



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მაკროეკონომიკური სცენარები ფასს 9-ის მიზნებისთვის

ივლისი

2023

ფინანსური აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტის (ფასს 9) მიხედვით საკრედიტო რისკების შეფასებისას განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა საპროგნოზო ინფორმაციის ანალიზს. კერძოდ, მოსალოდნელი საკრედიტო დანაკარგების შეფასებისას გათვალისწინებულ უნდა იქნეს მაკროეკონომიკური და ფინანსური ფაქტორების ანალიზი, მოსალოდნელი ტენდენციები და რისკები. საქართველოს ეროვნული ბანკი მიიჩნევს, რომ აღნიშნული ცვლილება ხელს შეუწყობს საკრედიტო რისკების დროულ აღრიცხვას და, ამდენად, პოზიტიური გავლენა ექნება ფინანსურ სტაბილურობაზე.

ფასს 9-ის ფარგლებში ფინანსური ინსტიტუტების მიერ ანგარიშგების გამჭვირვალედ, თანმიმდევრულად და ეფექტიანად წარმოებისთვის, ეროვნული ბანკი 2018 წლიდან რეგულარულად აქვეყნებს მაკროეკონომიკური და ფინანსური გარემოს საპროგნოზო და რისკ სცენარებს. აღნიშნული სცენარების მიზანია ფინანსური ინსტიტუტებისთვის ძირითადი მაკროეკონომიკური ცვლადების თანმიმდევრული რაოდენობრივი შეფასებების მიწოდება, რათა ისინი მოსალოდნელი საკრედიტო დანაკარგების შეფასებისას გამოიყენონ.

საბაზო სცენარი ეფუძნება სებ-ის პროგნოზირებისა და მონეტარული პოლიტიკის ანალიზის (FPAS) მოდელს, ხოლო ალტერნატიული სცენარები - რისკ სცენარების ანალიზისთვის განკუთვნილ მაკრო-ფინანსურ მოდელს. იმ ცვლადებისთვის, რომელიც უშუალოდ არ გამომდინარეობს მოდელიდან, გამოყენებულია დამატებითი შეფასებები (სატელიტური მოდელები). სცენარები ასევე ითვალისწინებს დამატებით ანალიზსა და ექსპერტულ შეფასებებს.

სცენარები ეყრდნობა მომზადების პროცესში არსებულ მიმდინარე მონაცემებს და იყენებს შესაბამის დაშვებებს ეგზოგენურ ცვლადებზე. ამდენად, ყოველი განახლებისას მოსალოდნელია სცენარების ცვლილება ახალი ინფორმაციის საფუძველზე. სცენარებში წარმოდგენილი ცვლადების დინამიკა არ უნდა იქნეს ალქმიური როგორც ეროვნული ბანკის მიზნობრივი ორიენტირი (მაგ. საპროცენტო განაკვეთი, გაცვლითი კურსი და სხვა).

საბაზო სცენარი ასახავს ეკონომიკის მოსალოდნელ მდგომარეობას, რომელიც დაბა-

ლანსებულია ორივე მხარეს მოქმედი რისკებით, ხოლო რისკ სცენარებში განიხილება სხვადასხვა შოკის (როგორც დადებითი ასევე უარყოფითი) რეალიზაცია. შოკების შერჩევა ხდება მიმდინარე პერიოდში აქტუალურობისა და რისკების გონივრული შეფასების გათვალისწინებით. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ პესიმისტური სცენარი ასახავს უარყოფითი შოკის რეალიზაციას, თუმცა სცენარის სიმწვავე სტრეს-ტესტებში გამოყენებულ სცენართან შედარებით უფრო ნაკლებია.

დოკუმენტში ასახულ სცენარებში, ცვლადების დინამიკის მთავარი განმსაზღვრელი ფაქტორები რუსეთ-უკრაინის ომის ხანგრძლივობასა და საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკურ აქტივობასთან დაკავშირებული დაშვებებია. საბაზო სცენარი ეკონომიკის გაჯანსაღების წამყვან ფაქტორებად გაზრდილი მიგრაციული ნაკადების ფონზე ქვეყანაში შიდა მოთხოვნის ზრდასა და ინვესტიციების გაუმჯობესებულ დინამიკას განიხილავს. ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, ეკონომიკური აქტივობა, საბაზო სცენართან შედარებით, უფრო მდგრადი ხასიათისაა, რაც ქვეყნის სატრანზიტო პოტენციალის გაფართოებასა და სავაჭრო პარტნიორებში გაუმჯობესებული ეკონომიკური ზრდის მოლოდინებთან არის დაკავშირებული. პესიმისტური სცენარი განვითარებულ ქვეყნებში გამკაცრებული ფინანსური პირობების შედარებით ხანგრძლივად შენარჩუნებასა და სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში მოსალოდნელი რეცესიის რისკებს ითვალისწინებს. აღსანიშნავია, რომ საპროგნოზო პერიოდის განმავლობაში მაღალი გაურკვეველობა და გაზრდილი რისკები კვლავ ნარჩუნდება.

სცენარების საპროგნოზო პერიოდი მოიცავს სამ-ოთხ წელს და მათი განახლება მოხდება წელიწადში ორჯერ. მაკროეკონომიკურ გარემოში არსებითი ცვლილებების შემთხვევაში სცენარები განახლდება უფრო მაღალი სიხშირით. წარმოდგენილი სცენარები მოიცავს ძირითად მაკროეკონომიკურ ცვლადებს, რომლებიც ქვეყანაში მაკროეკონომიკურ მდგომარეობას ახასიათებენ. საკრედიტო დანაკარგების შეფასების მოდელში ყველა მათგანის რაოდენობრივად ჩართვა სავალდებულო არ არის. სცენარებში მოცემული მაკროეკონომიკური ცვლადები წარმოდგენილია წლიური სიხშირით. თუკი ფინანსური ინსტიტუტის მიერ გამოყენებული

მოსალოდნელი საკრედიტო დანაკარგების მოდელი უფრო მაღალი სიხშირის მონაცემებს ეფუძნება, შესაძლებელია ცვლადების შესაბამის სიხშირეზე გადაყვანა წრფივი ინტერპოლაციის გზით. ამგვარად თითოეული მაკროეკონომიკური ცვლადის წლიური ცვლილება თანაბრად გადანაწილდება შესაბამის სიხშირეზე.

საკრედიტო დანაკარგების შეფასებისას საბაზო სცენარს უნდა მიენიჭოს 50%-ანი ალბათობა, ხოლო ოპტიმისტურ და პესიმისტურ სცენარებს კი 25%-25%. გასათვალისწინებელია, რომ საქართველო წარმოადგენს მცირე ზომის ღია ეკონომიკას და, შესაბამისად, მაღალია მოწყვლადობა შოკების მიმართ. ამგვარად, მნიშვნელოვანია მაკროეკონომიკურ სცენარებსა და საკრედიტო რისკს შორის არსებული არაწრფივი დამოკიდებულების გათვალისწინება. აქედან გამომდინარე, არსებითია მოსალოდნელი საკრედიტო დანაკარგების შეფასება თითოეული სცენარისთვის და შესაბამისი ალბათობებით მხოლოდ შემდგომ შეწონვა.

აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული მაკრო სცენარები არ უნდა იქნეს აღქმული როგორც ერთადერთი სწორი ვერსია. ფინანსურ ინსტიტუტს შეუძლია, თავისი შეხედულებებიდან გამომდინარე, დაამატოს ალტერნატიული სცენარი და/ან შეცვალოს იგი. თუმცა, ასეთ შემთხვევაში, საჭიროა, რომ ფინანსურმა ინსტიტუტმა გაიაზროს სცენარების ადეკვატურობა და თითოეული სცენარის ფარგლებში სხვადასხვა მაკროეკონომიკურ ცვლადებს ურთიერთ-შესაბამისი დამოკიდებულება ჰქონდეს. ფინანსურმა ინსტიტუტმა, საჭიროების შემთხვევაში, უნდა შეძლოს დაასაბუთოს სცენარებში შეტანილი ცვლილებების ან მის მიერ წარმოდგენილი ახალი სცენარების ლოგიკურობა.

საბაზო სცენარი

საბაზო სცენარის მიხედვით, რომელიც მიმდინარე წლის მაისის მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშში მოცემულ პროგნოზს ეფუძნება, 2023 წელს საქართველოს ეკონომიკა ზრდას სტაბილურად განაგრძობს. რუსეთ-უკრაინის ომის გაჭიანურებამ გლობალურ ეკონომიკურ აქტივობასთან დაკავშირებით გაურკვევლობა გააზარდა. მსოფლიოში სავაჭრო ნაკადების შეფერხებამ, ასევე,

განვითარებული ქვეყნების მიერ რუსეთზე დაწესებულმა ეკონომიკურმა სანქციებმა, საწყის ეტაპზე ენერგომატარებლების, სურსათისა და მსგავსი ფართო მოხმარების საქონლის ფასების ზრდა განაპირობა, რასაც გლობალურად მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება მოჰყვა. ფინანსური პირობების გამკაცრებისა და ქვეყნებს შორის მიღწეული გარკვეული შეთანხმებების შედეგად, სასურსათო პროდუქციის ფასებზე წნეხი შემცირდა და კლება დაიწყო. მიუხედავად ამისა, რთული გეოპოლიტიკური ვითარების ფონზე საბაზრო განწყობა გაუარესებულია და რეცესიის მოლოდინები მაღალია.

საბაზო სცენარში, საერთაშორისო ბაზრებზე საკვები პროდუქტების ფასები მცირდება, თუმცა პანდემიამდელ დონესთან შედარებით კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. ამასთან, სხვადასხვა ქვეყანაში სხვადასხვა საკვები ნედლეულის წარმოების გაფართოების ფონზე, მომავალში საკვები პროდუქტების ფასების უფრო მეტად შემცირებაც არის მოსალოდნელი. თუმცა, შავი ზღვის შეთანხმების ხანგრძლივობასთან დაკავშირებული გაურკვევლობა კვლავ გამოწვევად რჩება. ბოლო პერიოდში ენერგომატარებლების ფასებსაც დადმავალი ტრანექტორია გააჩნია. თუმცა, რუსეთის მიერ ევროპისთვის ბუნებრივი აირის მიწოდების მნიშვნელოვნად შემცირებისა და OPEC-ის მიერ ნავთობის მოპოვების შემცირების შესახებ გადაწყვეტილების მიღების შედეგად, ენერგომატარებლების ფასების მიმართ გაურკვევლობა ნარჩუნდება.

საბაზო სცენარის მიხედვით, რუსეთ-უკრაინის ომის გაჭიანურებამ 2023-2024 წლების გლობალური ეკონომიკური ზრდის ტემპის პროგნოზები გააუარესა. განსაკუთრებით გაუარესდა პროგნოზები ამერიკასა და ევროპის ქვეყნებისთვის, რაც გლობალურად გაზრდილი ინფლაციის ფონზე გამკაცრებული ფინანსური პირობებითა, და ფინანსური სიტემის მდგრადობის მიმართ ნდობის შემცირებით არის განპირობებული. მსოფლიოს წამყვანმა ცენტრალურმა ბანკებმა, როგორებიცაა აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემა (Fed) და ევროპის ცენტრალური ბანკი (ECB), მონეტარული პოლიტიკა მნიშვნელოვნად გაამკაცრეს, რაც მკვეთრად გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთებითა და აქტივების შესყიდვის პროგრამების შეწყვეტით გამოიხატა. განვითარებული ქვეყნების მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკები, რომლებიც ეკონომიკას პანდემიის დროს

უპრეცედენტო მხარდაჭერას უწევდა, ახლა ერთობლივ მოთხოვნას შემცირებისკენ უბიძგებს, რაც ინფლაციური წნეხის შემსუბუქებას ხელს უწყობს. გამკაცრებული ფინანსური პირობები კი ზოგიერთ ქვეყანაში, მათ შორის აშშ-შიც, რეცესიის რისკებს ზრდის, რაც ეკონომიკის სწრაფი გაჯანსაღების მოლოდინებზე მნიშვნელოვნად მოქმედებს. აღნიშნული რისკის გათვალისწინებით, იმის ფონზე, რომ ინფლაციამ გლობალურად უკვე შემცირების ტრაექტორია მიიღო, გლობალური ფინანსური პირობების მნიშვნელოვნად გამკაცრება ნაკლებად მოსალოდნელია, თუმცა გამკაცრებულ რეჟიმში შედარებით ხანგრძლივად შენარჩუნდება.

საბაზო სცენარში, 2023-2024 წლებში საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური აქტივობის აღდგენა არაერთგვაროვნად მიმდინარეობს. რუსეთის გარდა, მეზობელი ქვეყნების უმრავლესობაში მნიშვნელოვნად გაზრდილია ფულადი გზავნილების ნაკადები და მომსახურების სექტორიდან მიღებული შემოსავლები, რაც ძირითადად რუსეთიდან ტურისტული ნაკადების ზრდით არის განპირობებული. აზერბაიჯანის შემთხვევაში, ნავთობპროდუქტებზე ფასების მოსალოდნელი შემცირება უარყოფითად აისახება მის მიმდინარე ანგარიშის ბალანსზე. თუმცა საერთაშორისო ბაზარზე მისი გაზრდილი როლი აზერბაიჯანის ეკონომიკის მდგრადობას დამატებით შეუწყობს ხელს. შესაბამისად მისი ეკონომიკა სტაბილურად გაიზრდება, თუმცა წინა წელთან შედარებით ნაკლები ზრდით ხასიათდება. სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების უმრავლესობაში მიმდინარე წელს ინფლაცია კვლავ მაღალ ნიშნულზე შენარჩუნდება, თუმცა შემცირების ტრაექტორია ექნება. მიუხედავად იმისა, რომ მოგზაურობიდან მიღებულმა შემოსავლებმა პანდემიამდე დონეს გადააჭარბა, მაღალი რეგიონალური რისკებისა, და გამყარებული ეროვნული ვალუტის შედეგად გაუარესებული კონკურენტუნარიანობის გათვალისწინებით, ქვეყანაში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაღრმავება არის მოსალოდნელი. აღნიშნულისა და ფულადი გზავნილების ნაკადების სტაბილურად შემოდინების გათვალისწინებით, ლარის ნომინალური გაცვლითი კურსის როგორც ეფექტური, ისე აშშ დოლარის მიმართ, მნიშვნელოვანი ცვლილებები საშუალოვადიან პერიოდში არ შეინიშნება (იხ. დიაგრამა 3).

საბაზო სცენარის მიხედვით, 2023 წელს ეკონომიკური აქტივობის 5 პროცენტის ზრდა არის მოსალოდნელი (იხ. დიაგრამა 2), რაც წინა პროგნოზთან შედარებით 1 პროცენტული პუნქტით მეტია. ეკონომიკური ზრდის პროგნოზის აღნიშნული გადახედვა ქვეყანაში შიდა მოთხოვნითა და მაკროეკონომიკური სტაბილურობის ზრდის კვალობაზე საინვესტიციო ნაკადების მატებით არის განპირობებული. მთლიანობაში, ეკონომიკის ზრდა, უცხოელი მიგრანტებისა და მათ მიერ გაწეული ხარჯების მატების ფონზე გაზრდილ შიდა მოთხოვნასა და რეგიონული ლოგისტიკური ნაკადების საქართველოზე გადმორთვას უკავშირდება. ამასთან, წინა წელთან შედარებით ეკონომიკური ზრდის შენელებას საგარეო მოთხოვნის შედარებით შესუსტება განაპირობებს, რაც სავაჭრო პარტნიორებში ეკონომიკური ზრდის მოსალოდნელი შეფერხებითა და გამყარებული გაცვლითი კურსის ფონზე, ქვეყნის კონკურენტუნარიანობის გაუარესებით არის განპირობებული. მომდევნო წლებში კი მიგრაციული ნაკადების მიღებისა და სავაჭრო პარტნიორების ეკონომიკების გაჯანსაღების ფონზე საქართველოს ეკონომიკა პოტენციური დონის ფარგლებში გაიზრდება. ქვეყანაში მაკროეკონომიკური მდგომარეობის დასტაბილურების კვალდაკვალ უმუშევრობის დონეც შემცირდება.

საბაზო სცენარში, ინფლაცია მიმდინარე წელს მიზნობრივზე დაბლა ნარჩუნდება, რაშიც დიდი წვლილი საერთაშორისო ბაზარზე ენერგომატარებლებისა და საკვები ნედლეულის ფასების ეტაპობრივ შემცირებას, გაცვლითი კურსის გამყარებასა, და გამკაცრებულ მონეტარულ პოლიტიკას მიუძღვის (იხ. დიაგრამა 1). აღსანიშნავია, რომ მიუხედავად ნელი ტემპით კლებისა, ადგილობრივი ინფლაცია კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება, რაც ძირითადად მომსახურების სექტორში ფასების მატებით არის განპირობებული. აღნიშნული კი გარკვეულწილად ქვეყანაში მიგრაციული ნაკადების ზრდას უკავშირდება. შესაბამისად, მიმდინარე წელს, მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრებული რეჟიმიდან შედარებით ნელი ტემპით განაგრძობს გამოსვლას. ხანგრძლივად გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის შედეგად საშუალოვადიან პერიოდში დაკრედიტების ზრდის ტემპის შენელებისა და მიგრაციული ნაკადების მიღების ფონზე, ინფლაცია მიზნობრივ დონესთან ახლოს იქნება, ხოლო

პოლიტიკის განაკვეთი ნეიტრალურ დონეს - მიმდინარე შეფასებით 7 პროცენტს - მცირე ბიჯებით დაუახლოვდება (იხ. დიაგრამა 4).

საბაზო სცენარის მიხედვით, 2022 წლის საშუალო დონესთან შედარებით მიმდინარე წელს უძრავი ქონების ლარში გამოხატული ფასები გაიზრდება. არსებულ ნიშნულამდე გამყარებული ეროვნული ვალუტის ფონზე უძრავი ქონების აშშ დოლარში გამოხატული ფასები უფრო მეტად მატულობს. რუსეთ-უკრაინის ომის შედეგად სამშენებლო მასალების თავდაპირველმა გაძვირებამ, შენობა-ნაგებობების თვითღირებულების ზრდაზე გავლენა იქონია. თუმცა გლობალური ეკონომიკური აქტივობის შენელებისა და ფინანსური პირობების გამკაცრების ფონზე, სამშენებლო მასალების ფასებში შემცირების დინამიკა გამოიკვეთა. გეოპოლიტიკური ვითარების დასტაბილურების კვალდაკვალ, უძრავ ქონებაზე საგარეო მოთხოვნას შიდა მოთხოვნა ჩაანაცვლებს. ეს კი საშუალოვადიან პერიოდში უძრავი ქონების ფასების ზრდას ნომინალური ეკონომიკური ზრდის თანაზომიერს გახდის.

ქვეყანაში სტაბილური ეკონომიკური ზრდისა და ინფლაციის დაბალი დონის გათვალისწინებით რისკის პრემია შემცირებას განაგრძობს. თუმცა იმპორტირებული ინფლაციის მაღალი წილის გათვალისწინებით, საერთაშორისო ბაზრებზე აშშ დოლარის გამყარების შედეგად სავაჭრო ნაკადების გაძვირებისა და გლობალური ფინანსური პირობების გამკაცრების ფონზე, საქართველოს ეკონომიკის მოწყვლადობა საგარეო ფაქტორების მიმართ საყურადღებო რჩება. აქედან გამომდინარე, ქვეყნის სუვერენული რისკის პრემია საპროგნოზო ჰორიზონტზე ნელი ტემპით პანდემიამდე არსებულ ნიშნულს დაუბრუნდება.

საბაზო სცენარის ირგვლივ გაურკვეველობა ნარჩუნდება. კერძოდ, მომდევნო წლებში საქართველოს ეკონომიკური აქტივობა მნიშვნელოვნად იქნება დამოკიდებული რუსეთ-უკრაინის ომის ხანგრძლივობასა, და მსოფლიოს წამყვანი და საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში შესაძლო რეცესიის რისკების რეალიზაციაზე. აღნიშნული ფაქტორები გლობალური ფინანსური ბაზრების განწყობაზე მნიშვნელოვან

ზეგავლენას ახდენს და საქართველოზე საგარეო სექტორიდან მომდინარე წნეხს ზრდის. ქვემოთ მოცემული ალტერნატიული სცენარები ამ გაურკვეველობის პირობებში მოვლენების ალტერნატიული განვითარების შესაძლებლობებს განიხილავს.

ალტერნატიული სცენარები

საბაზო სცენარისგან განსხვავებით, სადაც რისკები დაბალანსებულია ორივე მიმართულებით, ალტერნატიული სცენარები განიხილავს სხვადასხვა ეგზოგენურ შოკებს, რომელთა შერჩევა აქტუალურობისა და რისკის ალბათობის გონივრული შეფასების გათვალისწინებით ხდება. კერძოდ, ოპტიმისტური სცენარი განიხილავს გლობალურად სასურსათო ნედლეულის ფასებზე წნეხის შემცირებას და საქართველოს სავაჭრო პოტენციალის გაფართოებას, ხოლო პესიმისტური სცენარი აქცენტს რუსეთ-უკრაინის ომის გაჭიანურებასა და საგარეო მოთხოვნის საგრძნობლად შემცირებაზე აკეთებს. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ალტერნატიული სცენარები არ ითვალისწინებს ფისკალურ და სხვა მაკროეკონომიკურ პოლიტიკასთან დაკავშირებულ რისკებს.

ოპტიმისტური სცენარი

რუსეთ-უკრაინის ომის შედეგად ფართომასშტაბიანი სასურსათო კრიზისის საფრთხის წარმოქმნამ სოფლის მეურნეობის დარგების განვითარების საჭიროება გამოავლინა. აღნიშნულის ფონზე, ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, ამ კუთხით განხორციელებული ინვესტიციები იზრდება. ტექნოლოგიის დახვეწის შედეგად საწარმოო პროცესის ეფექტიანობის გაუმჯობესება და წარმოების ზრდა სასურსათო ნედლეულის ფასებს გლობალურად მნიშვნელოვნად ამცირებს. ამასთან, ქვეყნებს შორის ახალი სავაჭრო კავშირების ჩამოყალიბება პროდუქციის მიმოცვლის გამარტივებას უზრუნველყოფს და სავაჭრო ბრუნვას ზრდის. გლობალურად ფართო მოხმარების საქონლის ფასებზე არსებული წნეხის

შემცირება ფინანსური პირობების შერბილების საშუალებას იძლევა.

ოპტიმისტურ სცენარში, მსოფლიოში მიწოდების შეფერხებების შემსუბუქება და საერთაშორისო ბაზრებზე ფართო მოხმარების საქონლის ფასების დასტაბილურება საბაზო სცენართან შედარებით სწრაფად ხდება. ამაში მთავარი როლი გლობალურად გამკაცრებულ მონეტარულ პოლიტიკასა და რიგ ქვეყნებში სოფლის მეურნეობის განვითარების შედეგად სასურსათო ნედლეულის წარმოების ზრდას უკავია. აღნიშნული კი საბაზო სცენართან შედარებით დაბალ-ინფლაციურ გარემოს განაპირობებს, რაც გლობალური ფინანსური პირობების უფრო სწრაფი ნორმალიზებისკენ უბიძგებს. აქედან გამომდინარე, აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემა და ევროპის ცენტრალური ბანკი გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმიდან შედარებით სწრაფად გამოდიან. მზარდი და განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში მოვლენები ანალოგიურად ვითარდება, თუმცა გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის სრული ეფექტის ასახვა განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით ნელი ტემპით ხდება. მთლიანობაში, გლობალურად რეცესიის რისკები საგრძნობლად მცირდება და განვითარებული ქვეყნებიდან პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ეტაპობრივი მატება მზარდი და განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკების გაჯანსაღებას ხელს უწყობს.

ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, რუსეთ-უკრაინის ომიდან მომდინარე გეოპოლიტიკური წნეხი უფრო სწრაფად დასტაბილურდება და რეგიონალური რისკები მალევე შემცირდება, რაც საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების უმრავლესობაში, 2023 წლის მეორე ნახევრიდან, ეკონომიკურ აქტივობასა, და სავაჭრო და საინვესტიციო ნაკადებს გაზრდის. შედეგად, საქართველოს შემთხვევაში, საგარეო მოთხოვნა კვლავ ძლიერი იქნება, რაც ეკონომიკურ აქტივობას წახალისებს. არსებული გეოპოლიტიკური სიტუაციისა და საქართველოს გეოგრაფიული მდებარეობის გათვალისწინებით, საქართველო რეგიონში თავის სატრანზიტო როლს ამყარებს და ქვეყანაში გამავალი სავაჭრო ნაკადების მნიშვნელოვნად გაზრდას ახერხებს. სავაჭრო ბრუნვის ზრდის ფონზე რეგიონში საქართველოს როლის ზრდა ქვეყანაში ახალი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის საბაზი ხდება, რაც როგორც

ნომინალური ეფექტური, ისე აშშ დოლარის მიმართ გაცვლითი კურსის მცირედი გამყარების წინაპირობა ხდება. ლარის აქტივებზე მზარდი მოთხოვნა მაკროეკონომიკურ მდგრადობას უზრუნველყოფს, რაც საბაზო სცენართან შედარებით საქართველოს სუვერენული რისკის პრემიის უფრო დაჩქარებულ შემცირებაში აისახება.

სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური აქტივობის გაჯანსაღების შედეგად გაზრდილი საგარეო მოთხოვნისა და საქართველოს სავაჭრო პოტენციალის ზრდის ფონზე, საქართველოს ეკონომიკა საბაზო სცენართან შედარებით უფრო მაღალი ტემპით იზრდება. სატრანზიტო და საწარმოო პოტენციალის ათვისების კვალდაკვალ ეკონომიკური ზრდის ტემპი საშუალოვადიან პერიოდში 5 პროცენტის ფარგლებში დასტაბილურდება. პოტენციურთან მიახლოებული ეკონომიკური ზრდის პარალელურად, ქვეყანაში უმუშევრობის დონე საბაზო სცენართან შედარებით სწრაფად მცირდება. უმუშევრობის შემცირება როგორც კომპანიების, ისე შინამეურნეობების ხარჯვას გაზრდის და ინფლაციურ წნეხს წარმოქმნის, რაც, მეტწილად, ეკონომიკური ზრდის პოტენციალის გაუმჯობესებით იქნება დაბალანსებული. ამასთანავე, საგარეო მოთხოვნის ზრდიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი მიმდინარე წელს გაცვლითი კურსის მოსალოდნელი გამყარებითა და სავაჭრო პოტენციალის ზრდით იქნება განეიტრალებული. აქედან გამომდინარე, ინფლაცია საბაზო სცენართან შედარებით უფრო სწრაფად უახლოვდება მიზნობრივ მაჩვენებელს და მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრებული რეჟიმიდან უფრო სწრაფად გამოდის. ეკონომიკის მდგრადი გაჯანსაღებისა და გაუმჯობესებული მოლოდინების გათვალისწინებით, საპროგნოზო ჰორიზონტზე, უძრავი ქონების ლარში გამოხატული ფასების ზრდა საბაზო სცენართან შედარებით ოდნავ მაღალი ტემპით მიმდინარეობს.

პესიმისტური სცენარი

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, მაღალი ინფლაციის ფონზე გლობალურად გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის პირობებში, ერთობლივ მოთხოვნაზე

მნიშვნელოვანი წნეხი წარმოიქმნა. აღნიშნულმა კი როგორც მოწინავე ეკონომიკის მქონე, ისე შედარებით ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებში რეცესიის რისკები მნიშვნელოვნად გაზარდა. ამასთან რუსეთ-უკრაინის ომის ხანგრძლივობასა და ბოლო პერიოდში ფინანსური სექტორის მდგრადობასთან დაკავშირებით გლობალურად გაურკვეველობის მატებამ მოლოდინები გააუარესა, რამაც მზარდი და განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნებში ინვესტორთა მხრიდან რისკების გადაფასებისა და კაპიტალის გადინების წნეხი წარმოშვა. Fed-ის მიერ გამკაცრებული პოლიტიკის ფონზე აღნიშნულ ქვეყნებში ეროვნული ვალუტების აშშ დოლარის მიმართ მოსალოდნელი გაუფასურება და ინფლაციის მაღალ ნიშნულზე ხანგრძლივი პერიოდით შენარჩუნება ასევე საბაზო ინფლაციაზე იმოქმედებს და მონეტარული პოლიტიკის უფრო მკვეთრი რეაგირების საჭიროებას შექმნის. განვითარებულ ქვეყნებში გამკაცრებული ფინანსური პირობები მზარდი და განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებიდან კაპიტალის გადინებასა და საგარეო ვალის ტვირთის ზრდას განაპირობებს. აღნიშნული კი გლობალური ეკონომიკური აქტივობის გაჯანსაღებას საშუალოვადიან პერიოდში მნიშვნელოვნად შეაფერხებს.

პესიმისტურ სცენარში, რუსეთ-უკრაინის ომის გახანგრძლივება რუსეთზე დამატებითი სანქციების შემოღებას, ხოლო რუსეთის მხრიდან ევროპისათვის გაზომიარაგების სრულად შეწყვეტასა და შავი ზღვის მარცვლეულის შეთანხმების გაუქმებას გამოიწვევს. აღნიშნულის შედეგად, ენერგორესურსებისა და მარცვლეულის ფასები მოკლევადიან პერიოდში კვლავ გაიზრდება. ეს კი მზარდი და განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ისედაც ხანგრძლივად შენარჩუნებული არასახარბიელო ეკონომიკური ვითარებისა და გაზრდილი საპროცენტო ხარჯების ფონზე, შინამეურნეობებსა და კომპანიებზე დამატებით ზეწოლას მოახდენს და ეკონომიკის გაჯანსაღების გაჭიანურებას გამოიწვევს. როგორც გლობალური ფინანსური სტრესის წინა ეპიზოდებში, აღნიშნულ ქვეყნებში შემცირებული ეკონომიკური აქტივობისა და გაზრდილი გაურკვეველობის პირობებში, შეიძლება

მოხდეს კაპიტალის ფართო გადინება, რაც დოლარის შემდგომ გამყარებას გამოიწვევს. აღნიშნული კი დოლარში დენომინირებული საგარეო ვალის მაღალი წილის მქონე ეკონომიკებში მოწყვლადობას კიდევ უფრო გაზრდის.

პესიმისტურ სცენარში, გლობალური სავაჭრო ნაკადების შეფერხებებსა და ომის შესაძლო გავლენებთან დაკავშირებულ გაურკვეველობას, მომდევნო წლებში მაღალ-ინფლაციური მოლოდინების შენარჩუნებისკენ მივყავართ. ამასთან, რეცესიის რისკებისა და ეკონომიკური გაჯანსაღების მოლოდინის გაუარესების ფონზე, მსოფლიოს წამყვანი ცენტრალური ბანკები მნიშვნელოვანი გამოწვევის წინაშე დგანან, ერთი მხრივ - მაღალ-ინფლაციური გარემოს რისკი, მეორე მხრივ - რეცესიის რისკი. აღნიშნულის მიუხედავად, Fed და ECB უფრო ხისტად მოქმედებენ და მონეტარულ პოლიტიკას საბაზო სცენართან შედარებით ნელი ტემპით არბილებენ. მონეტარული პოლიტიკის მეტად შემზღვეველი ეფექტი კი რეცესიის რისკებს გაამწვავებს.

პესიმისტურ სცენარში, რუსეთ-უკრაინის ომის გახანგრძლივება საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკურ გაჯანსაღებას მნიშვნელოვნად შეაფერხებს. გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობების შედეგად კაპიტალის გადინება და გაუფასურებული ეროვნული ვალუტები აღნიშნულ ქვეყნებში რისკების გადაფასებას გამოიწვევს. აღნიშნულთან ერთად, გაზრდილი ინფლაციური მოლოდინების საპასუხოდ გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკა სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებს რეცესიის რისკის წინაშე აყენებს. ყველაფერი ეს საქართველოს სავაჭრო ბრუნვაზე უარყოფითად იმოქმედებს და მიმდინარე ანგარიშის ბალანსს გააუარესებს. საქართველოსთვის საგარეო სექტორიდან მომდინარე რისკებს კიდევ უფრო ამძაფრებს რუსეთთან არსებული სავაჭრო ურთიერთობები, რაც, სანქციების დამატებითი გამკაცრების ფონზე, საქართველოში სავაჭრო მიმოქცევას დამატებით შეაფერხებს. საქართველოს საგარეო სექტორზე მაღალი დამოკიდებულებისა და პარტნიორ ქვეყნებში აღნიშნული რისკების შედეგად, საბაზო სცენარისგან განსხვავებით, საქართველოს

სუვერენული რისკის პრემია 2023 წელს გაიზარდა და შემცირებას მხოლოდ 2024 წლიდან დაიწყებს.

ეს ყველაფერი ეკონომიკურ აქტივობაზე უარყოფითად აისახება და, გეოპოლიტიკურ ვითარებასთან დაკავშირებული გაურკვევლობის ფონზე, საბაზრო განწყობას გააუარესებს. შედეგად, გაუარესებული საგარეო ბალანსი, გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობები და კაპიტალის გადინების გაზრდილი რისკები გაცვლითი კურსის გაუფასურების წნეხს წარმოქმნის. შესაბამისად, ლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი აშშ დოლარის მიმართ 2023 წელს უფასურდება. თუმცა, ეკონომიკის აღდგენის კვალდაკვალ, 2024 წელს ნომინალური გაცვლითი კურსი აშშ დოლართან სტაბილურდება, და 2025 წლიდან მყარდება. ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი ნაკლები მერყეობით ხასიათდება, რადგან გლობალური ტენდენციები საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებზეც მოქმედებს.

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, საგარეო მოთხოვნის შემცირებისა და რეგიონში გაზრდილი რისკის შედეგად საქართველოს ეკონომიკის ზრდის ტემპთან დაკავშირებით გაურკვევლობა მაღალია. ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ნაწილში სტაგფლაციის ნიშნების გამოკვეთის ფონზე სავაჭრო ბრუნვა შემცირებულია, კერძოდ მნიშვნელოვნად მცირდება ექსპორტი, რაც მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის ზრდას განაპირობებს. ამასთან, რეგიონში გაზრდილი რისკიანობის შედეგად შეზღუდული საინვესტიციო აქტივობა ეკონომიკის გაჯანსაღების გაჭიანურებას განაპირობებს. სესხების ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის გამო, ლარის გაუფასურებისა და გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობების შედეგად იზრდება ვალის ტვირთი. აღნიშნული შიდა მოთხოვნას დამატებით ასუსტებს, რაც ეკონომიკური აღდგენის დამატებით შეფერხებას გამოიწვევს. დაგეგმილი ფისკალური კონსოლიდაციისა და გაზრდილი საგარეო ვალის ტვირთის პირობებში ეკონომიკის ფისკალური მხარდაჭერა ნაკლებად არის მოსალოდნელი. აღნიშნულ პირობებში, 2023 წელს საქართველოს ეკონომიკა მცირედით გაიზარდა და გაჯანსაღებას მხოლოდ

მომდევნო წლიდან დაიწყებს, თუმცა თავის პოტენციალს 2025 წლამდევე დაუბრუნდება.

პესიმისტურ სცენარში, გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობები ერთობლივი მოთხოვნის შემცირებას გამოიწვევს, რაც, სხვა თანაბარ პირობებში, საერთაშორისო ბაზრებზე ფასებს შემცირებისკენ უბიძგებს. საქართველოს შემთხვევაში, აღნიშნულთან ერთად ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურება და რუსეთ-უკრაინის ომის შედეგად ნედლეულსა და ნავთობის ფასებზე წარმოქმნილი დამატებითი წნეხი ინფლაციურ გარემოს გააჭიანურებს. აღნიშნულს სუსტი მოთხოვნის დისინფლაციური ეფექტი, გარკვეულწილად, შეარბილებს, თუმცა ბოლომდე ვერ გაანეიტრალებს. ამასთან, ხანგრძლივად შენარჩუნებული მაღალ-ინფლაციური გარემო, განსაკუთრებით პირველადი მოხმარების პროდუქტებზე, ხელფასების გაზრდის მოთხოვნის მომასწავებელია. ეს კი ხელფასი-ფასი სპირალის წარმოქმნის რისკებს ქმნის, რამაც ინფლაციური გარემო შესაძლოა დამატებით გააჭიანუროს. აღნიშნულის გათვალისწინებით, ინფლაცია 2023 წელს საბაზო სცენართან შედარებით მაღალ ნიშნულზე შენარჩუნდება, ხოლო მიზნობრივ მაჩვენებელს მხოლოდ 2025 წელს დაუახლოვდება. აღნიშნული სცენარის მიხედვით, ეროვნული ბანკი მონეტარულ პოლიტიკას საბაზო სცენართან შედარებით ნელი ტემპით არბილებს და გამკაცრებულ რეჟიმში შედარებით ხანგრძლივად ტოვებს. საპროგნოზო ჰორიზონტზე, სურსათზე ინფლაციური წნეხის შემცირების კვალდაკვალ მონეტარული პოლიტიკა ნეიტრალურ დონეს დაუახლოვდება.

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, გაუარესებული მოლოდინების, სუსტი მოთხოვნისა და ჭარბი მიწოდების გათვალისწინებით, უძრავი ქონების აქტივობა ნელდება, რაც უძრავი ქონების ფასებზე დადმავალ ზეწოლას ქმნის. თუმცა, გამვირებული სამუშაო ძალისა და გაუფასურებული ეროვნული ვალუტის შედეგად გაზრდილი სამშენებლო ხარჯების პირობებში, უძრავი ქონების ლარში გამოხატული ფასები იზრდება. მომდევნო წლებში, უძრავი ქონების ფასების ზრდას ძირითადად მოლოდინების გაუმჯობესება, და მოთხოვნასა და მიწოდებას შორის წონასწორობის აღდგენა განაპირობებს.

აღნიშნული გარემოებები არსებული რისკების მიმართ ბიზნესების მოწყვლადობას ზრდის, რაც ძირითადად შემცირებული მოთხოვნითა და ფუნქციონირების გაზრდილი ხარჯებით არის განპირობებული. განსაკუთრებით მოწყვლადია ის ფირმები, რომლებიც ნაკლებად დივერსიფიცირებულია, და მეტწილად რუსეთისა და უკრაინის ბაზარებზე არის დამოკიდებული. მაღალი გაურკვევლობის, ბიზნესების ფინანსური მდგომარეობის გაუარესებისა და, ზოგ შემთხვევაში, დახურვის კვალდაკვალ ქვე-

ყანაში უმუშევრობა იზრდება. აღნიშნული გარემოებების შედეგად, შინამეურნეობებს, კომპანიებთან ერთად, ვალის მომსახურება გაუჭირდებათ, რაც საკრედიტო რისკის ზრდას განაპირობებს. ეს კი ადგილობრივი ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე უარყოფითად იმოქმედებს. იმ შემთხვევაში, თუ ეს ზეგავლენა ფინანსური ინსტიტუტების ბალანსებზე არსებითი აღმოჩნდა, მაშინ ეკონომიკის გაჯანსაღება უფრო მეტად შეფერხდება.

მაკროეკონომიკური სცენარების შეჯამება

სცენარი	საბაზო	ოპტიმისტური (საერთაშორისო გარემოს გაუმჯობესება)	პესიმისტური (გლობალური ფინანსური პირობების გამკაცრება)
Fed-ის პოლიტიკის განაკვეთი	2023*: +0.5 (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -1.0 პპ 2025: -1.25 პპ	2023*: +0.25 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -1.0 პპ 2025: -1.5 პპ	2023*: +1.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -0.75 პპ 2025: -1.0 პპ
ECB-ის პოლიტიკის განაკვეთი	2023*: +0.5 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -0.75 პპ 2025: -1.0 პპ	2023*: +0.25 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -1.0 პპ 2025: -1.0 პპ	2023*: +0.5 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -0.5 პპ 2025: -1.0 პპ
ქვეყნის სუვერენული რისკ-პრემიის ცვლილება**	2023: -0.5 პპ (2022 წლის დონესთან შედარებით) 2024: -0.5 პპ 2025: -0.5 პპ	2023: -1.0 პპ (2022 წლის დონესთან შედარებით) 2024: -0.5 პპ 2025: -0.0 პპ	2023: +0.5 პპ (2022 წლის დონესთან შედარებით) 2024: -1.0 პპ 2025: -0.5 პპ
ლარი/დოლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი (GEL/USD)	2023*†: უცვლელი 2024: უცვლელი 2025: უცვლელი	2023*†: გამყარება 3% 2024: გამყარება 2% 2025: უცვლელი	2023*†: გაუფასურება 20% 2024: უცვლელი 2025: გამყარება 5%
ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (NEER)	2023*†: უცვლელი 2024: უცვლელი 2025: უცვლელი	2023*†: გამყარება 2% 2024: გამყარება 1.5% 2025: უცვლელი	2023*†: გაუფასურება 15% 2024: უცვლელი 2025: გამყარება 3%
რეალური მშპ-ის ზრდა (YoY)	2023: 5.0% 2024: 5.0% 2025: 5.0%	2023: 7.5% 2024: 5.5% 2025: 5.0%	2023: 3.0% 2024: 4.0% 2025: 5.0%
უმუშევრობის დონის ცვლილება	2023: -0.3 პპ 2024: +0.0 პპ 2025: +0.0 პპ	2023: -0.8 პპ 2024: -0.5 პპ 2025: +0.0 პპ	2023: +0.7 პპ 2024: +0.5 პპ 2025: +0.0 პპ
სფი ინფლაცია (YoY)	2023: 2.8% 2024: 3.2% 2025: 3.3%	2023: 3.0% 2024: 3.0% 2025: 3.0%	2023: 5.0% 2024: 4.0% 2025: 3.0%
უმრავი ქონების ფასების ცვლილება (ლარით გამოხატული, YoY)	2023: 5.5% 2024: 5.5% 2025: 5.5%	2023: 6.5% 2024: 5.75% 2025: 5.5%	2023: 6.5% 2024: 5.5% 2025: 5.5%
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%)††	2023*: -1.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -1.25 პპ 2025: -1.0 პპ	2023*: -1.5 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -1.5 პპ 2025: -1.0 პპ	2023*: -0.5 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -1.5 პპ 2025: -1.0 პპ

შენიშვნა: მიმდინარე დონე შესაბამისა მოცემული სცენარების გამოქვეყნების თარიღს. მონაცემები ასახავს წლის საშუალო ცვლილებას, თუ სხვაგვარად არ არის მითითებული.

* დაშვება ეხება წლის ბოლომდე დარჩენილ პერიოდს.

** JPMorgan EMBI Global Georgia Sovereign Spread; წყარო: Bloomberg.

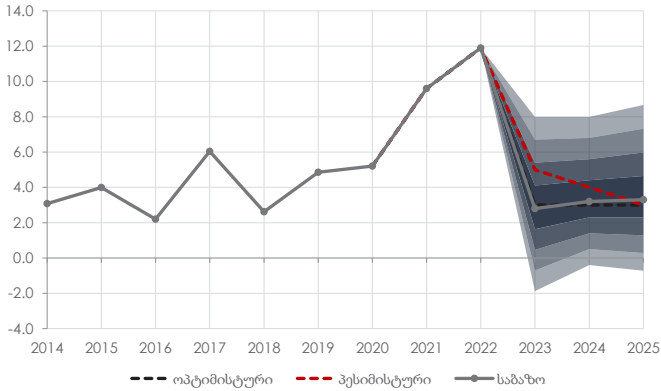
† 2023 წლის 3 ივლისის ჩათვლით დაფიქსირებული 2 კვირის საშუალო დონე.

†† დაშვება ასახავს წლის განმავლობაში განხორციელებულ ცვლილებას.

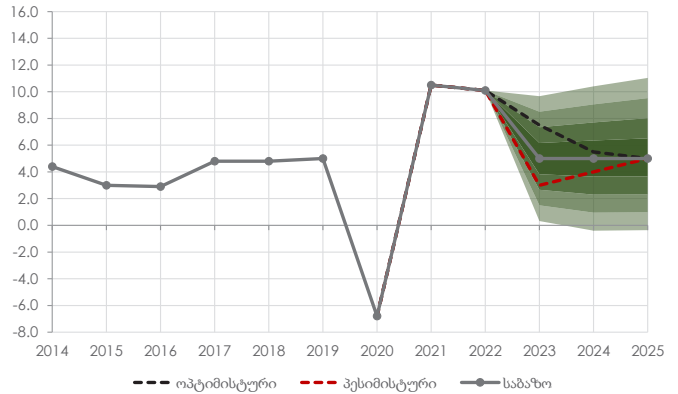
დანართი

ძირითადი ადგილობრივი ცვლადების დინამიკა

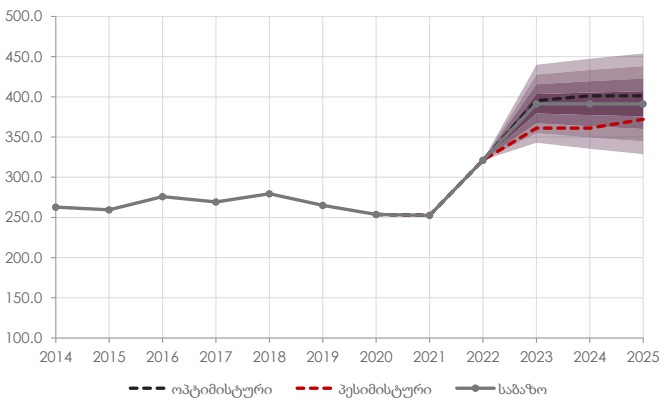
დიაგრამა 1. სფი წლიური ინფლაცია (%)



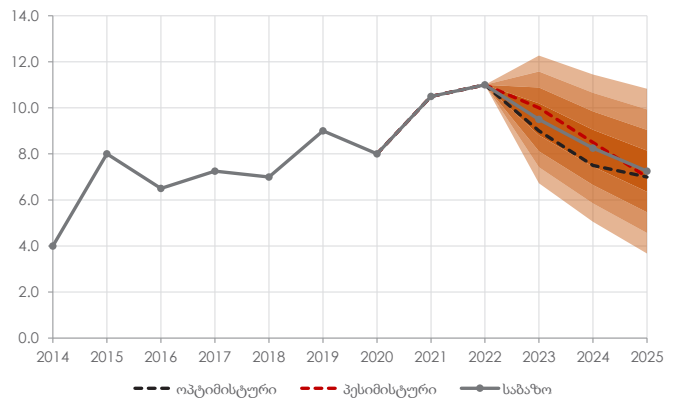
დიაგრამა 2. რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა (%)



დიაგრამა 3. ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი**



დიაგრამა 4. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი* (%)



** 1995=100; ზრდა ნიშნავს გამყარებას

	ისტორია												სცენარი								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	საბაზო			ოპტიმისტური			პესიმისტური		
													2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
სფი ინფლაცია (YიY, %)	8.7	-0.9	-0.5	3.1	4.0	2.2	6.0	2.6	4.9	5.2	9.6	11.9	2.8	3.2	3.3	3.0	3.0	3.0	5.0	4.0	3.0
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%) *	6.75	5.25	3.75	4.0	8.0	6.5	7.25	7.0	9.0	8.0	10.5	11.0	9.5	8.3	7.3	9.0	7.5	7.0	10.0	8.5	7.0
რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა (%)	7.4	6.4	3.6	4.4	3.0	2.9	4.8	4.8	5.0	-6.8	10.5	10.1	5.0	5.0	5.0	7.5	5.5	5.0	3.0	4.0	5.0
ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი, NEER (1995=100)	238.4	254.1	254.0	262.9	259.5	275.9	269.3	279.4	265.0	253.8	252.6	321.1	391.4	391.4	391.4	395.4	401.3	401.3	361.2	361.2	372.0

შენიშვნა: მონაცემები წარმოადგენს წლის საშუალოს, თუ სხვაგვარად არ არის მითითებული;

სცენარები ეყრდნობა მომზადების პროცესში არსებულ მიმდინარე მონაცემებს და იყენებს შესაბამის დაშვებებს ეგზოგენურ ცვლადებზე. ამდენად, ყოველი განახლებისას მოსალოდნელია სცენარების ცვლილება ახალი ინფორმაციის საფუძველზე. სცენარებში წარმოდგენილი ცვლადების დინამიკა არ უნდა იქნეს აღქმული როგორც ეროვნული ბანკის მიზნობრივი ორიენტირი (მაგ. საპროცენტო განაკვეთი, გაცვლითი კურსი და სხვა).

* მონაცემები აღნიშნავს პერიოდის ბოლო მნიშვნელობებს.

