

3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები

განართი 1. ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის შესრულება და 2025 წლის ცენტრალური სცენარების შეფასება

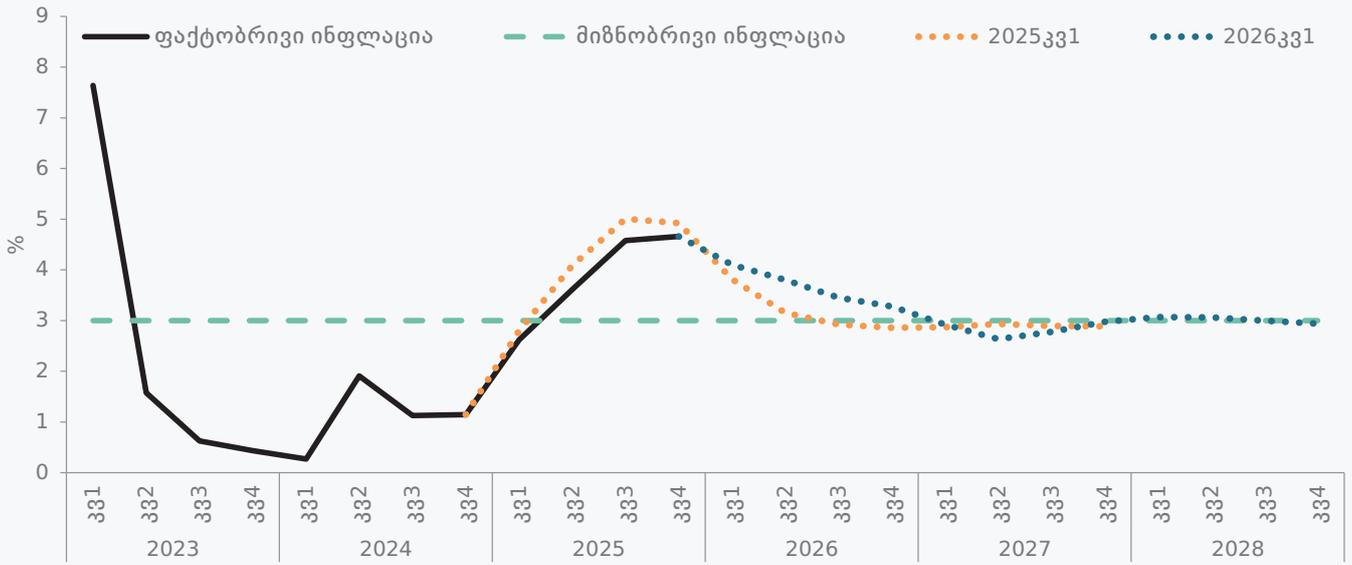
მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებები ეკონომიკას ეტაპობრივად გადაეცემა და მისი ეფექტი სრულად, საშუალოდ, 4-6 კვარტალში რეალიზდება. შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის წარმართვისას განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება **ცენტრალურ სცენარში** წარმოდგენილ პროგნოზსა და მის გარშემო განაწილებულ **რისკებს**. სწორედ ამიტომ, მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის შეფასებისა და სრულყოფის მიზნით, სცენარების რეტროსპექტიული ანალიზი საქართველოს ეროვნული ბანკის პროგნოზირებისა და პოლიტიკის ანალიზის სისტემის მნიშვნელოვანი კომპონენტია.

მცირე და ღია ტიპის ეკონომიკებში, სადაც სამომხმარებლო კალათის მნიშვნელოვანი წილი სასაქონლო და იმპორტირებულ პროდუქტებს უკავია, ეგზოგენური (მონეტარული პოლიტიკისგან დამოუკიდებელი) ფაქტორების შესახებ დაშვებებს კრიტიკული როლი ენიჭება, რამდენადაც მათ დიდი ზეგავლენა აქვთ ინფლაციისა და, შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის ტრაექტორიაზე. გლობალურად გაზრდილი გაურკვევლობიდან გამომდინარე, ეგზოგენური მოვლენების გათვალისწინება კიდევ უფრო მეტად გართულდა, რაც ზრდის პროგნოზების **პირობითობას**. ამის საპასუხოდ კი, პოლიტიკის გატარებისას, კრიტიკული მნიშვნელობა შეიძინა სცენარებსა და რისკების მინიმიზაციაზე დაფუძნებულმა მიდგომამ. შესაბამისად, ისეთმა მოწინავე ცენტრალურმა ბანკებმა, როგორებიცაა აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემა, ევროპის ცენტრალური ბანკი და სხვა, გაურკვევლობა და რისკების ბალანსი გადანყვეტილების მიღების ჩარჩოს ინტეგრირებულ ნაწილად აქციეს და პოლიტიკას „სხდომიდან სხდომამდე“ მიდგომით წარმართავენ. ამ კონტექსტში თვალსაჩინოა საქართველოს ეროვნული ბანკი, რომელიც მონეტარული პოლიტიკის ჩარჩოს განვითარებით ერთ-ერთი მოწინავეა და 2025 წლის დასაწყისიდან სცენარებზე დაფუძნებულ მიდგომაზე გადასვლით საუკეთესო პრაქტიკის მქონე ინსტიტუციად ითვლება. სცენარებზე დაფუძნებული მიდგომის ფარგლებში, პოლიტიკის გამტარებლები განიხილავენ ეგზოგენური ფაქტორების ალტერნატიულ, თუმცა, თანაბრად რელევანტურ ტრაექტორიებს, აყალიბებენ თავიანთ ხედვებს და შესაბამისად იღებენ გადანყვეტილებებს. ეს კი, პოლიტიკის განაკვეთის არა ყველაზე ალბათურ, არამედ **რისკების ბალანსით შესწორებულ ტრაექტორიას** გულისხმობს (რაც წარმოადგენს კიდევ ცენტრალურ სცენარს). შესაბამისად, რეტროსპექტიული ანალიზი არა მხოლოდ პროგნოზების ფაქტობრივ მონაცემებთან შედარებას მოაიზრებს, არამედ იმასაც აფასებს, თუ რამდენად სწორად იქნა იდენტიფიცირებული ძირითადი რისკები და რამდენად თანმიმდევრულად იქნა ისინი გათვალისწინებული პოლიტიკის შემუშავების პროცესში.

მაღალი გამჭირვალობის პრაქტიკიდან გამომდინარე, პროგნოზების რეტროსპექტიული ანალიზი, ყოველი წლის დასაწყისში, მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშში ქვეყნდება. ამ შემთხვევაში, განვიხილავთ 2025 წლის ინფლაციის სამიზნე მაჩვენებლის შესრულებას და შევაფასებთ წლის განმავლობაში წარმოდგენილ ცენტრალურ სცენარებს.

გასული წლის თებერვლის ანგარიშში ცენტრალური სცენარის მიხედვით წარმოდგენილი ინფლაციის პროგნოზი ფაქტობრივ დონესთან შედარებით მაღალი აღმოჩნდა (იხ. დიაგრამა 3.1.1). სცენარში რისკების ბალანსი მაღალი ინფლაციური გარემოსკენ იყო გადახრილი. ინფლაციის დინამიკაზე კი ურთიერთსაპირისპირო ფაქტორები მოქმედებდა. კერძოდ, წლის პირველ კვარტალში არსებული გაურკვევლობა საგარეო შემოდინებებს ანელებდა, რაც მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს ზომიერად აღრმავებდა და წინა პერიოდში გაზრდილი დოლარიზაციის ეფექტთან ერთად, გაცვლითი კურსის არხით, ინფლაციაზე ზრდის მიმართულებით მოქმედებდა. ამის საწინააღმდეგოდ, მოკლევადიან პერიოდში მომატებული გაურკვევლობა დაზოგვისადმი მიდრეკილებას აძლიერებდა და, რეალური შემოსავლების შენელების პარალელურად, ერთობლივი მოთხოვნის შესუსტებით, ინფლაციაზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებდა. ძირითადად ამ ურთიერთსაწინააღმდეგო ეფექტების ფონზე, ნაწილობრივ წინა წლის საბაზო

ეფექტის გათვალისწინებით, ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელს დროებით აჭარბებდა და 2025 წელს საშუალოდ 4.2%-ს აღწევდა.



დიაგრამა 3.1.1. 2025 წლის თებერვლისთვის ანგარიშში წარმოდგენილი ცენტრალური სცენარის პროგნოზის შედარება ფაქტობრივ ინფლაციასთან და მიმდინარე პროგნოზთან

წყარო: სებ, საქსტატი.

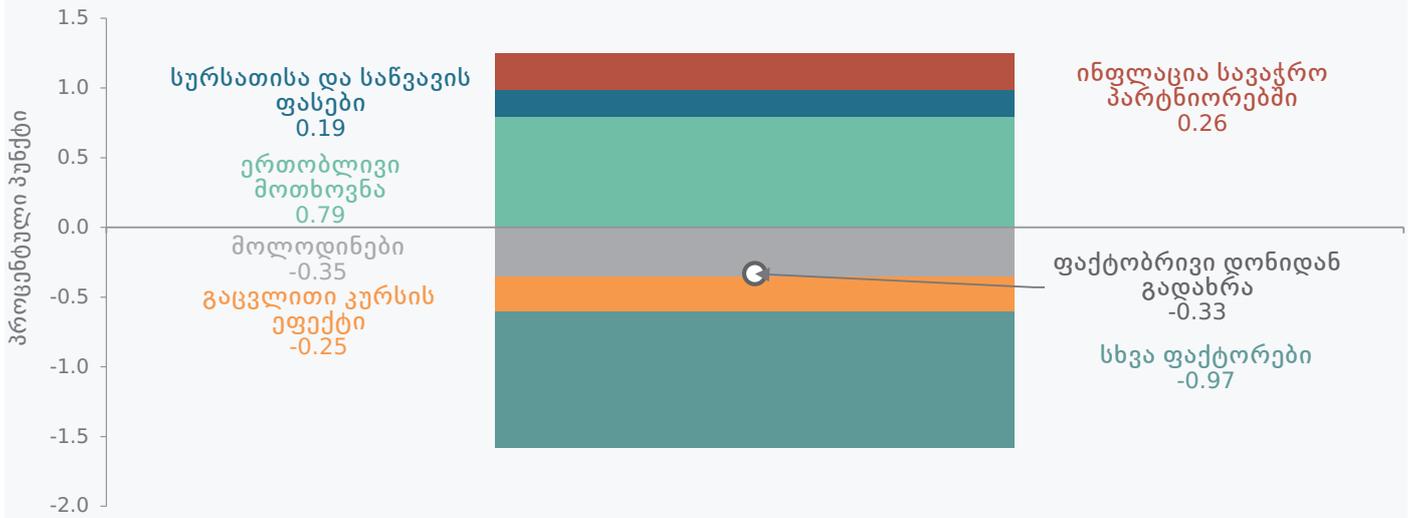
2025 წელს ფაქტობრივი ინფლაცია, პროგნოზირებულთან შედარებით 0.3 პპ-ით დაბალი აღმოჩნდა. ნაწილობრივ რეალიზდა როგორც დაბალინფლაციურ, ისე მაღალინფლაციურ სცენარებში იდენტიფიცირებული რისკები.

დაბალინფლაციური სცენარის შესაბამისად, ადგილობრივი გაურკვევლობა მოსალოდნელზე სწრაფად მიიღია, რასაც როგორც საინვესტიციო, ისე სამომხმარებლო სენტიმენტების გაუმჯობესება მოჰყვა. ამასთან, მაღალპროდუქტიული სექტორების მოსალოდნელზე ნელმა ნორმალიზებამ მნიშვნელოვნად შეარბილა მაღალი ეკონომიკური ზრდიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი და შეინარჩუნა ზრდის ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიური სტრუქტურაც. ეს კი, საქონლისა და მომსახურების სავაჭრო ბალანსის გაუმჯობესებასთან ერთად, მნიშვნელოვნად ამცირებდა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს. ამასთან, რისკების მინიმიზაციის მიდგომის შესაბამისად, მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობის მოსალოდნელზე უფრო ხანგრძლივად შენარჩუნებამ ინფლაციური მოლოდინების შემცირებას შეუწყო ხელი, რის შედეგადაც, მიუხედავად ეგზოგენური შოკებისა, მომსახურების სექტორში ინფლაცია საშუალოდ მიზნობრივ მაჩვენებელზე დაბლა შენარჩუნდა. თავის მხრივ, მათ შორის აშშ დოლარის გლობალური შესუსტების ფონზე, ლარის გაცვლითი კურსის დოლართან გამყარებამ, ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის პირობებში, სესხის მომსახურების ტვირთი შეამცირა და დამატებით გააუმჯობესა ინფლაციური მოლოდინები (იხ. დიაგრამა 3.1.2).

ამის საპირისპიროდ, ნაწილობრივ რეალიზდა **მაღალინფლაციური** სცენარის რისკებიც. მიუხედავად პროდუქტიულობის ნელი ნორმალიზებისა, ინფლაციის პროგნოზიდან გადახრას მეტწილად მოსალოდნელზე ძლიერი ერთობლივი მოთხოვნა ზრდიდა. ამასთან, ინფლაციური იყო საგარეო სექტორიც. განვითარებულ ქვეყნებში სატარიფო პოლიტიკის ირგვლივ გაურკვევლობამ მკვეთრად მოიმატა და გლობალური ეკონომიკის ფრაგმენტაცია მოსალოდნელზე ძლიერი აღმოჩნდა. შედეგად, მსოფლიო ეკონომიკაში ერთგვარი მინოდების შოკი წარმოიქმნა. სავაჭრო პარტნიორებში ინფლაციის ზრდამ კი იმპორტირებული ინფლაციაც გაზარდა. თავის მხრივ, შერეული სიგნალები მომდინარეობდა სასაქონლო ბაზრებიდან. ერთი მხრივ, როგორც ადგილობრივი, ისე გლობალური ეგზოგენური ფაქტორების გავლენით, მოსალოდნელზე მძლავრი აღმოჩნდა სურსათის ინფლაცია. საერთაშორისო ბაზრებზე, საკვები ნედლეულის ფასები ცალკეულ კატეგორიებზე გაიზარდა, რაც ადგილობრივ ბაზარსაც გადმოეცა. ამას თან დაერთო ადგილობრივ ბაზარზე, გარკვეული ტიპის პროდუქტებზე ფასის ერთჯერადი კორექტირება და აგრარული

პროდუქტების ფასების მერყეობა. საბოლოოდ კი, ამ ფაქტორების ფონზე, სურსათის ინფლაციამ ნავთობის ფასების დისინფლაციური გავლენა გადაწონა (იხ. დიაგრამა 3.1.2).

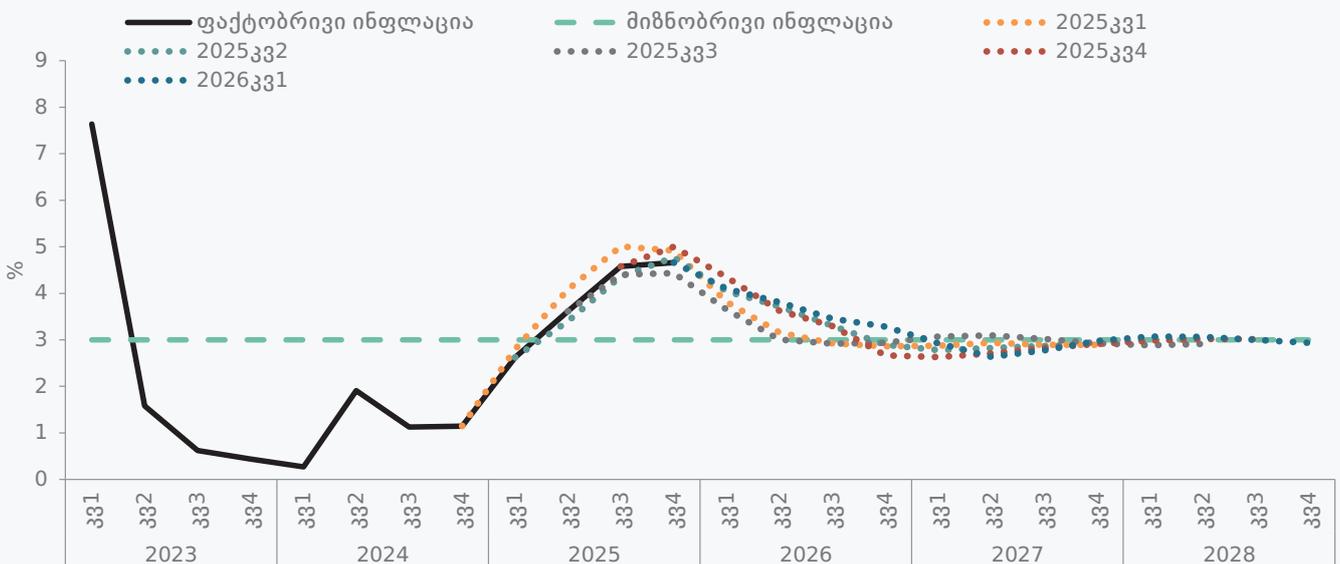
წლის პირველ ნახევარში ტურბულენტობის ეტაპობრივად მიღევის პარალელურად, ფუნ-



დიაგრამა 3.1.2. 2025 წლის თებერვალში ცენტრალურ სცენარში წარმოდგენილი პროგნოზისა და 2025 წლის ფაქტობრივი ინფლაციის სხვაობის დეკომპოზიცია

წყარო: სებ, საქსტატი.

დამენტურმა ფაქტორებმა განსაკუთრებული მდგრადობა გამოავლინა. მაღალპროდუქტიულ, ნაკლებად იმპორტ-ინტენსიურ სექტორებში მაღალი ზრდა შენარჩუნდა. ამასთან, მომსახურების საგარეო ბალანსის პოზიტიური დინამიკის, აშშ დოლარის გლობალური შესუსტებისა და ეკონომიკაში გაუმჯობესებული სენტიმენტების ფონზე მნიშვნელოვნად გამყარდა ლარის გაცვლითი კურსის პოზიციებიც. საბოლოოდ კი, მეორე კვარტალში წარმოდგენილი ცენტრალური სცენარის მიხედვით, 2025 წლის საშუალო ინფლაციის პროგნოზი 3.8%-მდე შემცირდა. წლის დარჩენილ პერიოდში კი ცენტრალური პროგნოზები 3.8-4%-ის ფარგლებში მერყეობდა, რაც მნიშვნელოვნად ახლოს აღმოჩნდა რეალიზებულ 3.9%-თან (იხ. დიაგრამა 3.1.3). აღსანიშნავია, რომ ეკონომიკის გაუმჯობესებული პერსპექტივის ფონზე, წლის პირველ ნახევარში ბაზრის მონაწილეთა საშუალო მოლოდინი 2025 წლის ეკონომიკური ზრდის შესახებ 4.5%-დან 6.4%-მდე გაიზარდა, ხოლო ინფლაციის შესახებ - 3.2%-დან 3.5%-მდე. შედეგად, მათი პროგნოზები სებ-ის ცენტრალურ სცენარს ეტაპობრივად უახლოვდებოდა.



დიაგრამა 3.1.3. ცენტრალურ სცენარში წარმოდგენილი წლიური ინფლაციის პროგნოზის შედარება (2025 კვ1 - 2026 კვ1).

წყარო: სებ, საქსტატი.

გლობალური ტურბულენტობისა და ადგილობრივად ხისტი ფასების ინდიკატორები მაღალ-ინფლაციურ სცენარში მოაზრებულ რისკებს განსაკუთრებით რელევანტურს ხდიდა. სწორედ ამიტომ, მიუხედავად პოლიტიკის ჰორიზონტზე შემცირებული ინფლაციისა, ეროვნულმა ბანკმა კონსერვატიული, რისკების მინიმიზაციაზე დაფუძნებული მიდგომით იხელმძღვანელა და **გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკიდან** გამოსვლის ზომიერი და ფრთხილი ტემპი შეინარჩუნა, რაც პოლიტიკის განაკვეთის წლის ბოლომდე 8 პროცენტზე უცვლელად დატოვებაში გამოიხატა.