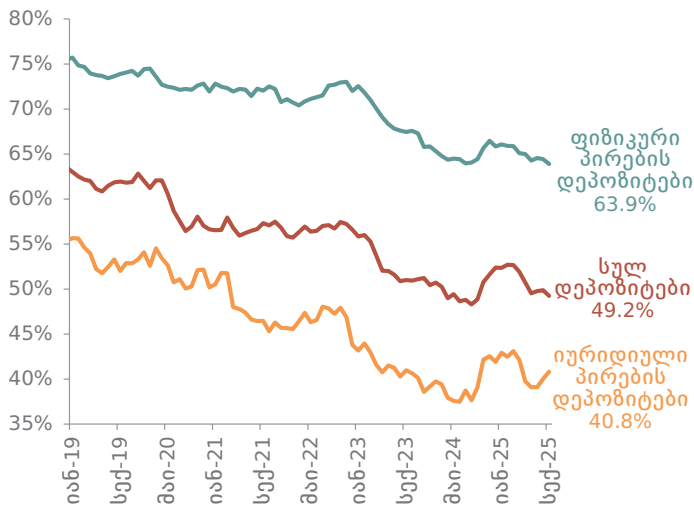
წყარო: სეზ.

ტების დოლარიზაციის დონე თითქმის დაუბრუნდა იმ ნიშნულს, რაც ფიქსირდებოდა 2024 წლის ბოლოს, მის ზრდამდე. ამავდროულად, სუვერენული რისკის პრემია წონასწორულ დონესთან ახლოს ნარჩუნდება, რაც ჩანს საქართველოსა და აშშ-ის მთავრობის დოლარში დენომინირებული 5-წლიანი ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობების სხვაობაში (იხ. დიაგრამა 2.1.10). ეს უკანასკნელი კი, გაცვლითი კურსის არხის გავლენით, დისინფლაციურია.

დოლარის გლობალურად სუსტი პოზიცია საქართველოს ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების გაცვლით კურსზეც დადებითად აისახა, გარდა თურქეთისა. შედეგად, ლარის ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი, დიდწილად, თურქულ ლირასა და დოლართან გამყარების შედეგად სტაბილურობას ინარჩუნებს. რაც შეეხება რეალურ ეფექტურ გაცვლით კურსს, ბოლო თვეებში იგი ძირითადად ინფლაციითაა შორის დიფერენციალის გავლენით ზემოდან უახლოვდება წონასწორულ დონეს (იხ. დიაგრამა 2.1.11). ამ პროცესში კი მნიშვნელოვანი ფაქტორია თურქეთის მაღალი ინფლაცია. თავის მხრივ, რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის წლიური გაუფასურება, ერთი მხრივ, საერთაშორისო ბაზარზე ადგილობრივი ვაჭრობადი პროდუქტების კონკურენტუნარიანობის ზრდას უწყობს ხელს. თუმცა, მეორე მხრივ, იმპორტირებულ ინფლაციაზე ზრდის მიმართულებით მოქმედებს.

როგორც აღინიშნა, რეალური ხელფასების ზრდა ნელდება, რაც შრომის ბაზრის სიმჭიდროვის კლებითაც არის განპირობებული. კერძოდ, შემცირდა ვაკანსიების გამოცხადების ფარდობა უმუშევრობის დონესთან (იხ. დიაგრამა 2.1.12). შემოსავლების ზრდის შენელებისა და ჯერ კიდევ მაღალი პროდუქტიულობის ზრდის ფონზე, მესამე კვარტალში, პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის დანახარჯები შემცირებულია, რაც ინფლაციაზე კლების მიმართულებით მოქმედებს (იხ. დიაგრამა 2.1.13). ამასთანავე, შრომის ბაზარზე რეალური ხელფასის ზრდის შენელება შიდა მოთხოვნის ნორმალიზაციას უწყობს ხელს, რაც, თავის მხრივ, ინფლაციის ტემპს ანელებს.

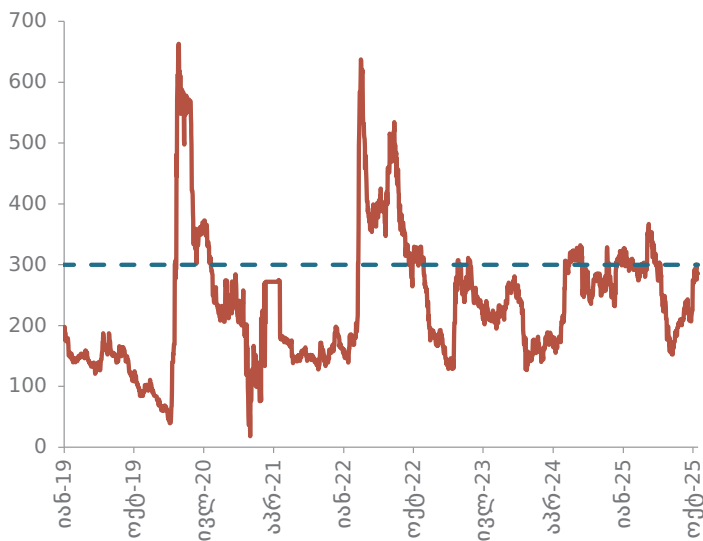
დეპოზიტების დოლარიზაცია თითქმის დაუბრუნდა 2024 წლის ბოლოს მის ზრდამდე პერიოდს, რასაც ხელს უწყობს ლარის სტაბილური პოზიცია.



დიაგრამა 2.1.9. დეპოზიტების დოლარიზაცია (გაცვლითი კურის ეფექტის გამორიცხვით)

წყარო: სეზ.

გლობალურად და ადგილობრივად გაზრდილმა გაურკვევლობამ საქართველოს სუვერენული რისკის პრემიას გაზარდა, თუმცა ამ ეტაპზე მისი დონე წონასწორულთან ახლოს ნარჩუნდება.



დიაგრამა 2.1.10. საქართველოსა და აშშ-ის მთავრობების დოლარში დენომინირებული 5-წლიანი ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობებს შორის სხვაობა

წყარო: ბლუმბერგი, სეზ.

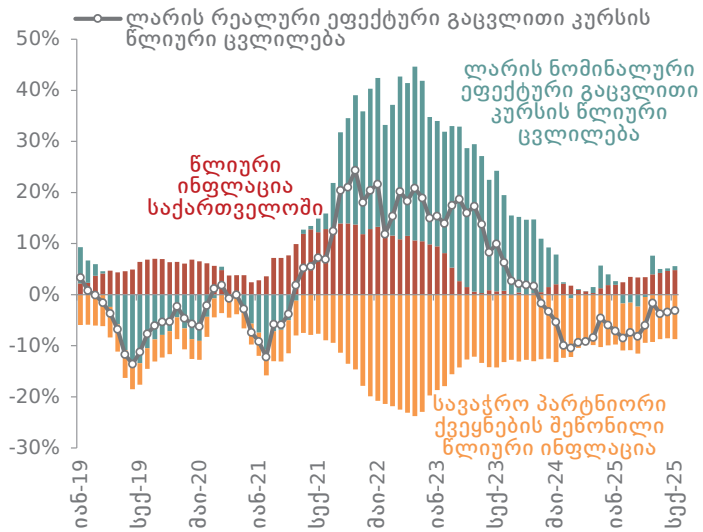
მთლიანობაში, როგორც შიდა, ისე საგარეო ეკონომიკური ფაქტორები ინფლაციაზე როგორც ზრდის, ისე შემცირების მიმართულებით აისახება. ბოლო თვეებში, ინფლაციის ზომიერად ზრდის მთავარი მიზეზი კი სურსათის ფასებია. კერძოდ, ოქტომბრის მდგომარეობით, 5.2%-იანი წლიური ინფლაციიდან 3.7 პროცენტული პუნქტი (პპ) სურსათის ფასების ზრდაზე მოდის. თავის მხრივ, სურსათის ფასების ინფლაციის ზრდას როგორც გასული წლის დაბალი საბაზო ეფექტი, ასევე საერთაშორისო და ადგილობრივ სურსათის ბაზრებზე არსებული ტენდენციები განაპირობებს. საერთაშორისო სასურსათო ნედლეულზე ფასების წლიური ზრდის ტენდენცია ნაწილობრივ უკვე გადმოეცა ადგილობრივ ბაზარს (იხ. დიაგრამა 2.1.14) და გაზარდა მოქნილი ფასები. მაგალითად, ზეთის ფასმა შერეული ინფლაცია წლიურ დონეზე გაზარდა, თუმცა შაქარზე ფასების კლებამ მასზე საპირისპირო მიმართულებით იმოქმედა. შესაბამისად, როგორც გლობალური ეკონომიკის მიმოხილვის ნაწილში აღინიშნა, საერთაშორისო სასურსათო ბაზრებიდან კვლავ ნარჩუნდება შერეული სიგნალები.

ამავდროულად, ადგილობრივი ფაქტორებიდან, ცალკეული პროდუქტის მაგალითად, პურის - ფასების გაძვირებას, რომელიც შედარებით სიხისტით ხასიათდება, მნიშვნელოვანი წვლილი შეაქვს როგორც სურსათის ინფლაციაში, ისე ადგილობრივი ფასების ინფლაციის ზრდაში.

საერთაშორისო სასაქონლო პროდუქტების ჭრილში შერეული სიგნალი ნავთობის ფასების მიმართულებითაც ვლინდება. კერძოდ, საწვავის ფასები მთლიან ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით აისახება (იხ. დიაგრამა 2.1.14). თუმცა, ნავთობის ბაზარზე არსებული რისკები კვლავ აქტუალურია, და მის გარშემო მაღალი გაურკვევლობა კვლავ ნარჩუნდება (იხ. თავი 1).

ადგილობრივი ინფლაციის დინამიკაზე, ცალკეული ტიპის მომსახურების, განსაკუთრებით კი ჯანდაცვის, ფასების ზრდაც აისახება. თუმცა, მომსახურების ჯამური ინფლაცია 2025 წლის ოქტომბერში 3%-იან მიზნობრივ მაჩვენებელზე დაბალია და 2.5%-ს შეადგენს. სერვისებზე ფასების ცვლილების სიხისტის

რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი წონასწორულ დონეს საქართველოსა და მის სავაჭრო პარტნიორებს შორის ინფლაციათა დიფერენციალის არხით უახლოვდება.

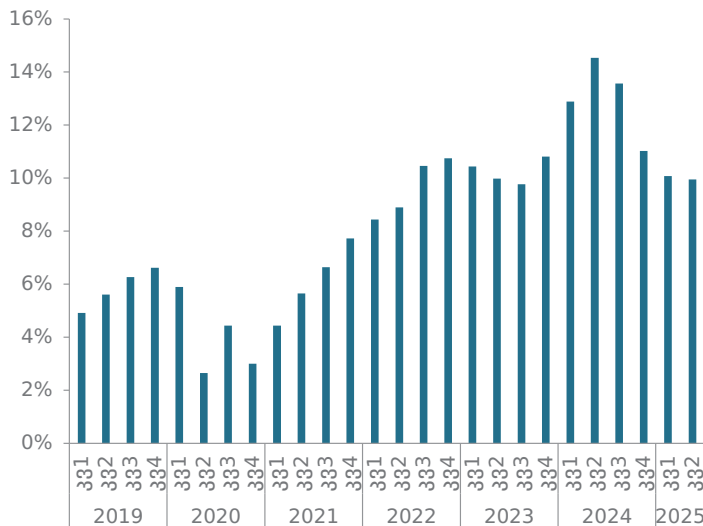


დიაგრამა 2.1.11. ლარის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის წლიური ცვლილების დეკომპოზიცია*

წყარო: სეზ.

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

შრომის ბაზრის სიმჭიდროვე შემცირების ტენდენციით ხასიათდება.



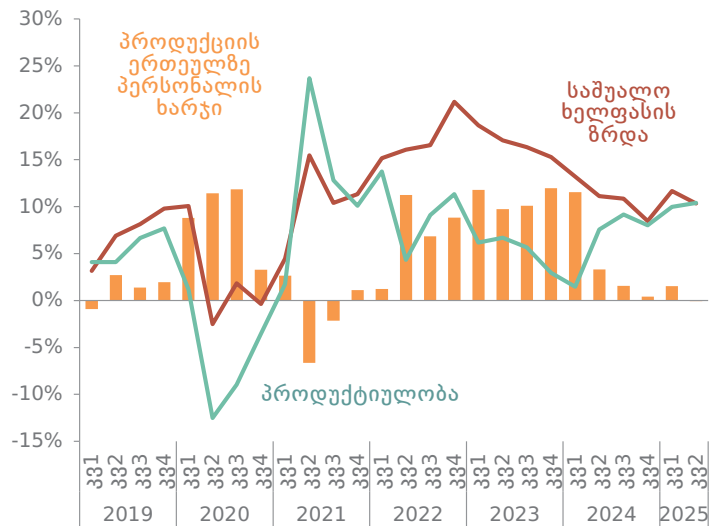
დიაგრამა 2.1.12. ახალი ვაკანსიების გამოცხადების დონის უმუშევრობის დონესთან ფარდობა (სეზონურად შესწორებული)

წყარო: საქსტატი, სეზ, PMCG.

გათვალისწინებით, აღნიშნული ტენდენცია გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობაზე მიუთითებს. საგულისხმოა, რომ გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებს ხისტი ფასების ინფლაციაც კარგად ასახავს, რომელიც ბოლო პერიოდში პურის ფასის ეფექტის გათვალისწინებით გაიზარდა, თუმცა მისი გამორიცხვით მიზნობრივ დონეზე დაბალია (ოქტომბრის მდგომარეობით 2.1%).

საბოლოოდ, ხისტი ფასების საზომების ტენდენციის ფონზე, მიწოდების მხრიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი მიმდინარე ეტაპზე ინფლაციური მოლოდინების მნიშვნელოვნად ზრდას არ იწვევს. თუმცა, არსებული გაურკვევლობის პირობებში რისკები კვლავ მაღალია, რაც მონეტარული პოლიტიკის ფრთხილი პოზიციის შენარჩუნების საფუძველს ქმნის (იხ. ჩანართი 1).

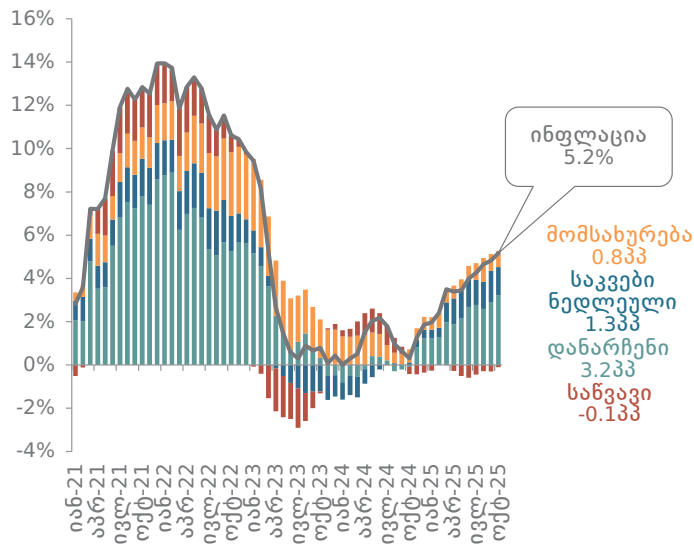
წლიურ დონეზე, პროდუქტიულობის მზარდი ტენდენციისა და ხელფასების ზრდის ტემპის შენელების ფონზე, პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის ხარჯი შემცირებულია.



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

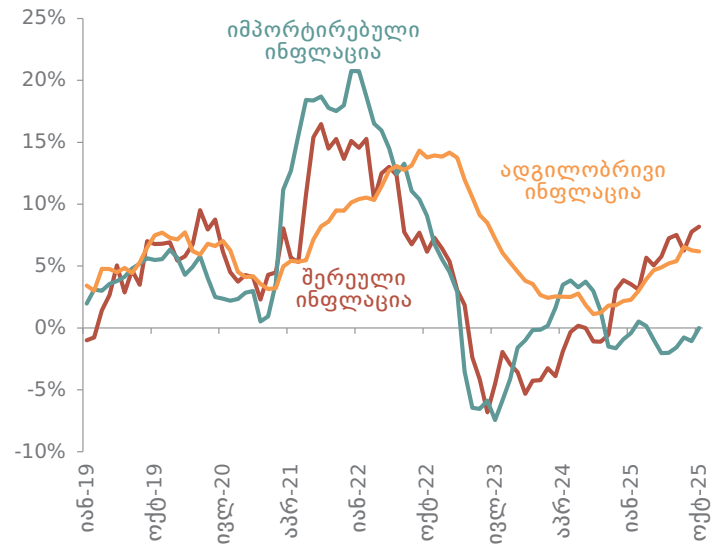
წყარო: საქსტატი, სეზ.

საერთაშორისო ბაზრებზე საკვები ნედლეულის ფასები, წინა თვეების მსგავსად, ინფლაციას კვლავ ზრდის, ხოლო საწვავის დეფლაციური ეფექტი ნარჩუნდება.



დიაგრამა 2.1.14. ინფლაცია კომპონენტების მიხედვით
წყარო: სებ, საქსტატი.

ბოლო თვეებში ადგილობრივი და საერთაშორისო სურსათის ფასები, წინა წლის დაბალ საბაზო ეფექტთან ერთად, კვლავ ზრდის შერეულ და ადგილობრივ ინფლაციას. მეორე მხრივ, იმპორტირებული ინფლაციის კომპონენტი, საწვავის ხარჯზე, მთლიანი ინფლაციის დონეს ამცირებს.



დიაგრამა 2.1.15. შერეული, ადგილობრივი და იმპორტირებული წლიური ინფლაციები
წყარო: სებ, საქსტატი.

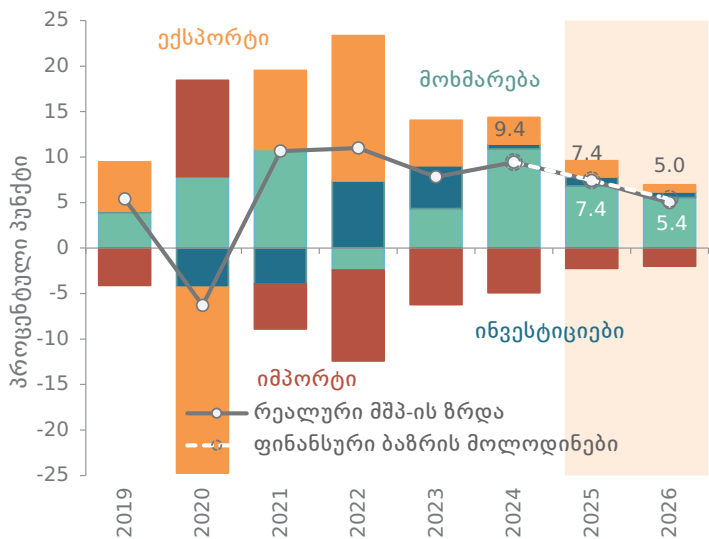
2.2. ცენტრალური სცენარი

ბოლო პერიოდში, განსაკუთრებით საყურადღებოა ადგილობრივი ეკონომიკის დინამიკა. კერძოდ კი, ადგილობრივ და შერეულ პროდუქტებში სურსათის ფასების ზრდა, რაც ინფლაციის ძირითად წყაროდ გვევლინება. მიუხედავად მიზნობრივ, 3%-იან დონეზე დაბალი საბაზო ინფლაციისა, ინფლაციური მოლოდინების მატების რისკები საყურადღებოა. ეს კი, რისკების მინიმიზირების მიდგომის პირობებში, პოლიტიკის სიფრთხილეს განაპირობებს. ამასთან, გლობალურ ეკონომიკაში გაურკვევლობის დონე კვლავ მაღალია. მსოფლიო ეკონომიკის ფრაგმენტაცია და რეგიონული გეოპოლიტიკური ტურბულენტობა კვლავაც მნიშვნელოვან რისკად რჩება. აღნიშნული ტენდენციებისა და გაურკვევლობის ფონზე, საქართველოს ეროვნული ბანკის ცენტრალური სცენარი მოიცავს წინა თავებში განხილულ მიმდინარე ინფორმაციის ფართო სპექტრს, დაშვებებს როგორც ეგზოგენური ფაქტორების, ისე ეკონომიკის გადაცემის მექანიზმების შესახებ და მონეტარული პოლიტიკის რეაგირების პრეფერენციებს².

გლობალური გაურკვევლობის ერთ-ერთ მთავარ წყაროდ სავაჭრო პოლიტიკით გამოწვეული მსოფლიო ეკონომიკის ფრაგმენტაცია და რეგიონალური კონფლიქტების ხელახალი გააქტიურება რჩება. ამასთან, საყურადღებოა გლობალური ფისკალური რისკებისა და ამის ფონზე, ფინანსური მონყვლადობის შესაძლო ზრდა (იხ. გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა). სატარიფო პოლიტიკიდან მომდინარე პირდაპირი ეფექტები საქართველოს ეკონომიკაზე მცირეა. ცენტრალურ სცენარში, მისი გავლენა მეტწილად არაპირდაპირ, უკვე შენელებული გლობალური ეკონომიკური აქტივობისა და გაზრდილი გაურკვევლობის კონტექსტში განიხილება. სცენარი ასევე მოიაზრებს ახლო აღმოსავლეთში გაუმჯობესებული ვითარების შენარჩუნებასა და გლობალური ფისკალური

² ეროვნული ბანკის პრიორიტეტები ინფლაციური მოლოდინების მიზნობრივი მაჩვენებლის გარშემო შენარჩუნების უზრუნველსაყოფად, რაც, მათ შორის, შესაძლოა გულისხმობდეს პოლიტიკის გადავადებულ ნორმალიზებას.

ეკონომიკის ზრდის დინამიკა მოლოდინების შესაბამისია. ზრდის მთავარი მამოძრავებელი კვლავ მაღალპროდუქტიული და მომსახურებაზე ორიენტირებული სექტორებია. ეკონომიკური ზრდა 2025 და 2026 წლებში კვლავ, შესაბამისად, 7.4%-სა და 5.0%-ს შეადგენს. უცვლელია ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა საშუალო პროგნოზიც.



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

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა.

გარემოს სტაბილურობას.

ადგილობრივი ეკონომიკის ზრდის დინამიკა მოლოდინების შესაბამისია. ზრდის მთავარი მამოძრავებელი კვლავ მაღალპროდუქტიული და მომსახურებაზე ორიენტირებული სექტორებია. ამასთან, ჯერ კიდევ პოზიტიური გამოშვების გაპის პირობებში, მშენებლობის სექტორისა და მთლიანი კაპიტალის ფორმირების მაჩვენებლები ეკონომიკის მის გრძელვადიან ღონესთან ნორმალიზების ნიშნებს ავლენს. ცენტრალური სცენარი, მიმდინარე ძლიერი საგარეო შემოდინებების ფონზე, ეკონომიკურ ზრდაში საგარეო მოთხოვნის მნიშვნელოვან წვლილს მოიაზრებს. ეს კი, მოლოდინების შესაბამისად, ფუნდამენტური ფაქტორების ნორმალიზებისა და პირველ 9 თვეში არსებული ეკონომიკური ზრდის ინერციით, წინა პროგნოზთან შედარებით, რეალური მშპ-ის ზრდის უცვლელ პროგნოზს გულისხმობს. შესაბამისად, ეკონომიკური ზრდა 2025 და 2026 წლებში შესაბამისად 7.4%-სა და 5.0%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.2.1).

აღსანიშნავია, რომ ფინანსურ ბაზარზე ეკონომიკური ზრდის შესახებ მოლოდინები მეტწილად თანხვედრაშია სებ-ის ცენტრალურ სცენართან. ბაზრის წარმომადგენელთა საშუალო პროგნოზი ეკონომიკურ ზრდაზე უცვლელია, წინა კვარტალთან შედარებით, და 2025 და 2026 წლებში, შესაბამისად, 7.4%-სა და 5.4%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.2.1).

რაც შეეხება ინფლაციას, მიმდინარე პერიოდში, მის დინამიკაში მაღალი წვლილი სასაქონლო პროდუქტებს შეაქვთ. კერძოდ, საგულისხმოა სურსათის ინფლაციური და ნავთობის დისინფლაციური ეფექტები. სწორედ მაღალი წვლილისა და მათი ფასების გარშემო არსებული გლობალური თუ ადგილობრივი გაურკვევლობების ფონზე, მიმდინარე ცენტრალური სცენარი მეტწილად სწორედ მათი პირველი და მეორე რაუნდის ეფექტების შესახებ დაშვებებს ეფუძნება.

სასურსათო პროდუქტების მაღალი ინფლაცია, წინა წლის დაბალ საბაზო ეფექტთან ერთად, მონეტარული პოლიტიკისგან დამოუკიდებელი ფაქტორებით აიხსნება. კერძოდ, არასახარბიელო კლიმატური პირობების ფონზე, ადგილობრივი ბაზრისთვის არსებული მიწოდების სიმძლავრე შესუსტდა. მზარდი

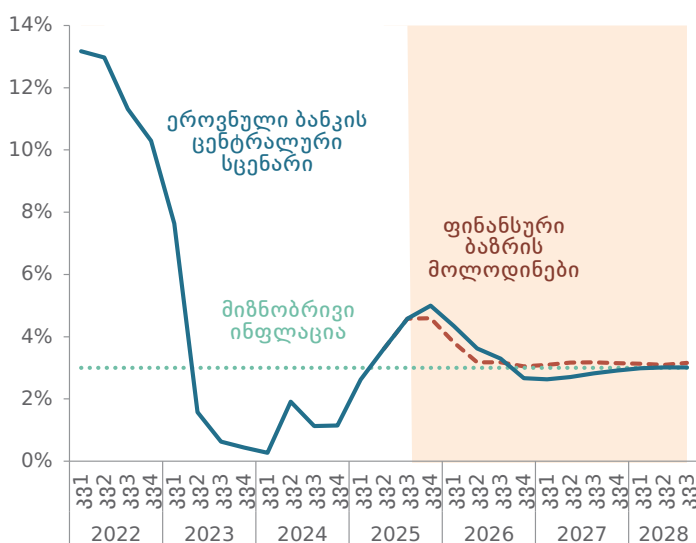
იყო სურსათის გლობალური ფასებიც, რამაც ადგილობრივ ბაზარზე დამატებით გაზარდა ინფლაციური წნეხი.

მიმდინარე ცენტრალური პროგნოზი, კლიმატური და გეოპოლიტიკური ვითარების გათვალისწინებით, სურსათის საერთაშორისო ფასების ინდექსის (FAO), საქართველოსთვის რელევანტური პროდუქტების კალათის ფასის მიმდინარე დონის გარშემო შენარჩუნებას განიხილავს. ადგილობრივ ბაზარზე კი, წლის ბოლოს არსებული ინფლაციური პიკის შემდგომ, მათ შორის მაღალი საბაზო ეფექტების ფონზე, სურსათის ინფლაციის შემცირებაა მოსალოდნელი. ფასების ინდექსში მაღალი წონის შედეგად როგორც სურსათის, ისე ადგილობრივ ინფლაციაზე მნიშვნელოვან ზეწოლას ახდენს პურის ფასები. მისი ბოლოდროინდელი, განმეორებითი გაძვირება ფქვილის ფასების ზრდითა და, სექტორში არსებული ინფორმაციით, ხელფასების დონის ჩამორჩენის კორექტირებით აიხსნება. მიმდინარე შეფასებით, საშუალოვადიან პერიოდში, პურის ფასების გაძვირების ჯამური ეფექტი მთლიან ინფლაციაში 0.8 პპ-ს შეადგენს.

ცენტრალური ბანკები ეგზოგენურ, გარდამავალ მიწოდების შოკებზე, როგორც წესი, არ რეაგირებენ, გარდა იმ შემთხვევებისა, როდესაც აღნიშნული შოკები საშუალო და გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების ზრდას განაპირობებს. ცენტრალური სცენარის მიხედვით სურსათის ფასებიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს მხოლოდ ერთ-ჯერადი გავლენა ექნება და ეტაპობრივად შესუსტდება. შესაბამისად, იგი არ მოიპოვებს მეორე რიგის ეფექტებს. მიუხედავად ამისა, აღნიშნული რისკი მიმდინარე პერიოდში საყურადღებო რჩება, ვინაიდან ამ რისკის რეალიზება ცენტრალურ სცენართან შედარებით მაღალი ინფლაციურ გარემოს ჩამოაყალიბებს და ეკონომიკურ დანაკარგებს გამოიწვევს (იხ. მაღალი ინფლაციური სცენარი). შესაბამისად, რისკების მინიმიზირების მიდგომით, ცენტრალურ სცენარშივე მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზების მიმართ დამატებითი სიფრთხილეა გათვალისწინებული.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, ცენტრალურ სცენარში ნავთობპროდუქტების ადგილობ-

ცენტრალური სცენარის მიხედვით, მიმდინარე ინფლაციის ინერციის, საბაზო ეფექტისა და ეგზოგენური ფაქტორების ფონზე, ინფლაცია დროებით 3%-იანი მაჩვენებლის გემოთ შენარჩუნდება და პიკს მიმდინარე წელსვე მიაღწევს. 2026 წელს, საშუალოდ 3.5% იქნება და წლის ბოლოდან მის მიზნობრივ მაჩვენებელს ქვემოდან დაუახლოვდება.



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

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

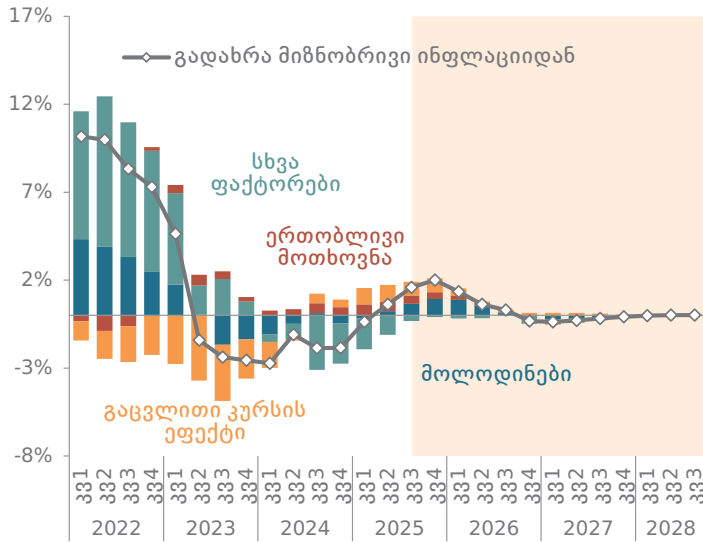
რივი ფასების შესახებ დაშვებებს განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება. ამერიკის ენერგო ინფორმაციის ადმინისტრაციის (EIA) ოქტომბრის პროგნოზის მიხედვით, ბაზარზე მიწოდების სიჭარბისა და, შესაბამისად, გაზრდილი მარაგების ფონზე, 2026 წელს ნავთობის ფასები ბარელზე საშუალოდ 52 დოლარამდე შემცირდება. თავის მხრივ, სიჭარბეს განაპირობებს OPEC+-ის მიერ მიწოდებაზე დაწესებული შეზღუდვების ნაწილობრივი შერბილება და ორგანიზაციის არანევრი ქვეყნების მხრიდან წარმოების ზრდა. აქვე აღსანიშნავია, რომ ჩინეთის მიერ სტრატეგიული მარაგების დაგროვება ფასებზე ზრდის მიმართულებით მოქმედებს. შესაბამისად, მათი დაგროვების პოლიტიკის მოსალოდნელზე მეტად შენელება ფასებს დამატებით შეამცირებს. ამის საპირისპიროდ, OPEC+-ის მიწოდებაზე დაწესებული შეზღუდვების არ შერბილება ან/და რუსეთ-უკრაინის ომისა და სანქციების შედეგად გამოწვეული შეფერხებები ფასებზე ზრდის მიმართულებით იმოქმედებს.

მიუხედავად ნავთობის საერთაშორისო ბაზრებზე ფასების პოზიტიური პროგნოზებისა, რისკების მინიმიზაციის პირობებში, ცენტრალური სცენარი ეფუძნება საერთაშორისო ფასების ადგილობრივ ბაზარზე გადმოცემის კონსერვატიულ დაშვებას. კონსერვატიული დაშვების საფუძველი კი, გემოთ ნახსენებ გლობალურ გაურკვევლობებთან ერთად, ლოკალური ფაქტორებიცაა, კერძოდ, ნავთობპროდუქტების იმპორტის წყაროების რეალოკაციასთან და ადგილობრივი ფასების სიხისტესთან დაკავშირებული ბუნდოვანება.

ცენტრალურ სცენარში, ეკონომიკის ფუნდამენტური ფაქტორებიდან მომდინარე წნეხი ნაკლებად ინფლაციურია. ჯერ კიდევ მაღალი პროდუქტიულობის ფონზე, მოთხოვნის მხრიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი სუსტია. ამასთან, მიმდინარე ანგარიშის გაუმჯობესების ფონზე, ნომინალური კურსი სავაჭრო პარტნიორებიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს მნიშვნელოვნად შეარბილებს.

ცენტრალური სცენარის მიხედვით, მიმდინარე ინფლაციის ინერციითა და ეგზოგენური ფაქტორების გათვალისწინებით, **ინფლაცია დროებით 3%-იანი მაჩვენებლის გემოთ**

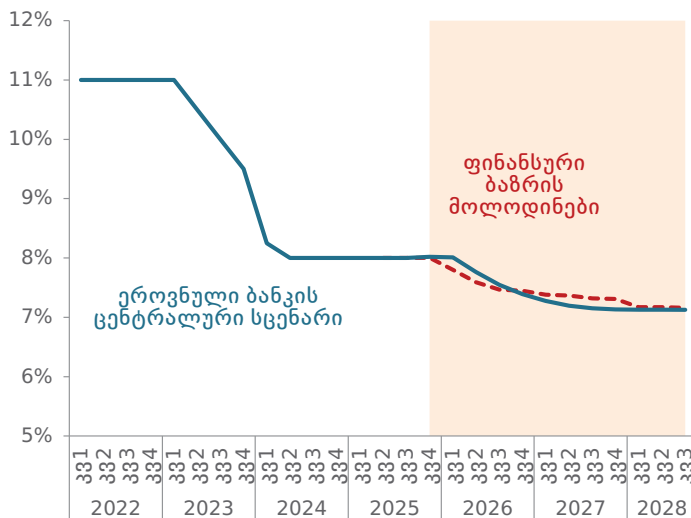
ინფლაციის მიზნობრივ დონესთან საბოლოო ნორმალიზებას, მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის პირობებში, ერთობლივი მოთხოვნიდან და სურსათის ფასებიდან მომდინარე ინფლაციური ეფექტების მიღევა განაპირობებს.



დიაგრამა 2.2.3. ცენტრალური სცენარით წლიური ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლიდან გადახრის დეკომპოზიცია

წყარო: სებ, საქსტატი.

ცენტრალური სცენარის მიხედვით, მოკლევადიან პერიოდში მონეტარული პოლიტიკისგან დამოუკიდებელი ინფლაციური რისკების გათვალისწინებით, განაკვეთის ნორმალიზება მცირედით შეყოვნდება და მხოლოდ ინფლაციური რისკების საკმარისად მიღევის ფონზე, ინფლაციის მის მიზნობრივ მაჩვენებელთან დაბრუნების მკვეთრი ტენდენციის გამოკვეთის შემთხვევაში გაგრძელდება.



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

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

შენარჩუნდება და პიკს მიმდინარე წელსვე მიაღწევს. შესაბამისად, 2025 წელს ინფლაცია საშუალოდ 4.0%-ს შეადგენს. სურსათის ფასების ინფლაციური ეფექტის ეტაპობრივი მიღევის, წინა წლის საბაზო ეფექტისა და გემოთხსენებული სხვა ფაქტორების გათვალისწინებით, 2026 წელს ინფლაცია საშუალოდ 3.5%-ს შეადგენს. წლის ბოლოდან კი, მის მიზნობრივ მაჩვენებელს ქვემოდან დაუახლოვდება (იხ. დიაგრამა 2.2.2 -2.2.3).

საპროგნოზო პერიოდში, წინა ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ინფლაციის მაჩვენებელი 2025 წელს 0.2, ხოლო 2026 წელს - 0.4 პპ-ით გაიზარდა. ნაწილობრივ რეალიზდა როგორც მაღალი ინფლაციური, ისე დაბალი ინფლაციური რისკები. აგრარული პროდუქტების ფასებზე ზეგავლენის თვალსაზრისით, მოსალოდნელზე ძლიერი აღმოჩნდა სექტორში არსებული ინფლაციური ეფექტები. ამასთან, პურის ფასის კიდევ ერთხელ, მოულოდნელად კორექტირებამ ინფლაცია დამატებით 0.2-0.3 პპ-ით გაზარდა. ამ ორი ფაქტორის შედეგად კი, მოიმატა ინფლაციის პიკურმა მაჩვენებელმა და მიზნობრივ დონესთან ნორმალიზება შეაყოვნა. ამის საპირისპიროდ, პროგნოზირებულზე ძლიერი აღმოჩნდა სავალუტო შემოდინებები, რამაც ლარის მოსალოდნელზე მყარი პოზიციები განაპირობა. აღსანიშნავია, რომ ნავთობის ბაზარზე არსებული პოზიტიური პროგნოზების მიუხედავად, ცენტრალური სცენარი, წინა სცენარის მსგავსად, ბენზინის ფასებზე შემლუდულ დისინფლაციურ წნეხს ითვალისწინებს, რაც არა ყველაზე ალბათური, არამედ რისკების მინიმიზაციაზე დაფუძნებული დაშვებაა.

ეკონომიკური ზრდის შესახებ მოლოდინების მსგავსად, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა ინფლაციური მოლოდინებიც მეტწილად თანხვედრაშია სებ-ის ცენტრალურ სცენართან. კერძოდ, ფინანსური ბაზრის პროგნოზით, 2025 წლის საშუალო ინფლაცია, წინა კვლევასთან შედარებით, 0.1 პპ-ით 3.9%-მდე გაიზარდა. ხოლო, 2026 წლისთვის - უცვლელია და საშუალოდ კვლავ 3.3%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.2.2). აღსანიშნავია, რომ ფინანსური ბაზრის პროგნოზი შესაძლოა არ მოიცავდეს პურის ფასების ბოლოდროინდელი ზრდის ეფექტებს.

მაღალინფლაციური სცენარი ძირითადად სურსათის მაღალი ინფლაციის გახანგრძლივებას და ეკონომიკის პოტენციალის სწრაფ ნორმალიზებას ეფუძნება. ის ასევე მოიაზრებს გეოპოლიტიკური და სატარიფო პოლიტიკის ხელახალ გამწვავებასა და სასაქონლო ბაზრებიდან მომდინარე ინფლაციურ წნეხს.

მაღალი ინფლაციური რისკები			
» გლობალური ეკონომიკური აქტივობის შენელება, მათ შორის, ჩინეთის ეკონომიკის სტრუქტურული პრობლემების ფონზე. » გლობალურად, ფრაგმენტაციის მოსალოდნელზე მეტად გააქტიურება - სატარიფო პოლიტიკის ხელახალი გამწვავება. » ფისკალური დისბალანსების გაღრმავება განვითარებულ ქვეყნებში. » ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების ხელახალი ესკალაცია. » ადგილობრივი ეკონომიკის პოტენციალის სწრაფი ნორმალიზება.			
რისკების რეალიზების ინდიკატორები	ინფლაციაზე გავლენა		
მოკლევადიანი ინფლაციური მოლოდინების გაუარესება.			
როგორც საერთაშორისო, ისე ადგილობრივ ბაზრებზე სასაქონლო პროდუქტების მოსალოდნელზე მაღალი ფასები.			
სუსტი საგარეო შემოღინებები და მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის გაუარესება.			
მაღალპროდუქტიული სექტორების ზრდის შემცირება.			
ქვეყნის რისკ პრემიის ზრდა და გლობალურად მაღალი საპროცენტო განაკვეთები			
გავლენის ზომა			
ნეიტრალური	დაბალი	საშუალო	მაღალი
	ინფლაციის ზრდა		
	ინფლაციის იგივე დონე		
	ინფლაციის შემცირება		

ცხრილი 2.3.1 მაღალინფლაციური სცენარის რისკების ტაქსონომია

წყარო: სეზ

ცენტრალური სცენარით, მოკლევადიან პერიოდში არსებული როგორც ადგილობრივი, ისე გლობალური, მონეტარული პოლიტიკისგან დამოუკიდებელი ინფლაციური რისკების გათვალისწინებით, განაკვეთის ნორმალიზება მცირედით შეყოვნდება და მხოლოდ და მხოლოდ ინფლაციური რისკების საკმარისად მიღევის ფონზე გაგრძელდება. ეს კი ფინანსური ბაზრის მოლოდინებთან შედარებით პოლიტიკის დაგვიანებულ ნორმალიზებას გულისხმობს (იხ. დიაგრამა 2.2.4).

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 როგორც ადგილობრივი, ისე გლობალური ინფლაციური რისკების ცენტრალურ სცენართან შედარებით უფრო მწვავე რეალიზებას და, მათ შორის, ითვალისწინებს სასაქონლო ბაზრებიდან მომდინარე მწვავე ინფლაციურ წნეხს. შესაბამისად, ამ რისკების რეალიზების პირობებში ინფლაციის გრძელვადიანი მოლოდინების გაუარესების თავიდან ასაცილებლად სეზ ცენტრალურ სცენართან შედარებით, უფრო მკაცრ მონეტარულ პოლიტიკას გაატარებს.

როგორც გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვაში³ აღნიშნული, ჩინეთის სტრუქტურული პრობლემების ფონზე, მსოფლიო ეკონომიკური ზრდის შენელების რისკები იკვეთება. ამასთან, კვლავ ნარჩუნდება გაურკვევლობა გლობალური სატარიფო პოლიტიკის გარშემო, რომლის დღის წესრიგიც არაერთხელ გადაიხედა. მისი ხელახალი გამწვავება, მსოფლიო ეკონომიკის ფრაგმენტაციას მოსალოდნელზე მეტად დააჩქარებს, რაც სტაგფლაციურ გარემოს წარმოქმნის და კიდევ უფრო მეტად გაზრდის გაურკვევლობას (იხ. დიაგრამა 1.1). ამასთან,

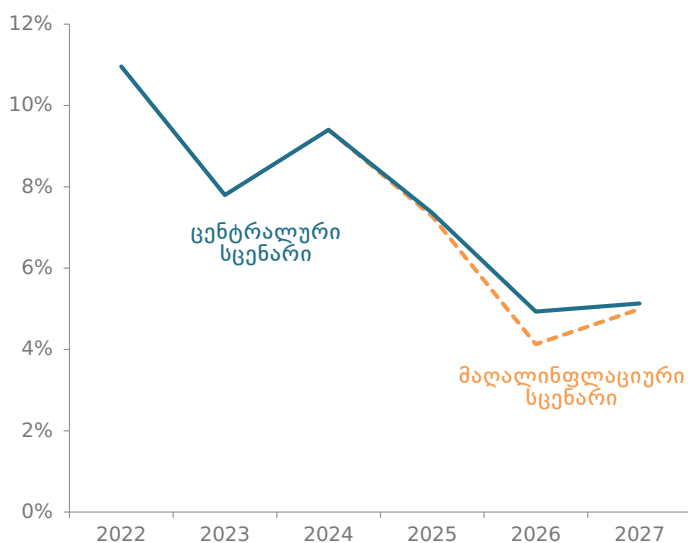
3 იხ. თავი 1, გლობალური მაკროეკონომიკური გარემოს მიმოხილვა.

გლობალური ეკონომიკის შენეებასთან ერთად, მზარდია ფისკალური დისბალანსი განვითარებულ ეკონომიკებში, რაც გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებზე ზრდის მიმართულებით იმოქმედებს. აღნიშნული რისკების რეალიზება, ერთი მხრივ, მსოფლიო ეკონომიკური ზრდის შენეების გავლენით შემცირებულ საგარეო მოთხოვნაში აისახება. მეორე მხრივ, ისინი გლობალურად საპროცენტო განაკვეთებისა და რისკის პრემიის ზრდას გამოიწვევს. ეს კი, როგორც წესი, განვითარებადი ქვეყნებიდან კაპიტალის უსაფრთხო აქტივებში გადინებისა და ფინანსური პირობების გამკაცრების კვალდაკვალ, გაართულებს დაფინანსების მოზიდვას და გაზრდის ადგილობრივ ნეიტრალურ განაკვეთს.

აღნიშნული სცენარი აგრეთვე განიხილავს ახლო აღმოსავლეთში გეოპოლიტიკური ვითარების ხელახალ გამწვავებას, რაც მნიშვნელოვნად გაზრდის რეგიონის რისკიანობას და წარმოქმნის წნეხს ნავთობის ბაზარზე. იმის ფონზე, რომ მიმდინარე პერიოდში სწორედ ნავთობპროდუქტების გაიაფება წარმოადგენს ინფლაციაზე დაღმავალი წნეხის ერთადერთ ძირითად განმაპირობებელ ფაქტორს, მათზე ამ და სხვა გეოპოლიტიკური მიზეზით ფასების დაღმავალი დინამიკის ზრდის მიმართულებით გადახედვამ, შესაძლოა, მთლიან ინფლაციაზე არანაირი ეფექტებიც კი განაპირობოს. ეს მონეტარული პოლიტიკის შესაბამის რეაგირებას გახდის საჭიროს და დამატებით შეამცირებს ეკონომიკურ აქტივობას.

მაღალინფლაციური სცენარი, გლობალური გამოწვევების პარალელურად, ადგილობრივი რისკების რეალიზებასაც გულისხმობს. კერძოდ, ის მოიაზრებს მაღალპროდუქტიული სექტორების, მათ შორის, ტრანსპორტის, ინფორმაციისა და კომუნიკაციის სექტორების (იხ. დიაგრამა 2.1.1) ზრდის, ანუ ეკონომიკის პოტენციალის, ცენტრალურ სცენართან შედარებით სწრაფ ნორმალიზებას. შესაბამისად, ეკონომიკური აქტივობის, პოტენციურთან შედარებით ნელი მოდერაციის ფონზე, ინფლაციური წნეხი წარმოიქმნება. გარდა ამისა, სცენარი მოიაზრებს წინა პერიოდებში გაუარესებული კლიმატური პირობების შედეგად გაზრდილი

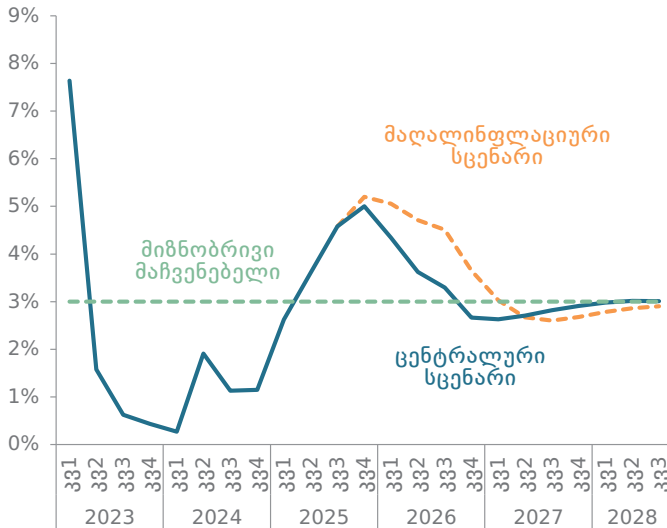
პოტენციალის სწრაფი ნორმალიზების, ინფლაციური წნეხის საპასუხოდ გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკისა და გლობალური ეკონომიკური აქტივობის შენეების შედეგად მშპ-ის ზრდა 2025 წელს 7.3%, ხოლო 2026 წელს კი 4.0% იქნება.



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

წყარო: სებ, საქსტატი.

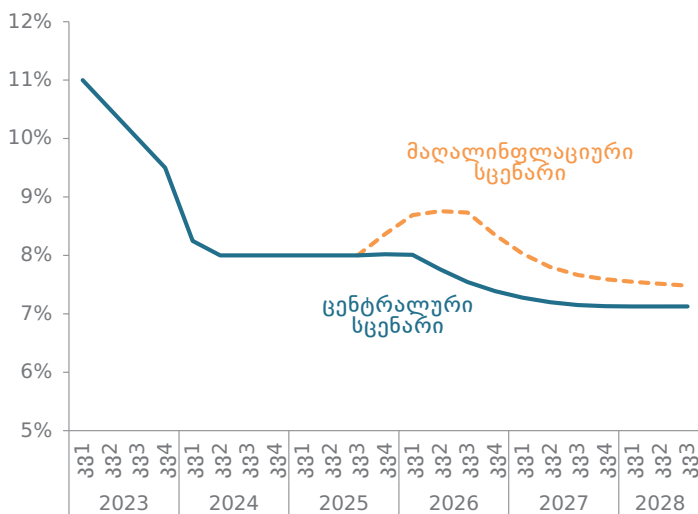
სურსათის მაღალი ინფლაციის გახანგრძლივება, გაცვლით კურსზე გაუფასურების წნეხი და სასაქონლო ბაზრებზე არასტაბილური ვითარება მონეტარული პოლიტიკის კორიგონტზე მნიშვნელოვნად გაზრდის ინფლაციურ წნეხს.



დიაგრამა 2.3.2. წლიური ინფლაცია ცენტრალური და მაღალი ინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სეზ, საქსტატი.

ინფლაციის მოლოდინების ზრდის მიმართ ეროვნულ ბანკს დაბალი ტოლერანტობა აქვს. შესაბამისად, მაღალი ინფლაციური სცენარით აღწერილი გარემო, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებას გამოიწვევს და ნორმალიზაცია წელი ტემპით, მხოლოდ ინფლაციური გარემოს დასტაბილურების კვალდაკვალ განხორციელდება 7.5%-იან ნიშნულამდე.



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

წყარო: სეზ.

სურსათის ინფლაციის გახანგრძლივებას, რაც მეორე რიგის ეფექტების რისკებს გააჩენს (იხ. დიაგრამა 2.1.14). მიწოდების მხრიდან მომდინარე რისკების ამგვარი რეალიზება კი, მიზნობრივზე მაღალ ინფლაციას ხანგრძლივად შეინარჩუნებს, რაც გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებზე იქონიებს გავლენას. შესაბამისად, ამის საპასუხოდ ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობას გაამკაცრებს.

საბოლოოდ, ერთი მხრივ, გლობალური ეკონომიკური აქტივობისა და საგარეო მოთხოვნის გაუარესების და, მეორე მხრივ, ადგილობრივად მაღალპროდუქტიული სექტორების ზრდის სწრაფი მოდერაციისა და გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის კვალდაკვალ, ეკონომიკური ზრდა შენედება. კერძოდ, მაღალი ინფლაციური სცენარში, რეალური მშპ-ის ზრდა 2025 წელს 7.3%, ხოლო 2026 წელს კი, 4.0% იქნება (იხ. დიაგრამა 2.3.1).

როგორც აღინიშნა, წინამდებარე სცენარში გლობალურად გართულებული მაკროეკონომიკური ვითარება შეამცირებს საგარეო შემოდინებებს, რაც, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, ადგილობრივად მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს გააუარესებს და გაცვლით კურსზე გაუფასურების წნეხს წარმოქმნის. ამასთან, განსაკუთრებით საყურადღებო გახდება საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებიდან მომდინარე ეფექტები და სურსათის მაღალი ინფლაციის გახანგრძლივება, რაც საფრთხეს შეუქმნის ინფლაციურ მოლოდინებს. შესაბამისად, მაღალი ინფლაციური რისკების რეალიზების შემთხვევაში, ინფლაცია, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, მიმდინარე პერიოდშივე გაიზრდება, ხოლო 2026 წელს, საშუალოდ, 1.0 პპ-ით მაღალი იქნება და 4.5% შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.3.2).

ინფლაციური მოლოდინების ზრდის მიმართ ეროვნულ ბანკს დაბალი ტოლერანტობა აქვს. შესაბამისად, ზემოთ აღნიშნული ვითარება, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებას გამოიწვევს. ამასთან, განვითარებული ქვეყნების ნაწილში ფისკალური რისკების გამწვავებით განპირობებული ნეიტრალური განაკვეთების ზრდა ადგილობრივ ნეიტრალურ განაკვეთსაც გადმოეცემა და მის 7.5%-მდე ზრდას განაპირობებს. შესაბამისად,

დაბალინფლაციური სცენარი, ცენტრალურთან შედარებით, ნავთობისა და სურსათის მოსალოდნელზე დაბალ ფასებს მოიაზრებს. ამასთან, სცენარი ითვალისწინებს პროდუქტიულობის მაღალ დონეზე შენარჩუნებას, და შრომის ბაზრიდან მომდინარე დისინფლაციური ეფექტების გახანგრძლივებას.

დაბალინფლაციური რისკები			
» საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე ნავთობის დაბალი ფასები და მათი სრულად ასახვა ადგილობრივ ბაზარზე. » მაღალპროდუქტიულ სექტორებში ზრდის ნელი მოდერაციის ფონზე, პროდუქტიულობის შედარებით მაღალ დონეზე შენარჩუნება. » საქართველოს შრომის ბაზრიდან მომდინარე დისინფლაციური დინამიკის ხანგრძლივად შენარჩუნება. » აშშ დოლარის სუსტი პოზიციების მოსალოდნელზე ხანგრძლივად შენარჩუნება.			
რისკების რეალიზების ინდიკატორები	ინფლაციაზე გავლენა		
ადგილობრივ ბაზარზე ნავთობ-პროდუქტების მოსალოდნელზე დაბალი ფასები			
მაღალპროდუქტიული დარგების მაღალი ზრდა			
პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის შემცირებული ხარჯი			
საგარეო შემოდინებების მოსალოდნელზე მეტად გაუმჯობესება და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირება			
გავლენის ზომა			
ნეიტრალური	დაბალი	საშუალო	მაღალი
 ინფლაციის ზრდა  ინფლაციის იგივე დონე  ინფლაციის შემცირება			

ცხრილი 2.4.1. დაბალინფლაციური სცენარის რისკების ტაქსონომია
წყარო: სეზ.

მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი მიმდინარე პერიოდშივე გამკაცრდება, 2026 წელს კი, საშუალოდ, 1.0 პპ-ით მაღალი იქნება ცენტრალურ სცენართან შედარებით. შემდგომ, პოლიტიკის ნორმალიზაცია 7.5%-იან ნიშნულამდე ნელი ტემპით, მხოლოდ ინფლაციური გარემოს დასტაბილურების კვალდაკვალ განხორციელდება (იხ დიაგრამა 2.3.3).

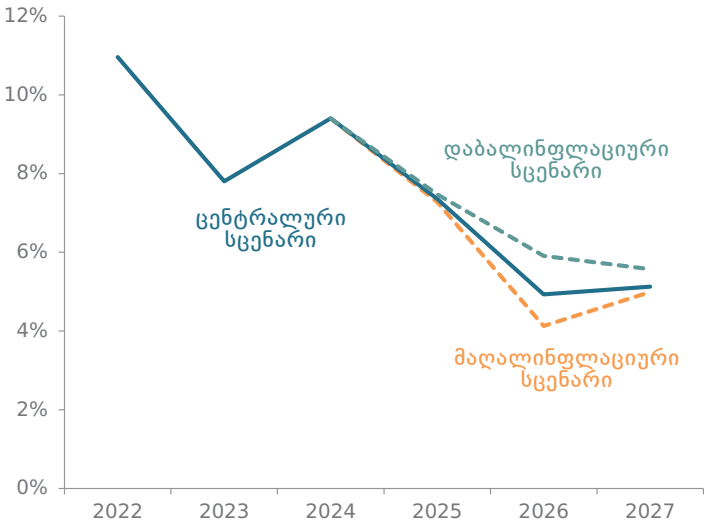
2.4. დაბალინფლაციური სცენარი

დაბალინფლაციური სცენარი ისევე რელევანტურია, როგორც ცენტრალური და მაღალინფლაციური სცენარები. ის მოიაზრებს რელევანტური რისკების იმგვარ რეალიზებას, რომელიც ცენტრალურ სცენართან შედარებით ნაკლებად ინფლაციურია (ცხრილი 2.4.1). კერძოდ, აღნიშნული სცენარი საერთაშორისო სასაქონლო ბაზრებზე ნავთობის ფასების სწრაფ შემცირებასა და მის ადგილობრივ ბაზარზე სრულად ასახვას მოიაზრებს. ამასთან, იგი გულისხმობს პროდუქტიულობის შედარებით მაღალ დონეზე შენარჩუნებასა და, შესაბამისად, შრომის ბაზრიდან მომდინარე დისინფლაციური დინამიკის გახანგრძლივებას. გარდა ამისა, სცენარი მოიაზრებს გლობალურ დონეზე აშშ დოლარის სუსტი პოზიციებისა და გეოპოლიტიკური რისკების დაბალ დონეზე შენარჩუნებასაც.

ბოლო წლების ხანგრძლივად მაღალი ეკონომიკური ზრდა საქართველოში უმთავრესად სტრუქტურული ცვლილებებით, კერძოდ კი ინფორმაციისა და კომუნიკაციის, აგრეთვე ტრანსპორტირების სექტორების სწრაფი ზრდით იყო განპირობებული. აღნიშნულმა ცვლილებებმა გააუმჯობესა ეკონომიკის პოტენციალი და მისი ზრდის მაღალი ტემპი უზრუნველყო. დაბალინფლაციური სცენარი ეფუძნება დაშვებას, რომ აღნიშნული სექტორები კვლავაც იქნება ეკონომიკური ზრდის ძირითადი მამოძრავებელი ძალა. შესაბამისად, ეკონომიკის პოტენციალის ზრდა გრძელვადიან პერიოდშიც ცენტრალურ სცენართან შედარებით მაღალ დონეზე შენარჩუნდება. ეს კი პროდუქტიულობის, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, უფრო მაღალ ზრდასაც განაპირობებს.

პროდუქტიულობის მაღალი კონტრიბუცია ეკონომიკურ ზრდაში დააბალანსებს ძლიერი

დაბალინფლაციურ სცენარში, მზარდი საგარეო შემოდინებების, ძლიერი პოტენციური ზრდისა და პოლიტიკის სწრაფი პერბილების ფონზე, რეალური მშპ-ის ზრდა 2025 და 2026 წლებში შესაბამისად 7.5% და 6.0%-ს შეადგენს.



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

წყარო: სეზ, საქსტატი.

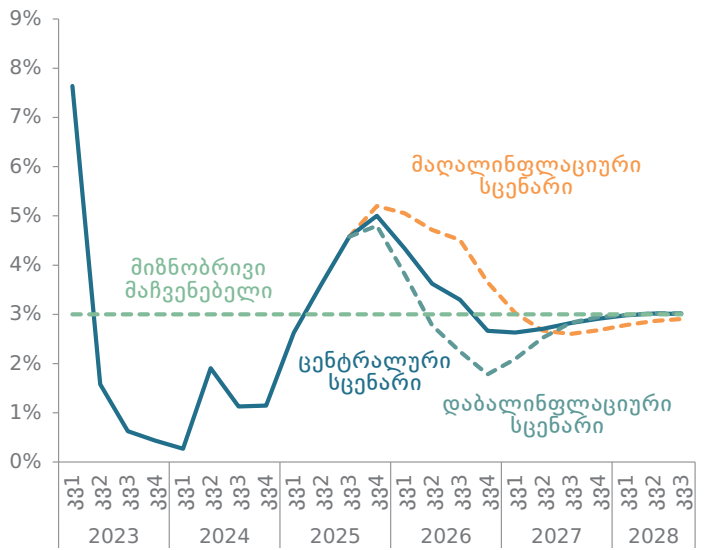
მოთხოვნიდან მომდინარე ზეწოლას და მიწოდების მხრიდან მომდინარე (ძირითადად, ნავთობპროდუქტების ფასების გავლენით) დისინფლაციური ეფექტის ფონზე, პოლიტიკის განაკვეთის სწრაფ ნორმალიზაციას განაპირობებს. საბოლოოდ, აღნიშნული სცენარის რეალიზების შემთხვევაში, 2025 და 2026 წლებში ეკონომიკის ზრდა საშუალოდ 7.5%-სა და 6.0%-ს მიაღწევს, ხოლო გრძელვადიან პერიოდში კი 5.5%-ის გარშემო შენარჩუნდება (იხ. დიაგრამა 2.4.1).

როგორც ზემოთ აღინიშნა, დაბალინფლაციური სცენარის მიხედვით, მაღალპროდუქტიულ სექტორებში არსებული მაღალი ზრდის ტემპი შენარჩუნდება. შესაბამისად, მომსახურების (განსაკუთრებით კი IT სერვისების) ძლიერი ექსპორტის შედეგად, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, შემცირდება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი. ამასთან, რისკის პრემიის, დაბალ დონეზე შენარჩუნება ხელს შეუწყობს ბიზნესისა და სამომხმარებლო განწყობების გაუმჯობესებას, რაც გაცვლით კურსზე გამყარების მიმართულებით დამატებით იმოქმედებს (იხ. დიაგრამა 2.1.10). აღნიშნულს გააძლიერებს აშშ დოლარის სუსტი პოზიციის ხანგრძლივად შენარჩუნებაც. ყოველივე ზემოაღნიშნული კი, საბოლოოდ, იმპორტირებული ინფლაციის არხით მნიშვნელოვნად შეამცირებს მთლიან ინფლაციას.

დაბალინფლაციური სცენარის მნიშვნელოვანი მდგენელი სასაქონლო ბაზრების მიმართ არსებული დაშვებებია. კერძოდ, ამერიკის ენერგო ინფორმაციის ადმინისტრაციის (EIA) ბოლო პროგნოზის მიხედვით, ნავთობის გლობალური მიწოდების ზრდისა და მარაგების მაღალი დონის ფონზე, მოსალოდნელია ფასების მკვეთრად, ბარელზე 52 აშშ დოლარამდე შემცირება. დაბალინფლაციური სცენარი კი აღნიშნული დინამიკის, ბენზინის ადგილობრივ ფასებზე სწრაფ და სრულ გადმოცემას განიხილავს. ამასთან, წინა პერიოდში ადგილობრივად გაზრდილი სურსათის ფასები მალევე ნორმალიზდება. შედეგად, ზემოაღნიშნულ ფაქტორებს ინფლაციასა და მის მოლოდინებზე დადმავალი ზეწოლა ექნება.

მაღალი პროდუქტიულობისა და შემცირებული ინფლაციური მოლოდინების ფონზე,

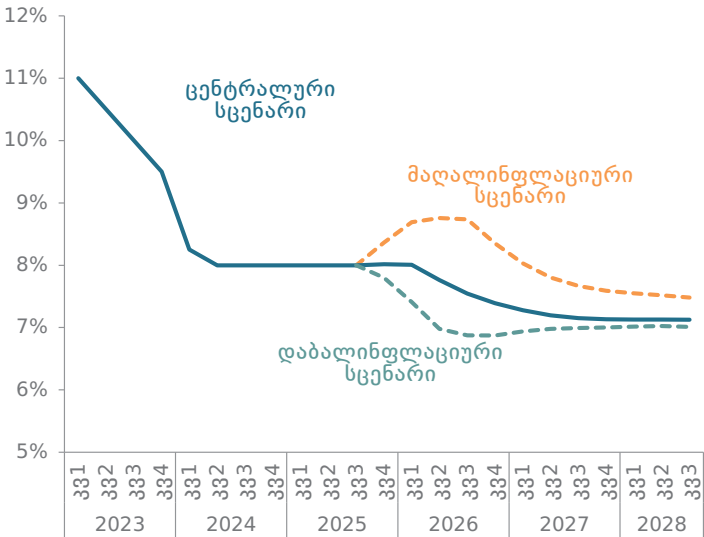
მოსალოდნელზე დაბალი სასაქონლო ფასების, მაღალი პროდუქტიულობის ხანგრძლივად შენარჩუნებისა და შრომის ბაზრიდან მომდინარე დისინფლაციური დინამიკის კვალდაკვალ, ინფლაცია 2025 და 2026 წლებში შესაბამისად 3.9% და 2.7% იქნება.



დიაგრამა 2.4.2. წლიური ინფლაცია ცენტრალური, მაღალი ინფლაციური და დაბალი ინფლაციური სცენარების მიხედვით

წყარო: სებ, საქსტატი.

დაბალი ინფლაციურ სცენარში მიზნობრივი ფაქტორებიდან მომდინარე დისინფლაციური ტენდენციის ფონზე, მონეტარული პოლიტიკა მის ნეიტრალურ დონემდე, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, უფრო სწრაფად ნორმალიზდება.



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

წყარო: სებ.

პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის ხარჯი დაბალ დონეზე შენარჩუნდება და შრომის ბაზრიდან მომდინარე დისინფლაციური ტენდენცია გახანგრძლივდება, რაც დამატებით შეამცირებს ადგილობრივ ინფლაციას. ამგვარად, ინფლაცია, ცენტრალურ სცენართან შედარებით, მიმდინარე პერიოდშივე შემცირდება, ხოლო 2026 წელს კი - საშუალოდ 0.8 პპ-ით დაბალი იქნება და 2.7%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.4.2).

ინფლაციური რისკების მიღწევისა და ძლიერი ფუნდამენტური ფაქტორების შენარჩუნების კვალდაკვალ, მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზება ცენტრალურ სცენართან შედარებით, სწრაფად განხორციელდება. კერძოდ, გაცვლითი კურსის გამყარების პარალელურად, ნავთობის საერთაშორისო ფასების მკვეთრი შემცირება და პროდუქტიულობის მაღალი ზრდა მნიშვნელოვანი დისინფლაციური წნეხის წინაპირობა გახდება და ინფლაციურ მოლოდინებს შეამცირებს. შედეგად, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი მიმდინარე პერიოდშივე შერბილდება და 2026 წელს საშუალოდ 7%-ს შეადგენს (იხ. დიაგრამა 2.4.3).

3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები

ჩანართი 1. მონეტარული პოლიტიკის ოპტიმალური რეაგირება მიწოდების შოკებზე

ბოლო წლების გლობალური ეკონომიკური მოვლენები ცხადყოფს, რომ ინფლაციის დინამიკას, როგორც განვითარებულ, ისე განვითარებად ეკონომიკებში, მეტწილად მიწოდების მხრიდან მომდინარე შოკები განაპირობებს. მათ შორისაა, გლობალური მიწოდების ჯაჭვების რღვევა, ენერგორესურსებისა და სურსათის ფასების მკვეთრი ზრდა. ინფლაციის თარგეთირების პირობებში, როგორც წესი ცენტრალური ბანკები მიწოდების მხრიდან შოკებზე არ რეაგირებენ, რადგანაც მიჩნეულია რომ მათზე რეაგირება დამატებით ეკონომიკურ მერყეობას იწვევს. თუმცა, ბოლო წლებში ერთმანეთის მიმყოლი მიწოდების შოკების სიხშირე და მასშტაბი აჩენს კითხვას, თუ როგორი უნდა იყოს მათზე მონეტარული პოლიტიკის ოპტიმალური რეაგირება.

როგორც აღინიშნა, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის მქონე ქვეყნებში მიწოდების მხრიდან მომდინარე შოკებზე მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურად რეაგირების უნარი ხშირად შეზღუდულად მიიჩნევა. ეს კი ეფუძნება მოსაზრებას, რომ მიწოდების შოკები, როგორც წესი, დროებითი და მოკლევადიანი ხასიათისაა, ხოლო მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის რეალურ ეკონომიკაზე დროითი ლაგი აქვს. შესაბამისად, როდესაც მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის პიკური მომენტი ფიქსირდება, მაშინ ფასებზე შოკი უკვე მიღებულია და მონეტარული პოლიტიკის რეაგირებით ეკონომიკაში დამატებითი მერყეობა ჩნდება, მცირდება ეკონომიკური ზრდა და ინფლაცია მიზნობრივ დონეზე მეტად კლებულობს. ასეთ პირობებში, ოპტიმალურია რომ, მონეტარულმა პოლიტიკამ მსგავსი ტიპის შოკებზე რეაგირება არ მოახდინოს. თუმცა, როდესაც მიწოდების შოკი იმდენად ხანგრძლივი ან/და მასშტაბურია, რომ იგი ე.წ. „მეორე რაუნდის“ ეფექტს ქმნის და ინფლაციურ მოლოდინებზე აისახება, მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება უკვე აუცილებელი ხდება, რათა საშუალოვადიან პერიოდში ფასების სტაბილურობას საფრთხე არ შეექმნას.

პანდემიისა და პოსტპანდემიურ პერიოდში, მიწოდების თანმდევ შოკებზე მონეტარული პოლიტიკის შედარებით დაგვიანებულმა რეაგირებამ („Falling behind the curve“), განსაკუთრებით განვითარებულ ეკონომიკებში, ხელი შეუწყო „მეორე რაუნდის“ ეფექტების განვითარებას. შედეგად ხისტი ინფლაციის საზომები, რომლებიც გრძელვადიანი ინფლაციური მოლოდინების კარგი ინდიკატორია, 2%-იან მიზნობრივ დონეს დღემდე აღემატება. რაც შეეხება განვითარებად ეკონომიკებს, მათ შორის საქართველოს, პანდემიის პერიოდშივე ინფლაციურ წნეხზე მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება შედარებით ოპერატიული იყო. ეს კი, ნაწილობრივ, განპირობებული იყო იმ ფაქტით, რომ ასეთი ტიპის ეკონომიკის მქონე ქვეყნები მიწოდების შოკების მიმართ უფრო მოწყვლადები არიან. მიუხედავად სწრაფი საპასუხო ქმედებებისა, ინფლაციური წნეხი განვითარებად ეკონომიკებშიც ძლიერი აღმოჩნდა, რადგან, ერთი მხრივ, საგარეო შოკები დიდი ზომის იყო. ამავდროულად, სხვადასხვა ტიპის სტრუქტურული ფრიქციები, მათ შორის მაღალი დოლარიზაცია და საგარეო შოკების უფრო სწრაფი გადაცემა, მონეტარული პოლიტიკის ეფექტურობას ზღუდავდა.

ზოგადად, ის, თუ რამდენად შესაძლებელია მიწოდების შოკები გრძელვადიან ინფლაციურ მოლოდინებზე აისახოს, დამოკიდებულია სხვადასხვა ფაქტორზე, მათ შორის, არსებულ ინფლაციურ გარემოზე, პრომის ბაზრის სიმჭიდროვესა და ეკონომიკის ციკლურ პოზიციაზე. კერძოდ, მჭიდრო პრომის ბაზრის პირობებში, როდესაც სამუშაო ძალაზე მოთხოვნა მაღალია, დასაქმებულებს ხელფასების ზრდის მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად მეტი მოლაპარაკების ძალაუფლება (Bargaining power) აქვთ. ამავდროულად, თუ ასეთ ვითარებაში, ერთობლივი მოთხოვნა მის ოპტიმალურ დონეს აღემატება, ფირმებს საშუალება ეძლევათ შეინარჩუნონ მოგების მარჟა და წარმოების გაზრდილი დანახარჯები ფასებში ასახონ. შედეგად, მიწოდებისა და მოთხოვნის შოკების ერთობლიობა ინფლაციურ წნეხს აძლიერებს, რის გამოც მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება აუცილებელი ხდება, ვინაიდან ხელფასი-ფასების სპირალის განვითარების რისკები ძლიერდება.

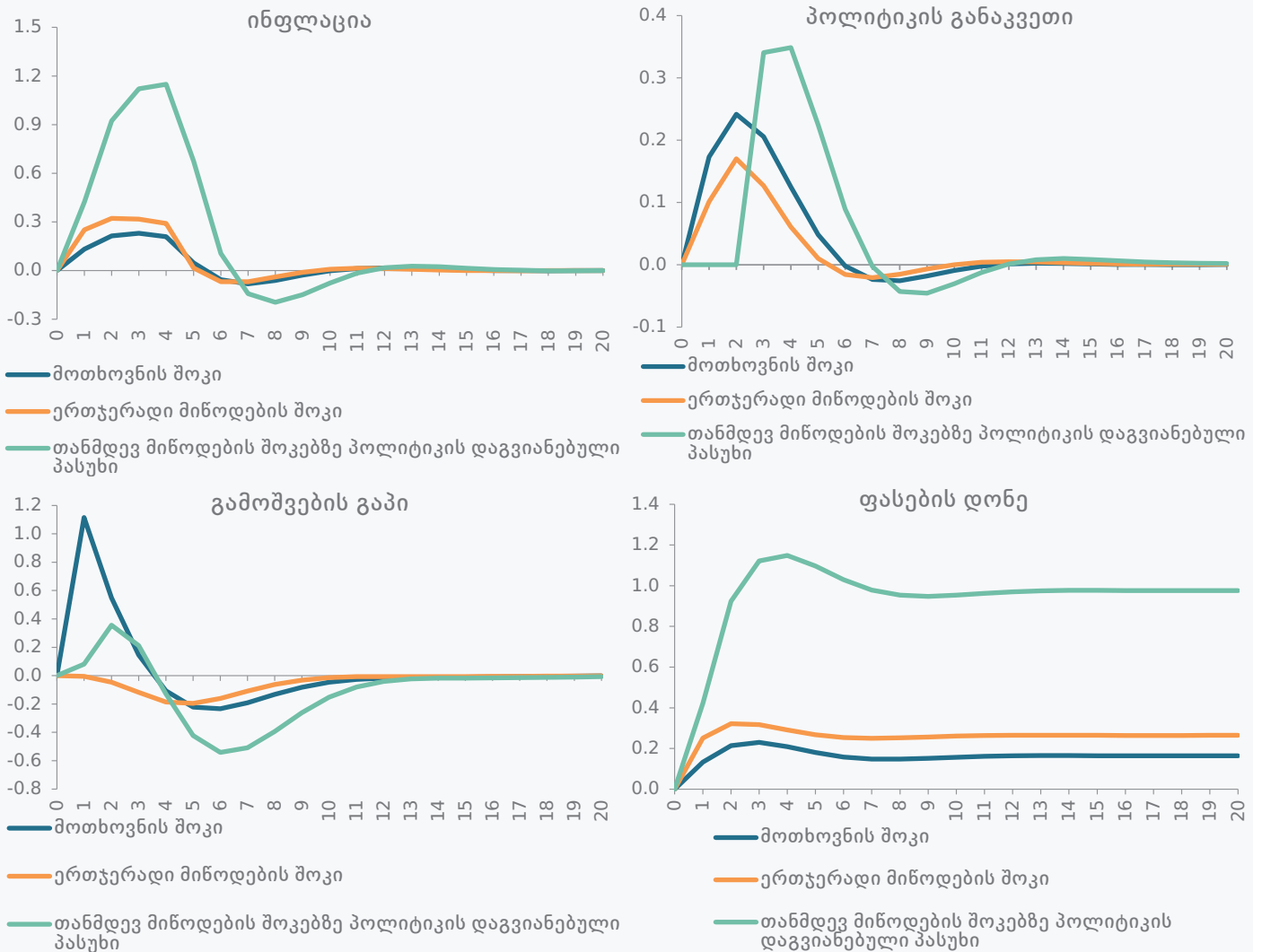
ასევე მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ ე.წ. „მეორე რაუნდის“ ეფექტის წარმოქმნის ალბათობა განსაკუთრებით მაღალია მაღალინფლაციურ გარემოში, სადაც ფასების მოქნილობა იზრდება, მათ შორის შედარებით ხისტი ფასების მქონე სექტორებშიც, ვინაიდან მათი ხანგრძლივად უცვლელად დატოვება ფირმებისთვის უფრო ხარჯიანია. ფასების მოქნილობა კი, როგორც წესი, ასიმეტრიულია - უფრო სწრაფად იზრდება, ვიდრე იკლებს. ასეთ პირობებში ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობისა და მონეტარული პოლიტიკის სანდოობის რისკები ძლიერდება.

უარყოფითი მიწოდების შოკების მიმართ ინფლაციური მოლოდინების მონყვლადობას მნიშვნელოვანწილად განსაზღვრავს სამომხმარებლო კალათის სტრუქტურაც. როდესაც კალათაში იმ ტიპის მოქნილი ფასების წონაა მაღალი, რომელთა მიმართ მოთხოვნაც ნაკლებად ელასტიურია (როგორიცაა სურსათი და ენერგორესურსები), ნებისმიერი შოკი, რომელიც ამ პროდუქტების ფასებს ცვლის, მთლიან ინფლაციასა და ინფლაციური მოლოდინების ფორმირებაზეც მნიშვნელოვნად აისახება. განვითარებად ქვეყნებში, მათ შორის საქართველოში, მსგავსი ვითარება განსაკუთრებით თვალსაჩინოა — მოქნილი ფასების წონა სამომხმარებლო კალათაში დაახლოებით 60-70%-ის ფარგლებში მერყეობს. შესაბამისად, მსგავსი ტიპის შოკების დროს, მთლიანი ინფლაციისა და შეფარდებითი ფასების დინამიკაც უფრო მერყევი ტენდენციით ხასიათდება, რაც ინფლაციური მოლოდინების ზრდის რისკებსაც აძლიერებს. ეს უკანასკნელი კი, მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლების მხრიდან უფრო ფრთხილი პოზიციის შენარჩუნებას მოითხოვს.

როგორც აღინიშნა, მიწოდების შოკების ინფლაციურ მოლოდინებზე გადაცემა სხვადასხვა გარემოებაზეა დამოკიდებული, მათ შორის ცენტრალური ბანკის ენდოგენურ სანდოობაზე, რაც წარსული ინფლაციის გამოცდილებით ფასდება. როდესაც ცენტრალური ბანკის ენდოგენური სანდოობა ძალიან მაღალია, შინამეურნეოები და ფირმები მეტად მომავალზე ორიენტირებულები არიან (Forward-Looking) და მომავალ ინფლაციას მიზნობრივ დონესთან აკავშირებენ. ამ პირობებში, მიწოდების უარყოფითი შოკის ინფლაციურ მოლოდინებზე ასახვის რისკები მინიმიზებულია და მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლების მხრიდან მოკლევადიანი წნეხის დროს მონეტარული პოლიტიკის იმავე პოზიციამდე შენარჩუნება („Look Through“) გამართლებულია. თუმცა, განვითარებად ეკონომიკებში, სადაც მოქნილი ფასების წილი მაღალია და ინფლაციას შედარებით მაღალი მერყეობა ახასიათებს, მოლოდინები ნაწილობრივ წარსული გამოცდილებით ყალიბდება (Backward-looking). ასეთ ვითარებაში მიწოდების უარყოფითი შოკი ზრდის ინფლაციური მოლოდინების მართვასთან დაკავშირებულ რისკებს. ამ ფონზე, მონეტარული პოლიტიკის ზომიერი გამკაცრების ან გამკაცრებულ დონეზე შენარჩუნების საჭიროება დგება, მიუხედავად იმისა, რომ იგი ამცირებს ეკონომიკურ აქტივობას. რადგან, თუ მიწოდების შოკები უფრო ხშირი და ხანგრძლივი გახდება, მათზე დაგვიანებული რეაგირება მომავალში ბევრად უფრო მკვეთრი გამკაცრების აუცილებლობას წარმოშობს. ეს კი, საბოლოო ჯამში, კეთილდღეობის დანაკარგს მნიშვნელოვნად გაზრდის, რაც გამოიხატება ინფლაციის მიზნობრივი დონიდან გადახრაში, ეკონომიკური აქტივობის შემცირებაში, საპროცენტო განაკვეთების მერყეობასა და ფასების დონის მნიშვნელოვან მატებაში (იხ. დიაგრამა 3.1.1).

დიაგრამა 3.1.1-ზე წარმოდგენილია შოკებზე რეაგირების ფუნქციები, რომლებიც აღწერს ოთხი ძირითადი მაკროეკონომიკური ცვლადის — ინფლაციის, გამოშვების გაპის, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთისა და ფასების დონის — დინამიკას მოთხოვნისა და მიწოდების შოკების დროს. მიწოდების შოკის შემთხვევაში განხილულია ორი განსხვავებული სცენარი: პირველ შემთხვევაში, მონეტარული პოლიტიკა ერთჯერად, მოკლევადიან მიწოდების შოკზე შესაბამისად რეაგირებს; ხოლო, მეორე სცენარში, რამდენიმე ერთმანეთის მიმყოლი მიწოდების შოკის დროს, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ორი კვარტლის განმავლობაში უცვლელია. როგორც ანალიზი გვიჩვენებს, იმ შემთხვევაში, თუ მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება 2 კვარტალით დაგვიანდა, მთლიანი ინფლაცია 1.2 პპ-ით გაიზრდება, რომლის საპასუხოდ მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება ჯამურად 1 პპ-ით გახდება საჭირო, რაც შემოსავლების (რეალური მშპ-ის გაპს) უფრო მეტად შეამცირებს. ხოლო, იმ შემთხვევაში, თუ მიწოდების შოკზე რეაგირება ოპერატიული იქნებოდა, ინფლაცია მხოლოდ 0.3 პპ-ით გაიზრდებოდა და მისი ეფექტიც ეკონომიკაზე მალევე მიილეოდა. თავის მხრივ მნიშვნელოვანია, რომ ერთჯერადი მიწოდების შოკებზე რეაგირების შემთხვევაშიც

კი, კეთილდღეობის დანაკარგი⁴ დაახლოებით ორჯერ უფრო მეტია, თუ შევადარებთ მოთხოვნის მხრიდან მომდინარე შოკებს, რაც ადასტურებს იმ ფაქტს, რომ მონეტარული პოლიტიკა მოთხოვნის მხრიდან შოკებზე ყველაზე ეფექტურად რეაგირებს.



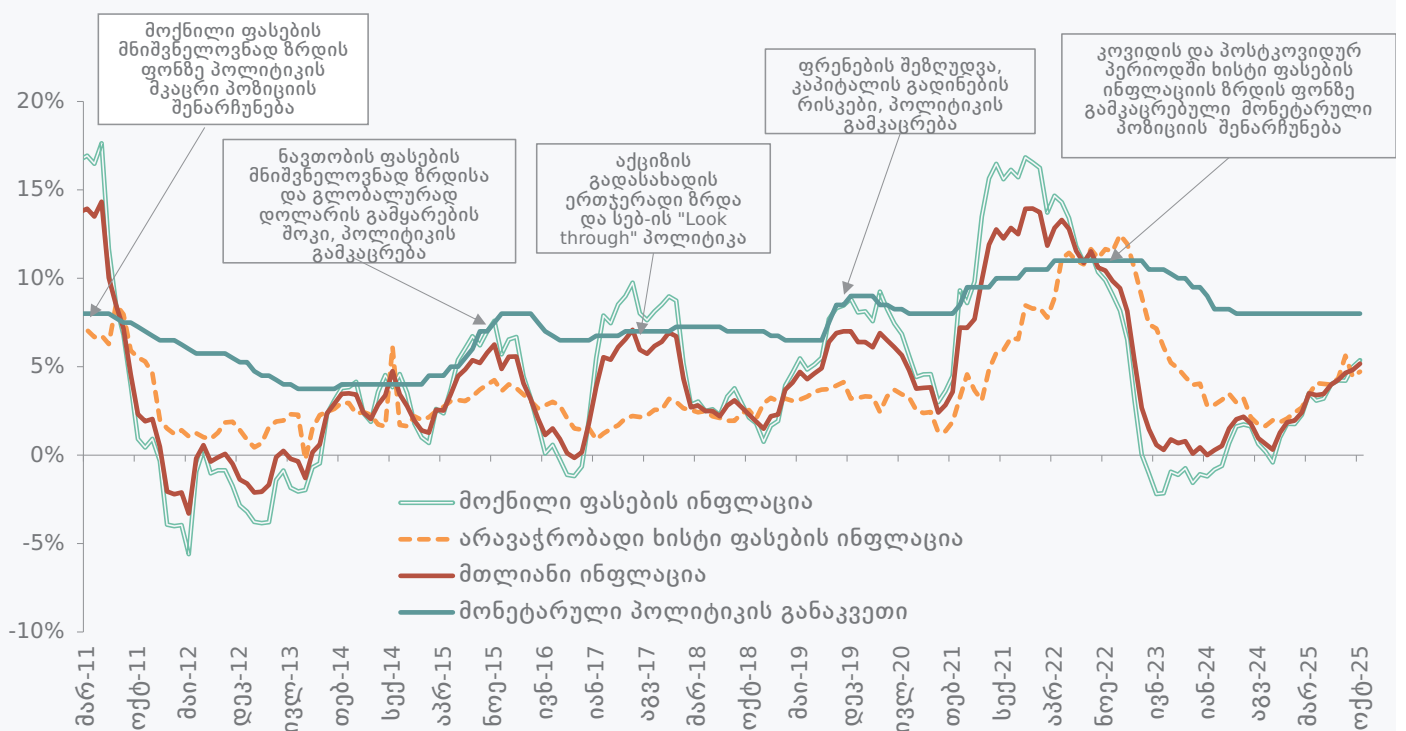
დიაგრამა 3.1.1. შოკებზე რეაგირების ფუნქცია (IRFs) საქართველოს ეკონომიკის ახალი-კეინზიანური ნახევრად-სტრუქტურული მოდელის (GEMO) მიხედვით
წყარო: სეპ.

ზოგადად, ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი ეფუძნება პრინციპს, რომ დღეს ინფლაციის დონე არის მთავარი და არა ფასების დონე, ანუ, “Bygones are bygones”; თუმცა, ამის მიუხედავად, დაგვიანებული რეაგირების ფონზე, ფასების დონის მნიშვნელოვანი მატება ინფლაციური მოლოდინების მართვას მეტად ართულებს. შესაბამისად, მიწოდების შოკებზე დაგვიანებული რეაგირება, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც მათი ერთჯერადი და მოკლევადიანი ბუნება დიდწილად საეჭვოა, მნიშვნელოვნად ზრდის მაკროეკონომიკური სტაბილურობის რისკებს. ამავდროულად, ცალსახაა, რომ მოთხოვნის შოკებზე მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება უნდა იყოს უფრო მკვეთრი, ვინაიდან ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის პირობებში, საპროცენტო განაკვეთი, პირველ რიგში, მოთხოვნის შოკებით გამოწვეულ ინფლაციურ/დეფლაციურ ზეწოლაზე საპასუხო ძირითად ინსტრუმენტს წარმოადგენს.

საქართველოს, როგორც მცირე და ღია ტიპის ეკონომიკას, მიწოდებისა და საგარეო მოთხოვნის შოკების მიმართ მოწყვლადია. შესაბამისად მნიშვნელოვანია წარსული გამოცდილების ანალიზი, რათა უფრო ზუსტად განისაზღვროს, თუ რა უნდა იყოს მონეტარული პოლიტიკის ოპტიმალური

4 მოცემულ შემთხვევაში კეთილდღეობის დანაკარგი შეფასებულია როგორც მაკროეკონომიკური ცვლადების — ინფლაციის, გამოშვების გაპის, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთისა და ფასების დონის — ოპტიმალური დონიდან გადახრისა და მერყეობის შედეგად.

რეაგირება (იხ. დიაგრამა 3.1.2). ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის შემოღების შემდგომ, მიწოდების შოკების გამოცდილება შეგვიძლია სამ კატეგორიად დავყოთ: უარყოფითი მიწოდების შოკები, რომელთაც ინფლაცია მხოლოდ ერთჯერადად გაზარდა და არ წარმოქმნა „მეორე რაუნდის“ ეფექტები; ამ დროს სებ-მა „Look Through“ პოლიტიკა გაატარა და არ ირეაგირა მასზე; უარყოფითი მიწოდების შოკები, რომელთა დროსაც სებ-ის მხრიდან რეაგირება საჭირო იყო, რადგანაც მისი სიმძლავრიდან გამომდინარე ინფლაციური მოლოდინების ზრდის რისკებს აძლიერებდა და დადებითი შოკები. პირველი კატეგორიას მიეკუთვნება, მაგალითად, 2017 წელს თამბაქოზე გაზრდილი სააქციზო გადასახადი. მიუხედავად იმისა, რომ ეს ცვლილება გაზრდილ ინფლაციაში აისახა, სებ-მა ნეიტრალური პოზიცია შეინარჩუნა, რადგან აღნიშნული შოკის ერთჯერად და მოკლევადიან ბუნებაში დარწმუნებული იყო. ამ პერიოდშიც, ინფლაციური მოლოდინების მართვა სწორი კომუნიკაციით გახდა შესაძლებელი. შესაბამისად, საბაზო ეფექტის ამოწურვის შემდგომ, ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუბრუნდა. რაც შეეხება მეორე კატეგორიის უარყოფით შოკებს, ამ შოკების სიმწვავე „მეორე რაუნდის“ ეფექტების რისკებსაც წარმოშობდა, და შესაბამისად, მათ გასანეიტრალებლად მონეტარული პოლიტიკის რეაგირების საჭიროებაც იკვეთებოდა. მაგალითისთვის, 2011 წლის საერთაშორისო სასაქონლო ფასების ზრდა; 2014-2015 წლებში ნავთობის ფასების შოკი და დოლარის გლობალური გამყარება; 2019 წელს რუსეთიდან ფრენების შეზღუდვის შედეგად, საგარეო მოთხოვნის შოკის ფონზე, ლარის გაუფასურება; 2020-2021 წლებში პანდემია და მიწოდების ჯაჭვების რღვევა, რაც საერთაშორისო სასაქონლო ფასებისა და გადაზიდვის ხარჯების მკვეთრ ზრდაში გამოიხატა. პანდემიის პერიოდშივე, მიწოდების უარყოფით შოკს დაემატა დაგუბებული მოთხოვნიდან და მჭიდრო შრომის ბაზრიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი. აღსანიშნავია, რომ პანდემიის საწყის პერიოდში, მოთხოვნის უარყოფითი შოკის მიუხედავად, მონეტარული პოლიტიკა მხოლოდ 1 პპ-ით, 8%-მდე შერბილდა, რაც განპირობებული იყო წინარე პერიოდის მაღალი ინფლაციური გარემოთი. მოგვიანებით, მიწოდებისა და მოთხოვნის თანმდევი შოკების ფონზე, მონეტარული პოლიტიკა მნიშვნელოვნად გამკაცრდა. კერძოდ, 2022 წელს, რუსეთ-უკრაინის ომმა მიწოდების დამატებით შოკები წარმოქმნა, რამაც მოქნილი ფასები კვლავ გაზარდა და ინფლაციური წნეხი შედარებით ხისტ ფასებსაც გადაეცა. ინფლაციური მოლოდინების დასტაბილურებისთვის, მონეტარული პოლიტიკა ჯამურად 3 პპ-ით, 11%-მდე გამკაცრდა და მკაცრი პოზიცია ხანგრძლივად შენარჩუნდა, რამაც უზრუნველყო ხისტი ფასების ინფლაციის შემცირება.



დიაგრამა 3.1.2. ხისტი და მოქნილი ფასების დინამიკა საქართველოში, და მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება სხვადასხვა საგარეო შოკზე

წყარო: სებ, საქსტატი.

აღსანიშნავია, რომ 2023 წლიდან მიწოდების დადებითი შოკის შედეგად ეკონომიკაში სტრუქტურული ცვლილებები მოხდა და საწარმოო პოტენციალის გაუმჯობესებას არა მხოლოდ მოთხოვნის, არამედ გაცვლითი კურსის არხითაც დისინფლაციური ეფექტი ჰქონდა. ამავე პერიოდში, მონეტარული პოლიტიკის ნელი ნორმალიზება დაიწყო, თუმცა არსებული შიდა და გარე რისკების გათვალისწინებით, ის კვლავ ზომიერად გამკაცრებულ დონეზე დარჩა. ამ უკანასკნელმა, თავის მხრივ, დაბალინფლაციური გარემოს ხანგრძლივად შენარჩუნება განაპირობა. 2025 წელს, წინა წლების დაბალი საბაზო ეფექტისა და მიწოდების მხრიდან მომდინარე ერთჯერადი ფაქტორების⁵ გამო, ინფლაცია კვლავ მცირედით აჩქარდა. მიუხედავად ამისა, შრომის ბაზრის მდგომარეობა, ეკონომიკის ციკლური პოზიცია და წინა პერიოდის შედარებით დაბალინფლაციური გარემო ინფლაციური მოლოდინების მკვეთრად ზრდის რისკებს მნიშვნელოვნად ამსუბუქებს. **ასევე, აღსანიშნავია, რომ, ბოლო პერიოდში, მონეტარული პოლიტიკის ხანგრძლივად გამკაცრებული პოზიციის შენარჩუნება ამცირებს მომდინარე შოკის ინფლაციურ მოლოდინებში ასახვის რისკებს.**

რომ შევაჯამოთ, მიწოდების შოკებზე მონეტარული პოლიტიკის რეაგირება განსხვავდება მოთხოვნიდან მომდინარე შოკებზე პასუხისგან. მიწოდების შოკებზე რეაგირება ეკონომიკის დამატებით მერყეობას იწვევს. თუმცა, ამავედროულად მათზე დაგვიანებამ შეიძლება უფრო დიდი კეთილდღეობის დანაკარგი და შემდგომში პოლიტიკის უფრო მკვეთრად გამკაცრების საჭიროება დააყენოს. უარყოფითი მიწოდების შოკის დროს, რომელიც ფასების ზრდასა და გამომშვების შემცირებას იწვევს, მიზანშეწონილია მოთხოვნის შოკთან შედარებით უფრო ზომიერი და ფრთხილი რეაგირება. **თუმცა, რისკების მინიმიზების მიზნით, მაღალი გაურკვევლობით სავსე გარემოში, სადაც შოკები გარდაუვალია და მათი ბუნება უცნობია, მნიშვნელოვანია მკაცრი პოზიციის შენარჩუნება გრძელვადიან პერიოდში.** ეს საშუალებას მისცემს პოლიტიკის გამტარებლებს შეამცირონ გაურკვევლობის უარყოფითი გავლენა და თავიდან აიცილონ მკვეთრი გამკაცრების საჭიროება მომავალში. ასეთი მიდგომა ამყარებს ნდობას მონეტარული პოლიტიკის მიმართ და ხელს უწყობს საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციური მოლოდინების სტაბილურობას.

⁵ მათ შორის, რეგულირებადი და სურსათის ბაზრებზე წინა წელთან შედარებით ფასების ზრდა.

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

საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური პროგნოზების შეჯამება*

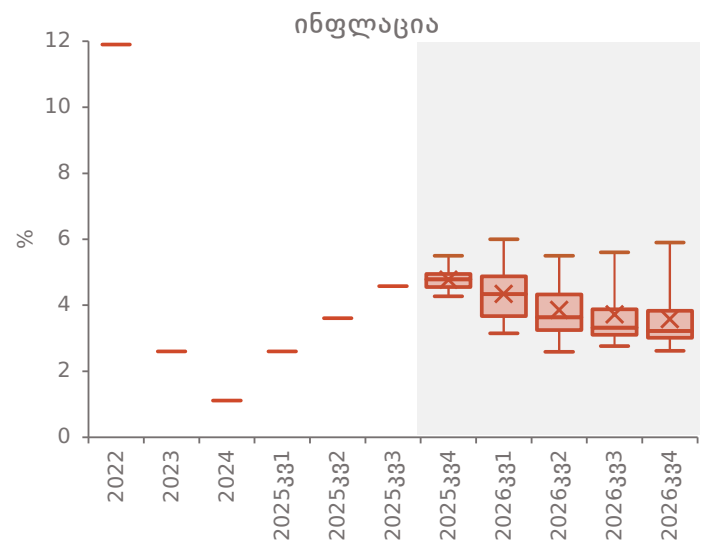
	ფაქტი	ცენტრალური სცენარი			მაღალი ინფლაციური სცენარი			დაბალი ინფლაციური სცენარი		
	2024	2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
ინფლაცია (%)	1.1	4.0	3.5	2.8	4.0	4.5	2.7	3.9	2.7	2.6
რეალური მშპ-ის ზრდა (%)	9.4	7.4	5.0	5.0	7.3	4.0	5.0	7.5	6.0	5.5
მონეტარული პოლიტიკის განაკ- ვეთი (%)	8.0	8.0	7.7	7.2	8.1	8.6	7.8	8.0	7.0	7.0

ცხრილი 4.1. საქართველოს ეროვნული ბანკის მაკროეკონომიკური სცენარების შეჯამება

წყარო: სეპ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა.

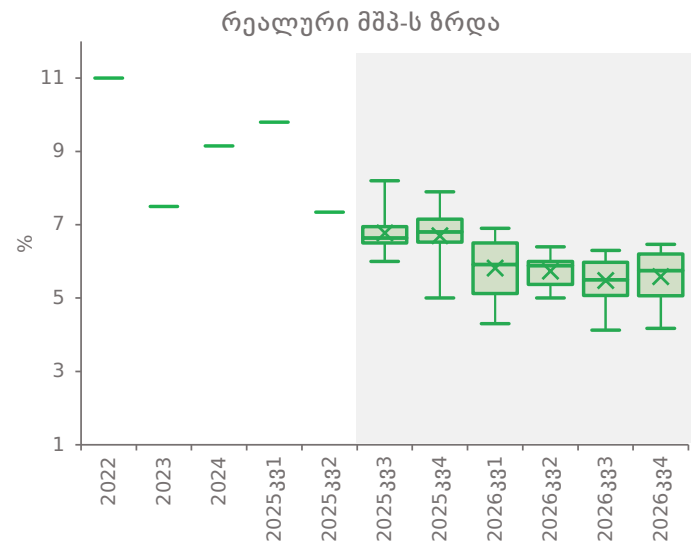
* ცხრილში წარმოდგენილია ცვლადების საშუალო წლიური მაჩვენებლები

ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზები



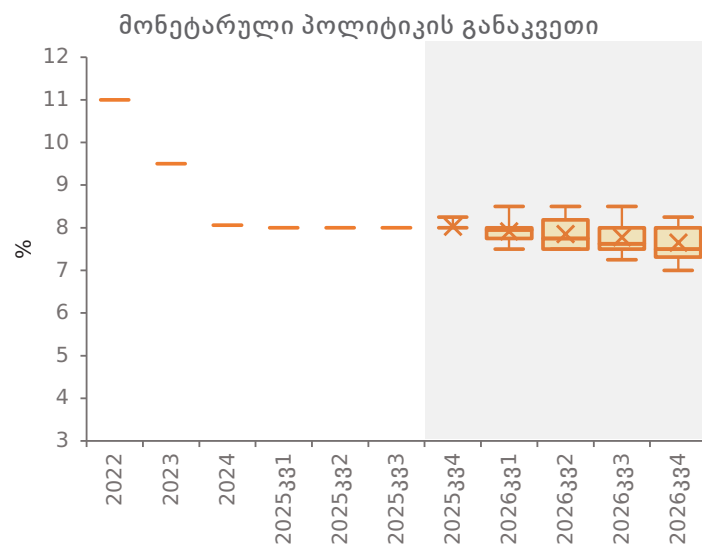
დიაგრამა 4.1. საშუალო წლიური ინფლაციის ფაქტობრივი მაჩვენებლები და ბაზრის მონაწილეთა პროგნოზების განაწილება

წყარო: საქსტატი, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა.



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

წყარო: საქსტატი, ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა.



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

წყარო: სებ, ფინანსური ბაზრის მონაწილეები.

საქართველო, თბილისი 0114, ზვიად გამსახურდიას სანაპირო 1
ტელ.: (995 32) 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