



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

მაკროეკონომიკური სცენარები ფასს 9-ის მიზნებისთვის

ივნისი

2025

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 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 ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე კონფლიქტის ხანგრძლივობასა და გლობალური სატარიფო პოლიტიკის სიმძიმესთან დაკავშირებული დაშვებებია. საბაზო სცენარში, მოკლევადიან პერიოდში, ეკონომიკური ზრდის წამყვან ფაქტორად შიდა მოთხოვნა, ხოლო, საშუალოვადიან პერიოდში, ტარიფების ეფექტის მიღწევის ფონზე, საგარეო მოთხოვნის ნორმალიზება მოიაზრება. ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, ეკონომიკური აქტივობა, საბაზო სცენართან შედარებით, უფრო მდგრადი ხასიათისაა, რაც ქვეყნის სატარიფო პოტენციალის გაფართოებასა და, გლობალური სავაჭრო მიმოქცევის პრობლემების სწრაფი მოგვარების შედეგად, ქვეყანაში ტვირთბრუნვის ზრდასა და გლობალურად სასურსათო ნედლეულის ფასებზე წნეხის შემცირებასთან არის დაკავშირებული. პესიმისტური სცენარი, გლობალურად სატარიფო პოლიტიკისა და ახლო აღმოსავლეთში დაპირისპირებების ესკალაციის ფონზე, გლობალური 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 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 ცენტრალურ სცენარს ეფუძნება, 2025 წელს საქართველოს ეკონომიკა კვლავ მაღალი ზრდის ტემპით ხასიათდება. აშშ-ის მიერ გატარებული სატარიფო პოლიტიკა როგორც პირდაპირი,

ისე არაპირდაპირი ზეგავლენის ქვეშ მყოფი ქვეყნების მიერ ახალი სავაჭრო არხების ფორმირებებს წაახალისებს. აღნიშნული კი გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციის ახალ ტალღას მოასწავებს. არსებული სავაჭრო ნაკადების რღვევა და სავაჭრო ურთიერთობების გადახედვა მიწოდების ჯაჭვების შეფერხებებს გამოიწვევს, რაც გლობალური ეკონომიკის ზრდის შენელებაში აისახება. მოცემული გარემოებები გლობალურად ინფლაციურ წნეხს წარმოქმნის, რაც განვითარებულ ქვეყნებში საპროცენტო განაკვეთების შედარებით მაღალ დონეზე შენარჩუნებას განაპირობებს. გლობალური აქტივობის შემცირების ფონზე, თავდაპირველი ინფლაციური წნეხი შეამსუბუქდება, და ეკონომიკური აქტივობის მასტიმულირებელი, შერბილებული მონეტარული პოლიტიკის, გატარების საშუალებას წარმოქმნის. შესაბამისად Fed მიმდინარე პერიოდში, საპროცენტო განაკვეთების შემცირებას განაგრძობს, ხოლო ECB ნეიტრალურ დონეზე შეინარჩუნებს.

საბაზო სცენარის თანახმად, მოკლევადიან პერიოდში, გლობალურად გაუარესებული მოლოდინების კვალდაკვალ, იზრდება რისკიანობა და მკაცრდება გლობალური ფინანსური პირობები, რაც ნაკლებად განვითარებული ქვეყნებიდან კაპიტალის გადინების რისკებს წარმოშობს. ამის პარალელურად, მიწოდების ჯაჭვების რღვევის შედეგად წარმოქმნილი ინფლაციური წნეხის საპასუხოდ, შესაძლოა მზარდი და განვითარებადი ქვეყნების ცენტრალურ ბანკებს მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება დასჭირდეთ. აღნიშნული გარემოება საქართველოს სავაჭრო პარტნიორებშიც შეინიშნება, რაც მათ ეკონომიკურ აქტივობაზე უარყოფითად აისახება. ეს კი საქართველოს საგარეო მოთხოვნის კლებას განაპირობებს.

საბაზო სცენარის მიხედვით, მოკლევადიან პერიოდში, საგარეო მოთხოვნის შესაძლო შენელების მიუხედავად, საქართველოში შიდა მოთხოვნა კვლავ ძლიერია, რაც ეკონომიკურ ზრდას ხელს უწყობს. გაზრდილი პოტენციალისა და 2025-ის დასაწყისში დაფიქსირებული მაღალი ეკონომიკური აქტივობის კვალობაზე, მიმდინარე წელს ზრდა კვლავ მაღალი იქნება. შემდგომ პერიოდში, სატარიფო პოლიტიკის ეფექტების მიღევის კვალდაკვალ, საგარეო მოთხოვნა დაჩქარდება, ხოლო შიდა მოთხოვნა ნორმალიზდება, რაც ეკონომიკურ ზრდას პოტენციურ 5%-იან ნიშნულს დაუახლოებს. მიმდინარე

წელს, მაღალი ეკონომიკური აქტივობის შენარჩუნების პირობებში, უმუშევრობის დონე ნორმალიზებას განაგრძობს. ეკონომიკური აქტივობის მდგრადი ხასიათისა და ქვეყანაში უმუშევრობის დონის გათვალისწინებით, უძრავი ქონების ფასები ნომინალური ეკონომიკური ზრდის თანაზომიერად გაიზარდება.

საბაზო სცენარში, სავაჭრო პარტნიორებში გაზრდილი ფასების მიუხედავად, დოლარის შესუსტებისა და ლარის სიმყარის ფონზე, იმპორტირებული ინფლაციის წნეხი მეტწილად განეიტრალებული იქნება. ამასთან, ლარის მყარი პოზიცია კომპანიების უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული სესხების მომსახურების ტვირთიდან დამატებით ინფლაციურ წნეხს არ წარმოშობს. აქვე აღსანიშნავია, რომ საშუალოვადიან პერიოდში არსებული ინფლაციური წნეხი გლობალურად გაზრდილი ინფლაციური მოლოდინებისა და გაურკვევლობის ასახვაა. შესაბამისად, როგორც შიდა, ისე გარე ფაქტორებიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი დაბალია, რომელიც ჭარბი შიდა მოთხოვნის ნორმალიზებისა და გლობალურად არსებული გაურკვევლობის ამოწურვის კვალდაკვალ მიიღევა. აქედან გამომდინარე, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, 2025 წლის განმავლობაში, მიმდინარე დონეზე შენარჩუნდება, და ინფლაციური წნეხების ამოწურვის ფონზე გამკაცრებული რეჟიმიდან გამოვა.

საბაზო სცენარის თანახმად, გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციის გაღრმავების შედეგად წარმოქმნილი სავაჭრო და საფინანსო ნაკადების მდგრადობასთან დაკავშირებული გაურკვევლობის ფონზე, საქართველოს სუვერენული რისკის პრემიის ზრდის წნეხი ჩნდება. თუმცა, ქვეყანაში მაღალი ეკონომიკური ზრდის შენარჩუნებისა და, მიმდინარე პერიოდში, აშშ დოლარის გლობალურად შესუსტების კვალობაზე, საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია მოკლევადიან პერიოდში მხოლოდ მცირედით იზრდება, ხოლო ლარის გაცვლითი კურსი როგორც აშშ დოლარის, ისე სავაჭრო პარტნიორების მიმართ უცვლელი რჩება.

საბაზო სცენარის ირგვლივ მაღალი გაურკვევლობა არსებობს, რასაც მსოფლიოში არსებული გეოპოლიტიკური ვითარება განაპირობებს. კერძოდ, მომდევნო წლებში საქართველოს ეკონომიკური აქტივობა მნიშვნელოვნად იქნება დაკავშირებული

გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციის შედეგად, გლობალურ და ადგილობრივ ბაზრებზე სავაჭრო კავშირების რღვევებთან. აღნიშნული პროცესი სავაჭრო და ფინანსურ ბაზრებზე არსებულ მოლოდინებზე მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს და საქართველოს ეკონომიკაზეც 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 ტარიფების შედეგად სავაჭრო მიმოქცევასთან დაკავშირებული გაურკვევლობის შემცირებასა და საქართველოს სავაჭრო პოტენციალის გაფართოებას განიხილავს, ხოლო პესიმისტური სცენარი გლობალური სატარიფო პოლიტიკის დამძიმებისა და ახლო აღმოსავლეთში მიმდინარე დაპირისპირებების გაჭიანურების ფონზე, გლობალური სავაჭრო და ფინანსური პირობების გამკაცრებაზე ამახვილებს ყურადღებას. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ ალტერნატიული სცენარები არ ითვალისწინებს ფისკალურ და სხვა მაკროეკონომიკურ პოლიტიკასთან დაკავშირებულ რისკებს.

ოპტიმისტური სცენარი

ოპტიმისტურ სცენარში, სატარიფო პოლიტიკაში მონაწილე ქვეყნებს შორის შეთანხმება შედარებით მოკლე ვადაში მიიღწევა და სავაჭრო ნაკადების შეფერხებებს მხოლოდ მოკლევადიანი ხასიათი ექნება. შესაბამისად ტარიფებიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი, საბაზო სცენართან შედარებით, ნაკლები იქნება. ამასთან, არსებული პრეცედენტი სავაჭრო კავშირების დივერსიფიკაციას აჩქარებს, რაც ახალ გარიგებებსა და არხებს აყალიბებს. სტრუქტურული რეფორმების გატარების შედეგად, სავაჭრო პარტნიორებს შორის ფინანსური, შრომისა და სასაქონლო ბაზრების უფრო ღრმა ინტეგრაცია წარმოების მასშტაბის

ზრდასა და ინოვაციებს წაახალისებს, რაც პროდუქტიულობის ზრდას დააჩქარებს და ქვეყნების ეკონომიკის პოტენციალს გაზრდის.

ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, ახლო აღმოსავლეთში არსებულ კონფლიქტში ჩართული მხარეები დეესკალაციას მოკლე ვადაში შეძლებენ, რაც ნავთობის ფასსაც დაწვეს. პოტენციური ზრდის დაჩქარებისა და გლობალური ინფლაციური მოლო-დინების კლების გათვალისწინებით, ცენტრალური ბანკები მკაცრი მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმიდან, საბაზო სცენართან შედარებით, სწრაფად გამოდიან. კერძოდ, აშშ-ის Fed მონეტარულ პოლიტიკის შემცირებას დაჩქარებული ტემპით განაგრძობს, ხოლო ევროპის ცენტრალური ბანკი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს, მიმდინარე პერიოდში, შეამცირებს, და მომდევნო წლებში ნეიტრალურ დონეზე შეინარჩუნებს. აღნიშნული კი გლობალური ფინანსური პირობების შემსუბუქებას განაპირობებს, რაც საშუალოვადიან პერიოდში გლობალური ეკონომიკური აქტივობის უფრო სწრაფ გაჯანსაღებას შეუწყობს ხელს.

ახალი სავაჭრო ურთიერთობების განვითარებისა და გლობალური ფინანსური პირობების ეტაპობრივი შერბილების კვალდაკვალ, მზარდი და განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში შემცირდება რისკები, რაც საბაზრო განწყობას გააუმჯობესებს და საინვესტიციო ნაკადების ზრდასაც განაპირობებს. შედეგად, მოცემულ ქვეყნებშიც ეკონომიკური ზრდა დაჩქარდება. სავაჭრო პირობების შემდგომი გაუმჯობესების ფონზე, იმპორტირებული ინფლაციის წილი შემცირდება და მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრებული რეჟიმიდან გამოსვლა გაგრძელდება.

ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, მომდევნო წლიდან სავაჭრო ურთიერთობების გაღრმავება და პარტნიორობთან სავაჭრო პოლიტიკის დამატებითი ინტეგრაცია საქართველოს „შუა დერეფნის“ როლს გააძლიერებს. შედეგად გაიზრდება ტვირთბრუნვა, ადგილობრივი ექსპორტი და ასევე ინვესტიციები. სავაჭრო ნაკადების ზრდას შესაბამისი ინფრასტრუქტურული პროექტების განხორციელება შეუწყობს ხელს, რაც ახალი სამუშაო ძალების შექმნასა და,

საშუალოვადიან პერიოდში, უმუშევრობის დონის შემცირებას განაპირობებს. შედეგად იზრდება ეკონომიკის პოტენციალი, რაც უზრუნველყოფს საქართველოს ეკონომიკის, საბაზო სცენართან შედარებით, უფრო მაღალი ტემპით ზრდას.

რეგიონში გაზრდილი როლისა და ინვესტიციების ზრდის კვალობაზე, საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია, საშუალოვადიან პერიოდში, საბაზო სცენართან შედარებით, დაბალ ნიშნულზე ჩამოვა. ქვეყანაში კაპიტალის ახალი ნაკადების შემოდინება გაცვლითი კურსის როგორც ნომინალური ეფექტური, ისე აშშ დოლარის მიმართ გამყარების წინაპირობა ხდება. არსებული მაკროეკონომიკური მდგარდობისა და ეკონომიკური ზრდის გაუმჯობესებული მოლოდინების გათვალისწინებით, საქართველოს უძრავი ქონების, როგორც საინვესტიციო აქტივის, მიმზიდველობა გაიზრდება. შედეგად უძრავი ქონების ფასები როგორც ლარში გამოხატული, ისე აშშ დოლარში, საბაზო სცენართან შედარებით, მაღალი ტემპით გაიზრდება.

ოპტიმისტური სცენარის მიხედვით, საგარეო მოთხოვნის ზრდიდან მომდინარე ინფლაციური წნეხი სავაჭრო პოტენციალის ზრდითა და ინვესტიციების შემოდინებით იქნება მეტწილად განეიტრალებული. რადგანაც დასაქმების ზრდა ქვეყანაში პოტენციალის ამალლების კვალობაზე მიმდინარეობს, შიდა ფაქტორებით გამოწვეული ინფლაციური წნეხიც მინიმალურია. შესაბამისად, გლობალური ეკონომიკური აქტივობის გაჯანსაღების, ქვეყანაში სტაბილური მაკროეკონომიკური მდგომარეობისა და დაბალანსებული ინფლაციური მოლოდინების გათვალისწინებით, მონეტარული პოლიტიკა გამკაცრებული რეჟიმიდან, საბაზო სცენართან შედარებით, სწრაფად გამოდის.

პესიმისტური სცენარი

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, გლობალურად სატარიფო პოლიტიკის უფრო აქტიურ ფაზაში გადასვლამ, შეიძლება კიდევ უფრო შეაფერხოს სავაჭრო

მიმოქცევა, რაც გამოიწვევს როგორც ფართო მოხმარების სასურსათო პროდუქციის, ისე შუალედური მასალებისა და, შესაბამისად, საწარმოო ხარჯების ზრდას. იმპორტიორი ქვეყნების-თვის ტარიფებით გამოწვეული ფასების ცვლილება გამოიწვევს უფრო მაღალ ინფლაციას და შეზღუდავს ცენტრალური ბანკების მიერ მონეტარული პოლიტიკის შერბილების სივრცეს.

გეოპოლიტიკური ფრაგმენტაციის ფონზე, გლობალური ეკონომიკური ინტეგრაციის შეზღუდვამ შესაძლოა საწარმოო რესურსების არაოპტიმალური გადანაწილება და რიგ ქვეყნებში ტექნოლოგიური პროგრესის შენელება განაპირობოს. ამასთან, სატარიფო პოლიტიკასთან არსებული გაურკვევლობის გაჭიანურებამ შესაძლოა ინვესტიციებიც შეაფერხოს. ეს ყველაფერი კი გრძელვადიან პერსპექტივაში გლობალური ეკონომიკური ზრდის პოტენციალზე უარყოფითად აისახება. აღნიშნული განსაკუთრებით მძიმე ტვირთად დააწვება შედარებით ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებს.

პესიმისტურ სცენარში, გლობალური ეკონომიკური ზრდის შენელების ფონზე, ენერგომატარებლებზე მოთხოვნა მცირდება, თუმცა, ახლო აღმოსავლეთში დაპირისპირებების შესაძლო გაჭიანურება ნავთობპროდუქტების ფასების ზრდის რისკებს წარმოშობს. ეს კი ტარიფების შედეგად შუალედურ მასალებზე გაზრდილი ხარჯების ეფექტს გაამწვავებს. გაუარესებული ეკონომიკური ზრდის მოლოდინებისა და გლობალურ ბაზრებზე გაზრდილი გაურკვევლობის შედეგად, Fed და ECB გარკვეულ სიფრთხილეს იჩენენ. კერძოდ Fed 2025 წლის განმავლობაში, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს გამკაცრებულ დონეზე შეინარჩუნებს, ხოლო ECB მიმდინარე ნეიტრალური დონიდან მცირედით გაზრდის. განვითარებული ქვეყნები გამკაცრებული მონეტარული პოლიტიკის შერბილებას მხოლოდ 2026 წლის მეორე ნახევრიდან დაიწყებენ.

გაზრდილი გაურკვევლობის პირობებში, ინვესტორები კაპიტალის შედარებით უსაფრთხო აქტივებში დაბანდებას ამჯობინებენ, რაც მზარდი და განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნებიდან კაპიტალის გადინების რისკებს გაზრდის. აღნიშნულმა კი

შეიძლება საგადასახდელო ბალანსის კრიზისი გამოიწვიოს ფინანსურ ბაზარზე შედარებით შეზღუდული წვდომის მქონე ქვეყნებში. შესაბამისად, როგორც სავაჭრო ჯაჭვების რღვევა, ისე ფინანსური ნაკადების შეფერხება საგარეო შემოდიანების მდგრადობასთან დაკავშირებულ რისკებს ზრდის, რაც ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებში რისკის პრემიის ზრდასა და ადგილობრივი ვალუტების მნიშვნელოვნად გაუფასურებას იწვევს.

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, სავაჭრო პარტნიორებში ეკონომიკური აქტივობის გაუარესებისა და სავაჭრო მიმოქცევის კუთხით წარმოქმნილი დაბრკოლებების გათვალისწინებით, საქართველოს საექსპორტო პროდუქციაზე მოთხოვნის შემცირება არის მოსალოდნელი. ამასთან გლობალური ეკონომიკების დასუსტების ფონზე, იზრდება უმუშევრობა, მათ შორის ქართველ მიგრანტებშიც, რაც საქართველოში ფულადი გზავნილების შემოდიანების შემცირებაში აისახება. ასევე, საიმპორტო პროდუქციაზე, კერძოდ შუალედურ მასალებზე, ფასების ზრდა, მოკლევადიან პერიოდში, საქართველოს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტს გაზრდის. ვაჭრობიდან მიღებული შემოდიანების კლებასთან ერთად, გლობალურად წარმოქმნილი მაღალი გაურკვევლობის ფონზე, მსოფლიოში მიმდინარე სავაჭრო და ფინანსური კავშირების ფუნდამენტური ცვლილებები, მომდევნო წელს, საქართველოდან კაპიტალის გადინებას განაპირობებს. ამ ყველაფრის შედეგად, საქართველოს სუვერენული რისკის პრემია გაიზრდება და ადგილობრივი ვალუტა გაუფასურდება. სესხების ჯერ კიდევ მაღალი დოლარიზაციის გამო, გაცვლითი კურსის მერყეობისა და საერთაშორისო ვაჭრობასთან დაკავშირებული რისკების ზრდის შედეგად, უცხოურ ვალუტაში მსესხებლებისთვის ვალის ტვირთი და საკრედიტო რისკი იზრდება, ხოლო გადახდისუნარიანობა ქვეითდება.

ლარის გაუფასურებისა და იმპორტირებულ საქონელზე, მათ შორის ნავთობპროდუქტებზე, გაზრდილი ფასების შედეგად, საქართველოში, 2025-2027 წლებში, საბაზო სცენართან შედარებით, მეტად იზრდება ინფლაცია. ახლო აღმოსავლეთში არსებული კონფლიქტისა და ახალი სავაჭრო კავშირების დარეგულირების გაჭიანურების ფონზე, გაზრდილია ინფლაციური მოლოდინები. შესაბამისად, საქართველოს ეროვნულ ბანკს, 2025 წლის

ბოლოსთვის, მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება მოუწევს და საშუალოვადიან პერიოდში გამკაცრებული შენარჩუნდება.

პესიმისტურ სცენარში, სავაჭრო ტარიფებთან დაკავშირებული გაზრდილი გაურკვევლობისა და საშუალოვადიან პერიოდში გაუარესებული მოლოდინების პირობებში, საქართველოს მოსახლეობის დიდი ნაწილი მოხმარებას ამცირებს და დანაზოგებს ზრდის. ამასთან, ახლო აღმოსავლეთში არსებული დაპირისპირებების გაჭიანურება უარყოფითად იმოქმედებს საქართველოში შემომავალ ტურისტულ ნაკადებზეც, რაც საგარეო მოთხოვნას დამატებით შეამცირებს. შიდა მოთხოვნის შემცირება საგარეო მოთხოვნის შემცირებასთან ერთად ეკონომიკურ აქტივობას მნიშვნელოვნად შეაფერხებს. შემცირებული მოთხოვნისა და ფუნქციონირების გაზრდილი ხარჯების ფონზე, წარმოების მასშტაბები მცირდება. განსაკუთრებით მაღალი მოწყვლადობით ნაკლებად დივერსიფიცირებული კომპანიები ხასიათდებიან. მოკლევადიან პერიოდში, ინვესტიციების შეფერხებისა, ხოლო, საშუალოვადიან პერიოდში, კაპიტალის გადინების რისკების შედეგად, მნიშვნელოვნად ფერხდება ეკონომიკური აქტივობის პოტენციალი. 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 რისკს დამატებით გაზრდის. ეს კი ადგილობრივი ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე უარყოფითად იმოქმედებს. არსებული რისკებისა და, საშუალოვადიან პერიოდში, ეკონომიკის გაჯანსაღების გაუარესებული მოლოდინების ფონზე, ფინანსური ინსტიტუტები საკრედიტო პირობებს გაამკაცრებენ, რაც, საბაზო სცენართან შედარებით, ნაკლები სესხის გაცემას განაპირობებს და მოთხოვნას დამატებით შეამცირებს. ამ ყველაფრის შედეგად, ეკონომიკური ზრდის პოტენციალი დამატებით ქვეითდება.

პესიმისტური სცენარის მიხედვით, შუალედური ხარჯების ზრდის ფონზე, 2025 წლის ბოლომდე, უძრავი ქონების ფასებს ზრდის ტენდენცია ექნებათ. თუმცა, ეკონომიკური აქტივობის გაჯანსაღების გაუარესებული მოლოდინების, გაზრდილი უმუშევრობისა და გამკაცრებული საკრედიტო პირობების გათვალისწინებით, საშუალოვადიან პერიოდში, უძრავი ქონების აქტივობა შემცირდება. ამასთან, შემცირდება საქართველოს უძრავი ქონების, როგორც საინვესტიციო აქტივის, მიმზიდველობა, რაც უძრავი ქონების ბაზარზე მოთხოვნა-მიწოდების დისბალანსს გაზრდის და, საშუალოვადიან პერიოდში, ფასების ზრდის შენელებას განაპირობებს.

მაკროეკონომიკური სცენარების შეჯამება

სცენარი	საბაზო	ოპტიმისტური (გლობალური ბაზრების მჭიდრო ინტეგრაცია)	პესიმისტური (გეოპოლიტიკური დაძაბულობის გამწვავება)
Fed-ის პოლიტიკის განაკვეთი	2025*: -0.5 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2026: -0.25 პპ 2027: -0.25 პპ	2025*: -0.5 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2026: -1.0 პპ 2027: -0.75 პპ	2025*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2026: -0.25 პპ 2027: -0.5 პპ
ECB-ის პოლიტიკის განაკვეთი	2025*: +0.0 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2026: +0.0 პპ 2027: -0.25 პპ	2025*: -0.25 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2026: +0.0 პპ 2027: +0.0 პპ	2025*: +0.5 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2026: -0.25 პპ 2027: -0.25 პპ
ქვეყნის სუვერენული რისკ-პრემიის ცვლილება**	2025: +1.0 პპ (2024 წლის დონესთან შედარებით) 2026: +0.25 პპ 2027: -0.75 პპ	2025: +0.75 პპ (2024 წლის დონესთან შედარებით) 2026: -0.25 პპ 2027: -0.5 პპ	2025: +1.5 პპ (2024 წლის დონესთან შედარებით) 2026: +1.0 პპ 2027: -1.5 პპ
ლარი/დოლარის ნომინალური გაცვლითი კურსი (GEL/USD)	2025*†: უცვლელი 2026††: უცვლელი 2027: უცვლელი	2025*†: გამყარება 2% 2026††: გამყარება 3% 2027: უცვლელი	2025*†: გაუფასურება 5% 2026††: გაუფასურება 15% 2027: გამყარება 5%
ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი (NEER)	2025*†: უცვლელი 2026††: უცვლელი 2027: უცვლელი	2025*†: გამყარება 1% 2026††: გამყარება 2% 2027: უცვლელი	2025*†: გაუფასურება 3% 2026††: გაუფასურება 10% 2027: გამყარება 3%
რეალური მშპ-ის ზრდა (YoY)	2025: 6.7% 2026: 5.0% 2027: 5.0%	2025: 7.5% 2026: 6.0% 2027: 5.5%	2025: 6.0% 2026: 2.0% 2027: 4.0%
უმუშევრობის დონის ცვლილება	2025: +1.1 პპ 2026: -0.5 პპ 2027: +0.0 პპ	2025: +0.6 პპ 2026: -0.5 პპ 2027: +0.0 პპ	2025: +1.6 პპ 2026: +1.5 პპ 2027: +0.5 პპ
სფი ინფლაცია (YoY)	2025: 3.8% 2026: 3.5% 2027: 2.8%	2025: 3.5% 2026: 2.75% 2027: 3.0%	2025: 4.5% 2026: 8.0% 2027: 5.0%
უძრავი ქონების ფასების ცვლილება (ლარით გამოხატული, YoY)	2025: 7.0% 2026: 6.0% 2027: 5.5%	2025: 7.5% 2026: 7.0% 2027: 6.0%	2025: 7.0% 2026: 5.5% 2027: 5.5%
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%)†††	2025*: +0.1 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2026: -0.4 პპ 2027: -0.5 პპ	2025*: -0.25 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2026: -0.75 პპ 2027: -0.5 პპ	2025*: +0.75 პპ (მიმდინარე დონესთან შედარებით) 2026: +0.75 პპ 2027: -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.

† 2025 წლის 14 ივნისის ჩათვლით დაფიქსირებული 2 კვირის საშუალო დონე.

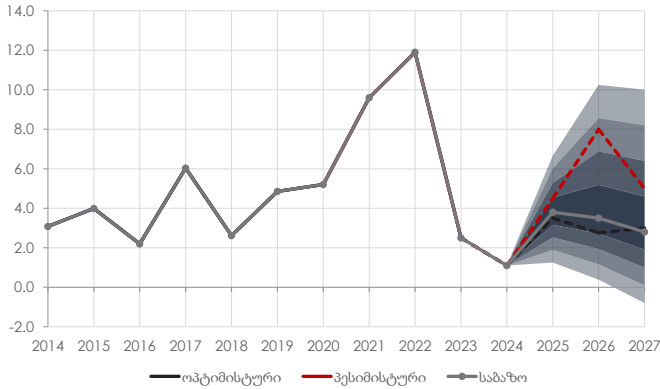
†† წინა წლის დეკემბრის საშუალო დონესთან შედარებით.

††† დაშვება ასახავს წლის განმავლობაში განხორციელებულ ცვლილებას.

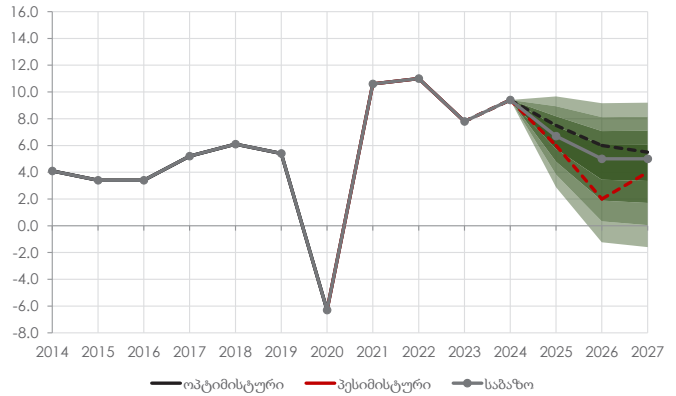
დანართი

ძირითადი ადგილობრივი ცვლადების დინამიკა

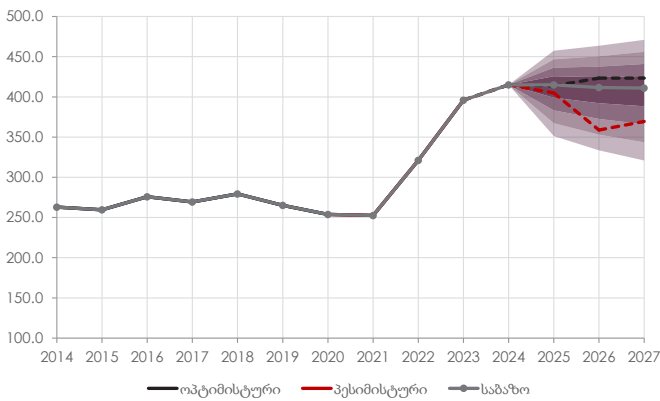
დიაგრამა 1. სფი წლიური ინფლაცია (%)



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

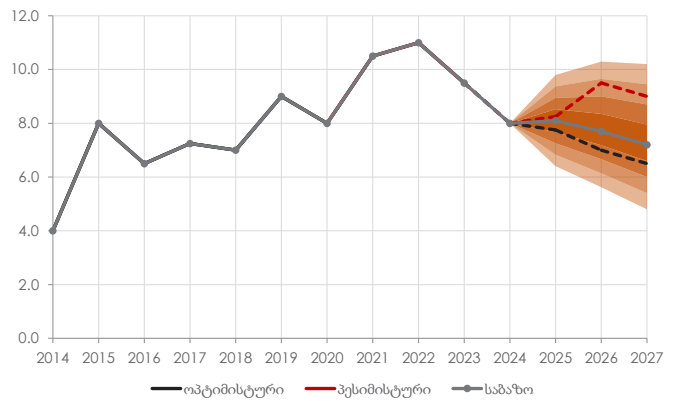


დიაგრამა 3. ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ინდექსი**



** 1995=100; ზრდა ნიშნავს გამყარებას

დიაგრამა 4. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი* (%)



	ისტორია													სცენარი								
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	საბაზო			ოპტიმისტური			პესიმიტური		
														2025	2026	2027	2025	2026	2027	2025	2026	2027
სფი ინფლაცია (YoY, %)	-0.9	-0.5	3.1	4.0	2.2	6.0	2.6	4.9	5.2	9.6	11.9	2.5	1.1	3.8	3.5	2.8	3.5	2.75	3.0	4.5	8.0	5.0
მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი (%) *	5.25	3.75	4.0	8.00	6.5	7.25	7.0	9.0	8.0	10.5	11.0	9.5	8.0	8.1	7.7	7.2	7.75	7.0	6.5	8.75	9.5	9.0
რეალური მშპ-ის წლიური ზრდა (%)	6.6	5.1	4.1	3.4	3.4	5.2	6.1	5.4	-6.3	10.6	11.0	7.8	9.4	6.7	5.0	5.0	7.5	6.0	5.5	6.0	2.0	4.0
ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსი, NEER (1995=100)	254.1	254.0	262.9	259.5	275.9	269.3	279.4	265.0	253.8	252.6	321.1	395.9	415.0	411.6	411.0	411.0	413.8	423.4	423.4	404.9	358.8	369.5

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.

