



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia

მაკროეკონომიკური სცენარები  
ფასს 9-ის მიზნებისთვის

---

დეკემბერი

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 აღქმული როგორც ეროვნული ბანკის მიზნობრივი ორიენტირი (მაგ. საპროცენტო განაკვეთი, გაცვლითი კურსი და სხვა).

საბაზო სცენარი ასახავს ეკონომიკის მოქალაქე სალოდნელ მდგომარეობას, რომელიც დაბაჟ

ლანსებულია ორივე მხარეს მოქმედი რისკები, 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 გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობების ხანგრძლივობასა და საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკურ აქტივობასთან დაკავშირებული დაშვებებია. საბაზო სცენარში ეკონომიკური ზრდის წამყვან ფაქტორებად საწარმოო ფაქტორების გაზრდილი პროდუქტიულობა და ქვეყანაში საინვესტიციო ნაკადების გაუმჯობესებული დინამიკა განიხილება. 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 ეკონომიკური აქტივობის შეფერხების რისკებს ითვალისწინებს. აღსანიშნავია, რომ მომავალი პერიოდის განმავლობაში მაღალი გაურკვევლობა და 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 ოქტომბრის მონეტარული პოლიტიკის ანგარიშში მოცემულ პროგნოზს ეფუძნება, 2023 წელს საქართველოს ეკონომიკის ზრდა სტაბილურად მიმდინარეობს. რუსეთ-უკრაინის ომის გაჭიანურებამ გლობალური ეკონომიკური აქტივობის აღდგენა შეაფერხა. არსებული გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციის ფონზე მსოფლიოში სავაჭრო

ბრუნვის შეფერხებამ, ასევე, განვითარებული ქვეყნების მიერ რუსეთზე დაწესებულმა ეკონომიკურმა სანქციებმა, საწყის ეტაპზე ენერგომატარებლების, სურსათისა და მსგავსი ფართო მოხმარების საქონლის ფასების ზრდა განაპირობა. გლობალურად მაღალ-ინფლაციური მოლოდინების მოსათოკად მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრდა როგორც განვითარებულ, ისე მზარდ და განვითარებად ქვეყნებში. ფინანსური პირობების გამკაცრებისა და ქვეყნებს შორის მიღწეული გარკვეული შეთანხმებების შედეგად, სასურსათო პროდუქციის ფასებზე წნეხი შემცირდა და კლება დაიწყო. მიუხედავად ამისა, ბაზრების გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციის შედეგად სამომხმარებლო საქონელზე ფასების შემცირება არაერთგვაროვნად მიმდინარეობს, რაც მონეტარული პოლიტიკის კუთხით განსხვავებულ რეაგირებებს მოითხოვს. შესაბამისად, გლობალური ეკონომიკის აღდგენის ტემპის მიმართ გაურკვევლობა კვლავ ნარჩუნდება.

საბაზო სცენარში, რიგ ქვეყანაში სხვადასხვა საკვები ნედლეულის წარმოების გაფართოების ფონზე, საერთაშორისო ბაზრებზე საკვები პროდუქტების ფასები მცირდება, თუმცა პანდემიამდელ დონესთან შედარებით კვლავ მაღალ დონეზე ნარჩუნდება. შავი ზღვის შეთანხმების ჩაშლის შედეგად, თავდაპირველად გაზრდილი მარცვლეულის ფასები უკვე დადმავალი ტრენდით ხასიათდება. ხოლო მიმდინარე წელს რიგ ქვეყნებში დაფიქსირებული უხვი მოსავლიანობის პირობებში, მომავალში საკვებ ნედლეულზე ფასების უფრო მეტად შემცირებაც არის მოსალოდნელი. ბოლო პერიოდში ენერგომატარებლების ფასებსაც დადმავალი ტრეექტორია გააჩნია. გლობალური ეკონომიკური ზრდის შენელების ფონზე, მოსალოდნელია ენერგომატარებლების ფასების დამატებითი შემცირება. თუმცა OPEC-ის მიერ ნავთობის მოპოვების მასშტაბების შემდგომი შემცირებისა და ახლო აღმოსავლეთში წარმოქმნილი კონფლიქტის ფონზე, ნავთობპროდუქტების ფასების მორიგ ზრდასთან დაკავშირებით რისკები გაზრდილია.

საბაზო სცენარის მიხედვით, რუსეთ-უკრაინის ომის გაჭიანურებამ 2023-2024 წლების გლობალური ეკონომიკური აღდგენის ტემპის პროგნოზები გააუარესა. განსაკუთრებით გაუარესებულია პროგნოზები ევროპის ქვეყნებისთვის, რაც გლობალურად გაზრდილი

ინფლაციის ფონზე გამკაცრებული ფინანსური პირობებით არის განპირობებული. მსოფლიოს წამყვანმა ცენტრალურმა ბანკებმა, როგორებიცაა აშშ-ის ფედერალური სარეზერვო სისტემა (Fed) და ევროპის ცენტრალური ბანკი (ECB), მონეტარული პოლიტიკა მნიშვნელოვნად გამკაცრეს, 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. იმის ფონზე, რომ ინფლაციამ გლობალურად უკვე შემცირების ტრაექტორია მიიღო, გლობალური ფინანსური პირობების მნიშვნელოვნად გამკაცრება ნაკლებად მოსალოდნელია, თუმცა გამკაცრებულ რეჟიმში შედარებით ხანგრძლივად შენარჩუნდება. ამასთან, მომავალი წლიდან მოსალოდნელია დამატებითი ფისკალური კონსოლიდაცია პანდემიის პერიოდში დახარჯული ბუფერების შესავსებად. შესაბამისად, მოსალოდნელი ფისკალური კონსოლიდაცია და გამკაცრებული ფინანსური პირობების შედარებით ხანგრძლივად შენარჩუნება ეკონომიკის სწრაფი გაჯანსაღების მოლოდინებზე მნიშვნელოვნად იმოქმედებს.

საბაზო სცენარში, 2023-2024 წლებში საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური აქტივობის აღდგენა არაერთგვაროვნად მიმდინარეობს. მომდევნო წლიდან რუსეთიდან მიგრაციის, ფინანსური შემოდინებებისა და სავაჭრო ნაკადების ნორმალიზების კვალდაკვალ მეზობელი ქვეყნების უმრავლესობაში ეკონომიკური ზრდის ტემპის შენელება არის მოსალოდნელი. თუმცა საერთაშორისო ბაზარზე აზერბაიჯანის გაზრდილი როლი მის ეკონომიკის მდგრადობას დამატებით შეუწყობს ხელს. შესაბამისად 2024-ში მისი ეკონომიკა სტაბილურად გაიზრდება, თუმცა მიმდინარე წელთან შედარებით ნაკლები ზრდით ხასიათდება. სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების უმრავლესობაში მიმდინარე წელს ინფლაცია კვლავ მაღალ ნიშნულზე იყო, თუმცა შემცირების ტრაექტორია შეიძინა. მიუხედავად ამისა, მომდევნო წელსაც აღნიშნულ ქვეყნებში ინფლაცია კვლავ მიზნობრივ დონეზე მაღლა შენარჩუნდება.

გამყარებული ეროვნული ვალუტის შედეგად გაუარესებული კონკურენტუნარიანობისა და რეგიონალური რისკების გათვალისწინებით, ქვეყანაში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის გაღრმავება არის მოსალოდნელი. აღნიშნული კი, შემდგომ პერიოდში ფულადი გზავნილების ნაკადების მოსალოდნელი ნორმალიზების გათვალისწინებით, ეროვნულ ვალუტაზე გაუფასურების წნეხს ქმნის. თუმცა 2023-2024 წლებში საქართველოს სატრანზიტო პოტენციალის ასამაღლებლად განხორციელებული და დაგეგმილი ინფრასტრუქტურული პროექტების ფონზე, ქვეყანაში ტვირთბრუნვის ზრდა და სატრანზიტო პოტენციალის გაფართოება არის მოსალოდნელი. აღნიშნული ფაქტორების 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 6 პროცენტიანი ზრდა არის მოსალოდნელი (იხ. დიაგრამა 2). ეკონომიკური ზრდის ძირითად განმსაზღვრელ ფაქტორად ქვეყანაში ეკონომიკის პოტენციალის მოსალოდნელზე უფრო სწრაფი აღდგენა გვევლინება, რასაც მიმდინარე პერიოდში საწარმოო ფაქტორების გაზრდილი პროდუქტიულობა და ინვესტიციები ასტიმულირებს. ამასთან, წინა წელთან შედარებით ეკონომიკური ზრდის შენელებას საგარეო მოთხოვნის შედარებით შესუსტება განაპირობებს, რაც სავაჭრო პარტნიორებში ეკონომიკური ზრდის მოსალოდნელი შეფერხებითა და ლარის გამყარებული გაცვლითი კურსის ფონზე, ქვეყნის კონკურენტუნარიანობის გაუარესებით არის განპირობებული. მომდევნო წლებში კი მიგრაციული ნაკადების მიღებისა და მონეტარული პოლიტიკის ეტაპობრივი ნორმალიზების ფონზე, საქართველოს ეკონომიკა თავისი პოტენციური დონის ფარგლებში გაიზრდება. ქვეყანაში სტაბილური მაკროეკონომიკური მდგომარეობის შენარჩუნების კვალდაკვალ უმუშევრობის დონე ეტაპობრივად მცირდება.

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. მიმდინარე ეტაპზე იმპორტირებული ინფლაციის ზრდის რისკებიც გამოიკვეთა, რაც რიგ სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში, გაზრდილი ინფლაციური მოლოდინებით აიხსნება. საგარეო შემოდინებებისა და მიგრაციული ნაკადების მოსალოდნელი ნორმალიზების ფონზე, ინფლაციაზე მოქმედი გამყარებული გაცვლითი კურსისა და ძლიერი მოთხოვნის ეფექტები მიიღევა, რაც ინფლაციის მიზნობრივ დონესთან დაახლოებას შეუწყობს ხელს. აღნიშნულის შედეგად, მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრებული რეჟიმიდან ნელი ტემპით გამოვა და პოლიტიკის განაკვეთი ნეიტრალურ დონეს - მიმდინარე შეფასებით 7 პროცენტს - საშუალოვადიან პერიოდში მცირე ბიჯებით დაუახლოვდება (იხ. დიაგრამა 4).

საბაზო სცენარის მიხედვით, 2022 წლის საშუალო დონესთან შედარებით მიმდინარე წელს უძრავი ქონების ლარში გამოხატული ფასები გაიზრდება. 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 პროპორციულს 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 პანდემიამდე არსებულ ნიშნულს ნელი ტემპით დაუბრუნდება.

საბაზო სცენარის ირგვლივ გაურკვევლობა ნარჩუნდება. კერძოდ, მომდევნო წლებში საქართველოს ეკონომიკური აქტივობა მნიშვნელოვნად იქნება დამოკიდებული მსოფლიოს წამყვანი და საქართველოს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური ზრდის ტემპსა და გამკაცრებული ფინანსური პირობების ხანგრძლივობაზე. აღნიშნული ფაქტორები გლობალური ფინანსური ბაზრების განწყობაზე მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს და საქართველოზე საგარეო სექტორიდან მომდინარე წნეხს ზრდის. ქვემოთ მოცემული ალტერნატიული სცენარები ამ გაურკვევლობის 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 შემცირებასა 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 გლობალურად განვითარების საჭიროება გამოავლინა. ამ სფეროში ინვესტიციების ზრდის შედეგად წარმოება მნიშვნელოვნად გაიზარდა და წარმოების პროცესის ეფექტურობა ამაღლდა, რამაც გლობალურად საკვები პროდუქტების ფასები მნიშვნელოვნად შეამცირა. ამასთან ქვეყნებს შორის ახალი სავაჭრო კავშირების ჩამოყალიბებამ პროდუქციის მიმოქცევის გამარტივება და სავაჭრო ბრუნვის ზრდა უზრუნველყო. ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, მსოფლიოში მიწოდების შეფერხებების შემსუბუქება და საერთაშორისო ბაზრებზე ფართო მოხმარების საქონლის ფასების დასტაბილურება საბაზო სცენართან შედარებით სწრაფად ხდება. ზემოხსენებულ ფაქტორებთან ერთად, ამაში მნიშვნელოვანი როლი გლობალურად გამკაცრებულ მონეტარულ პოლიტიკასაც უკავია. გლობალური ინფლაციის მოსალოდნელზე სწრაფად კლება ცენტრალური ბანკების მხრიდან მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმის შენარჩუნების საჭიროებას შეამცირებს, რაც გლობალური ფინანსური პირობების შემსუბუქებას განაპირობებს და, შესაბამისად, სესხის აღების ხარჯებს შეამცირებს. აღნიშნული კი გლობალური ეკონომიკური აქტივობის გაჯანსაღებას შეუწყობს ხელს.

ოპტიმისტურ სცენარში, საბაზო სცენართან შედარებით ნაკლებად ინფლაციური გარემოდან 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 რუსეთ-უკრაინის ომის შედეგად ბაზრების გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციის ფონზე, გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის სრული ეფექტის ასახვა განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით არაერთგვაროვნად და 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 სტაბილურდება. რეგიონალური რისკების შემცირება საბაზრო განწყობას გააუმჯობესებს, რაც საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების უმრავლესობაში ეკონომიკური აქტივობისა და სავაჭრო და საინვესტიციო ნაკადების არსებულ დონეზე შენარჩუნებას და რიგ შემთხვევებში ზრდას განაპირობებს. 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. ვაჭრობის მასშტაბების ზრდა და დივერსიფიკაცია მაკროეკონომიკურ მდგრადობას უზრუნველყოფს და მომავალი ზრდის პროგნოზებს გააუმჯობესებს. აღნიშნული კი 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 ზრდა 2024 წელს პოტენციურზე მაღალი იქნება და საშუალოვადიან პერიოდში 5%-ის ფარგლებში დასტაბილურდება. პოტენციურზე მაღალი 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 მომავალ წელს გაცვლითი კურსის გამყარებითა და სავაჭრო პოტენციალის ზრდით იქნება მეტწილად განეიტრალებული. ქვეყანაში სტაბილური მაკროეკონომიკური მდგომარეობისა და გლობალური ეკონომიკური აქტივობის გაჯანსაღების გათვალისწინებით, მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრებული რეჟიმიდან, საბაზო სცენართან შედარებით, სწრაფად გამოდის. ეკონომიკის მდგრადი ზრდისა და გაუმჯობესებული მოლოდინების გათვალისწინებით, საპროგნოზო ჰორიზონტზე, უძრავი ქონების ლარში გამოხატული ფასების ზრდა, საბაზო სცენართან შედარებით, ოდნავ მაღალი ტემპით მიმდინარეობს.

### **პესიმისტური სცენარი**

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, რუსეთ-უკრაინის ომის გახანგრძლივება რუსეთზე დამატებითი სანქციების შემოღებას გამოიწვევს, რაც სავაჭრო და ფინანსური ნაკადების მიმოქცევის შეფერხებასა და გეოპოლიტიკურ ფრაგმენტაციას გააჩიანურებს. აღნიშნული გარემოება მაღალ-ინფლაციური მოლოდინების რისკებს აჩენს. ამასთან, ნავთობის მიწოდების შემცირების შედეგად ენერგორესურსების ფასების ზრდა ქვეყნების მიერ სხვადასხვა პროდუქციის წარმოებაზე წნეხს წარმოშობს, რაც გლობალურად ეკონომიკური აქტივობის შემცირებასა და ინფლაციის ზრდას განაპირობებს. გლობალურად გაზრდილი ინფლაციური მოლოდინების საპასუხოდ მონეტარული პოლიტიკა უფრო ხანგრძლივად რჩება გამკაცრებულ რეჟიმში და რიგ ქვეყნებში დამატებით გამკაცრებასაც მოითხოვს. 2024 წელს Fed და ECB საპროცენტო განაკვეთებს საბაზო სცენართან შედარებით ნელი ტემპით ამცირებენ. მონეტარული პოლიტიკის მეტად შემზღვეველი ეფექტი ერთობლივ მოთხოვნაზე მნიშვნელოვან წნეხს წარმოქმნის. აღნიშნული კი როგორც მოწინავე ეკონომიკის მქონე, ისე შედარებით ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებში სტაგფლაციის რისკებს მნიშვნელოვნად ზრდის.

პესიმისტურ სცენარში, მკაცრი ფინანსური პირობების გარემოს გააჩიანურება მოლოდინებს აუარესებს, რაც მზარდი და განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნებში ინვესტორთა მხრიდან რისკების გადაფასებას იწვევს. აღნიშნული კი მოცემულ ქვეყნებში, მათ შორის საქართველოს სავაჭრო პარტნიორებშიც, კაპიტალის გადინებასა და საგარეო ვალის ტვირთის ზრდას განაპირობებს. შედეგად, მათი სუვერენული რისკის პრემია მნიშვნელოვნად იზრდება და ადგილობრივი ვალუტები უფასურდება. აღნიშნულ ქვეყნებში გეოპოლიტიკურ ვითარებასთან დაკავშირებული გაურკვევლობა საბაზო განწყობაზე უარყოფითად მოქმედებს, რაც მათთან ტურისტულ და სავაჭრო მიმოქცევას ამცირებს და ეკონომიკური ზრდის მოლოდინებს აუარესებს.

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, 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 სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში აღნიშნული რისკების შედეგად, საბაზო სცენარისგან განსხვავებით, საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია 2024 წელს გაიზრდება და შემცირებას 2025 წლიდან დაიწყებს. გაუარესებული საგარეო ბალანსის, გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობებისა და კაპიტალის გადინების გაზრდილი რისკების შედეგად, გაცვლითი კურსი გაუფასურების წნეხის ქვეშ ექცევა და ეროვნული ვალუტა სავაჭრო პარტნიორთა ვალუტების უმრავლესობის, მათ შორის დოლარის, მიმართ უფასურდება. კერძოდ, ლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი აშშ დოლარის მიმართ 2024 წელს უფასურდება და გამყარებას მხოლოდ 2026 წლიდან ეკონომიკის აღდგენის კვალდაკვალ იწყებს. ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი კი შედარებით ნაკლები მერყეობით ხასიათდება, რადგან გლობალური ტენდენციები საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტებზეც მოქმედებს, თუმცა, საშუალოდ მისი გაუფასურება ასევე არის მოსალოდნელი.

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, ეს ყველაფერი საქართველოს ეკონომიკურ აქტივობაზე უარყოფითად აისახება და, გეოპოლიტიკურ ვითარებასთან დაკავშირებით გაჭიანურებული გაურკვეველობის ფონზე, საბაზრო განწყობას გააუარესებს. საგარეო მოთხოვნის შემცირებისა და რეგიონში არსებული რისკის შედეგად საქართველოს ეკონომიკის ზრდის ტემპთან დაკავშირებით გაურკვეველობა მატულობს. ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ნაწილში ეკონომიკური აქტივობის შეფერხების ნიშნების გამოკვეთის ფონზე სავაჭრო ბრუნვა მცირდება, კერძოდ მნიშვნელოვნად კლებულობს ექსპორტის მოცულობა, რაც მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის ზრდაში აისახება. ამასთან, რეგიონში გაზრდილი რისკიანობის შედეგად შეზღუდული საინვესტიციო აქტივობა 2024 წელს ეკონომიკური აქტივობის მნიშვნელოვან შენელებას განაპირობებს. სესხების ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის გამო, ლარის გაუფასურებისა და გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობების გახანგრძლივების შედეგად, უცხოურ ვალუტაში მსესხებლებისთვის ვალის ტვირთი იზრდება. აღნიშნული შიდა მოთხოვნას დამატებით ასუსტებს, რაც შემდგომ პერიოდში ეკონომიკის აღდგენას დამატებით შეაფერხებს. აღნიშნულ პირობებში, 2024 წელს საქართველოს ეკონომიკა მხოლოდ მცირედით გაიზრდება და გაჯანსაღებას 2025 წლიდან დაიწყებს, თუმცა თავის პოტენციალს 2026 წლამდე ვერ დაუბრუნდება.

პესიმისტურ სცენარში, რუსეთ-უკრაინის ომის შედეგად ნედლეულსა და ნავთობის ფასებზე წარმოქმნილი დამატებითი წნეხი ქვეყანაში ინფლაციურ გარემოს წარმოშობს. აღნიშნულს სუსტი მოთხოვნის დისინფლაციური ეფექტი, გარკვეულწილად, შეარბილებს, თუმცა ბოლომდე ვერ გაანეიტრალებს. ქვეყანაში ფულადი გზავნილების შემოდინების შენელებისა და გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობების გაჭიანურება ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურებას იწვევს, რის გამოც საქართველოში საგარეო სექტორიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი იზრდება. შედეგად 2024 წელს ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელთან შედარებით მაღალ ნიშნულს მიაღწევს და მიზნობრივ მაჩვენებელს

მხოლოდ 2025 წლის ბოლოს დაუახლოვდება. ინფლაციურ მოლოდინებზე საპასუხოდ მონეტარული პოლიტიკა საბაზო სცენართან შედარებით ნელი ტემპით რბილდება, შოკის ამოწურვის კვალდაკვალ გამკაცრებული რეჟიმიდან გამოდის და ნეიტრალურ დონეს მხოლოდ 2026 წლიდან უახლოვდება.

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, მომავალ ეკონომიკურ ზრდასთან გაუარესებული მოლოდინების, სუსტი მოთხოვნისა და ჭარბი მიწოდების გათვალისწინებით, უძრავი ქონების აქტივობა მცირდება, რაც უძრავი ქონების ფასებზე დადმავალ ზეწოლას ქმნის. თუმცა, გაუფასურებული ეროვნული ვალუტის შედეგად გაზრდილი სამშენებლო ხარჯების პირობებში, უძრავი ქონების ლარში გამოხატული ფასები იზრდება. მომდევნო წლებში, ეკონომიკის გაჯანსაღების კვალდაკვალ, უძრავი ქონების ფასების ზრდის ტემპი ეტაპობრივად ნორმალიზდება და ნომინალური ეკონომიკური ზრდის თანაზომიერი იქნება.

აღნიშნული გარემოებები სცენარში განხილული 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 გაურკვეველობის, ბიზნესების ფინანსური მდგომარეობის გაუარესებისა და, ზოგ შემთხვევაში, დახურვის კვალდაკვალ ქვეყანაში უმუშევრობა იზრდება. აღნიშნული გარემოებების შედეგად, შინამეურნეობებს, კომპანიებთან ერთად, ვალის მომსახურება გაუჭირდებათ, რაც საკრედიტო რისკის ზრდას განაპირობებს. ეს კი ადგილობრივ ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე უარყოფად 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 ეკონომიკის შეფერხებული გაჯანსაღება)
Fed-ის პოლიტიკის განაკვეთი	2023*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -0.75 პპ 2025: -1.0 პპ 2026: -0.75 პპ	2023*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -1.0 პპ 2025: -1.25 პპ 2026: -1.0 პპ	2023*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -0.25 პპ 2025: -0.75 პპ 2026: -1.25 პპ
ECB-ის პოლიტიკის განაკვეთი	2023*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -0.75 პპ 2025: -1.0 პპ 2026: -0.75 პპ	2023*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -1.0 პპ 2025: -1.0 პპ 2026: -0.5 პპ	2023*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: +0.0 პპ 2025: -1.0 პპ 2026: -1.0 პპ
ქვეყნის სუვერენული რისკ-პრემიის ცვლილება**	2023: -0.75 პპ (2022 წლის დონესთან შედარებით) 2024: +0.0 პპ 2025: +0.0 პპ 2026: -0.25 პპ	2023: -0.75 პპ (2022 წლის დონესთან შედარებით) 2024: -0.25 პპ 2025: +0.0 პპ 2026: -0.25 პპ	2023: -0.75 პპ (2022 წლის დონესთან შედარებით) 2024: +0.75 პპ 2025: -0.25 პპ 2026: -0.5 პპ
ლარი/დოლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი (GEL/USD)	2023*†: უცვლელი 2024†: უცვლელი 2025: უცვლელი 2026: უცვლელი	2023*†: უცვლელი 2024†: გამყარება 3% 2025: გამყარება 2% 2026: უცვლელი	2023*†: უცვლელი 2024†: გაუფასურება 15% 2025: უცვლელი 2026: გამყარება 5%
ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (NEER)	2023*†: უცვლელი 2024†: უცვლელი 2025: უცვლელი 2026: უცვლელი	2023*†: უცვლელი 2024†: გამყარება 2% 2025: გამყარება 1.5% 2026: უცვლელი	2023*†: უცვლელი 2024†: გაუფასურება 10% 2025: უცვლელი 2026: გამყარება 3%
რეალური მშპ-ის ზრდა (YoY)	2023: 6.0% 2024: 5.0% 2025: 4.5% 2026: 5.0%	2023: 6.0% 2024: 6.5% 2025: 5.5% 2026: 5.0%	2023: 6.0% 2024: 3.0% 2025: 4.0% 2026: 5.0%
უმუშევრობის დონის ცვლილება	2023: -0.3 პპ 2024: -0.25 პპ 2025: +0.0 პპ 2026: -0.25 პპ	2023: -0.3 პპ 2024: -0.5 პპ 2025: -0.25 პპ 2026: -0.25 პპ	2023: -0.3 პპ 2024: +1.0 პპ 2025: +0.5 პპ 2026: -0.5 პპ
სფი ინფლაცია (YoY)	2023: 2.7% 2024: 3.6% 2025: 3.1% 2026: 3.0%	2023: 2.7% 2024: 3.25% 2025: 3.0% 2026: 3.0%	2023: 2.7% 2024: 5.0% 2025: 4.0% 2026: 3.0%
უძრავი ქონების ფასების ცვლილება (ლარით გამოხატული, YoY)	2023: 12.5% 2024: 6.0% 2025: 5.5% 2026: 5.5%	2023: 12.5% 2024: 6.5% 2025: 5.75% 2026: 5.5%	2023: 12.5% 2024: 6.0% 2025: 5.75% 2026: 5.5%
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%)††	2023*: -0.25 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -1.0 პპ 2025: -1.0 პპ 2026: -0.75 პპ	2023*: -0.25 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -2.0 პპ 2025: -0.75 პპ 2026: +0.0 პპ	2023*: -0.25 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2024: -0.5 პპ 2025: -0.75 პპ 2026: -1.0 პპ

შენიშვნა: მიმდინარე დონე შეესაბამება 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.

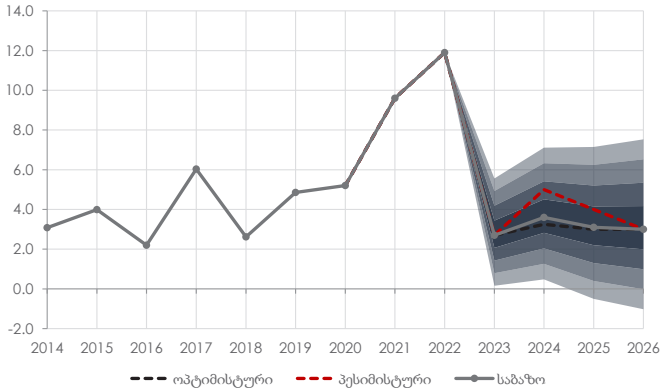
† 2023 წლის 14 დეკემბრის ჩათვლით დაფიქსირებული 2 კვირის საშუალო დონე.

†† დაშვება ასახავს წლის განმავლობაში განხორციელებულ ცვლილებას.

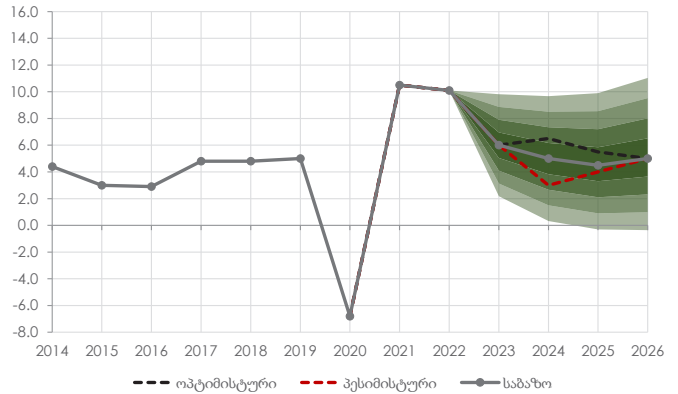
# დანართი

## ძირითადი ადგილობრივი ცვლადების დინამიკა

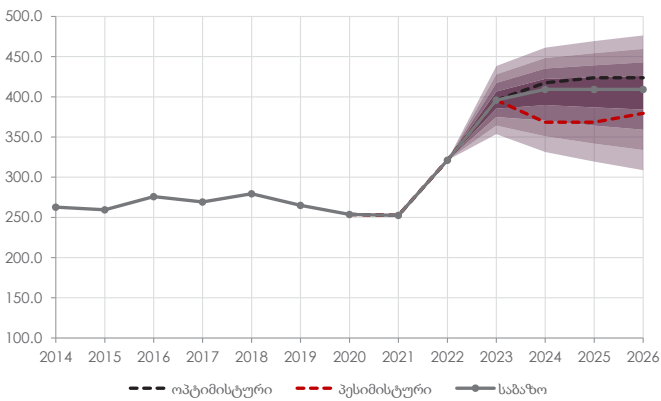
დიაგრამა 1. სფი წლიური ინფლაცია (%)



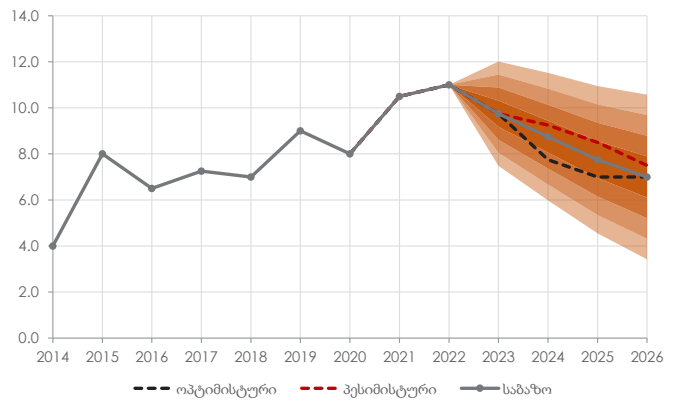
დიაგრამა 2. რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა (%)



დიაგრამა 3. ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი\*\*



დიაგრამა 4. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი\* (%)



\*\* 1995=100; ზრდა ნიშნავს გამყარებას

	ისტორია												სცენარი											
													საბაზო				ოპტიმისტური				პესიმისტური			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
სფი ინფლაცია (YoY, %)	8.7	-0.9	-0.5	3.1	4.0	2.2	6.0	2.6	4.9	5.2	9.6	11.9	2.7	3.6	3.1	3.0	2.7	3.25	3.0	3.0	2.7	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	9.75	8.75	7.75	7.0	9.75	7.75	7.0	7.0	9.75	9.25	8.5	7.5
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	6.0	5.0	4.5	5.0	6.0	6.5	5.5	5.0	6.0	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	396.0	409.3	409.3	409.3	396.0	417.5	423.8	423.8	396.0	368.4	368.4	379.4

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.

