



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მაკროეკონომიკური სცენარები
ფასს 9-ის მიზნებისთვის

ივნისი

2024

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 დადებითის, ასევე უარყოფითის) 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 მსოფლიოში არსებული რეგიონული კონფლიქტებისა და გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობების ხანგრძლივობასთან დაკავშირებული დაშვებებია. საბაზო სცენარში ეკონომიკური ზრდის წამყვან ფაქტორებად დაჩქარებული საკრედიტო აქტივობისა და მომსახურების სექტორის პროდუქტიულობის შედეგად გაზრდილი შიდა და გარე მოთხოვნა განიხილება. ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, ეკონომიკური აქტივობა, საბაზო სცენართან შედარებით, უფრო მდგრადი ხასიათისაა, რაც ქვეყნის სატრანზიტო პოტენციალის გაფართოებასა და, რეგიონული კონფლიქტების შედარებით სწრაფი მოგვარების შედეგად, გლობალურად სასურსათო ნედლეულის ფასებზე წნების შემცირებასთან არის დაკავშირებული. პესიმისტური სცენარი, მსოფლიოში მიმდინარე რეგიონული კონფლიქტების ესკალაციისა და გლობალურად გამკაცრებული სავაჭრო და ფინანსური პირობების ფონზე, გლობალურ ბაზრებზე მიმდინარე ფუნდამენტური ცვლილებების რისკებს მოიცავს. აღსანიშნავია, რომ მომავალ პერიოდთან დაკავშირებით გაურკვეველობა და რისკები გაზრდილია.

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 წარ-

მოდგენილია 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, 2024 წელს საქართველოს ეკონომიკის ზრდა სტაბილურად მიმდინარეობს. მიმდინარე წელს, ნავთობის ფასების მცირე ზრდა არის მოსალოდნელი, რაც ახლო აღმოსავლეთში

მიმდინარე დაპირისპირების შედეგია. ამასთან, ნავთობის ფასების შეკავებას ხელს უწყობს არა-OPEC+ ქვეყნებიდან ნავთობის საწარმოო სიმძლავრეების დატვირთვისა და, შედეგად, ნავთობპროდუქტების მიწოდების ზრდა. ახალი მიწოდების არხების, შემცირებული მოთხოვნისა და გაზრდილი მარაგების ფონზე, ბუნებრივი აირის ბაზარზე არსებული მდგომარეობა დასტაბილურებულია. ამის გათვალისწინებით, საყურადღებოდ რჩება ის რისკები, რომლებსაც ახლო აღმოსავლეთში არსებული კონფლიქტის შესაძლო ესკალაცია ენერგომატარებლების ფასებზე წარმოშობს. აგრეთვე, გეოპოლიტიკური დაძაბულობისა და კლიმატური პირობების გათვალისწინებით, საკვები ნედლეულის ფასების არსებული დინამიკა ინფლაციური რისკების შემცველია.

ბოლო პერიოდში აშშ-ში დასაქმების მაღალი მაჩვენებლისა და დაგროვილი დანაზოგების შედეგად მოსალოდნელზე ძლიერმა შიდა მოთხოვნამ ეკონომიკური აქტივობის წახალისებას შეუწყო ხელი. გამკაცრებულმა ფინანსურმა პირობებმა ფასების შემცირება განაპირობა, თუმცა ინფლაცია კვლავ მიზნობრივ დონეზე მაღალ ნიშნულზეა. აღნიშნული გარემოებისა და არსებული გეოპოლიტიკური დაძაბულობის ფონზე, გლობალურ ბაზრებზე გაზრდილი გაურკვევლობის შედეგად, მიმდინარე წელს, მიზნობრივზე მაღალი ინფლაციური მოლოდინები ნარჩუნდება, რაც Fed-ის მიერ მონეტარული პოლიტიკის შერბილების გაჭიანურებაში აისახება.

აშშ-სგან განსხვავებით, ევროკავშირში სამრეწველო სექტორში შეფერხებები გამოიკვეთა, რამაც გამკაცრებული ფინანსური პირობებისა და გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციის ფონზე, ჯამურად უარყოფითად იმოქმედა ეკონომიკურ ზრდაზე. აღნიშნულთან ერთად, ბუნებრივი აირის ფასების მოსალოდნელი დასტაბილურების გათვალისწინებით, ინფლაციის დამატებითი შემცირება არის მოსალოდნელი, რაც მას მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუახლოებს. შედეგად, მოსალოდნელია, რომ ECB მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შემცირებას, Fed-თან შედარებით, სწრაფი ტემპით განაგრძობს.

საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების უმრავლესობაში ინფლაცია კვლავ მიზნობრივზე მაღალ დონეზე რჩება. გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობების შედარებით ხანგრძლივად შენარჩუნება,

რაც განსაკუთრებით Fed-ის პოლიტიკის მოლოდინებთან არის დაკავშირებული, და სავაჭრო ნაკადების პოტენციალის გაუარესება საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების სავაჭრო და ფინანსურ ნაკადებს გარკვეულწილად შეზღუდავს. ეს კი აშშ დოლარის მიმართ აღნიშნული ქვეყნების ადგილობრივი ვალუტების მცირედით გაუფასურებას გამოიწვევს, რაც ინფლაციურ გარემოს გააჭიანურებს და, საპასუხოდ, მონეტარული პოლიტიკის ნორმალიზებას გადაავადებს. მკაცრი ფინანსური პირობების შენარჩუნება მათ ეკონომიკურ აქტივობასაც შეაფერხებს.

გასული წლიდან მოყოლებული, საქართველოს სასაქონლო პროდუქციის ექსპორტზე შემცირებული მოთხოვნა უკვე შეინიშნება, რასაც სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური აქტივობის მოსალოდნელი შეფერხება ამჟამად ამაფრებს. ამასთან, სულ უფრო თვალსაჩინო ხდება ქვეყანაში მიმდინარე სტრუქტურული ცვლილებები, რაც საქართველოში მომსახურების სექტორის, კერძოდ, ინფორმაციისა და კომუნიკაციის სექტორის, სწრაფი ზრდით გამოვლინდა. ამის ფონზე, საპროგნოზო ჰორიზონტზე, გაზრდილი მომსახურების ექსპორტის მოცულობა საქონლის ექსპორტზე შემცირებულ მოთხოვნას დააბალანსებს. მთლიანი ექსპორტის სტრუქტურაში აღნიშნულმა ცვლილებებმა მიგრაციის ერთჯერადი ეფექტის ეტაპობრივი ამოწურვიდან შემცირებული შემოსავლების ეფექტი გადაწონა, რამაც წინა წელსა და 2024-ის დასაწყისში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირება და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის დამატებითი გამყარება განაპირობა.

საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია მიმდინარე წელს 2023 წლის საშუალო დონის ფარგლებში შენარჩუნდება და, საშუალოვადიან პერიოდში, მცირე ბიჯებით, თავის წონასწორულ დონეს დაუბრუნდება. გარე ფაქტორების დასტაბილურებისა და ძლიერი ეკონომიკური აქტივობის გათვალისწინებით, საშუალოვადიან პერიოდში, ნომინალური გაცვლითი კურსის როგორც ეფექტური, ისე აშშ დოლარის მიმართ, მნიშვნელოვანი ცვლილებები არ შეინიშნება (იხ. დიაგრამა 3).

ინფორმაციისა და კომუნიკაციის სექტორში პროდუქტიულობის ზრდასთან ერთად, უმუშევრობის დონის ისტორიულ მინი-

მუმამდე შემცირებაც ქვეყანაში მიმდინარე სტრუქტურულ ცვლილებებზე მიუთითებს, რაც მოკლევადიან პერიოდში პოტენციური ეკონომიკური ზრდის ტემპის დაჩქარებას განაპირობებს. ამასთან ერთად, ბოლო პერიოდში მნიშვნელოვნად გაზრდილი დაკრედიტების ფონზე, რასაც მონეტარული პოლიტიკის შერბილებაზე შეუწყო ხელი, მიმდინარე წელს, საქართველოში აქამდე მოსალოდნელზე მაღალი ეკონომიკური ზრდა იქნება. საშუალოვადიან პერიოდში კი ეკონომიკური აქტივობის ზრდა 5 პროცენტის ფარგლებში დასტაბილურდება (იხ. დიაგრამა 2). მიმდინარე წელს პოტენციური ზრდის დაჩქარება და ეკონომიკაში მიმდინარე ფუნდამენტური და ციკლური ცვლილებები უმუშევრობის დონეს 2023 წლის საშუალოსთან შედარებით მნიშვნელოვნად შეამცირებს და საშუალოვადიან პერიოდში ბუნებრივ დონეს დაუახლოებს.

მიმდინარე წლის დასაწყისში მიზნობრივზე დაბალი ინფლაცია გამყარებული გაცვლითი კურსის შედეგია, რამაც გაზრდილი შიდა მოთხოვნის წნეხი გადაწონა. საბაზო სცენარის მიხედვით, 2024 წელს, ეკონომიკური ზრდის დაჩქარება პოტენციალის ზრდის კვალობაზე მიმდინარეობს, რაც ინფლაციური წნეხის მატარებელი არ არის. თუმცა, ლარის გაცვლითი კურსის სტაბილურობის პარალელურად სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში მაღალი ინფლაციური მოლოდინები ადგილობრივ ფასებზე ზრდის მიმართულებით აისახება და ინფლაციას მიზნობრივი მაჩვენებლისკენ წაიყვანს (იხ. დიაგრამა 1). ამასთან, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი მცირე ბიჯებით განაგრძობს შემცირებას და მისი ნეიტრალური დონის, მიმდინარე შეფასებით 7 პროცენტის, გარშემო დასტაბილურდება (იხ. დიაგრამა 4). ამის გათვალისწინებით, საშუალოვადიან პერიოდში, ძლიერი მოთხოვნის ეფექტის ამოწურვისა და სტაბილური გაცვლითი კურსის შენარჩუნების კვალდაკვალ, ინფლაცია მიზნობრივ 3 პროცენტთან ნიშნულთან ახლოს იქნება.

ეკონომიკის პოტენციალის დაჩქარება, აგრეთვე, უმუშევრობისა და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შემცირება უძრავ ქონებაზე მოთხოვნის ზრდის წამახალისებელი ფაქტორებია. ეს კი უძრავი ქონების ფასებზე წნეხს წარმოშობს. საბაზო სცენარის მიხედვით, აღნიშნული გარემოებისა და სტაბილური გაცვლითი კურსის პირობებში, უძრავი

ქონების ფასები საშუალოვადიან პერიოდში ნომინალური ეკონომიკური ზრდის თანაზომიერი იქნება.

საბაზო სცენარის ირგვლივ მაღალი გაურკვეველობა არსებობს, რასაც როგორც შიდა, ისე გეოპოლიტიკური ვითარება განაპირობებს. კერძოდ, მომდევნო წლებში საქართველოს ეკონომიკური აქტივობა მნიშვნელოვნად იქნება დამოკიდებული მსოფლიოში არსებული რეგიონული კონფლიქტების შესაძლო ესკალაციის შედეგად გამწვავებული გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციიდან გლობალურ და ადგილობრივ ბაზრებზე მომდინარე სავაჭრო კავშირების რღვევებსა და, საბოლოოდ, გლობალურ ბაზარზე შექმნილ ახალ წონასწორულ მდგომარეობაზე. აღნიშნული პროცესი გლობალურ სავაჭრო და ფინანსურ ბაზრებზე არსებულ მოლოდინებზე 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 რეგიონული კონფლიქტების შედარებით სწრაფად მოგვარების შედეგად გლობალურად სასურსათო ნედლეულის ფასებზე წნეხის შემცირებასა და საქართველოს სავაჭრო პოტენციალის გაფართოებას განიხილავს, ხოლო პესიმისტური სცენარი ყურადღებას მსოფლიოში მიმდინარე რეგიონული კონფლიქტების ესკალაციასა და გლობალური სავაჭრო და ფინანსური პირობების გამკაცრების შედეგად, გლობალურ ბაზრებზე მიმდინარე ფუნდამენტურ ცვლილებებზე ამახვილებს.

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. ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, ამ სფეროში ინვესტიციების ზრდის შედეგად წარმოება მნიშვნელოვნად იზრდება და წარმოების პროცესის ეფექტურობა მაღლდება. ამის ფონზე, გლობალურად საკვები პროდუქტების ფასების მნიშვნელოვნად შემცირება არის მოსალოდნელი. პარალელურად, ახლო აღმოსავლეთში არსებული კონფლიქტის დამატებითი ესკალაცია არ მოხდება და 2024 წლის ბოლოსთვის დასრულდება. შედეგად, მომდევნო წლის დასაწყისიდან გლობალურად ტრასპორტირების ხარჯები შემცირდება და სავაჭრო მიმოქცევა გაიზრდება.

ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, მსოფლიოში მიწოდების შეფერხებების შემსუბუქება და საერთაშორისო ბაზრებზე ფართო მოხმარების საქონლის ფასების დასტაბილურება საბაზო სცენართან შედარებით სწრაფად ხდება. გლობალური ინფლაციის მოსალოდნელზე სწრაფად კლება ცენტრალური ბანკების მხრიდან მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმის შენარჩუნების საჭიროებას შეამცირებს, რაც გლობალური ფინანსური პირობების შემსუბუქებას განაპირობებს. 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, საშუალოვადიან პერიოდში, შედარებით სწრაფად გამოდიან. თუმცა, აშშ-ში მიმდინარე წლის დასაწყისში უკვე დაფიქსირებული, მოსალოდნელზე მაღალი ეკონომიკური აქტივობა მიმდინარე წლის ბოლომდე

ნარჩუნდება და ინფლაციური რისკების მატარებელი ხდება. ამდენად, აღნიშნული რისკის გათვალისწინებით, საწყის ეტაპზე, აშშ-ის Fed, ECB-თან შედარებით, ფრთხილად განაგრძობს მკაცრი მონეტარული პოლიტიკიდან გამოსვლას. აღნიშნულის გათვალისწინებით, აშშ დოლარი მზარდი და განვითარებადი ქვეყნების ვალუტების მიმართ მყარდება, რაც აშშ-ის ექსპორტზე მოთხოვნასა და თავდაპირველად გაზრდილ ინფლაციურ მოლოდინებს ამცირებს. ამის ფონზე კი, მომდევნო წლებში, Fed მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ნეიტრალური დონისკენ შემცირებას შედარებით სწრაფი ტემპებით განაგრძობს.

განვითარებად ბაზრებზე, საწყის ეტაპზე, ადგილობრივი ვალუტების გაუფასურება ექსპორტის წახალისებას უწყობს ხელს და ინფლაციურ წნეხს წარმოშობს, რაც აღნიშნულ ქვეყნებში თავდაპირველად გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის ეფექტს აბალანსებს. ამის გათვალისწინებით, ბაზრების გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციის ფონზე, მზარდი და განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში ინფლაციის შემცირება და შესაბამისად გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმიდან გამოსვლა, განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით ნელი ტემპით ხდება.

ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, მომდევნო წლიდან რეგიონალური რისკების შემცირება საბაზრო განწყობას გააუმჯობესებს, რაც საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების უმრავლესობაში ეკონომიკური აქტივობისა და სავაჭრო და საინვესტიციო ნაკადების ზრდას განაპირობებს. ამის ფონზე, საქართველოს ექსპორტზე საგარეო მოთხოვნა ძლიერი იქნება, რაც ეკონომიკურ აქტივობას წახალისებს. საქართველოს გეოგრაფიული მდებარეობის გათვალისწინებით და ქვეყნის ტვირთ-ბრუნვის გაზრდისკენ მიმართული ინფრასტრუქტურული პროექტების დასრულების შედეგად, საქართველო რეგიონში თავის სატრანზიტო როლს ამყარებს და ქვეყანაში გამავალი სავაჭრო ნაკადების მნიშვნელოვნად გაზრდას ახერხებს. ვაჭრობის მასშტაბების ზრდა და ახალი ბაზრების ათვისება რეგიონში საქართველოს პოზიციას ამყარებს. აღნიშნულის ფონზე კი საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია, საბაზო სცენართან შედარებით, დაბალ ნიშნულზე დასტაბილურდება. ქვეყნის

რისკიანობის შემცირება ახალი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის საბაზი ხდება, რაც როგორც ნომინალური ეფექტური, ისე აშშ დოლარის მიმართ გაცვლითი კურსის მცირედი გამყარების წინაპირობა ხდება.

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 გაიზრდება ეკონომიკის პოტენციური ზრდის ტემპიც. ახალი პოტენციალის ათვისების პროცესში, თავდაპირველად, ეკონომიკური ზრდა პოტენციურზე მაღალი იქნება და საშუალოვადიან პერიოდში 5.5 პროცენტის ფარგლებში დასტაბილურდება. ქვეყანაში არსებული მაკროეკონომიკური მდგრადობისა და ეკონომიკური ზრდის გაუმჯობესებული მოლოდინების გათვალისწინებით, უძრავი ქონების ფასების ზრდა როგორც ლარში, ისე აშშ დოლარში, საბაზო სცენართან შედარებით, მაღალი ტემპით მიმდინარეობს.

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, ეკონომიკური ზრდის პოტენციალის გაუმჯობესებით იქნება დაბალანსებული. ამასთანავე, საგარეო მოთხოვნის ზრდიდან მიმდინარე ინფლაციური წნეხი მომავალ წელს გაცვლითი კურსის გამყარებითა და სავაჭრო პოტენციალის ზრდით იქნება მეტწილად განეიტრალებული. გლობალური ეკონომიკური აქტივობის გაჯანსაღების, ქვეყანაში სტაბილური მაკროეკონომიკური გარემოსა და დაბალანსებული ინფლაციური მოლოდინების გათვალისწინებით, მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრებული რეჟიმიდან საბაზო სცენარის თანაზომიერად გამოდის.

პესიმისტური სცენარი

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, რუსეთ-უკრაინის ომის პარალელურად, ახლო აღმოსავლეთში არსებული კონფლიქტის

ესკალაცია სავაჭრო ნაკადების დამატებით შეფერხებას, ნავთობპროდუქტების ფასებისა და ტრანსპორტირების ხარჯების მკვეთრ ზრდას გამოიწვევს. მიწოდების ჯაჭვების სიმტკიცისა და ეროვნული უსაფრთხოების უზრუნველსაყოფად, ქვეყნების მიერ მიზანმიმართულად დაწესებული შეზღუდვები და წარმოქმნილი გეოეკონომიკური ფრაგმენტაცია საქონლის, მომსახურების, კაპიტალისა და სამუშაო ძალის საერთაშორისო მიმოქცევას დამატებით შეზღუდავს. ეს კი, საშუალოვადიან პერიოდში, სპეციალიზაციის, კონკურენციისა და მასშტაბის ეკონომიის შედეგად მიღწეულ მწარმოებლურობასა და ეფექტურობაზე მნიშვნელოვან უარყოფით გავლენას მოახდენს.

ამის პარალელურად, ჩინეთში უძრავი ქონების ბაზარზე არსებული რისკების რეალიზაცია გამოიწვევს უძრავ ქონებაში ინვესტიციების მკვეთრ და ხანგრძლივ ვარდნას, რასაც ბაზარზე ნდობის შემცირება, ფასების დამატებითი კლების მოლოდინების წარმოქმნა და მოთხოვნის შესუსტება მოჰყვება. მზარდი სახელმწიფო ვალის კვალობაზე, ფისკალური მხარდაჭერის შესაძლებლობა იზღუდება, რის ფონზეც არასასურველმა ფისკალურმა გამკაცრებამ შესაძლოა ეკონომიკური აქტივობის შემდგომი შეფერხება გამოიწვიოს. შედეგად, ჩინეთის მხრიდან თავის სავაჭრო პარტნიორების საქონელსა თუ მომსახურებაზე სუსტი მოთხოვნა მათ მიმდინარე ანგარიშის გაუარესებას განაპირობებს. აღნიშნული კი, პირველადი ეფექტებით დაზარალებული ქვეყნების მასშტაბის გათვალისწინებით, გლობალური მიწოდების ჯაჭვების გავლით დანარჩენ ქვეყნებზეც იქონიებს გავლენას. ამასთან, ჩინეთის რეცესიის რისკის რეალიზება ნავთობპროდუქტების ფასების თავდაპირველ ზრდას გარკვეულწილად შეანელებს.

აღნიშნული რისკების გათვალისწინებით, 2024-ის ბოლომდე Fed და ECB მონეტარულ პოლიტიკას, მიმდინარე დონეზე დატოვებენ, ხოლო მომდევნო წელს, გაზრდილ ინფლაციურ მოლოდინებზე საპასუხოდ, უფრო მეტად გაამკაცრებენ. გამკაცრებული გლობალური ფინანსური პირობების ხანგრძლივად შენარჩუნებას წონასწორული, ე.წ. ნეიტრალური დონის ახალ, შედარებით

მაღალ დონეზე აწევა მოჰყვება. ამგვარი ფუნდამენტური ცვლილებები გლობალური ეკონომიკური ზრდის პოტენციალში მნიშვნელოვან ცვლილებებს გამოიწვევს, რაც გლობალური აქტივობის საშუალოვადიან შემცირებაში აისახება.

საერთაშორისო ბაზრებზე მიმდინარე სტრუქტურული ცვლილებები და გაზრდილი გაურკვევლობა, ინვესტორების მხრიდან რისკების გადაფასებას გამოიწვევს, რაც მზარდი და განვითარებადი ქვეყნებიდან კაპიტალის გადინებასა და შედარებით დაბალრისკიან, სანდო აქტივებში განთავსებას განაპირობებს. აღნიშნული ქვეყნებიდან კაპიტალის გადინებას განვითარებულ ქვეყნებში გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთებიც უწყობს ხელს. გლობალურად ფინანსური პირობების გამკაცრება, გეოპოლიტიკური ფაქტორებით გამოწვეული სავაჭრო ნაკადების რეორგანიზაცია და საბაზრო ეფექტურობის შემცირება როგორც საქართველოს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების, ისე საქართველოს ეკონომიკაზე უარყოფითად აისახება.

სავაჭრო პარტნიორებში აქტივობის გაუარესებისა და სავაჭრო მიმოქცევის კუთხით წარმოქმნილი დაბრკოლებების გათვალისწინებით, საგარეო მოთხოვნის კლება და ექსპორტის შემცირება არის მოსალოდნელი, რაც საქართველოს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს გაზრდის. ვაჭრობიდან მიღებული შემოდინებების კლებასთან ერთად, გლობალურად წარმოქმნილი მაღალი გაურკვევლობის ფონზე, მიმდინარე წლის დარჩენილ პერიოდში, საქართველოში ახალი უცხოური ინვესტიციების განხორციელება ნაკლებად მოსალოდნელია, ხოლო, მსოფლიოში მიმდინარე სავაჭრო და ფინანსური კავშირების ფუნდამენტური ცვლილებები, მომდევნო წელს, საქართველოდან კაპიტალის გადინებას განაპირობებს. ამ ყველაფრის შედეგად, საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია იზრდება, ხოლო ადგილობრივი ვალუტა უფასურდება როგორც აშშ დოლარის, ისე სავაჭრო პარტნიორების ვალუტების მიმართ. სესხების ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის გამო, ლარის გაუფასურებისა და გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობების გახანგრძლივების შედეგად, უცხოურ

ვალუტაში მსესხებლებისთვის ვალის ტვირთი იზრდება და გადახდისუნარიანობა ქვეითდება.

გაუფასურებული ადგილობრივი ვალუტის, ვაჭრობის შეზღუდვიდან სხვადასხვა საქონელზე წარმოქმნილი დეფიციტისა და ნავთობპროდუქტებზე გაზრდილი ფასების შედეგად საქართველოში 2024-ის დასასრულისკენ მნიშვნელოვნად იზრდება ინფლაცია, რაც 2025-ში, კაპიტალის გადინებისა და სავაჭრო შეზღუდვების შენარჩუნების ფონზე, დამატებით გამწვავდება. გაზრდილი ფაქტობრივი ინფლაციისა და ინფლაციური მოლოდინების კვალობაზე, ეროვნულ ბანკს მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება წელსვე უწევს, გამკაცრებას მომავალ წელსაც განაგრძობს და საშუალოვადიან პერიოდში გამკაცრებული შენარჩუნდება.

გლობალურად და ქვეყანაში მიმდინარე მოვლენებთან დაკავშირებული გაზრდილი გაურკვევლობისა და გაუარესებული მოლოდინების პირობებში, 2024 წლის ბოლოსკენ ქვეყნის შიდა მოთხოვნა შემცირდება. საგარეო მოთხოვნის შემცირებასთან ერთად, მაღალი ინფლაციისა და გამკაცრებული ფინანსური პირობების შედეგად შიდა მოთხოვნაზე წარმოქმნილი დამატებითი წნეხი ეკონომიკურ აქტივობას მნიშვნელოვნად შეაფერხებს. ქვეყანაში უცხოური ინვესტიციების ნაკადების შეჩერება და მომავალ წელს კაპიტალის გადინება ქვეყნის საწარმოო პოტენციალს დააზიანებს. შემცირებული მოთხოვნისა და ფუნქციონირების გაზრდილი ხარჯების პირობებში, დაფინანსების წყაროებზე შეზღუდული წვდომა ბიზნესის მოწყვლადობას ზრდის. განსაკუთრებით მაღალი მოწყვლადობით ნაკლებად დივერსიფიცირებული კომპანიები ხასიათდებიან, რომლებიც ძირითადად საომარ მოქმედებებში ჩართული ქვეყნების ბაზრებზე არიან დამოკიდებულნი და,

შესაბამისად, უშუალო გავლენის ქვეშ იმყოფებიან. მაღალი გაურკვევლობისა და გაუარესებული ფინანსური მდგომარეობის ფონზე, გადახდისუნარიანობის პრობლემის ქვეშ მყოფი ბიზნესების გარკვეული ნაწილი თავიანთ წარმოების მასშტაბებს ამცირებს, ხოლო ნაწილი ფუნქციონირებას წყვეტს. ორივე გარემოება ქვეყანაში უმუშევრობის დონეს მნიშვნელოვნად ზრდის, რაც შიდა მოთხოვნას დამატებით ამცირებს და საშუალოვადიან პერიოდში ბიზნეს სექტორის გაჯანსაღების მოლოდინებს აუარესებს.

შედეგად, შინამეურნეობებისა და კომპანიების დიდ ნაწილს არსებული ვალის მომსახურება გაუჭირდებათ, რაც საკრედიტო რისკის ზრდას განაპირობებს. ეს კი ადგილობრივი ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე უარყოფად იმოქმედებს. არსებული რისკებისა და საშუალოვადიან პერიოდში ეკონომიკის გაჯანსაღების გაუარესებული მოლოდინების ფონზე, ფინანსური კომპანიები საკრედიტო პირობებს გაამკაცრებენ, რაც ახალი ვალის გაცემას შეზღუდავს. ქვეყანაში არასტაბილური გარემოს წარმოქმნის, უმუშევრობის მაღალი დონისა და გამკაცრებული საკრედიტო პირობების გათვალისწინებით, საშუალოვადიან პერიოდში უძრავი ქონების აქტივობა შემცირდება. საწყის ეტაპზე, შუალედური ხარჯების ზრდის ფონზე უძრავი ქონების ფასებიც გაიზრდება. თუმცა, მცირდება საქართველოს უძრავი ქონების, როგორც საინვესტიციო აქტივის, მიმზიდველობა, რაც უძრავი ქონების ბაზარზე მოთხოვნა-მიწოდების დისბალანსს მნიშვნელოვნად გაზრდის. შედეგად, უძრავი ქონების ლარში გამოხატული ფასები, მაღალი ინფლაციის ფონზე, ზრდას განაგრძობს, ხოლო დოლარში გამოხატული ფასები, მაღალი გაუფასურების ფონზე, დაეცემა. ეს კი ფინანსური ინსტიტუტების ბალანსებზე იმოქმედებს და იმ შემთხვევაში, თუ ეს ზეგავლენა არსებითი აღმოჩნდა, მაშინ ეკონომიკის გაჯანსაღება უფრო მეტად შეფერხდება.

მაკროეკონომიკური სცენარების შეჯამება

სცენარი	საბაზო	ოპტიმისტური (შიდა და საერთაშორისო გარემოს გაუმჯობესება)	პესიმისტური (ფუნდამენტური ცვლილებები გლობალურ ბაზრებზე)
Fed-ის პოლიტიკის განაკვეთი	2024*: -0.25 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -1.0 პპ 2026: -1.0 პპ	2024*: -0.5 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -1.0 პპ 2026: -1.25 პპ	2024*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: +0.5 პპ 2026: -1.0 პპ
ECB-ის პოლიტიკის განაკვეთი	2024*: -0.5 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -0.75 პპ 2026: -0.5 პპ	2024*: -0.75 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -1.0 პპ 2026: -0.5 პპ	2024*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: +0.75 პპ 2026: -0.5 პპ
ქვეყნის სუვერენული რისკ-პრემიის ცვლილება**	2024: +0.0 პპ (2023 წლის დონესთან შედარებით) 2025: +0.15 პპ 2026: +0.25 პპ	2024: -0.1 პპ (2023 წლის დონესთან შედარებით) 2025: +0.0 პპ 2026: +0.0 პპ	2024: +0.4 პპ (2023 წლის დონესთან შედარებით) 2025: +1.5 პპ 2026: -0.5 პპ
ლარი/დოლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი (GEL/USD)	2024*†: უცვლელი 2025††: უცვლელი 2026: უცვლელი	2024*†: გამყარება 5% 2025††: გამყარება 2% 2026: უცვლელი	2024*†: გაუფასურება 10% 2025††: გაუფასურება 12% 2026: გამყარება 5%
ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (NEER)	2024*†: უცვლელი 2025††: უცვლელი 2026: უცვლელი	2024*†: გამყარება 3% 2025††: გამყარება 1% 2026: უცვლელი	2024*†: გაუფასურება 6% 2025††: გაუფასურება 8% 2026: გამყარება 3%
რეალური შშპ-ის ზრდა (YoY)	2024: 5.6% 2025: 5.0% 2026: 5.0%	2024: 6.0% 2025: 7.0% 2026: 5.5%	2024: 5.0% 2025: -2.0% 2026: 3.0%
უმუშევრობის დონის ცვლილება	2024: -1.9 პპ 2025: +0.0 პპ 2026: +0.0 პპ	2024: -2.4 პპ 2025: -1.0 პპ 2026: +0.0 პპ	2024: -1.4 პპ 2025: +4.0 პპ 2026: +0.0 პპ
სფი ინფლაცია (YoY)	2024: 1.5% 2025: 4.0% 2026: 2.6%	2024: 2.0% 2025: 4.0% 2026: 3.0%	2024: 3.5% 2025: 8.0% 2026: 7.0%
უმრავი ქონების ფასების ცვლილება (ლარით გამოხატული, YoY)	2024: 7.5% 2025: 7.0% 2026: 5.5%	2024: 8.0% 2025: 10.0% 2026: 7.0%	2024: 6.5% 2025: 6.0% 2026: 5.0%
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%)†††	2024*: -0.2 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -0.6 პპ 2026: -0.5 პპ	2024*: -0.25 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -0.5 პპ 2026: -0.75 პპ	2024*: +0.25 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: +1.75 პპ 2026: -0.5 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.

† 2024 წლის 27 ივნისის ჩათვლით დაფიქსირებული 2 კვირის საშუალო დონე.

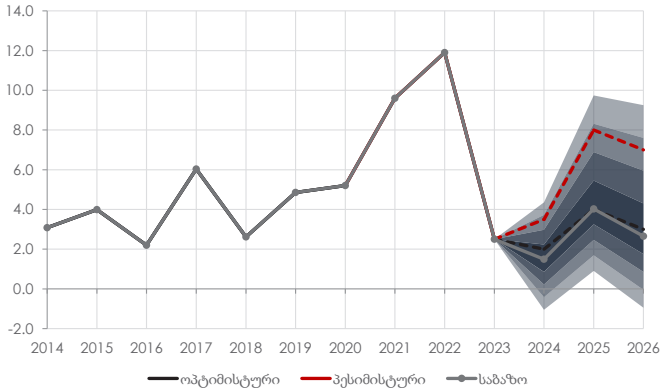
†† წინა წლის დეკემბერის საშუალო დონესთან შედარებით.

††† დაშვება ასახავს წლის განმავლობაში განხორციელებულ ცვლილებას.

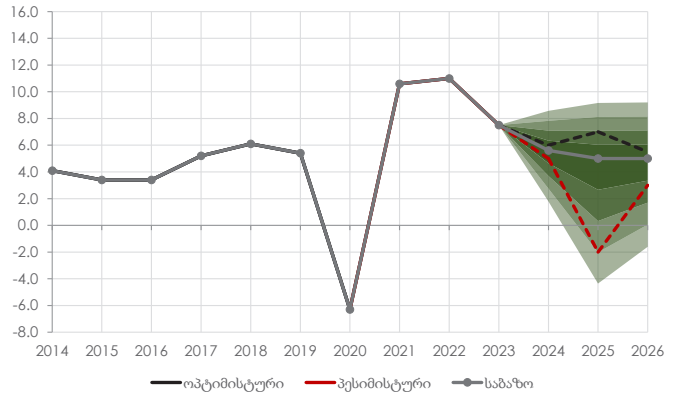
დანართი

ძირითადი ადგილობრივი ცვლადების დინამიკა

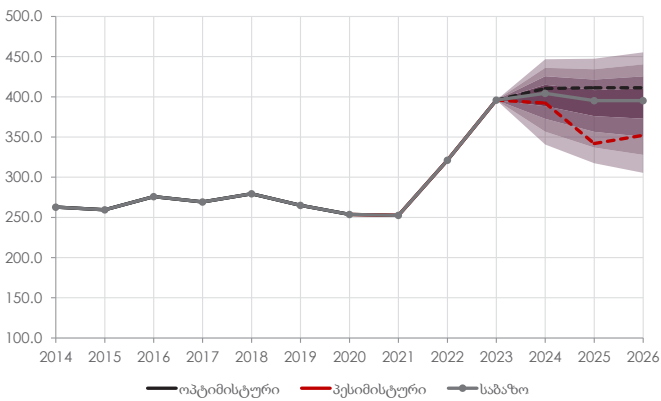
დიაგრამა 1. სფი წლიური ინფლაცია (%)



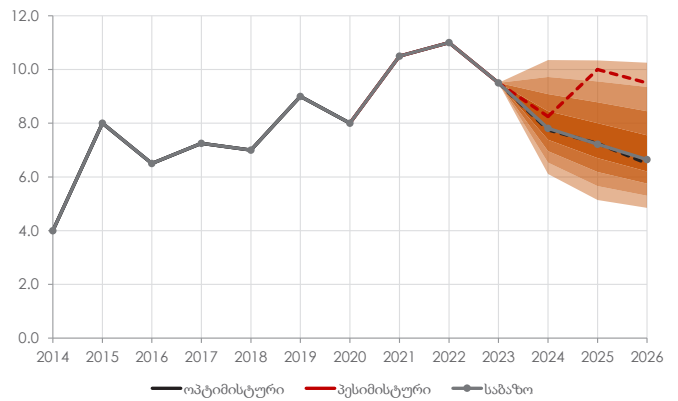
დიაგრამა 2. რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა (%)



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	2023	საბაზო			ოპტიმისტური			პესიმისტური		
														2024	2025	2026	2024	2025	2026	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	2.5	1.5	4.0	2.6	2.0	4.0	3.0	3.5	8.0	7.0
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	7.8	7.2	6.7	7.75	7.25	6.5	8.25	10.0	9.5
რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა (%)	7.9	6.6	5.1	4.1	3.4	3.4	5.2	6.1	5.4	-6.3	10.6	11.0	7.5	5.6	5.0	5.0	6.0	7.0	5.5	5.0	-2.0	3.0
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	395.9	404.4	395.4	395.4	410.4	411.3	411.3	392.3	341.9	352.2

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.

