

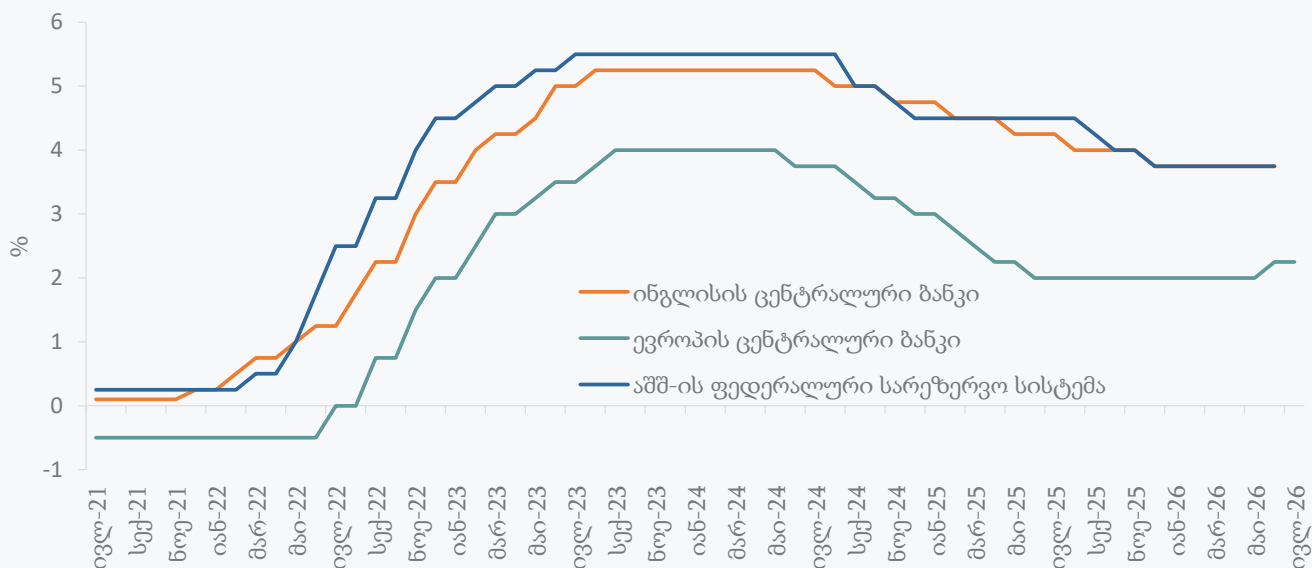
3. მონეტარული პოლიტიკისთვის მნიშვნელოვანი საკითხები

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

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

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

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



დიაგრამა 3.1.1. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთები

წყარო: შესაბამისი ცენტრალური ბანკები.

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

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

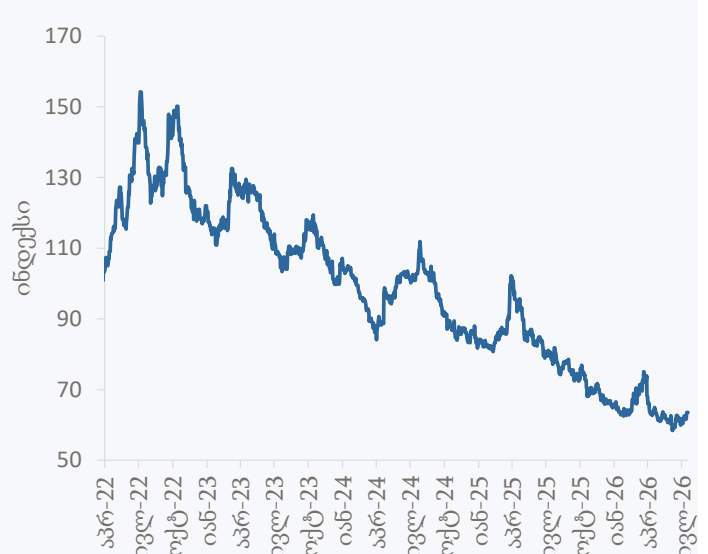
აღნიშნული განსხვავება საერთაშორისო კაპიტალის ნაკადებში აისახა. კერძოდ, 2026 წლის მარტში გეოპოლიტიკური დაძაბულობის ესკალაციას განვითარებადი ეკონომიკებიდან პორტფელური კაპიტალის დიდი მოცულობის დროებითი წმინდა გადინება მოჰყვა, თუმცა საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტის (IIF)³ მონაცემებით, უკვე აპრილიდან ნაკადები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

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



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

წყარო: [MSCI](https://www.msci.com).



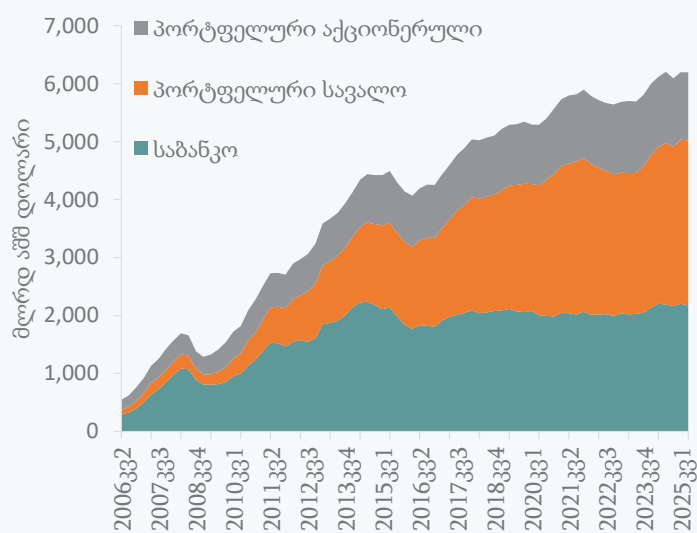
დიაგრამა 3.1.3. EMBI GLOBAL Diversified Index, იან-2022 =100

წყარო: სებ-ის გაანგარიშება.

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

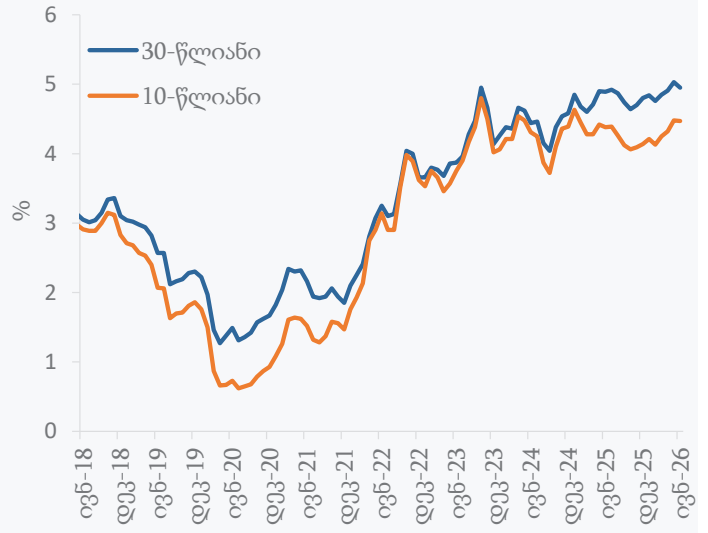
3 იხ. <https://www.iif.com/Products/Capital-Flows-Tracker>

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



დიაგრამა 3.1.4. განვითარებად ბაზრებზე არასაბანკო ინვესტორების მიერ განხორციელებული ინვესტიციები

წყარო: IMF, 2026 წლის ფინანსური სტაბილურობის ანგარიში.



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

წყარო: FRED.

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

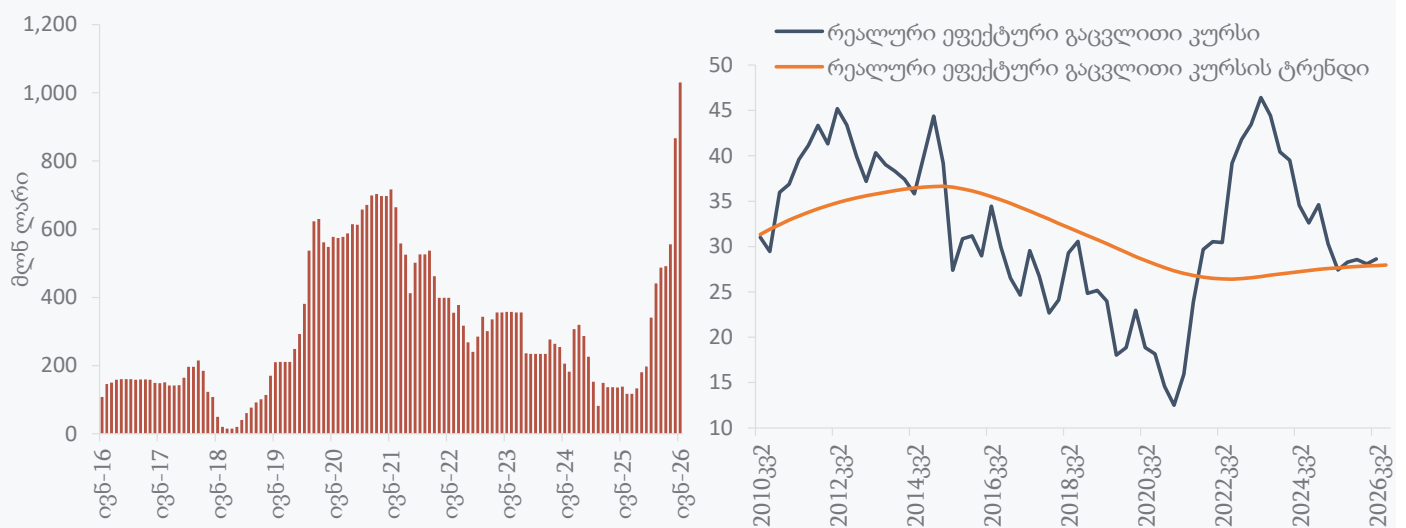
მონეტარული პოლიტიკის თვალსაზრისით, აღნიშნული დინამიკა ორ მნიშვნელოვან ფაქტორზე მიაწინებს. პირველი, გეოპოლიტიკური შოკების გადაცემა ფინანსური არხებით დღეს უფრო მეტად დამოკიდებულია კონკრეტული ქვეყნის მაკროეკონომიკურ ფუნდამენტებსა და პოლიტიკის სანდოობაზე, ვიდრე მხოლოდ გლობალური რისკის ზრდაზე. მეორე, ძლიერი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

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

აღნიშნული ტენდენცია თანხვედრაშია საერთაშორისო სავალუტო ფონდის მიერ აღწერილ

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

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



დიაგრამა 3.1.6. არარეზიდენტების მფლობელობაში არსებული სახაზინო ფასიანი ქაღალდები

წყარო: სეზ.



დიაგრამა 3.1.7. რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი და მისი ტრენდი

წყარო: სეზ-ის შეფასება.

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

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