



საქართველოს ეროვნული ბანკი  
National Bank of Georgia

მაკროეკონომიკური სცენარები  
ფასს 9-ის მიზნებისთვის

---

დეკემბერი

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 ალქმიული 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 მსოფლიოში არსებული რეგიონული კონფლიქტებისა და გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური პირობების ხანგრძლივობასთან დაკავშირებული დაშვებებია. საბაზო სცენარში ეკონომიკური ზრდის წამყვან ფაქტორად მომსახურების სექტორის პროდუქტიულობის გაუმჯობესების, მაღალი კონკურენციისა და დაჩქარებული საკრედიტო აქტივობის შედეგად გაზრდილი მოთხოვნა განიხილება. ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, ეკონომიკური აქტივობა, საბაზო სცენართან შედარებით, უფრო მდგრადი ხასიათისაა, რაც, ქვეყნის სატრანზიტო პოტენციალის გაფართოებისა და რეგიონული კონფლიქტების შედარებით სწრაფი მოგვარების ფონზე, ქვეყანაში ტვირთბრუნვის ზრდითა და გლობალურად სასურსათო ნედლეულის ფასებზე წნეხის შემცირებითაა განპირობებული. პესიმისტური სცენარი, მსოფლიოში მიმდინარე რეგიონული კონფლიქტების ესკალაციის ფონზე, გლობალურად სავაჭრო და ფინანსური პირობების გამკაცრების რისკებს მოიცავს. აღსანიშნავია, რომ მომავალ პერიოდთან დაკავშირებით გაურკვევლობა 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 მოცე-

მული 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, 2024 წელს საქართველოს ეკონომიკა კვლავ მაღალი ზრდის ტემპით ხასიათდება. მიმდინარე წელს, საერთაშორისო ბაზრებზე

როგორც სურსათის, ისე ნავთობის ფასები სტაბილურობით გამოირჩეოდა. რუსეთ-უკრაინის ომისა და ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტის შედეგად, ენერგომატარებლების მიწოდებასთან დაკავშირებული გაურკვევლობის ფონზე, ევროპის ქვეყნებმა შეავსეს ბუნებრივი აირისა და ნავთობის მარაგები. ევროკავშირის რამდენიმე ქვეყანაში შემცირებულმა ეკონომიკურმა აქტივობამ და ნავთობპროდუქტების მარაგების მაღალმა დონემ ენერგომატარებლების ფასების შემდგომი ზრდა შეზღუდა. თუმცა, რუსეთიდან ევროპისკენ უკრაინის გავლით მიმავალი ბუნებრივი აირის შექერების მოლოდინები წარმოიშვა, რაც ფასებზე ზრდის წნეხს წარმოშობს. ამის საპირწონედ, ამერიკის მხრიდან ევროპისთვის ბუნებრივი აირის მიწოდების გაზრდილი ინტერესიდან გამომდინარე, მოსალოდნელია, რომ ბუნებრივი აირის ფასები მნიშვნელოვნად არ შეიცვლება.

აშშ-ში უმუშევრობის დაბალი მაჩვენებლის ფონზე მოსალოდნელზე ძლიერმა შიდა მოთხოვნამ, ბოლო პერიოდში ეკონომიკური აქტივობის წახალისებას შეუწყო ხელი. გამკაცრებულმა ფინანსურმა პირობებმა ფასების შემცირება განაპირობა, რის ფონზეც ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელს მიუახლოვდა. აღნიშნულმა ვითარებამ, მიმდინარე წელს, Fed-ის მიერ მონეტარული პოლიტიკის შერბილება განაპირობა. აშშ-ის ეკონომიკური ზრდის ტემპის ნორმალიზების კვალდაკვალ, ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელზე ჩამოვა, რაც Fed-ის მიერ დადგენილი საპროცენტო განაკვეთის შემცირებას შემდგომ პერიოდშიც შეუწყობს ხელს.

აშშ-სგან განსხვავებით, ევროკავშირში საწარმოო სექტორში შეფერხებები გამოიკვეთა, განსაკუთრებით იტალიასა და გერმანიაში, რამაც გამკაცრებული ფინანსური პირობებისა და გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციის ფონზე, ჯამურად უარყოფითად იმოქმედა ეკონომიკურ ზრდაზე. 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, თუმცა გლობალურად ჯერ კიდევ გამკაცრებული ფინანსური პირობების ფონზე, საქართველოს უმეტეს სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში, მათ შორის, ევროკავშირში, ინფლაციას შემცირების ტენდენცია აქვს. აღნიშნული შემცირება ასევე გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციის ფონზე სავაჭრო ნაკადების რღვევის ფონზე შემცირებულ აქტივობას უკავშირდება. შესაბამისად, აღნიშნულ ქვეყნებშიც მოსალოდნელია საპროცენტო განაკვეთების შემცირება, თუმცა ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებში ეს შედარებით ნელი ტემპით მოხდება. შედარებით მძიმე ვითარებაა თურქეთსა და რუსეთში, სადაც მაღალი ინფლაციის ფონზე მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკები დამატებით გამკაცრდა. შედეგად, აღნიშნულ ქვეყნებში ეკონომიკური აქტივობის შემცირებაა მოსალოდნელი. აღსანიშნავია, რომ რუსეთის შრომით ბაზარზე სამუშაო ძალის დეფიციტი შეინიშნება, რაც დამატებით ამცირებს მისი ეკონომიკური ზრდის პოტენციალს.

საგარეო ფაქტორებს მიღმა, შიდა ეკონომიკური აქტივობა მოსალოდნელზე ძლიერია, რაც ქვეყანაში მიმდინარე სტრუქტურულმა ცვლილებებმა განაპირობა. აღნიშნული, საქართველოში მომსახურების სექტორის, კერძოდ, ინფორმაციისა და კომუნიკაციის სექტორთან ერთად ტრანსპორტირების სექტორის სწრაფი ზრდის შედეგია. ამასთან, ქვეყანაში საგრძნობლად გაზრდილია საკრედიტო აქტივობა, რაც მოხმარების ზრდას უწყობს ხელი. მოთხოვნის მხრიდან ფასებზე ზეწოლას კი ფირმებს შორის გაზრდილი კონკურენციის შედეგად წარმოების პოტენციალის ზრდა ანეიტრალებს. ამასთან ერთად უმუშევრობის დონის ისტორიულ მინიმუმამდე შემცირება ქვეყანაში მიმდინარე სტრუქტურულ ცვლილებებზე მიუთითებს, რაც მოკლევადიან პერიოდში პოტენციური ეკონომიკური ზრდის ტემპის დაჩქარებას განაპირობებს. პოტენციური ზრდის დაჩქარება და ეკონომიკაში მიმდინარე ფუნდამენტური და ციკლური ცვლილებები, მიმდინარე წელს, უმუშევრობის დონეს მნიშვნელოვნად შეამცირებს, ხოლო საშუალოვადიან პერიოდში ბუნებრივ დონეს დაუახლოებს.

გლობალურად არსებული გეოპოლიტიკური გაურკვევლობა ადგილობრივ გაურკვევლობასთან ერთად შესაძლოა აისახოს ქვეყნის სუვერენული რისკის პრემიაზე. მიმდინარე

წელს, საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია 2023 წლის საშუალო დონის ფარგლებში შენარჩუნდება, 2025-ში მცირედით გაიზრდება და, საშუალოვადიან პერიოდში, 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.

მიმდინარე წლის განმავლობაში მიზნობრივზე დაბალი ინფლაცია არაერთი ფაქტორის ერთობლივი მოქმედების შედეგია. ამ ფაქტორებს მიეკუთვნება ეკონომიკის პოტენციალის გაუმჯობესება, რის კვალობაზეც გაზრდილი ერთობლივი მოთხოვნა ინფლაციური წნეხის მატარებელი არ არის. ასევე ინფლაციის მიზნობრივს ქვემოთ შენარჩუნებას ჯერ კიდევ გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკა, სტაბილური გაცვლითი კურსი და საერთაშორისო ბაზრებზე სასაქონლო პროდუქტებზე მეტწილად უცვლელი ფასები უწყობს ხელს. თუმცა, რეგიონში არსებული კონფლიქტების ფონზე, ნავთობის ფასებთან დაკავშირებით გაურკვევლობა ნარჩუნდება, ხოლო კლიმატური ცვლილებებით გამოწვეული სტიქიური მოვლენების არაპროგნოზირებადობა სურსათის ფასებზე წნეხს წარმოქმნის. ეს გარემოებები კი იმპორტირებული ინფლაციის ზრდის რისკებს წარმოქმნის. აღნიშნული ინფლაციური მოლოდინების მიღვევის პირობებში, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი მცირე ბიჯებით განაგრძობს შემცირებას და მისი ნეიტრალური დონის გარშემო დასტაბილურდება. შედეგად, საბაზო სცენარის მიხედვით, 2024 წელს, ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელზე დაბლა შენარჩუნდება, 2025 წელს მცირედით გადააჭარბებს და საშუალოვადიან პერიოდში მიზნობრივ მაჩვენებელთან 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. შესაბამისად, უძრავი ქონების ფასები კვლავ მაღალი ზრდით ხასიათდება. 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 რეგიონში არსებული გეოპოლიტიკური ვითარება განაპირობებს. კერძოდ, მომდევნო წლებში საქართველოს ეკონომიკური აქტივობა მნიშვნელოვნად იქნება დამოკიდებული გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციიდან გლობალურ და ადგილობრივ ბაზრებზე მომდინარე სავაჭრო კავშირების რღვევებზე. აღნიშნული პროცესი სავაჭრო და ფინანსურ ბაზრებზე არსებულ მოლოდინებზე მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს და საქართველოს ეკონომიკაზეც 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 ნავთობის ფასებთან დაკავშირებული გაურკვეველობის შემცირებასა და საქართველოს სავაჭრო პოტენციალის გაფართოებას განიხილავს, ხოლო პესიმისტური სცენარი ყურადღებას, მსოფლიოში მიმდინარე რეგიონული კონფლიქტების ესკალაციის ფონზე, გლობალური სავაჭრო და ფინანსური პირობების გამკაცრებაზე ამახვილებს. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ალტერნატიული სცენარები არ ითვალისწინებს ფისკალურ და სხვა მაკროეკონომიკურ პოლიტიკასთან დაკავშირებულ რისკებს.

### **ოპტიმისტური სცენარი**

ოპტიმისტურ სცენარში, ახლო აღმოსავლეთში არსებული კონფლიქტის დამა-

ტებითი ესკალაცია არ მოხდება, ხოლო რუსეთ-უკრაინის ომი შედარებით სწრაფად დასრულდება. შედეგად, მომდევნო წლის დასაწყისიდან წითელ ზღვაში სატვირთო ბრუნვები აღდგება, გლობალურად ტრასპორტირების ხარჯები შემცირდება და სავაჭრო მიმოქცევა გაიზრდება. აღნიშნულის ფონზე, მსოფლიოში მიწოდების შეფერხებების შემსუბუქება 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, აშშ ევროპის ქვეყნებში ზრდის საკუთარი ნავთობ-პროდუქტების მიწოდებას, რაც ნავთობის ფასების დამატებით შემცირებას უწყობს ხელს. აღნიშნულის ფონზე კიდევ უფრო იზრდება აშშ-ის როლი საერთაშორისო ასპარეზზე, რაც აშშ დოლარის მზარდი და განვითარებადი ქვეყნების ვალუტების მიმართ გამყარებას განაპირობებს. გაზრდილი ექსპორტისა და შედარებით შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი ეკონომიკური ზრდის წამახალისებელი ფაქტორები ხდება, თუმცა გაუმჯობესებული ფუნდამენტური ფაქტორების პირობებში, ინფლაციურ მოლოდინებს არ წარმოშობს. შესაბამისად, Fed მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ნეიტრალური დონისკენ შემცირებას საბაზო სცენართან შედარებით სწრაფი ტემპებით განაგრძობს. სასურსათო ნედლეულსა და ენერგომატარებლების ფასებზე შემცირებული წნეხის შედეგად ნაკლებად ინფლაციური გარემოდან გამომდინარე, ევროპის ცენტრალური ბანკიც გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმიდან, საშუალოვადიან პერიოდში, შედარებით სწრაფად გამოდის.

განვითარებად ბაზრებზე, საწყის ეტაპზე, ადგილობრივი ვალუტების აშშ დოლარის მიმართ გაუფასურება ექსპორტის წახალისებას უწყობს ხელს და ინფლაციურ წნეხს წარმოშობს. თუმცა სასურსათო პროდუქტებზე ფასების კლება გაუფასურების ეფექტს ანეიტრალებს.

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. საქართველოს ტვირთ-ბრუნვის გაზრდისკენ მიმართული ინფრასტრუქტურული პროექტების დასრულება გაზრდილ საგარეო მოთხოვნას დააბალანსებს და მის მდგრადობას გააუმჯობესებს. ინფრასტრუქტურული პროექტების განხორციელებას ახალი სამუშაო ადგილების შექმნა მოჰყვება, რაც ქვეყანაში უმუშევრობის დონეს შეამცირებს. საქართველოს გეოგრაფიული მდებარეობის გათვალისწინებით, საქართველო რეგიონში თავის სატრანზიტო როლს ამყარებს და ქვეყანაში გამავალი სავაჭრო ნაკადების მნიშვნელოვნად გაზრდას ახერხებს, რაც ეკონომიკის პოტენციალს გაზრდის. შედეგად, საქართველოს ეკონომიკა საბაზო სცენართან შედარებით უფრო მაღალი ტემპით იზრდება და საშუალოვადიან პერიოდში 6 პროცენტის ფარგლებში დასტაბილურდება.

რეგიონში გაზრდილი როლის კვალობაზე, საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია, საბაზო სცენართან შედარებით, დაბალ ნიშნულზე დასტაბილურდება. ქვეყნის რისკიანობის შემცირება ახალი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის საბაზი ხდება, რაც გაცვლითი კურსის როგორც ნომინალური ეფექტური, ისე აშშ დოლარის მიმართ მცირედი გამყარების წინაპირობა ხდება. ქვეყანაში არსებული მაკროეკონომიკური მდგრადობისა და ეკონომიკური ზრდის გაუმჯობესებული მოლოდინების გათვალისწინებით, უძრავი ქონების ფასების ზრდა როგორც ლარში გამოხატული, ისე აშშ დოლარში, საბაზო სცენართან შედარებით, მაღალი ტემპით მიმდინარეობს.

ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, საგარეო მოთხოვნის ზრდიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი სტაბილური გაცვლითი კურსის პირობებში სავაჭრო პოტენციალის ზრდით იქნება მეტწილად განეიტრალებული. ქვეყანაში დასაქმების ზრდის კვალობაზე გაზრდილი შიდა მოთხოვნა იქნება მოკლევადიანი ინფლაციის ძირითადი მამომრავებელი, რისი ეფექტიც 2026 წლის პირველ ნახევარში მიიღევა, რაც ეკონომიკის პოტენციალის ათვისების შედეგი იქნება. შესაბამისად, გლობალური ეკონომიკური აქტივობის გაჯანსაღების, ქვეყანაში სტაბილური მაკროეკონომიკური მდგომარეობისა და დაბალანსებული ინფლაციური მოლოდინების გათვალისწინებით, მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრებული რეჟიმიდან საბაზო სცენარის მეტ-ნაკლებად თანაზომიერად გამოდის.

### პესიმისტური სცენარი

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, რეგიონული კონფლიქტების გამწვავებამ, განსაკუთრებით მათი ფართო სპექტრის გათვალისწინებით, შესაძლოა კიდევ უფრო შეაფერხოს სავაჭრო მიმოქცევა, რაც გამოიწვევს სურსათის, ენერგომატარებლებისა და სხვა სამომხმარებლო საქონლის ფასებისა და ტრანსპორტირების ხარჯების ზრდას. სამომხმარებლო საქონლის ფასების ცვალებადობამ შეიძლება გამოიწვიოს უფრო მაღალი ინფლაცია, განსაკუთრებით მათი იმპორტიორი ქვეყნებისთვის და შეზღუდოს ცენტრალური ბანკების მიერ მონეტარული პოლიტიკის შერბილების სივრცე. ამასთან ქვეყნების მიერ პროტექციონისტული პოლიტიკისკენ მიმართვა არა მხოლოდ გაამძაფრებს გლობალურ სავაჭრო დამაბულობას და შეაფერხებს მიწოდების ჯაჭვებს, არამედ შეიძლება გავლენა იქონიოს მათ ეკონომიკურ პოტენციალზე და შეაფერხოს საშუალოვადიანი ზრდის პერსპექტივები. აღნიშნული განსაკუთრებით მძიმე ტვირთად დააწევა შედარებით ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებს.

პესიმისტურ სცენარში, ჩინეთის უძრავი ქონების სექტორში მოსალოდნელზე უფრო ხანგრძლივი შეფერხება მომხმარებელთა და ინვესტორთა განწყობას შეასუსტებს. აღნიშნულის შედეგად, შესაძლოა შემცირდეს ინვესტიციები, რაც მზარდი სახელმწიფო ვა-

ლის კვალობაზე, ფისკალური მხარდაჭერის შესაძლებლობას შეზღუდავს. ფისკალურმა კონსოლიდაციამ შესაძლოა ეკონომიკური აქტივობის შემდგომი შეფერხება გამოიწვიოს, რაც ჩინეთის მხრიდან ნავთობპროდუქტებზე მოთხოვნას დამატებით შეამცირებს და გლობალურად ნავთობპროდუქტების ფასების თავდაპირველ ზრდას გარკვეულწილად შეანელებს. აღნიშნული გარემოებისა და არსებული გეოპოლიტიკური დამაბულობის ფონზე, გლობალურ ბაზრებზე გაზრდილი გაურკვევლობის შედეგად, მომდევნო პერიოდში, მიზნობრივზე მაღალი ინფლაციური მოლოდინები ნარჩუნდება, რაც Fed-ისა და ECB-ის მიერ მონეტარული პოლიტიკის შერბილების გაჭიანურებაში აისახება. შესაბამისად, 2024-ის ბოლოსთვის Fed და ECB მონეტარულ პოლიტიკას, მიმდინარე დონეზე დატოვებენ, მომდევნო წელს მცირედით გაამკაცრებენ და 2026 წლიდან დაიწყებენ შემცირებას. ამასთან, ევროკავშირის ქვეყნებში რეცესიული რისკების წარმოქმნის კვალობაზე, ECB მონეტარულ პოლიტიკას შედარებით ნაკლებად ამკაცრებს. გამკაცრებული გლობალური ფინანსური პირობების ხანგრძლივად შენარჩუნება გლობალური ეკონომიკური ზრდის პოტენციალში მნიშვნელოვან ცვლილებებს გამოიწვევს, რაც გლობალური აქტივობის საშუალოვადიან შემცირებაში 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, მსოფლიოში მიმდინარე სავაჭრო და ფინანსური კავშირების ფუნდამენტური ცვლილებები, მომდევნო წელს, საქართველოდან კაპიტალის შესაძლო გადინებას განაპირობებს. ამ ყველაფრის შედეგად საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია გაიზრდება, რაც ადგილობრივ ვალუტაზეც აისახება. სესხების ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის გამო, გაცვლითი კურსის მერყეობისა და გლობალურად გამკაცრებული ფინანსური

პირობების გახანგრძლივების შედეგად, მოსალოდნელია უცხოურ ვალუტაში მსესხებლებისთვის ვალის ტვირთის ზრდა და გადახდისუნარიანობის დაქვეითება.

იმპორტირებულ საქონელზე, ნავთობპროდუქტებსა და საკვებ ნედლეულზე გაზრდილი ფასების შედეგად საქართველოში 2025 წელს მნიშვნელოვნად იზრდება ინფლაცია და 2026 წელსაც მიზნობრივზე მაღალ ნიშნულზე შენარჩუნდება. გაზრდილი ინფლაციური მოლოდინების კვალობაზე, საქართველოს ეროვნულ ბანკს მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება მოუწევს და საშუალოვადიან პერიოდში გამკაცრებული შენარჩუნდება.

გლობალურად და რეგიონში მიმდინარე მოვლენების ფონზე, გაზრდილი გაურკვევლობისა და გაუარესებული მოლოდინების პირობებში, საქართველოს მოსახლეობის დიდი ნაწილი, მომდევნო პერიოდში, მოხმარებას ამცირებს და დანაზოგებს ზრდის. შიდა მოთხოვნის შემცირება საგარეო მოთხოვნის შემცირებასთან ერთად ეკონომიკურ აქტივობას მნიშვნელოვნად შეაფერხებს. შემცირებული მოთხოვნისა და ფუნქციონირების გაზრდილი ხარჯების ფონზე, მოსალოდნელია წარმოების მასშტაბების შემცირება. განსაკუთრებით მაღალი მოწყვლადობით ნაკლებად დივერსიფიცირებული კომპანიები ხასიათდებიან. ბიზნესისთვის გაუარესებული ეკონომიკური გარემო ქვეყანაში უმუშევრობის დონის ზრდის საწინდარი ხდება. ეს კი 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, საბაზო სცენართან შედარებით, ნაკლები სესხის გაცემას განაპირობებს და მოთხოვნას დამატებით შეამცირებს. ამ ყველაფრის

შედეგად, შესაძლოა ეკონომიკური ზრდის პოტენციალიც დაქვეითდეს, ხოლო გაჯანსაღება გაჭიანურდეს.

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 გაზრდის. თუმცა უძრავი ქონების ლარში გამოხატული ფასები, მაღალი ინფლაციის ფონზე, ზრდას განაგრძობს.



## მაკროეკონომიკური სცენარების შეჯამება

სცენარი	საბაზო	ოპტიმისტური (შიდა და საერთაშორისო გარემოს გაუმჯობესება)	პესიმისტური (სავაჭრო და ფინანსური პირობების გაუარესება)
Fed-ის პოლიტიკის განაკვეთი	2024*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -0.5 პპ 2026: -0.5 პპ 2027: -0.25 პპ	2024*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -1.0 პპ 2026: -0.5 პპ 2027: -0.5 პპ	2024*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: +0.5 პპ 2026: -0.75 პპ 2027: -0.75 პპ
ECB-ის პოლიტიკის განაკვეთი	2024*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -0.5 პპ 2026: -0.5 პპ 2027: +0.0 პპ	2024*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -0.75 პპ 2026: -0.25 პპ 2027: -0.5 პპ	2024*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: +0.5 პპ 2026: -0.75 პპ 2027: -0.5 პპ
ქვეყნის სუვერენული რისკ-პრემიის ცვლილება**	2024: -0.1 პპ (2023 წლის დონესთან შედარებით) 2025: +0.75 პპ 2026: -0.25 პპ 2027: +0.0 პპ	2024: -0.1 პპ (2023 წლის დონესთან შედარებით) 2025: +0.5 პპ 2026: -0.25 პპ 2027: -0.25 პპ	2024: -0.1 პპ (2023 წლის დონესთან შედარებით) 2025: +2.0 პპ 2026: -1.0 პპ 2027: -0.5 პპ
ლარი/დოლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი (GEL/USD)	2024†: უცვლელი 2025††: უცვლელი 2026: უცვლელი 2027: უცვლელი	2024†: უცვლელი 2025††: გამყარება 2% 2026: გამყარება 3% 2027: უცვლელი	2024†: უცვლელი 2025††: გაუფასურება 15% 2026: უცვლელი 2027: გამყარება 5%
ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (NEER)	2024†: უცვლელი 2025†: უცვლელი 2026: უცვლელი 2027: უცვლელი	2024†: უცვლელი 2025††: გამყარება 1% 2026: გამყარება 2% 2027: უცვლელი	2024†: უცვლელი 2025††: გაუფასურება 9% 2026: უცვლელი 2027: გამყარება 3%
რეალური მშპ-ის ზრდა (YoY)	2024: 8.7% 2025: 4.9% 2026: 5.8% 2027: 5.7%	2024: 8.7% 2025: 7.0% 2026: 6.0% 2027: 6.0%	2024: 8.7% 2025: 2.0% 2026: 3.0% 2027: 5.0%
უმუშევრობის დონის ცვლილება	2024: -2.4 პპ 2025: +0.25 პპ 2026: -0.25 პპ 2027: -0.25 პპ	2024: -2.4 პპ 2025: -0.5 პპ 2026: -0.5 პპ 2027: +0.0 პპ	2024: -2.4 პპ 2025: +1.5 პპ 2026: +1.5 პპ 2027: -1.0 პპ
სფი ინფლაცია (YoY)	2024: 1.2% 2025: 2.9% 2026: 3.6% 2027: 2.7%	2024: 1.2% 2025: 3.0% 2026: 3.0% 2027: 3.0%	2024: 1.2% 2025: 8.0% 2026: 5.0% 2027: 3.0%
უმრავი ქონების ფასების ცვლილება (ლარით გამოხატული, YoY)	2024: 11.0% 2025: 6.0% 2026: 6.5% 2027: 5.5%	2024: 11.0% 2025: 7.5% 2026: 6.5% 2027: 6.0%	2024: 11.0% 2025: 5.0% 2026: 6.0% 2027: 5.5%
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%)†††	2024*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -0.8 პპ 2026: -0.6 პპ 2027: -0.1 პპ	2024*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: -1.0 პპ 2026: -0.5 პპ 2027: +0.0 პპ	2024*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2025: +1.5 პპ 2026: -1.0 პპ 2027: -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.

† 2024 წლის 14 დეკემბრის ჩათვლით დაფიქსირებული 2 კვირის საშუალო დონე.

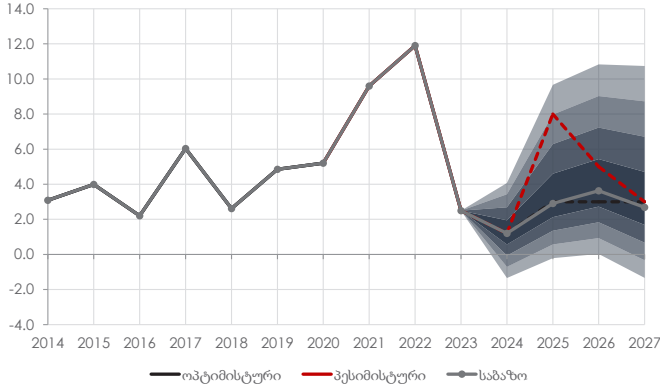
†† წინა წლის დეკემბრის საშუალო დონესთან შედარებით.

††† დაშვება ასახავს წლის განმავლობაში განხორციელებულ ცვლილებას.

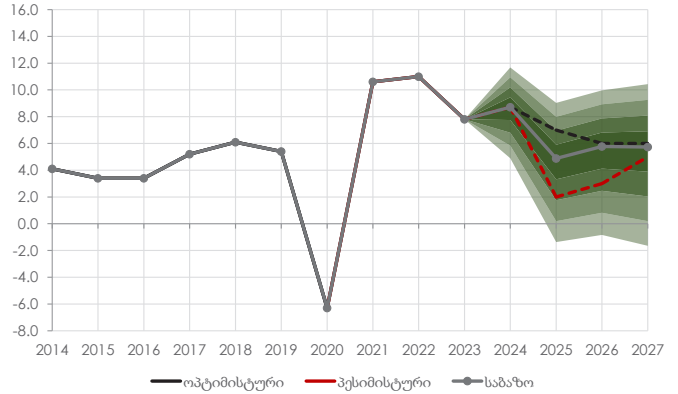
# დანართი

## ძირითადი ადგილობრივი ცვლადების დინამიკა

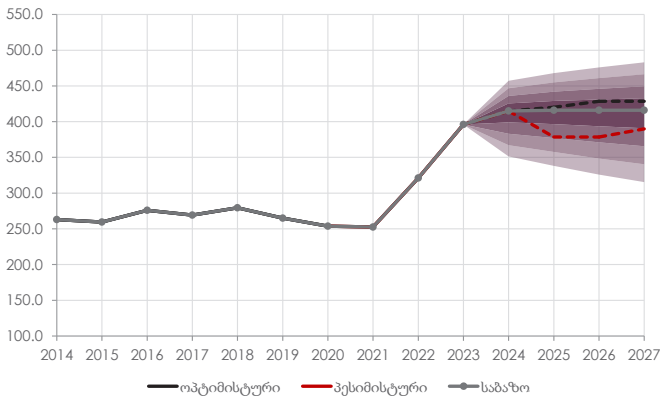
დიაგრამა 1. სფი წლიური ინფლაცია (%)



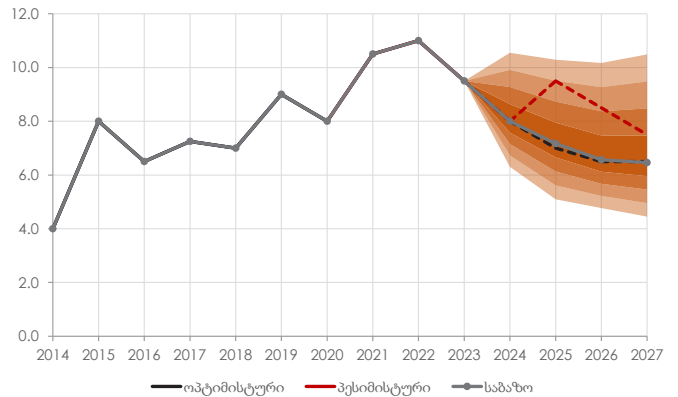
დიაგრამა 2. რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა (%)



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



დიაგრამა 4. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი\* (%)



\*\* 1995=100; ზრდა ნიშნავს გამყარებას

	ისტორია													სცენარი											
														საბაზო				ოპტიმისტური				პესიმისტური			
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027	2024	2025	2026	2027
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	1.2	2.9	3.6	2.7	1.2	3.0	3.0	3.0	1.2	8.0	5.0	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	8.0	7.2	6.6	6.5	8.0	7.0	6.5	6.5	8.0	9.5	8.5	7.5
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	7.8	8.7	4.9	5.8	5.7	8.7	7.0	6.0	6.0	8.7	2.0	3.0	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	395.9	414.9	416.0	416.0	416.0	414.9	420.1	428.5	428.5	414.9	378.5	378.5	389.9

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.

