



თიბისი კაპიტალი

გადადებული, თუმცა მაინც სწრაფი, ვიდრე ეტაპობრივი აღდგენა

მაკრო მიმოხილვა

15.03.2021

ოთარ ნადარაია

მთავარი ეკონომისტი, თიბისი ჯგუფი

ანა მუავანაძე

უფროსი (მოვალეობის შემსრულებელი)
მაკრო-ფინანსური ანალიზის განყოფილება

ჯული ავლოხაშვილი

ანალიტიკოსი
მაკრო-ფინანსური ანალიზის განყოფილება

ლუკა ლაზვიაშვილი

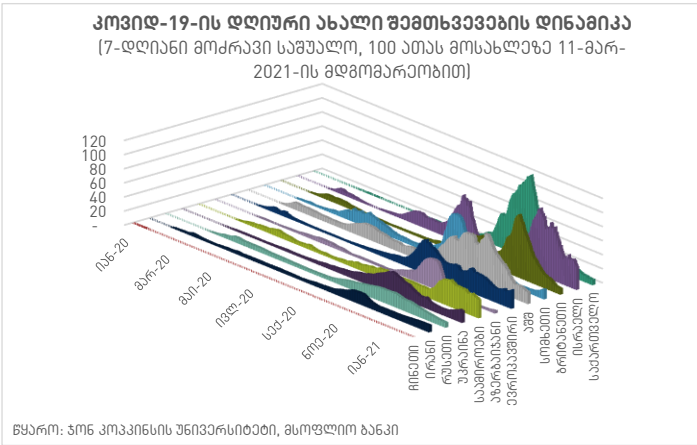
სტაჟიორი
მაკრო-ფინანსური ანალიზის განყოფილება

გადადებული, თუმცა მაინც სწრაფი, ვიდრე ეტაკობრივი აღდგენა

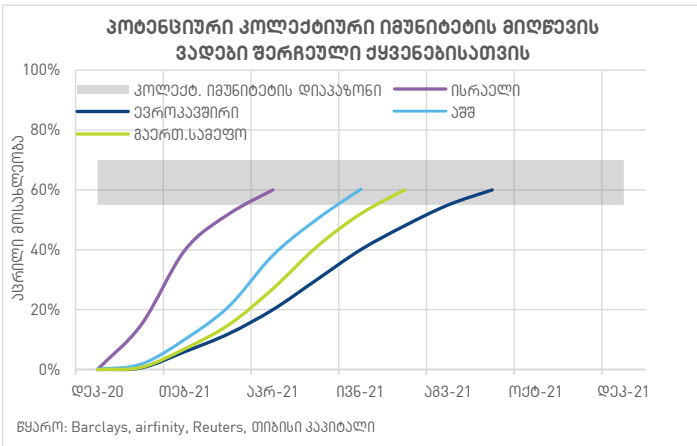
სარჩევი

ვაქცინის წარმოებისა და ლოგისტიკის გაურკვევლობის კვალდაკვალ.....	3
2021 წლის პროგნოზი მცირედით გაუარესდა, მაგრამ 2022 კვლავ სწრაფი აღდგენის წელია.....	5
სამართო დაფინანსება კვლავ საკმარისი იქნება, მანსაკუთრებით სავალუბრო სესხების გაცემის აღდგენის და/ან ჰაჭირების სქემის შემოღების შემთხვევაში.....	8
სავაჭრო პარტნიორების გაუფასურებული ვალუბებისგან მნიშვნელოვან წნეხს ვერ ვხედავთ.....	10
იმ შემთხვევაში თუ ლარი არ გამყარდება, ინფლაცია სეზ-ის ტოლერანტობის დონესთან კალიანახლოს ან მასზე მაღალიც კი იქნება.....	12
მოსალოდნელია ლარისა და დოლარის საკროცენტო განაკვეთების, თუმცა არა აუცილებლად მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის კლება.....	14
დოლარის გამყარების ალბათობა გაზრდილია, თუმცა მისი ციკლურობა კვლავ მნიშვნელოვანი ფაქტორია.....	15
ლართან მიმართებით გარკვეულწილად კოზიტიური მოლოდინები შედარებით ნეიტრალურით შეიცვალა.....	17

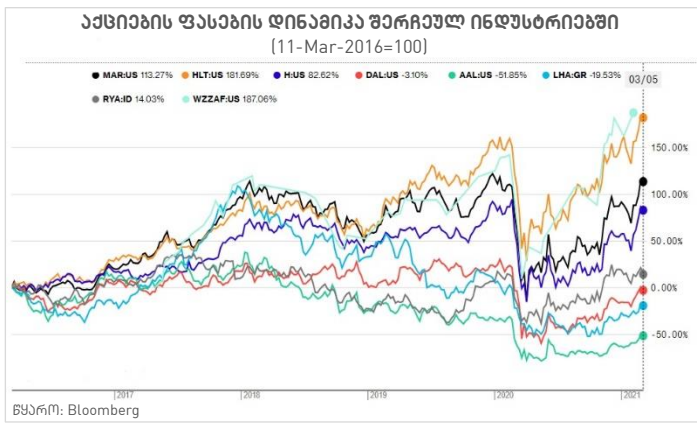
ვაქცინის წარმოებისა და ლოგისტიკის გაურკვევლობის კვლევა



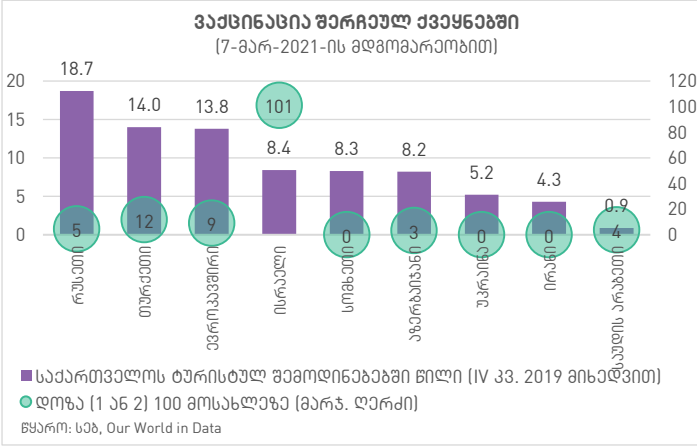
კოვიდ-19-ის მოსალოდნელმა, მეორე ტალღამ ბევრ ქვეყანაში შეზღუდვების აღდგენა გამოიწვია. მიუხედავად იმისა, რომ ამ დროისთვის ქვეყნების უმრავლესობამ ინფიცირების პიკი უკან მოიტოვა, აშკარაა რომ ვირუსის ეფექტურად შეკავებისთვის აუცილებელია წარმატებული ვაქცინაცია. 2020 წლის დეკემბერში, განვითარებული ქვეყნების ნაწილმა ვაქცინაცია დაიწყო, თუმცა, დასაწყისისთვის პროგრამის ტემპი მოსალოდნელზე ნელი აღმოჩნდა. მიუხედავად ამისა, განვითარებული ქვეყნებისათვის ვაქცინაციის პროცესი გარკვეულწილად პროგნოზირებადია; ამასთან, მრავალი განვითარებადი ეკონომიკისთვის კი პერსპექტივა კვლავ ბუნდოვანი რჩება.



მეორე მხრივ, გლობალურად ვაქცინაციის პროცესი თანდათან უნდა აჩქარდეს, ვინაიდან მოსალოდნელია საწარმოო შესაძლებლობების ზრდა და ამავდროულად განვითარებულ ქვეყნებში იმუნიზაციის გარკვეული ზღვრის მიღწევასთან ერთად მათი მხრიდან მასიური მოთხოვნის შემცირება. ასევე, პოზიტიური განაცხადი გაკეთდა ისრაელიდან ვირუსის საწინააღმდეგო ახალი ეფექტური საშუალების შექმნის შესახებ. უარყოფითი ფაქტორებიდან გასათვალისწინებელია არსებული ვაქცინების ეფექტურობა ვირუსის ახალი, უფრო სწრაფად გავრცელებადი შტამების (მაგ. სამხრეთ აფრიკიდან და დიდი ბრიტანეთიდან) წინააღმდეგ. ჯერ-ჯერობით, ახალი შტამების ფართოდ გავრცელებისა და ვაქცინების მათ მიმართ არაეფექტურობის რისკი ზომიერ, მაგრამ გასათვალისწინებელ ნიშნულზე რჩება.¹ საერთო ჯამში, ბაზრებზე ოპტიმისტური მოლოდინებია, ვინაიდან შესაბამის ინდუსტრიებში აქციების ფასები თითქმის სრულად დაუბრუნდა პანდემიამდელი პერიოდის მაჩვენებლებს.

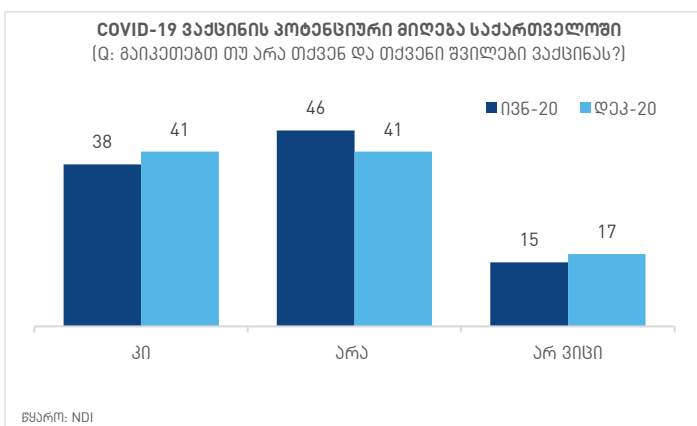
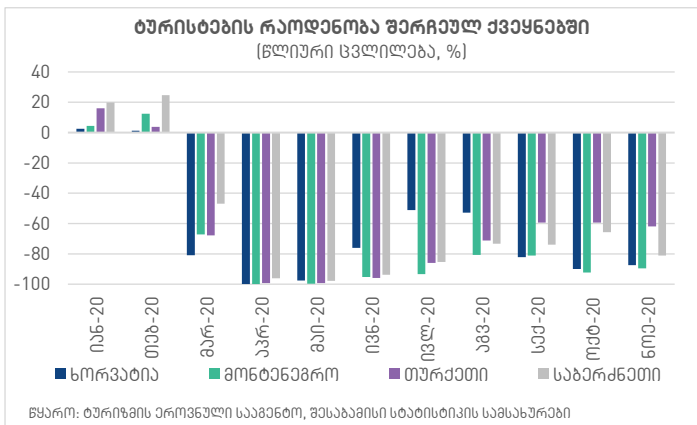
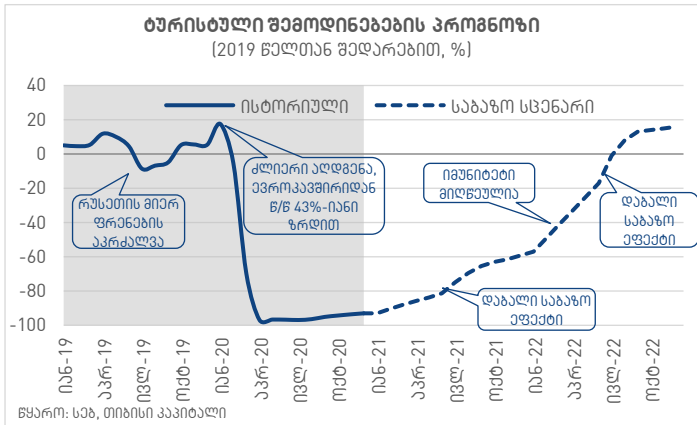


მაშინ, როდესაც ევროკავშირის ქვეყნები, ისრაელი, ამერიკის შეერთებული შტატები და, სავარაუდოდ, თურქეთიც კოლექტიური იმუნიტეტის გამომუშავებას 2021 წელსვე შეძლებენ, საქართველოსთვის და მისი სხვა მთავარი ეკონომიკური პარტნიორებისთვის, ჩვენი გათვლებით, ამის მიღწევა 2022 წლის მეორე კვარტალში იქნება შესაძლებელი, რაც ჩინური და, გარკვეულწილად, რუსული ვაქცინების გამოყენებასაც გულისხმობს.² იმუნიზაციის პროგრამაში გამოყენებული ვაქცინის ეფექტურობისა და ვირუსისგან უკვე გამოჯანმრთლებული ადამიანების რაოდენობის გათვალისწინებით, საქართველოს მოსახლეობის დაახლოებით 45%-63% აცრა დასჭირდება, რათა კოლექტიური იმუნიტეტის გამომუშავების ზღვარს მივალწიოთ.



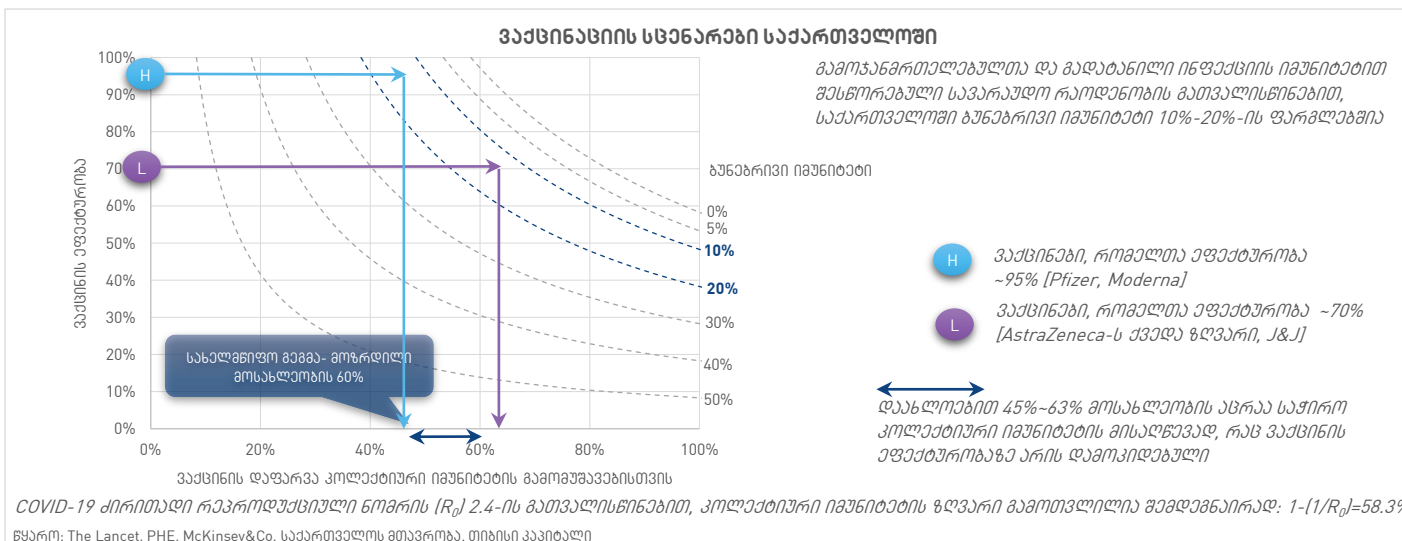
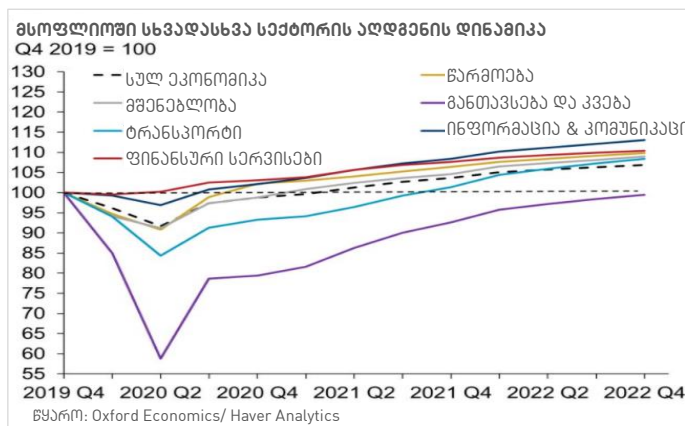
საბაზო სცენარში, ჩვენ არ ველით სრულმასშტაბიანი შეზღუდვების განახლებას, ვინაიდან შეზღუდვების თანდათანობითი მოხსნის ამჟამინდელ პროცესს დადებითობის მაჩვენებლის მნიშვნელოვანი ზრდა არ გამოუწვევია. ამასთან, საზოგადოებაში იმუნიტეტი, შედარებით ნელი ტემპით, მაგრამ კვლავ იზრდება და ვაქცინაციაც ახლო მომავალში დაიწყება. აღსანიშნავია, რომ საქართველომ ვაქცინის პირველი პარტია უკვე მიიღო. აქედან გამომდინარე, საჭიროების შემთხვევაში, მხოლოდ ნაწილობრივი „ლოკდაუნის“ ხელახალ შემოღებას ვვარაუდობთ. მაგალითად, შეიძლება დაწესდეს გარკვეული რეგულაციები საზოგადოებრივ ტრანსპორტზე, თუმცა, აღნიშნული შეზღუდვები გავრცელდება მხოლოდ კვირის გარკვეულ

¹ [Fauci: Covid Vaccines Are Less Effective Against New Strains — But Still Worth Taking; Reuters: promising data in Israel's race to defeat pandemic](#)
² 2021 მარტის მდგომარეობით, რუსული ვაქცინა საგანგებო გამოყენებისთვის 45 ქვეყანამ დაადასტურა, მათ შორის: სომხეთმა, ბელარუსმა, თურქმენეთმა, ირანმა, არაბეთის გაერთიანებულმა საამიროებმა, სლოვაკეთმა და მოლდოვამ



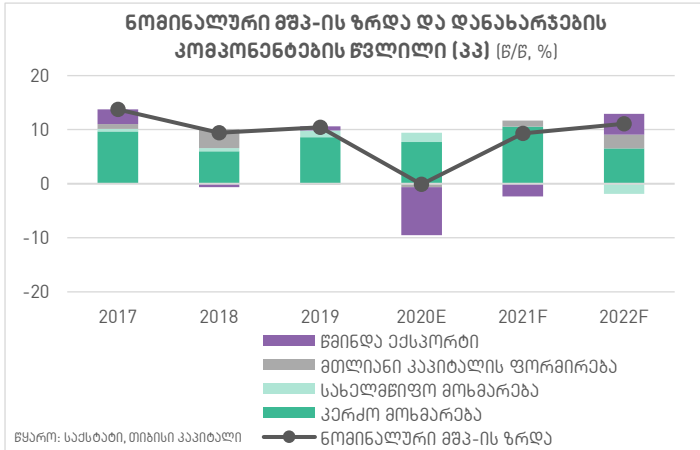
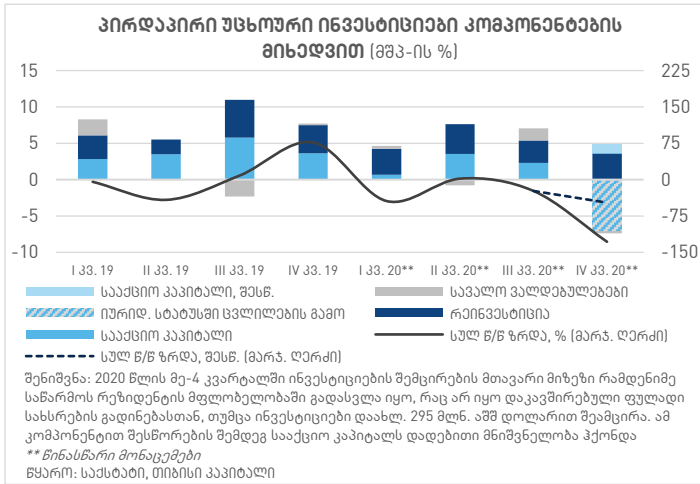
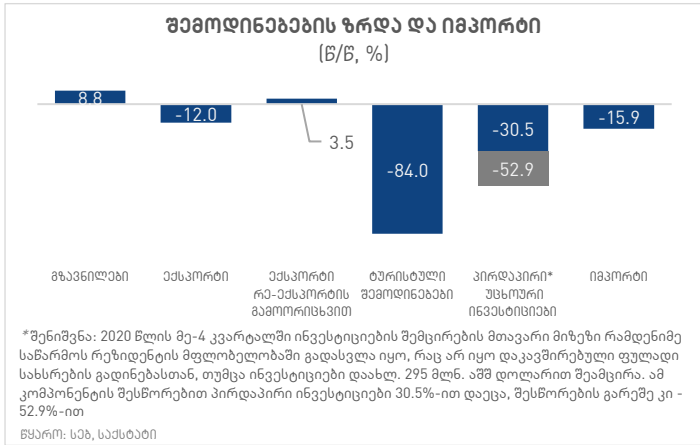
დღეებში და არა მთელი კვირის განმავლობაში. ანალოგიურად, გარკვეული რეგულაციები შეიძლება სავაჭრო ცენტრებსაც შეეხოს, თუმცა, კვირის უმეტეს დღეებში ისინი არ შეწყვეტენ ფუნქციონირებას. ამასთან, ვვარაუდობთ რომ უცხოელი ვიზიტორების მიმართ კონტროლის მკაცრი ზომები მომავალშიც შენარჩუნდება, რადგან საზღვრების სრულად გახსნა დიდ რისკებთან არის დაკავშირებული.

საბაზო სცენარის მიხედვით, იმის გათვალისწინებით, რომ რეგულარული ფრენები უკვე განახლებულია³, 2021 წელს, 2019 წლის მაჩვენებელთან შედარებით, ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლის 25%-იანი აღდგენა ნავარაუდები, ხოლო 2022 წელს აღნიშნული მაჩვენებელი 90%-ს მიაღწევს. რუსეთის მხრიდან ფრენების აკრძალვის მიუხედავად, პანდემიამდელი პერიოდის ძლიერი, 20%-იანი ზრდა, საქართველოს ტურიზმის სტრუქტურაში შორეული და ბიზნეს მოგზაურობების მცირე წილი, შედარებით ახალგაზრდა ტურისტებისა და განმეორებითი ვიზიტების მაღალი წილი, ამასთან, ტურისტული ღირებულების სიმრავლე ტურიზმის ინდუსტრიის თანდათანობითი აღდგენის არგუმენტებია. მნიშვნელოვანია გადადებული მოთხოვნის ფაქტორიც, რომლის ეფექტაც სხვა ქვეყნებში გასული წლის ზაფხულშივე შესამჩნევია იყო, როდესაც საზღვრების გახსნასთან ერთად ტურიზმის ინდუსტრია მალევე აღდგა. თუმცა, დაგვიანებული ვაქცინაციის ფონზე, ვირუსის შემობრუნებისა და მკაცრი შეზღუდვების დაწესების რისკების გამო, საზღვრების ეტაპობრივი გახსნა, სავარაუდოდ, უფრო რაციონალური გადაწყვეტილებაა.



³ მთავრობის წარმომადგენლების განცხადებით, 19 მარტიდან საქართველო ტურისტულ ჯგუფებსაც მიიღებს

2021 წლის პროგნოზი მცირედით გაუარესდა, ამგვარ 2022 კვლავ სწრაფი აღდგენის წელია



მესამე კვარტალში ეკონომიკის 5.6%-იანი კლების შემდეგ, 2020 წლის მეოთხე კვარტალში წინა წლის შესაბამის პერიოდთან შედარებით რეალური მშპ 6.5%-ით შემცირდა, რაც ნოემბრის ბოლოს ნაწილობრივი შეზღუდვების ხელშეწყობით დაწესებით იყო გამოწვეული. მთლიანობაში, 2020 წელს რეალური მშპ 6.1%-ით ნაკლები იყო.

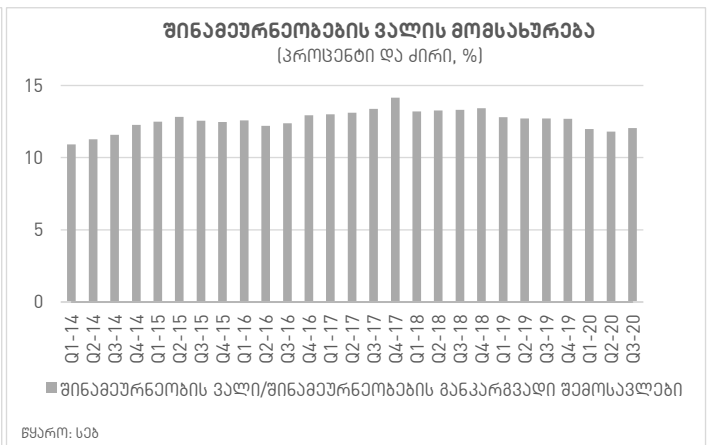
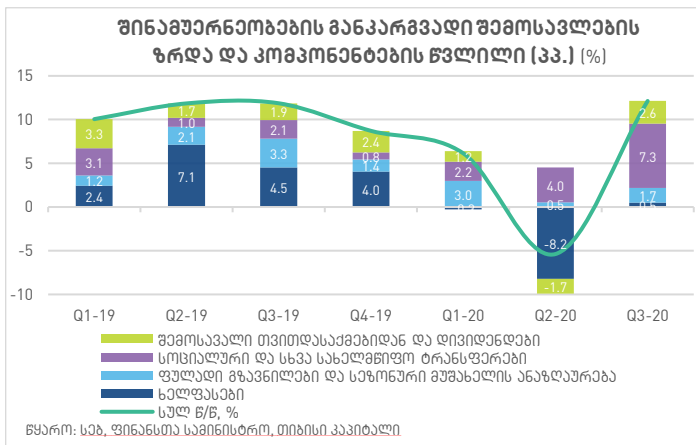
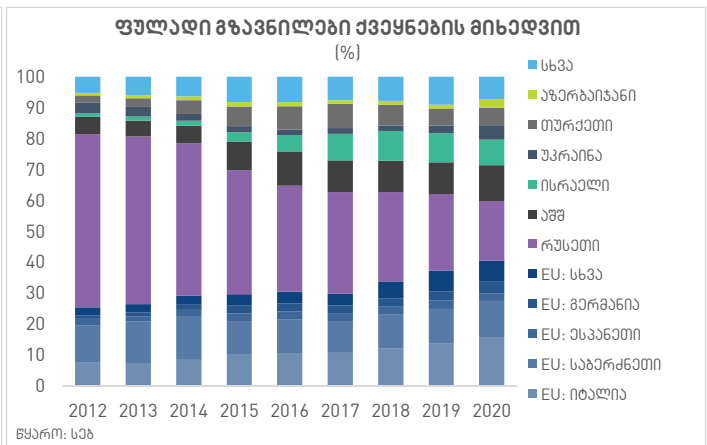
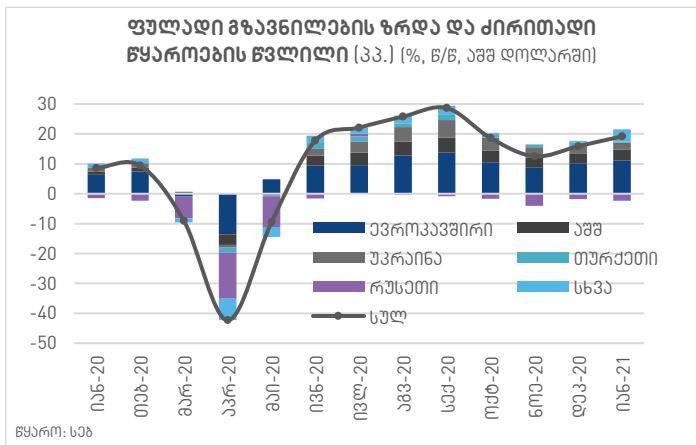
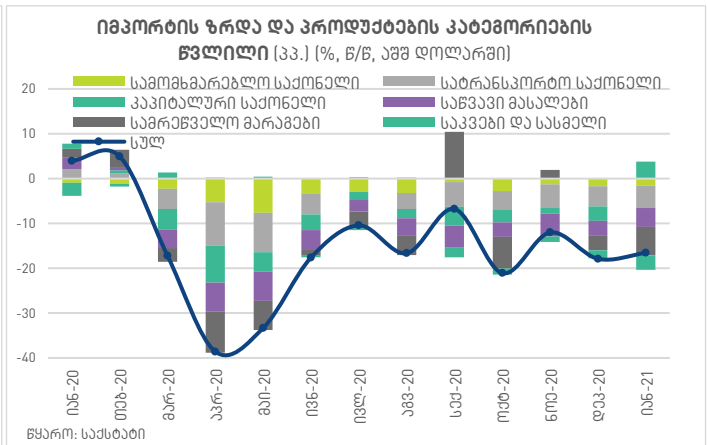
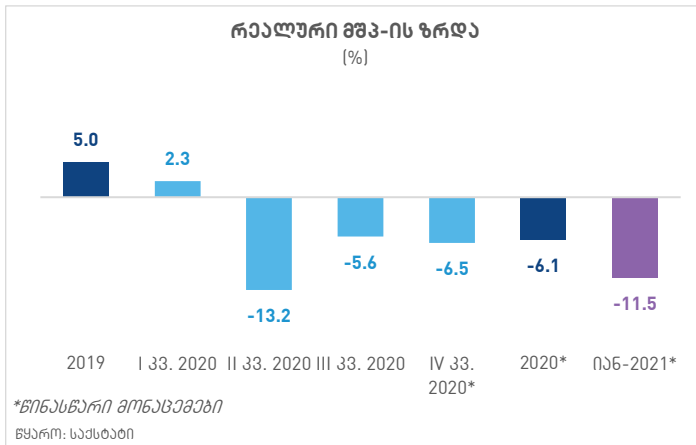
პანდემიის დაწყებიდან დღემდე, ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლები ნულთან ახლოს არის, თუმცა სხვა ტიპის შემოსავლებმა მეტი მდგრადობა გამოავლინა. კერძოდ, 2020 წლის განმავლობაში დოლარში გამოხატული ექსპორტი 12.0%-ით შემცირდა, ხოლო რეექსპორტის გამორიცხვით, ეს მაჩვენებელი 3.5%-ით გაიზარდა; ამის მთავარი მიზეზი არის ის, რომ საქართველოში საინვესტიციო და გრძელვადიანი მოხმარების საქონელი, რომელზე მოთხოვნაც პანდემიის დროს საგრძობლად შემცირდა, ძალიან მცირე რაოდენობით იწარმოება. ამის ნაცვლად, ქართული ექსპორტის დამატებული ღირებულების ძირითადი ნაწილი პირველადი მოხმარების საგნების წარმოებაზე მოდის, რაზეც მოთხოვნა კრიზისის პირობებში მდგრადობას ინარჩუნებს. ამასთან, 2020 წელს ფულადი გზავნილები 8.8%-ით გაიზარდა, მათ შორის, მეოთხე კვარტალში ძლიერი, 15.7%-იანი წლიური ზრდა დაფიქსირდა. ზრდა გარკვეულწილად განპირობებული იყო ფულადი სახსრების შემოდინების არხების ცვლილებით - ნაღდი ფულის სახით შემცირებისა და ციფრული გადამორიცხვების ზრდით, რაც ჩაკეტილმა საზღვრებმა განაპირობა. ამასთან, ამ კომპონენტის კორექტირების შემდეგაც, ჩვენი შეფასებით, 2020 წელს ფულადი გზავნილები 5.0%-ით გაიზარდა, რაც იმ ქვეყნებში, საიდანაც გზავნილების შემოდინება ხდება, პანდემიის პერიოდში უპრეცედენტო ფისკალური სტიმულების გამო შინამეურნეობების განკარგავი შემოსავლის მდგრადი დინამიკით აიხსნება. რაც შეეხება პირდაპირ უცხოური ინვესტიციებს, შემოდინებებმა ასევე შედარებითი მდგრადობა გამოავლინა, განსაკუთრებით თუ გავითვალისწინებთ 2020 წლის მე-4 კვარტალში დაფიქსირებულ ერთჯერად, 294.0 მილიონი აშშ დოლარის ოდენობის ტრანზაქციას.

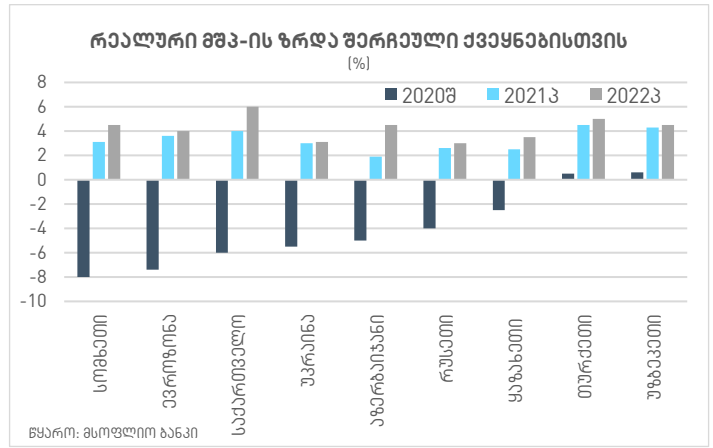
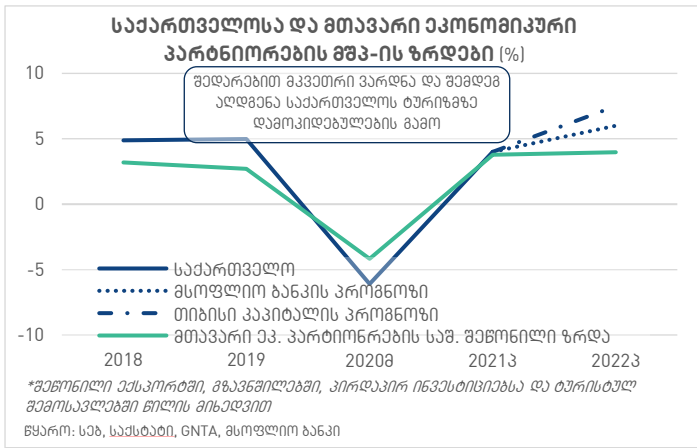
შემცირებული მთლიანი შემოდინებების, რეექსპორტისა და ნავთობის ფასების ფონზე, ასევე, სუსტი ლარისა და შიდა მოთხოვნის კლების გათვალისწინებით, 2020 წელს საქონლის იმპორტი 15.9%-ით შემცირდა, რამაც საქონლის სავაჭრო ბალანსის დაახლოებით ერთ მილიარდ დოლარამდე გაუმჯობესება გამოიწვია.

მიუხედავად იმისა, რომ 2021 წლის იანვარში მშპ-ის ვარდნამ 11.5% შეადგინა, აღნიშნული მაჩვენებელი [მოლოდინებთან შესაბამისობაში იყო](#). 2021 წლის განმავლობაში, დაბალი საბაზო ეფექტისა და არა-ტურისტული სექტორების ეტაპობრივი აღდგენის გათვალისწინებით, ჩვენ მშპ-ის დაახლოებით 4%-იან ზრდას ველოდებით. ამასთან, 2022 წელს მშპ-ის 7.5%-იანი ზრდაა ნაგარაუდები, რაც ტურიზმის სექტორის თითქმის სრული აღდგენის შედეგად იქნება შესაძლებელი. 2020 წლის მსგავსად, შინამეურნეობების მოხმარება, რომელსაც ხელს უწყობს მდგრადი გზავნილების დინამიკა, მაღალი მიმდინარე სახელმწიფო დანახარჯები და 2020 წელს სესხებზე საშუალო პერიოდები, 2021 წელსაც ძლიერი იქნება და მშპ-ის ზრდაში მთავარ წვლილს შეიტანს, მანამ სანამ, 2022 წლისთვის წმინდა ექსპორტი და ინვესტიციები აღდგება (ამ უკანასკნელში კი 2021 წელს აღდგენა მხოლოდ მცირედით მოხდება, ისიც სახელმწიფო

ხარჯებისა და დაბალი საბაზო ეფექტის გამო). რაც შეეხება სესხების ზრდას, აღნიშნული მაჩვენებლის პროგნოზი 2021 წელს, გაცვლითი კურსის ეფექტის გამორიცხვით, 9.5%-ია, ხოლო 2022 წელს 14.0%-იანი ზრდაა ნავარაუდები. მაშინ, როდესაც იპოთეკურ სესხებზე სუბსიდირების პროგრამის გაუქმება სესხების ზრდის ტემპს შეამცირებს, მშპ-ის ზრდა და გაუმჯობესებული ბიზნესისა და სამომხმარებლო ნდობის ინდექსები, დაბალ საპროცენტო განაკვეთებთან ერთად, სესხების ზრდას განაპირობებს. ამასთან, ნომინალურ მაჩვენებლებში სესხების ზრდაზე, რომელიც მხოლოდ გაცვლითი კურსით არის დაკორექტირებული, გაზრდილი ფასები მნიშვნელოვან გავლენას იქონიებს.

მთლიანობაში, პროგნოზები დაფუძნებულია შემოდინებების ზრდასა და იმპორტს შორის ისტორიულ კავშირებზე; ადგილობრივ მოთხოვნასა და იმპორტზე „ლოკდაუნის“ გავლენაზე; სასაქონლო, მეტწილად ნავთობის, ფასების პროგნოზებზე და ლარის გაცვლითი კურსის დინამიკაზე, როგორც რეალურ გამოსახულებაში, ასევე დოლართან მიმართებით, კურსის საგარეო ბალანსსა და მშპ-ის ზრდის ტემპებზე გავლენის გათვალისწინებით.





ძირითადი მაკრო-კარტინორების პროგნოზი 2021 და 2022 წლებისათვის, წლიური ზრდა, %

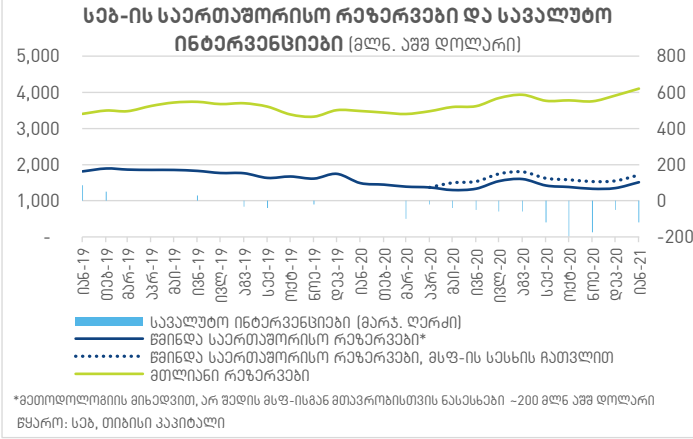
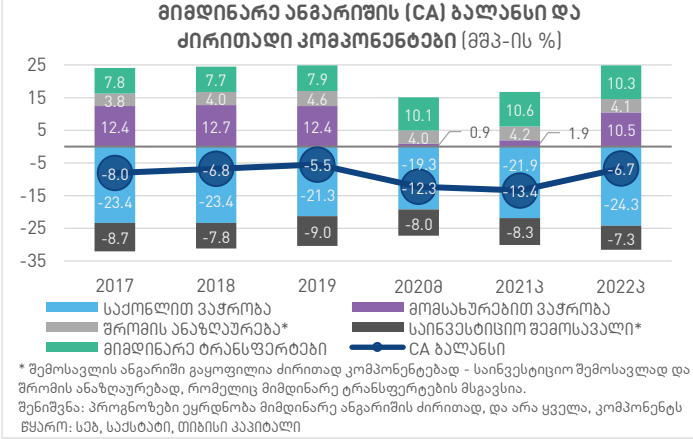
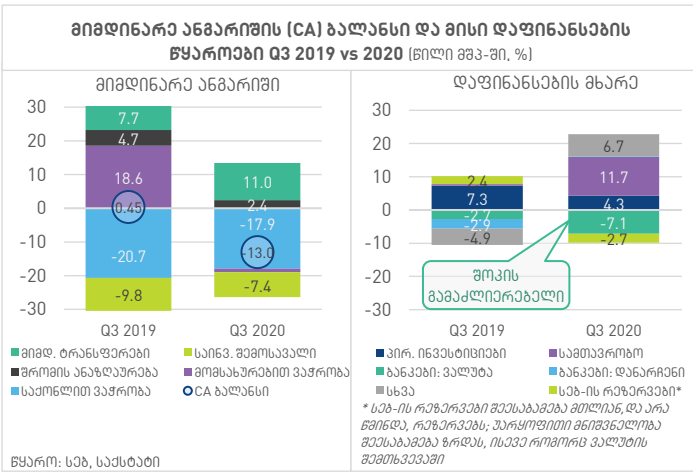
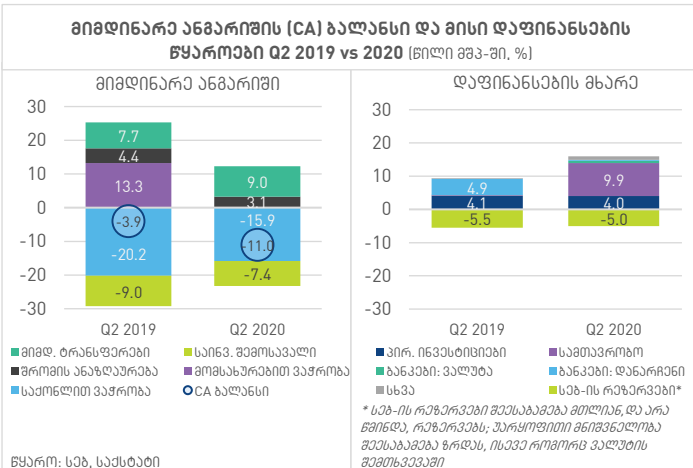
კარტინორი	2020		2021		2022	
	წინა პროგნოზი	ახალი პროგნოზი	წინა პროგნოზი	ახალი პროგნოზი	წინა პროგნოზი	ახალი პროგნოზი
ექსპორტი*	-12.0	+8.5	+8.5	+13.0	+13.0	+13.0
ტურიზმი*	-84.0	+82.0% / -70% 2019-თან შედარებით	+47.9% / -75% 2019-თან შედარებით	+201.0% / -10% 2019-თან შედარებით	+267.8% / -10% 2019-თან შედარებით	+267.8% / -10% 2019-თან შედარებით
გზავნილები*	+5.0 ¹	+7.0	+10.0	+10.0	+10.0	+10.0
FDI*	-30.5 ²	+10.0	+10.0	+30.0	+30.0	+30.0
საქმონის და მომსახურების იმპორტი*	-20.0	+14.0	+14.0	+19.0	+19.0	+19.0
ბიუჯეტის დეფიციტი**	9.1	7.6	7.6	4.4	4.4	4.4
საბანკო კრედიტი***	+9.1	+10.0	+9.5	+14.0	+14.0	+14.0
მშპ-ის ზრდა	-6.1%	+4.2%	+4.0%	+7.4%	+7.5%	+7.5%

*ზრდა აშშ დოლარში ** მშპ-თან ფარდობა, ფინანსთა საინისტროს დაგეგმილი მაკროეკონომიკური, IMF-ის მეთოდოლოგია ***კარიონის ბოლო, მუდმივი გაცვლით კურსით. მშპ-ის პროგნოზისათვის გამოყენებულია ინფლაციით შესწორებული კარიონის საშუალო სესხების ზრდა. ასევე, მშპ-ის ზრდის შეფასება ეყრდნობა შემოღონების შეფასებას რეალურ გამოსახულებათ ლარში და არა აშშ დოლარში. ამასთან, ძირითადი მაკროეკონომიკური ცვლადების ეკონომიკის ზრდაზე ზეგავლენის მხრივ გამოყენებულია სხვადასხვა დაშვება

- შესწორებულია მკვეტილი საფრებების გამო შემცირებული ნაღდი ფულადი შემოღონების მთვალისწინებით
- 2020 წლის მე-4 კვარტალში ინვესტიციების შემცირების მთვარი მიუხედავად რამდენიმე საწარმოს რეზიდენტის მფლობელობაში გადასვლა იყო, რაც არ იყო დაკავშირებული ფულადი სახსრების გაღონებასთან, თუმცა ინვესტიციები დაახლ. 295 მლნ. აშშ დოლარით შეამცირა. ამ კომპონენტის შესწორებით პირდაპირი ინვესტიციები 30.5%-ით დაეცა, შესწორების გარეშე კი - 52.9%-ით

წყარო: სასტატი, სსპ, ფინანსთა საინისტრო, თიხისი კავიტალი

საგარეო დაფინანსება კვლავ საკმარისი იქნება, განსაკუთრებით სავალუტო სესხების გაცემის აღდგენის და/ან ჰეჯირების სქემის შემოღების შემთხვევაში



როგორც მოსალოდნელი იყო, კორონა ვირუსის პანდემიამ საქართველოს მიმდინარე ანგარიშის ბალანსის მნიშვნელოვანი გაუარესება გამოიწვია, რაც 2021 წელსაც შენარჩუნდება. 2020 წლის II და III კვარტალებში დაფინანსების მთავარი წყარო სახელმწიფოს საგარეო ვალის ზრდა იყო. ორივე კვარტალის განმავლობაში, წმინდა უცხოური ინვესტიციების წვლილი დაფინანსების წყაროებში დაახლოებით ერთნაირი იყო, მაშინ როდესაც, სეზ-ის მთლიანი რეზერვების ცვლილებას ორივე კვარტალის განმავლობაში უარყოფითი კონტრიბუცია ჰქონდა. რაც შეეხება დაფინანსების სხვა წყაროებს, 2020 წლის II კვარტალში მათი წვლილი საკმაოდ დაბალი იყო, თუმცა, III კვარტალში ბანკების ხელთ არსებული უცხოური ვალუტის ზრდამ შოკის გამაძლიერებლის როლი შეასრულა, რისი მიზნაც დოლარი/ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურების/მერყეობის დროს, უცხოურ ვალუტაში დანაზოგების ზრდა და სესხების შემცირებაა. საბანკო სექტორში უცხოური ვალუტის ჭარბი ლიკვიდობის არსებობა ბანკების ლიკვიდობის დინამიკაზე დაკვირვებითაც ჩანს. ასევე, სავაჭრო კრედიტების ზრდამ და არასაბანკო კერძო სექტორში უცხოური სავალუტო ვალდებულებების შემცირებამ III კვარტალში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსებაში მნიშვნელოვანი როლი შეასრულა.

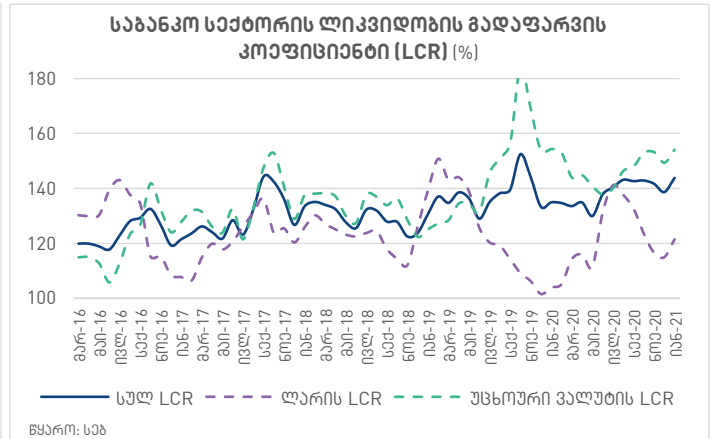
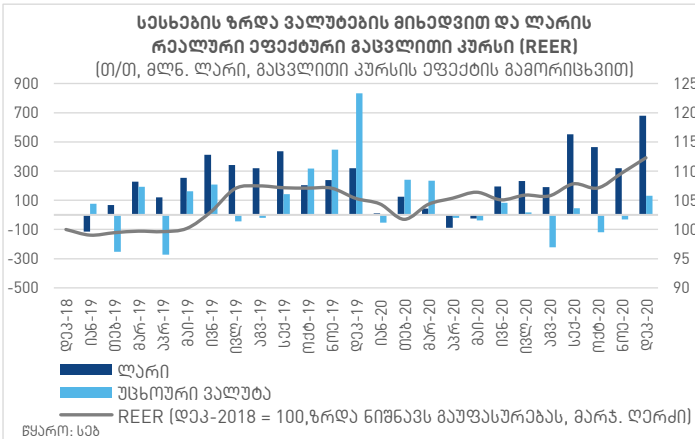
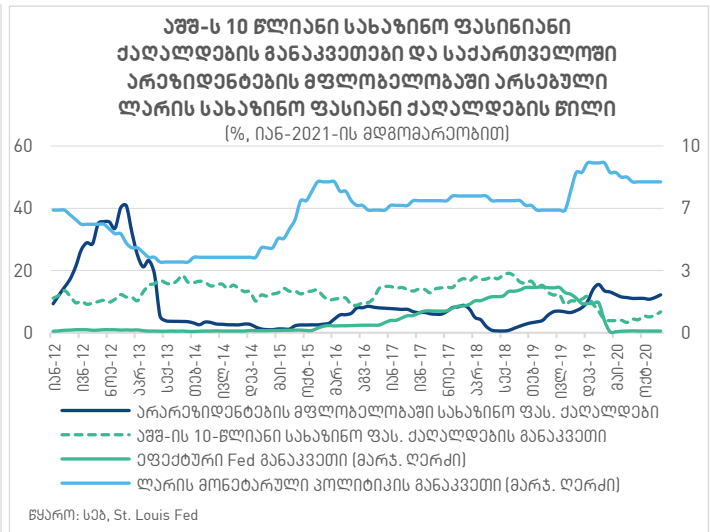
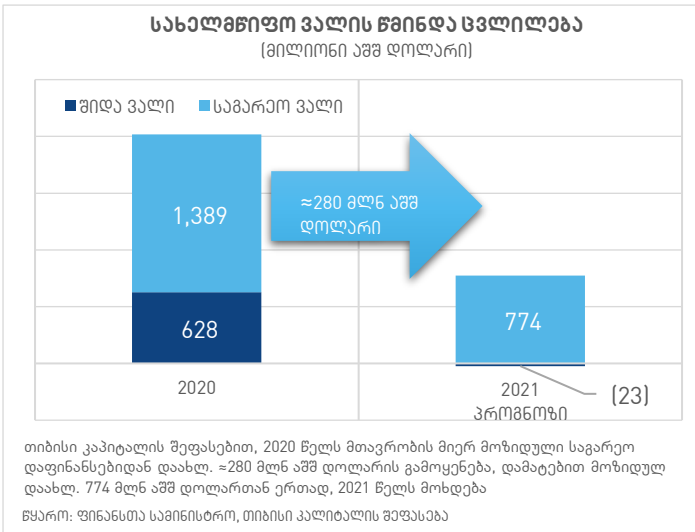
2021 წელს, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების მთავარი წყარო კვლავ სახელმწიფოს მიერ აღებული საგარეო ვალი იქნება. განსხვავებით 2020 წლისგან, ჩვენი პროგნოზით, ეროვნული ბანკის რეზერვები შემცირდება (შესაძლოა, მთლიანი - არა, მაგრამ მისი წმინდა მარჯვენა მანძი). თუმცა, ასევე მნიშვნელოვანი იქნება სესხების ზრდის სავალუტო სტრუქტურა. უცხოურ ვალუტაში სესხების ზრდის ნაწილობრივი აღდგენაც უცხოური ვალუტის შემოღების მნიშვნელოვანი წყარო იქნება. დოლარი/ლარის გაცვლით კურსის მეტნაკლები სტაბილურობის, უცხოური და ადგილობრივი ვალუტების სესხებზე დიდი საპროცენტო დიფერენციალის და იპოთეკურ სესხებზე სუბსიდირების პროგრამის შეწყვეტის გათვალისწინებით*, ბანკების მიერ, 2020 წლისგან განსხვავებით, უცხოური ვალუტის ლიკვიდობის გარკვეული წილის მომხმარებლებზე გასესხება მოხდება. ამავე დროს, არ გამოვრიცხავთ მთავრობის ან/და ეროვნული ბანკის მიერ ჰეჯირების სქემის შემოღებას, რითიც ბანკებს, საშუალება ექნებათ უცხოური ვალუტის ლიკვიდობა ადგილობრივ ვალუტაზე გადაცვალონ და გაასესხონ, და ამავდროულად, ლარის გამყარებაში დამატებითი წვლილი შეიტანონ. უცხოურ ვალუტაში გაცემული სესხების, როგორც მინიმუმ, ნაწილობრივი აღდგენის ან/და ჰეჯირების სქემის განხორციელების სცენარში, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსება არამხოლოდ საკმარისი, არამედ მნიშვნელოვანი ბუფერითაც იქნება.

*საბაზო სცენარში, იპოთეკურ სესხებზე სუბსიდირების პროგრამის განახლება არ არის გათვალისწინებული

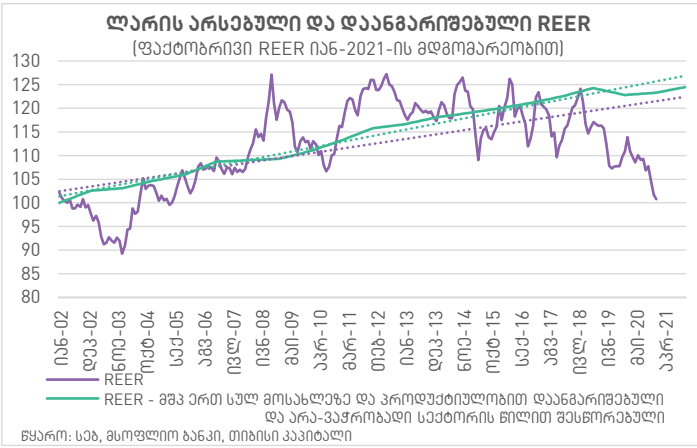
მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი და მისი დაფინანსების ძირითადი წყაროები 2021 წლისთვის
(კრონოგრაფი ეყრდნობა საბაზისზე ბალანსის ძირითად, და არა ყველა, კომპონენტის შეფასებას)

	მლნ. აშშ დოლარი	კომენტარი
მიმდინარე ანგარიშის ბალანსი	-2,203	
პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები	714	მიმდინარე პროექტებზე დაყრდნობით
მათ შორის: რეინვესტირებული	400	
მთავრობა	1,054	მათ შორის 2020 წელს მოზიდული 280 მლნ აშშ დოლარი
ბანკები	-150	ჰეჯირების შემოღების შემთხვევაში, შესაძლოა დადებითი მნიშვნელობა მიიღოს
არა-საბანკო კერძო სექტორი	250	ნაწილობრივ საერთაშორისო ინსტიტუტების მიერ კერძო სექტორის დაფინანსებით
არა-რეზიდენტების მიერ მთავრობის ფასიანი ქაღალდების ფლობა	50	საპროცენტო განაკვეთებს შორის გაზრდილი სხვაობის გათვალისწინებით
სებ-ის რეზერვები	300	100-200 მლნ აშშ დოლარით მეტის გაყიდვის შესაძლებლობა
მიმდინარე ანგარიშის დაფინანსება	2,218	
უცხოურ ვალუტაში გაცემული სესხები	454 მლნ დოლარის ეკვივალენტი (ევროს ჩათვლით)	2020 წლის შესაბამისი მაჩვენებელი 60 მლნ დოლარის ეკვივალენტს შეადგენდა (ევროს ჩათვლით)
ეროვნულ ვალუტაში გაცემული სესხები	702 მლნ დოლარის ეკვივალენტი	2020 წლის შესაბამისი მაჩვენებელი 870 მლნ დოლარის ეკვივალენტს შეადგენდა

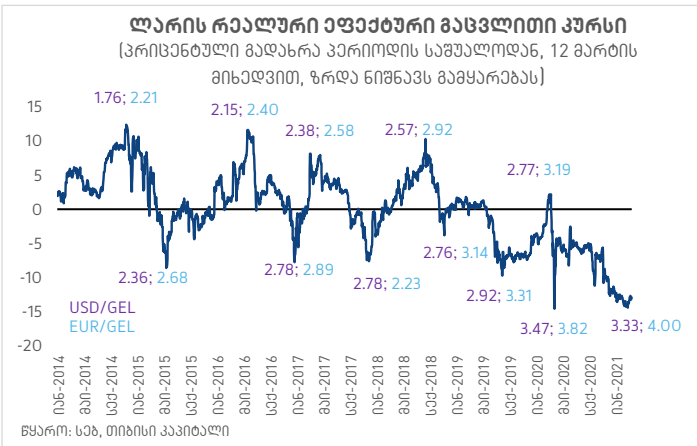
წყარო: სვბ, საქსტატი, ფინანსთა სამინისტრო, თიბისი კაპიტალის შეფასება



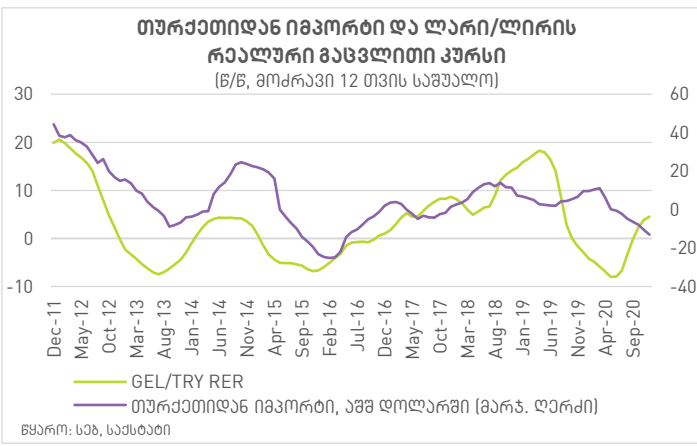
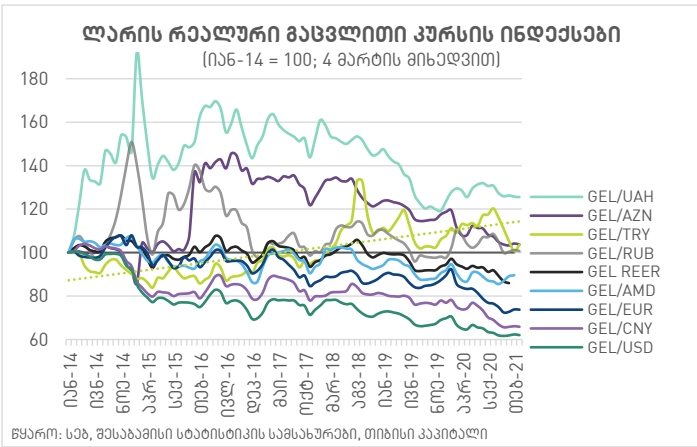
სავაჭრო პარტნიორების გაუფასურებელი ვალუტებისგან მნიშვნელოვან წნეხს ვერ ვხედავთ



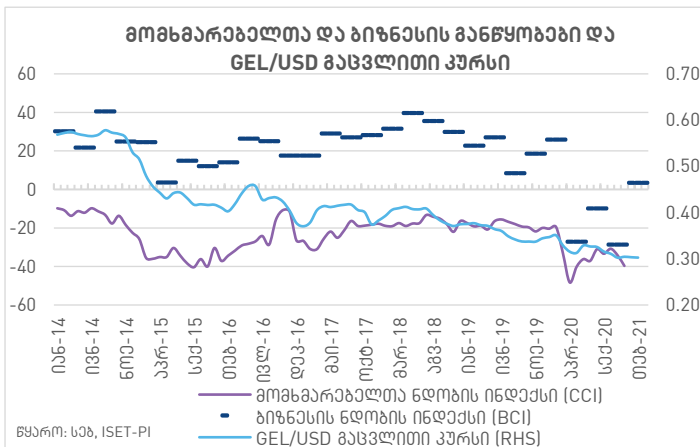
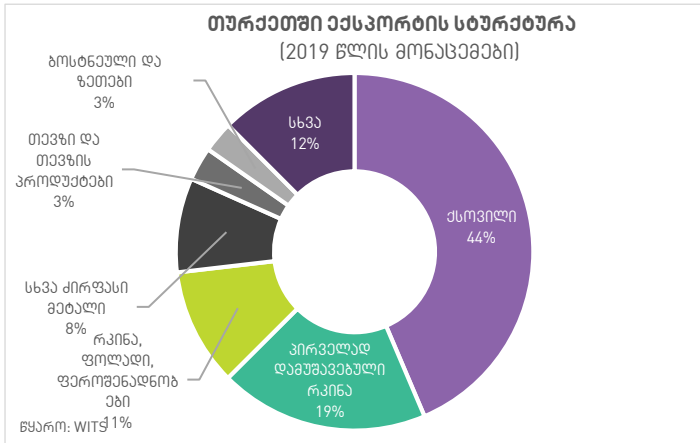
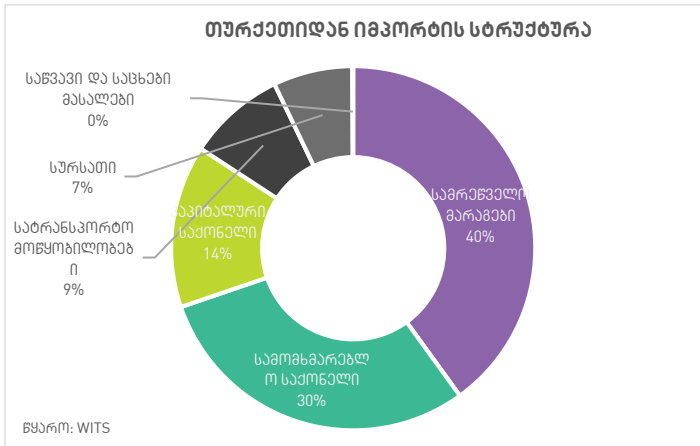
ლარის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი მნიშვნელოვნად გაუფასურდა და კვლავ გრძელვადიანი ტრენდისა და საშუალოვადიანი ნიშნულის ქვემოთ რჩება. ამასთან, მნიშვნელოვან საკითხად რჩება, გასათვალისწინებელია თუ არა ბილათერალური/ორმხრივი გაცვლითი კურსის დინამიკა. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, შესაძლოა კონკრეტული სავაჭრო პარტნიორის ვალუტას, გაცვლითი კურსის მიმართ შედარებით მაღალი სავაჭრო ელასტიკურობის გამო, მეტად საზიანო გავლენა ჰქონდეს კონკურენტუნარიანობაზე, და, შესაბამისად, მხოლოდ რეალურ ეფექტურ გაცვლით კურსზე დაკვირვებამ შეცდომაში შეგვიყვანოს.



ორმხრივ რეალურ გაცვლით კურსებზე დაკვირვებისას, ლარი თითქმის ყველა ეკონომიკური პარტნიორის ვალუტასთან გაუფასურდა, თუმცა, განსხვავებული დინამიკა შეინიშნება თურქულ ლირასთან მიმართებით, რომელიც თავის მხრივ მნიშვნელოვანი გაუფასურებით და საქართველოს საგარეო ვაჭრობაში დიდი წილით გამოირჩევა. მიუხედავად ამისა, ჩვენ არ ვვლით კონკურენტუნარიანობაზე თურქეთიდან მომავალ ძლიერ წნეხს, შემდეგი მიზეზების გამო: პირველი, ლირა უკვე გამყარდა მაღალი ინფლაციისა და, ნაწილობრივ, ნომინალური გამყარების გამო. ზოგადად, ლარი ლირას მიმართ გამყარების ტენდენციით ხასიათდება, ერთ სულ მოსახლეზე მშპ-ის უფრო მაღალი და, შესაბამისად, პროდუქტიულობის ზრდის გამო. შედეგად, ლარი/ლირას გაცვლითი კურსი შესაძლოა თავისი ტრენდის ქვემოთაც კი იყოს; მეორე, მიუხედავად იმისა, რომ ლარი/ლირას რეალური გაცვლითი კურსი გავლენას ახდენს საქართველოს სავაჭრო ბალანსზე თურქეთთან, ეს კავშირი ბოლო დროს სავარაუდოდ შესუსტდა. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ იმ პერიოდებში, როდესაც გაუფასურებული ლირა თურქეთთან სავაჭრო ბალანსის დეფიციტის გაუარესებს იწვევდა, საერთო სავაჭრო ბალანსი მაინც უცვლელი რჩებოდა, რაც იმით აიხსნება, რომ თურქეთიდან გაიარებული იმპორტი კონკურენციას ძირითადად სხვა ქვეყნებიდან იმპორტს, და არა - ადგილობრივ წარმოებას უწევდა; მესამე, მნიშვნელოვანია თურქეთთან ვაჭრობის სტრუქტურის გათვალისწინება. თურქეთში ექსპორტირებული ტანსაცმელი პრაქტიკულად მთლიანად, თურქეთის ბაზარზე განთავსების ნაცვლად, ევროკავშირის ქვეყნებში რეექსპორტირდება, ხოლო სასაქონლო პროდუქტებზე მოთხოვნას საერთაშორისო ფასები განსაზღვრავს, და არა - გაცვლითი კურსი, ან თურქეთის ეკონომიკური მდგომარეობა. რაც შეეხება იმპორტს, იგი ძირითადად საინვესტიციო და შუალედური მოხმარების საქონლისგან შედგება, რომელიც საქართველოში ფართო-მასშტაბიან წარმოებაში არ არის (იხილეთ გრაფიკი შემდეგ გვერდზე და [თიბისი კაპიტალის წინა პუბლიკაცია](#)). აქედან გამომდინარე, თუ ამგვარი საქონელი იაფდება, ამას შესაძლოა დადებითი გავლენაც ჰქონდეს საქართველოს ეკონომიკურ ზრდაზე. მთლიანობაში, მშპ-ის ზრდას გაცილებით დიდი გავლენა აქვს სავაჭრო ბალანსზე, ვიდრე გაცვლით კურსს.

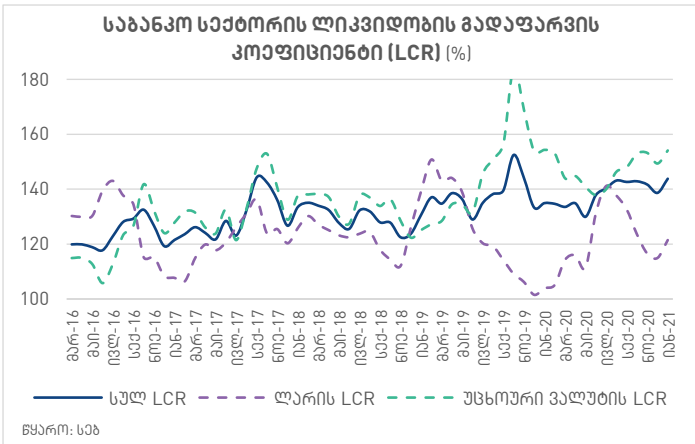
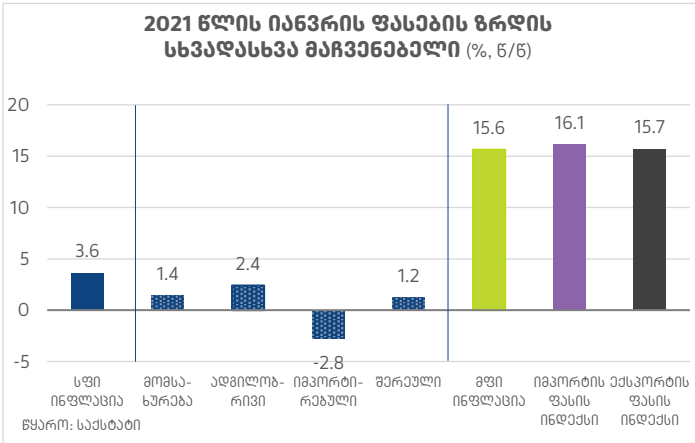
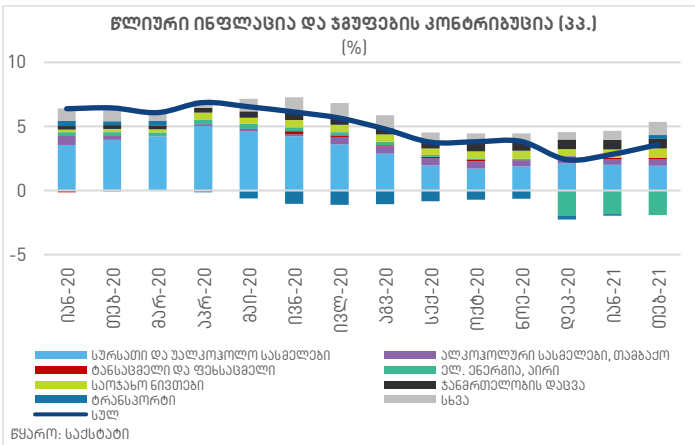
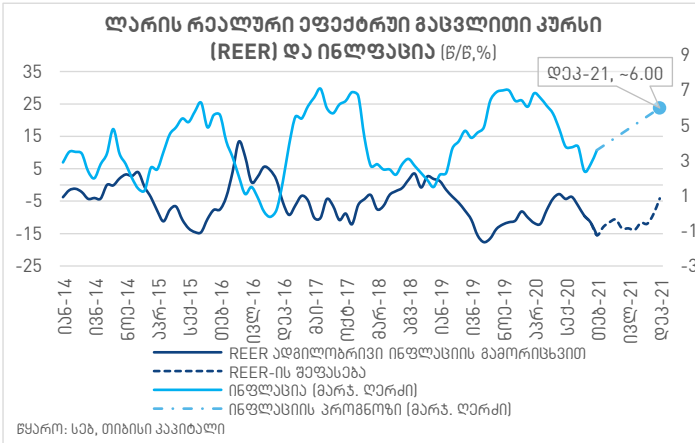


კიდევ ერთი ვალუტა, რომელიც ბოლო პერიოდში ლარის მიმართ გაუფასურდა უკრაინული გრივნაა თუმცა, უკრაინის წილი საქართველოს სავაჭრო ბალანსსა და იმპორტში დაბალია და ბოლო წლების განმავლობაში მიუხედავად სუსტი გრივნასა, კიდევ უფრო იკლებს.



სამომავლოდ, არ გამოვრიცხავთ ლარის გაუფასურებას, ზოგადად და მთავარ ეკონომიკურ პარტნიორებთან მიმართებით, მაგრამ ეს მხოლოდ პესიმისტური სცენარის განვითარების შემთხვევაში. ამგვარი სცენარის შემთხვევაშიც, რჩება კითხვა ლარის კურსის გაუფასურება იმპორტსა და სავაჭრო ბალანსზე რომელი ეფექტის გავლით იმოქმედებს - ჩანაცვლების თუ შემოსავლის, რადგანაც ეს უკანასკნელი ასევე იწვევს მშპ-ის შემცირებას, ვალის მომსახურების ზრდისა და მომხმარებელთა და ბიზნესის განწყობების გაუარესების გამო. ამ პროცესის მთავარი განმსაზღვრელი ფაქტორი დოლარი/ლარის გაცვლითი კურსია, თუმცა, გასათვალისწინებელია ევრო/ლარის გაცვლითი კურსიც, რომლის მნიშვნელობაც ბოლო პერიოდში სულ უფრო იზრდება. ამასთან, ლარის გაუფასურების კიდევ ერთი საწინააღმდეგო არგუმენტი ინფლაციის მაჩვენებელია. პესიმისტურ სცენარშიც კი, დაბალი სასაქონლო ფასებითა და სუსტი მოთხოვნით, გაცვლით კურსიდან ინფლაციაზე გადაცემის ეფექტი ძლიერია.

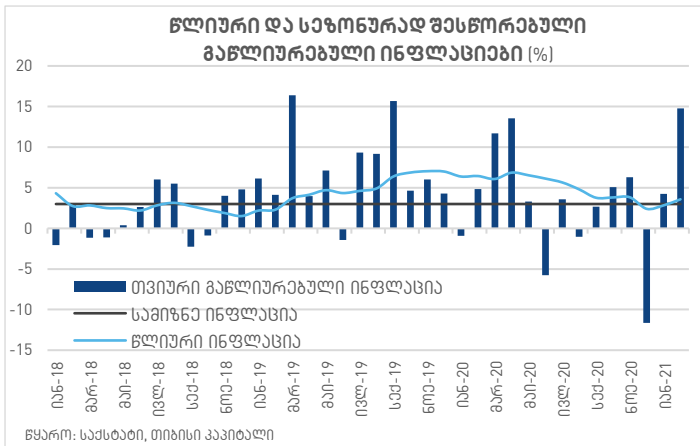
იმ შემთხვევაში თუ ლარი არ გაყარდება, ინფლაცია სავალუტო-ის ტოლერანტობის დონესთან ქალიან ახლოს ან მასზე მაღალის კი იქნება



სამომხმარებლო ფასების ინდექსის (სფი) ზრდა გასული თვეების განმავლობაში სამიხნე მარკონიტიან ახლოს იყო, თუმცა დიდწილად კომუნალურ გადასახადებზე სახელმწიფოს სუბსიდიის ხარჯზე, რომელიც, საქსტატის მიხედვით, ინფლაციის კალკულაციაში 2020 წლის დეკემბერში ჩაერთო და საერთო მარკონიტიანი საშუალოდ 1.9 პროცენტული პუნქტით შეამცირა. 2021 წელს, სავალუტო მარტიდან, სუბსიდიის ეფექტი საპირისპირო მიმართულებით ამოქმედდება და ინფლაციას კვლავ სამიხნე მარკონიტიან მალე ასწევს. გარდა ამისა, გაუფასურებულ ლარის კურსს გარკვეული პერიოდის შემდეგ ინფლაციაზე დამატებითი ზეწოლა აქვს. ასევე, მწარმოებელთა ფასების ინდექსი, რომელიც ხშირ შემთხვევაში სამომხმარებლო ფასების ინდექსის წინმსწრები ინდიკატორია, განსაკუთრებით მაღალ ნიშნულზეა, რაც, თავის მხრივ, ინფლაციის მოსალოდნელი ზრდის დამატებითი არგუმენტია. ამასთან, თებერვლის სფი ინფლაცია, როგორც წლიური, ასევე სეზონურად შესწორებული თვიური მარკონიტიანი, უკვე მიუთითებს ფასებზე ინფლაციური ზეწოლის არსებობაზე. სასაქონლო ფასების მოსალოდნელი ზრდის გარდა, იანვარში ბიზნესებისთვის ელექტროენერჯიაზე, წყალსა და ბუნებრივ აირზე გაზრდილი გადასახადები დამატებით ინფლაციურ წნეხს წარმოშობს. ასევე, დიფუზიის ინდექსი, რომელიც მიუთითებს სამომხმარებლო კალათაში იმ საქონლისა თუ მომსახურებების წილზე, რომელმაც გავლენა იქონია ინფლაციის ზრდაზე, მნიშვნელოვნად გაიზარდა. აღნიშნული კი წარსულში ინფლაციის ხანგრძლივად სამიხნე მარკონიტიან მალე დაფიქსირებასთან ერთად, ინფლაციური მოლოდინების ფორმირებაზე ძლიერ გავლენას ახდენს. ამასთან, ბოლო წლებში ფასების ზრდა ადგილობრივ ინფლაციას უფრო უკავშირდება, ვიდრე იმპორტულს. ეს გარკვეულწილად დაკავშირებულია უცხოურ ვალუტაში არსებული სესხების მომსახურების ტვირთთან, მაგრამ, ამავე დროს, მაღალი ფასების აღქმასთან თითქმის ყველა კატეგორიის საქონელსა და მომსახურებაზე. მოთხოვნის კუთხით, მართალია საგარეო მოთხოვნა სუსტია, განსაკუთრებით ტურიზმის სექტორში, რომლის მხოლოდ თანდათანობითი აღდგენაა მოსალოდნელი, თუმცა საშინაო მოთხოვნამ, შინამეურნეობების სტაბილური მოხმარების ხარჯზე, შედარებით მდგრადობა შეინარჩუნა.

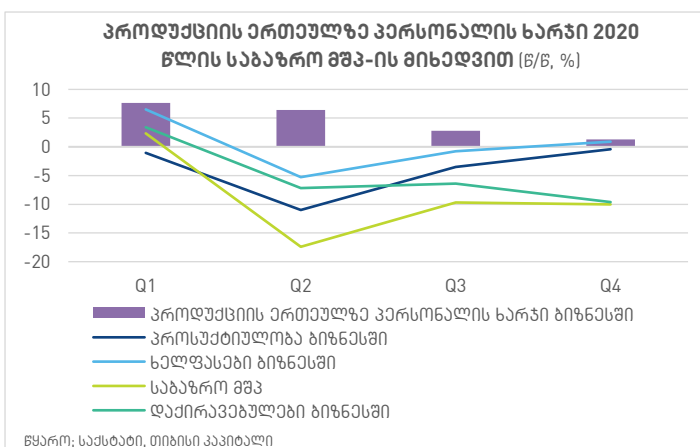
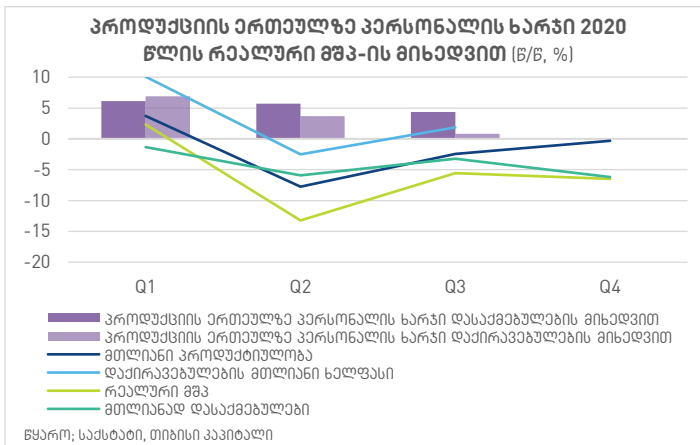
ზემოთ აღნიშნულის საპირისპიროდ, ჩვენ ვერ ვხედავთ პროდუქციის ერთეულზე პერსონალის გაზრდილი ხარჯებიდან (ULC; გამოთვლილი საშუალო ნომინალური ხელფასის ფარდობით ერთ დასაქმებულზე წარმოებულ რეალურ დამატებულ ღირებულებასთან) მომავალ ინფლაციურ ზეწოლას, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც ბიზნეს სექტორში დასაქმებასა და ხელფასებს და საბაზრო მშპ-ს⁵, თუმცა ასევე ჯამურ მშპ-ს და მთლიან დასაქმებას, ვაკვირდებით, სადაც ULC-ის ზრდა 3%-იან სამიხნე მარკონიტიან დაბალია. ამასთან, სამიხნე მეთოდით დათვლილი ULC კლების დინამიკას ავლენს, რაც, ჩვენი ვარაუდით, მომავალ კვარტალებშიც გავრცელდება, რადგან მშპ-ის აღდგენა დასაქმებაზე უფრო ადრე მოხდება. ამავე დროს, მაღალი და ფართოდ გავრცელებული (მრავალ საქონელსა და მომსახურებაზე ასახული) ინფლაცია და დოლართან მიმართებით სუსტი ლარი საქართველოში ხშირად ხელფასების ძლიერი ზრდის

⁵ საბაზრო მშპ არ მოიცავს სახელმწიფო მმართველობის, კომუნალური მომსახურებების, სასოფლო-სამეურნეო და განათლების სექტორებს, ასევე, საკუთარი საცხოვრისის გამოყენების პირობით რენტასა და პროდუქციის საკუთარი საბოლოო მოხმარებისათვის წარმოებას

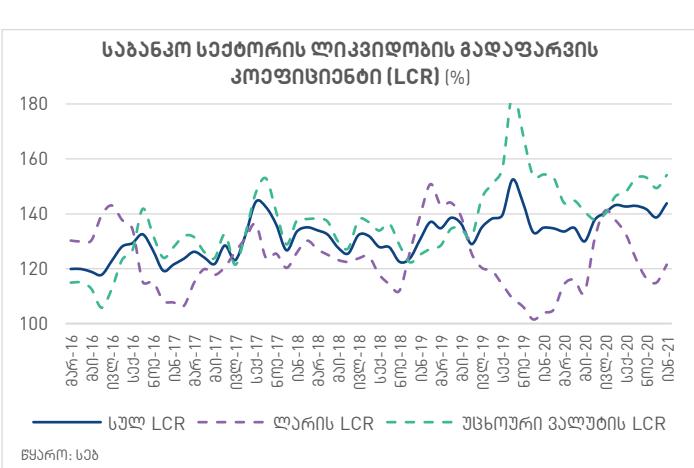
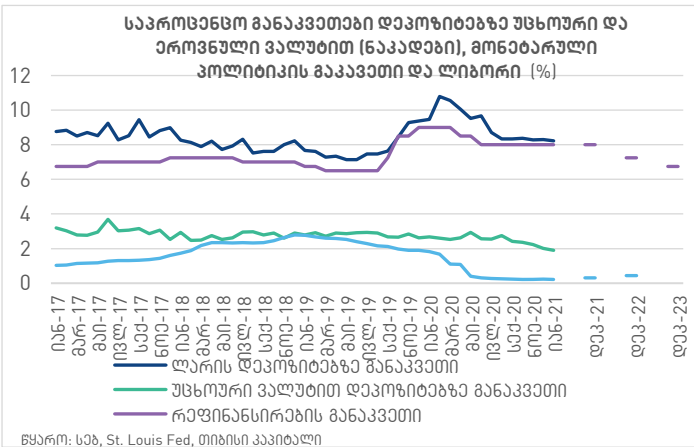
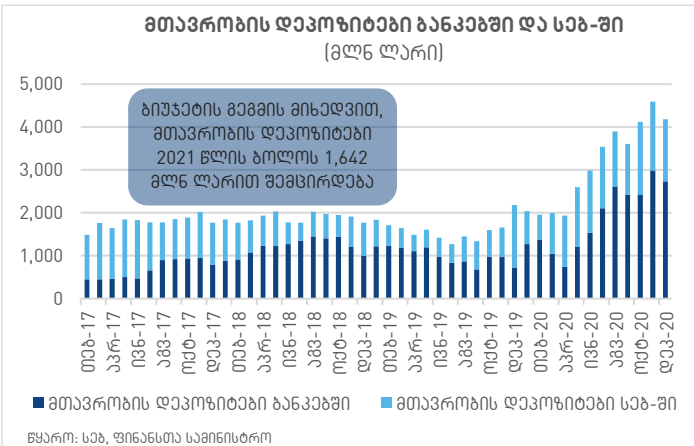
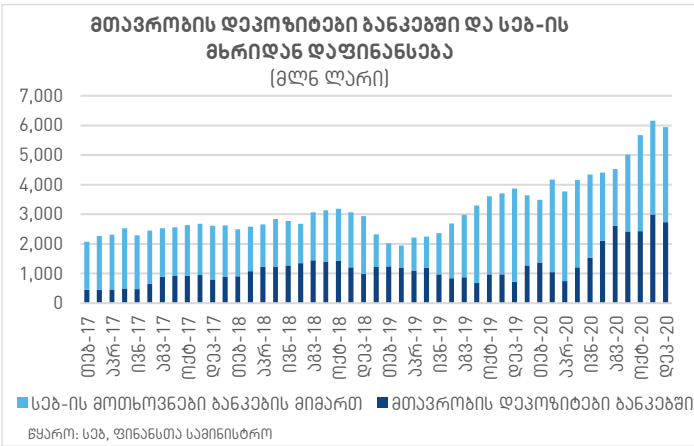


წინაპირობა გამხდარა; თუმცა, მიმდინარე კრიზისის ფონზე, როცა შრომის ბაზარს დიდი ზიანი მიაღწეა, უახლოეს მომავალში მსგავსი სცენარის განვითარება ნაკლებ სავარაუდოა.

მთლიანობაში, ჩვენი პროგნოზით 2021 წლის ბოლოს ინფლაციის მაჩვენებელი 6.0%-იან ნიშნულს მიაღწევს, პერიოდის საშუალო კი დაახლოებით 4.8%-ის ფარგლებში განისაზღვრება. აღნიშნული პროგნოზი შემდეგ დაშვებებს ეფუძნება: 2021 წელს მშპ-ის 4.0%-იანი ზრდა; სასაქონლო ფასების მაღალი ზრდა; საქართველოს მთავარ ეკონომიკური პარტნიორი ქვეყნების საშუალო ნომინალური გაცვლითი კურსების მეტნაკლები სტაბილურობა; და მათი ინფლაციის მაჩვენებლების, როგორც მინიმუმ, ზომიერი ზრდა. საბაზო სცენარის მიხედვით, ზემოთ მოყვანილი მიზეზებიდან გამომდინარე, ჩვენ ვფიქრობთ, რომ ინფლაციის ეს დონე სეზონის ტოლერანტობის ზღვართან ახლო, ან მეტიც კი არის. აქედან გამომდინარე, ვფიქრობთ, რომ ეროვნულ ბანკს შედარებით მკაცრი ჩარჩო ექნება, განსაკუთრებით ლარის კიდევ უფრო გაუფასურების შემთხვევაში. ამავე დროს, პესიმისტური სცენარის განვითარების შემთხვევაში შედარებით მაღალი ტოლერანტობის დონეა მოსალოდნელი, სადაც დაბალ სასაქონლო ფასებსა და მოთხოვნას ინფლაციაზე დაღმავალი ზეწოლა ექნება, თუმცა გაცვლითი კურსის მოსალოდნელი გავლენა კვლავ მაღალი იქნება.

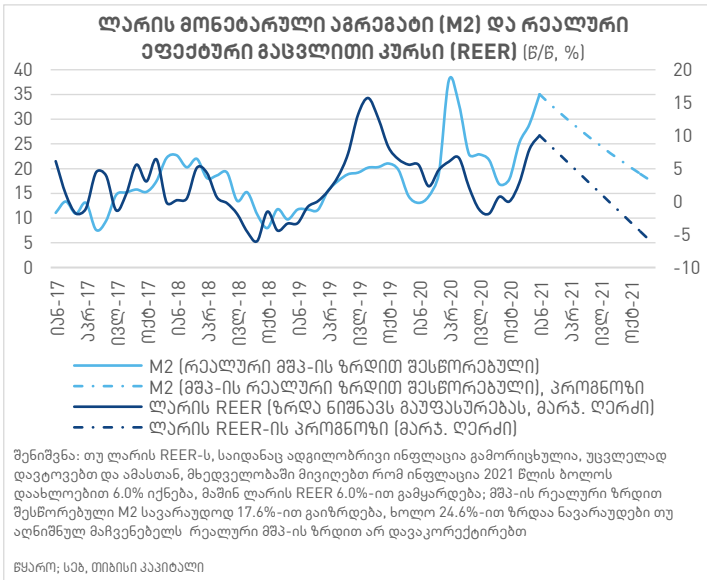


მოსალოდნელი ლარისა და დოლარის საპროცენტო განაკვეთების, თუმცა არა აუსილახლად მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის კლება



საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის კომიტემა თებერვლის სხდომაზე რეფინანსირების განაკვეთი უცვლელად დატოვა. 2020 წლის დეკემბერში დაფიქსირებული, სამიზნე მარვენებელზე დაბალი ინფლაცია დროებითად შეფასდა, 2021 წელს კი სავ-ს სამიზნე მარვენებელზე მაღალი ინფლაციის მოლოდინი აქვს. ასევე, კიდევ ერთხელ იქნა ხაზგასმული ეკონომიკის აღდგენის პროცესთან დაკავშირებული გაურკვევლობები. მიუხედავად იმისა, რომ საშუალოვადიან პერიოდში პოლიტიკის განაკვეთის კლებაა მოსალოდნელი, 2021 წელს ეროვნული ბანკი განაკვეთის ზრდას არ გამორიცხავს. ამასთან, ასევე გამკაცრების მიმართულებით პოზიცია იქნა გამოხატული რაოდენობრივი შერბილების ინსტრუმენტების გამოყენების გაგრძელებასთან დაკავშირებით - როგორცაა იპოთეკის სახელმწიფო სუბსიდირების პროგრამა. აღნიშნულ პროგრამას 2020 წელს მონეტარული პოლიტიკის შემარბილებელი ეფექტი ჰქონდა, რადგანაც ის ერთი მხრივ ლარის სესხების ზრდას იწვევდა, ხოლო მეორე მხრივ, ფინანსდებოდა ეროვნული ბანკის მხრიდან კომერციული ბანკების საბანკო დეპოზიტებზე უფრო დაბალი საპროცენტო განაკვეთით, რაც ფულად აგრეგატებს დამატებით ზრდიდა.

მართალია 2021 წელს სახელმწიფო ვალის აღება თითქმის მთლიანად საგარეო ვალის ზრდის ხარჯზეა, თუმცა 2020 წელს მთავრობის მიერ სავ-სა და კომერციულ ბანკებში ლარის მნიშვნელოვანი დანაზოგების ფორმირება მოხდა. ბიუჯეტის გეგმის მიხედვით, ამ ანგარიშებიდან მთავრობა დაახლოებით 1.65 მილიარდ ლარს დახარჯავს, რაც მნიშვნელოვნად გაზრდის ლარის მიწოდებას. ერთი მხრივ, მიწოდება გაიზრდება სავ-ში ბალანსების შემცირების გამო, ხოლო მეორე მხრივ, ვინაიდან ბანკებში სახელმწიფო დეპოზიტების უმეტესობა სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებით არის უზრუნველყოფილი, ფასიანი ქაღალდების გამოთავისუფლება ბანკებს საშუალებას მისცემს ეროვნული ბანკიდან მეტი ისესხონ, მითუმეტეს თუ განაკვეთი დეპოზიტებზე დაბალი იქნება. აქედან გამომდინარე და იმის გათვალისწინებით, რომ, სავარაუდოდ, 2021 წელს ლარში დეპოზიტების ზრდა სესხების ზრდაზე უფრო მეტი იქნება, ლარში საპროცენტო განაკვეთები მნიშვნელოვნად შემცირდება, თუმცა მონეტარული პოლიტიკის ზედმეტად შერბილების თავიდან აცილების მიზნით, სავარაუდოდ, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი დაახლოებით იმავე დონეზე დარჩება. ამგვარად, 2021 წელი შესაძლოა გახდეს პირველი წელი, როდესაც ლარის დეპოზიტებზე საშუალო განაკვეთი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთზე დაბალი იქნება - პრაქტიკა, რომელიც განვითარებულ და ასევე განვითარებად ქვეყნებში უფრო ხშირად ფიქსირდება. ამასთან, უცხოური ვალუტის დეპოზიტებზე შემცირებულმა განაკვეთებმა ლარის დეპოზიტების ზრდას უნდა შეუწყოს ხელი, განსაკუთრებით დოლარი/ლარის გაცვლითი კურსის მეტნაკლებად სტაბილურობის პირობებში, ვინაიდან გაცვლითი კურსის მერყეობა მომხმარებელს ფულადი სახსრების უცხოურ ვალუტაში დაზოგვისაკენ უბიძგებს. უცხოურ ვალუტაში დეპოზიტების კლების განმაპირობებელი კი შემდეგი ფაქტორებია: პირველი, უცხოური ვალუტის მაღალი ლიკვიდობა; მეორე, მიუხედავად 2021 წლისთვის უცხოური ვალუტის სესხებში ნავარაუდები მნიშვნელოვანი აღდგენისა,

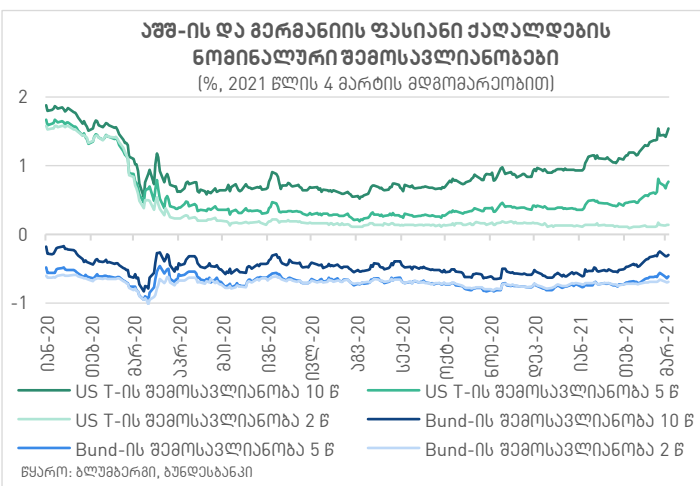


უფრო ძლიერი ზრდა მინც ლარის სესხებშია მოსალოდნელი (იხილეთ საგადახდებლო ბალანსის ფინანსური ცხრილი); მესამე, მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოში ისტორიულად Libor-სა და დეპოზიტებზე საპროცენტო განაკვეთების კავშირი ხშირად სადავოა, გარკვეული დროითი ჩამორჩენის შემდეგ გადაცემა მინც მოსალოდნელია.

დოლარის გამყარების ალბათობა გაზრდილია, თუმცა მისი ციკლურობა კვლავ მნიშვნელოვანი ფაქტორია



საერთაშორისო ბაზრებზე მიმდინარე ტენდენციებს შორის აღსანიშნავია დოლარის ნომინალური შემოსავლიანობის ზრდა. ბაიდენის ფისკალური გეგმისა და აგრესიული ვაქცინაციის კამპანიის პირობებში, შეერთებული შტატები 2021 წელსვე მოახერხებს მშპ-ის სრულ აღდგენას. ამასთან, არაა გამორიცხული, რომ დასაქმების სრული აღდგენაც კი იყოს შესაძლებელი. ასევე, აშშ-ში ინფლაციის მოლოდინები გასცდა 2%-იან საზღვრს დონეს. სწორედ ამ ფაქტორებმა გამოიწვია დოლარის შემოსავლიანობის ზრდა, ვინაიდან ბაზრის მონაწილეებმა ფედერალური სარეზერვო სისტემის (Fed) ულტრა-შერბილებული კომუნიკაცია - „არც კი ვფიქრობთ უახლოეს წლებში განაკვეთების ზრდაზე“ - კითხვის ნიშნის ქვეშ დააყენეს, რაც ასევე დოლარის გამყარების არგუმენტია. უფრო ძლიერი დოლარის არგუმენტი დოლარსა და ევროში რეალურ საპროცენტო განაკვეთებში გაზრდილ დიფერენციალშიც გამოიხატა.



მეორე მხრივ, არსებობს დოლარის გამყარების საწინააღმდეგო არგუმენტებიც. პირველ რიგში, ვინაიდან დოლარი გლობალურ სარეზერვო ვალუტად ითვლება და ის უსაფრთხო აქტივის სტატუსით სარგებლობს, დოლარი ხასიათდება ციკლურობით და აშშ-ს ეკონომიკური ზრდის გარდა, ძლიერ დამოკიდებულია დანარჩენი მსოფლიოს ეკონომიკურ ზრდაზეც. საკუთრივ, რეცესიების შემდგომ, დანარჩენი მსოფლიოს ძლიერი აღდგენის პროცესში, დოლარი მიდრეკილია შესუსტებისკენ. მეორე, ვინაიდან Fed საშუალო ინფლაციის თარგეთიერებაზე გადავიდა, თუ გავითვალისწინებთ წარსულში, ხშირ შემთხვევაში, სამიზნე მაჩვენებელზე დაბალ ინფლაციას, სამომავლოდ ინფლაცია 2%-იან საზღვრს მაჩვენებელზე სტაბილურად მალა უნდა იყოს იმისათვის, რომ Fed-მა მონეტარული პოლიტიკა გაამკაცროს. უფრო მეტიც, არ არის გამორიცხული, გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების შემცირების მიზნით, Fed-მა

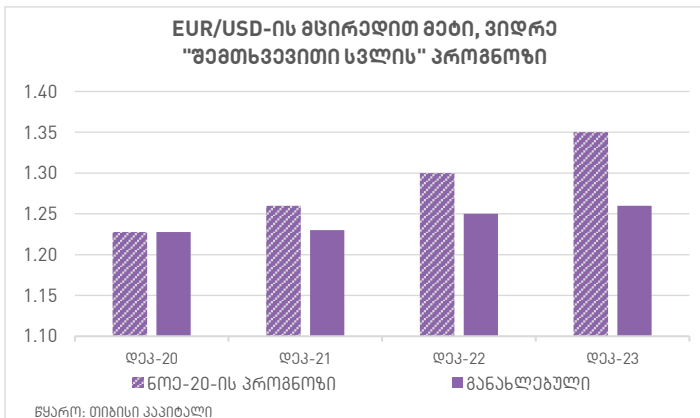
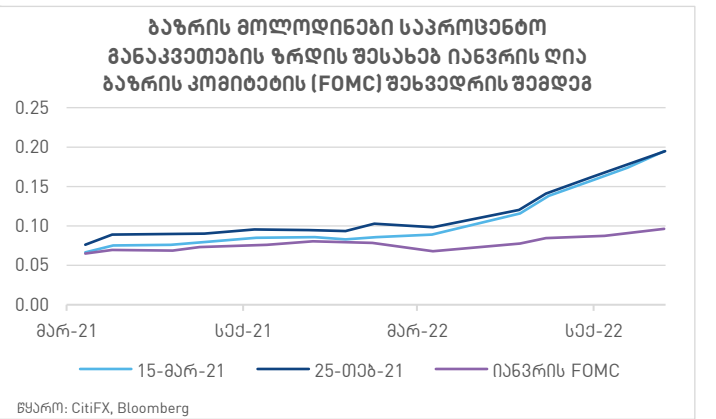
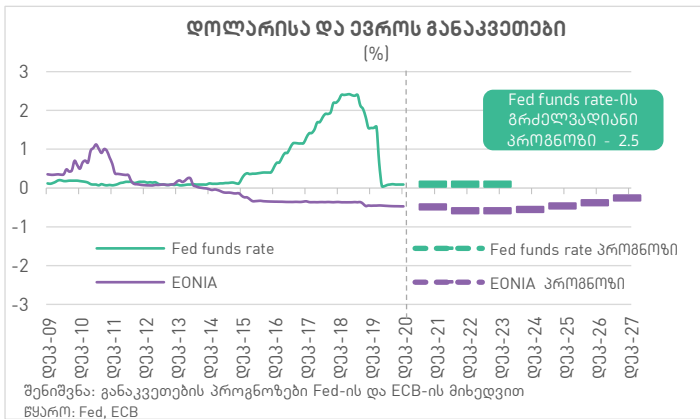
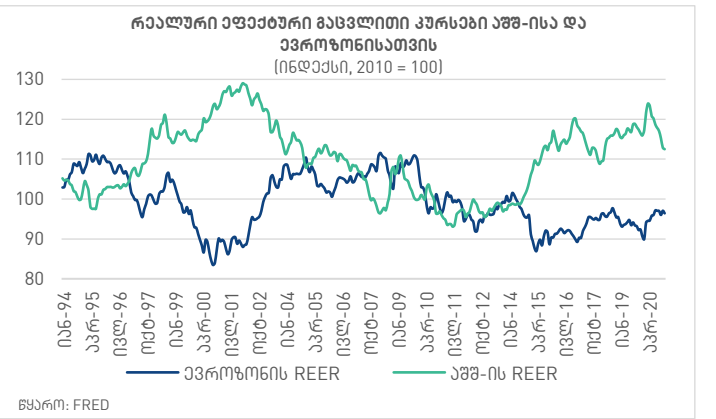
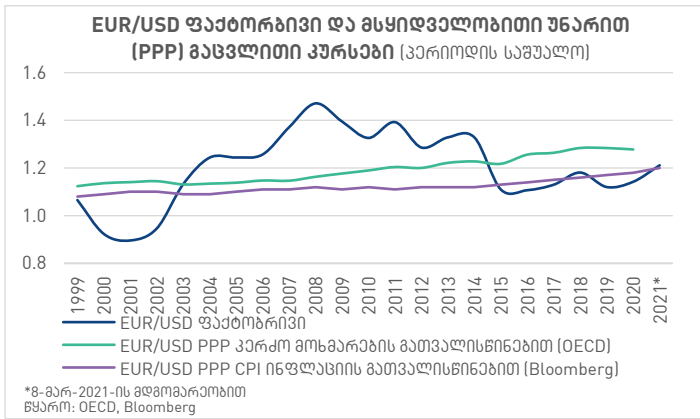
საპროცენტო განაკვეთების მრუდის დადაბლებასაც კი მიმართოს; მესამე, აშშ დოლარის რეალური ეფექტური გასვლითი კურსი, განსხვავებით ევროსგან, კვლავ შედარებით გამყარებული ჩანს, რაც, დიდ მიმდინარე ანგარიშისა და ფისკალურ დეფიციტებთან ერთად, დოლარის გაუფასურების არგუმენტია. ამასთან, თუ ნომინალური და რეალური შემოსავლიანობა დაბალ ნიშნულზე დიდხანს დარჩება, პანდემიის შემდგომ აღდგენით პროცესთან ერთად, ამან შესაძლოა სასაქონლო პროდუქტების მორიგი

სუპერციკლი⁶ გამოიწვიოს, რასაც არაერთ განვითარებად ეკონომიკაზე ძლიერი პოზიტიური გავლენა ექნება. ასეთ შემთხვევაში, სავალუტო შემოდინებებზე ეფექტის გათვალისწინებით, მოსალოდნელია, რომ წმინდა ეფექტი საქართველოსთვისაც დადებითი იქნება. ეს სცენარი დოლარის მიმართ ევროსა და ასევე განვითარებადი ქვეყნების ვალუტების გამყარებას გულისხმობს. რაც შეეხება ევრო/დოლარის გაცვლით კურსს მსყიდველობითი უნარის პარიტეტის მიხედვით, რომელიც საშუალოვადიანი პერიოდისთვის მნიშვნელოვანი ინდიკატორია, ევრო/დოლარის კურსი სხვადასხვა შეფასებით 1.20-1.28 უნდა იყოს, რაც იმის მანიშნებელია, რომ ევრო/დოლარის წყვილის არსებული მაჩვენებელი მისი მსყიდველობითი უნარის პარიტეტით დათვლილთან შედარებით გარკვეულწილად დაბალია. მსყიდველობითი უნარის პარიტეტით გაანგარიშებული კურსის გრძელვადიანი ტრენდი კი ევროს ყოველწლიურად 0.4-0.6%-იან გამყარებას გულისხმობს.



საერთაშორისო დონეზე განსხვავებული ხედვების პირობებში, ჩვენ აშშ დოლარის მკვეთრ გამყარებას საბაზო სცენარად არ განვიხილავთ. თუმცა, ვაახლებთ ჩვენს „მცირედით მეტი ვიდრე შემთხვევითი სვლა“ პროგნოზს ევროს მნიშვნელოვნად ნაკლებად გამყარების დაშვებით.

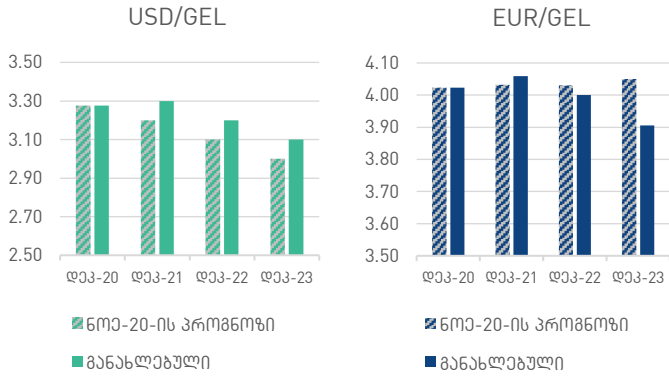
საერთაშორისო დონეზე განსხვავებული ხედვების პირობებში, ჩვენ აშშ დოლარის მკვეთრ გამყარებას საბაზო სცენარად არ განვიხილავთ. თუმცა, ვაახლებთ ჩვენს „მცირედით მეტი ვიდრე შემთხვევითი სვლა“ პროგნოზს ევროს მნიშვნელოვნად ნაკლებად გამყარების დაშვებით.



⁶ JPMorgan Says Commodities May Have Just Begun a New Supercycle

ლართან მიმართებით გარკვეულწილად პოზიტიური მოლოდინები შედარებით ნეიტრალურით შეიცვალა

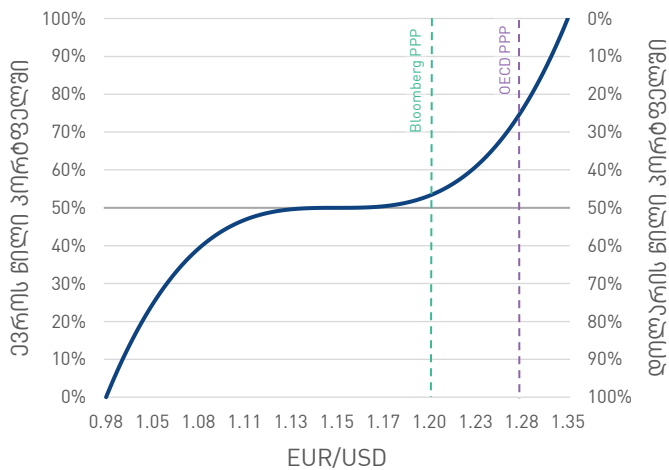
ლარის მცირედით მეტი, ვიდრე "შემთხვევითი სვლის" პროგნოზი



წყარო: თიბისი კაპიტალი

ევრო/დოლარის განახლებული პროგნოზის გათვალისწინებითა და თურქული ლირისა და რუბლის აშშ დოლართან შედარებითი სტაბილურობის დაშვებით და, ასევე, ლარის რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსის, ინფლაციის, შემოდინებებისა და ეკონომიკის ზრდის პროგნოზების გათვალისწინებით, ჩვენ განვაახლეთ ჩვენი დოლარი/ლარისა და ევრო/ლარის "მცირედით მეტი, ვიდრე შემთხვევითი სვლის" პროგნოზი. წინა პროგნოზთან შედარებით, ნეიტრალური პოზიციის დაფიქსირებული დოლარი/ლარის მიმართ, რაც, ძირითადად, აშშ დოლარის გამყარების უფრო მეტი არგუმენტის არსებობამ განაპირობა.

**კორტფლის უსაქლო ოპტიმალური სტრუქტურა
უსხოური ვალუტის სხვის ალბისას**



წყარო: Bloomberg, OECD, თიბისი კაპიტალი

ლარში შემოსავლის მექანეტიკის სავალუტო რისკის აღებისას, ჩვენი მიდგომა კვლავ კონტრციკლურობას ეფუძნება, ევრო/დოლარის ტრენდისა და მიმდინარე კურსის გათვალისწინებით. საკუთრივ, რაც უფრო მყარია ევრო, მით მეტი უნდა იყოს მისი წილი სესხის ალბისას. ეს მიდგომა დაახლოებით თანხვედრაშია პორტფელში ოქროს მუდმივი წილის ფლობისა, როდესაც ოქროს ფასის ზრდის შემდეგ მისი ჭარბი წილის გასხვისება ხდება. ამასთან, იმის გათვალისწინებით, რომ ევრო უფრო სტაბილურია ლართან მიმართებით ვიდრე დოლარი, ჩვენ 50/50-ზე დივერსიფიცირებას უფრო სუსტი ევროს შემთხვევაში განვიხილავთ, ვიდრე ეს მსყიდველობით უნარის პარიტეტის შეფასების მიხედვით გამომდინარეობს. სავალუტო რისკის მართვის უფრო მეტი ეფექტიანობისთვის ასევე მნიშვნელოვანია კალათაში სხვა ვალუტების დამატებაც (იხილეთ პუბლიკაცია [ლარის REER-ის ანალიზი მულტი-სავალუტო პროდუქტების ქრილში](#)).

თიბისი ბანკის ეკონომიკური გუნდი

ოთარ ნადარაია

მთავარი ეკონომისტი
onadaraia@tbcbank.com.ge

ანა მჟავანაძე

უფროსი (მოვალეობის
შემსრულებელი) მაკრო-ფინანსური
ანალიზის განყოფილება
anmzhavanadze@tbcbank.com.ge

ჯული ავლონაშვილი

ანალიტიკოსი
მაკრო-ფინანსური ანალიზის
განყოფილება
javlokhshvili@tbcbank.com.ge

ლუკა ლავიაშვილი

სტაჟიორი
მაკრო-ფინანსური ანალიზის
განყოფილება
llazviashvili@tbcbank.com.ge

თიბისი კაპიტალის კვლევების გუნდი

მერი ჩაჩანიძე, CFA

მმართველი დირექტორი
mchachanidze@tbccapital.ge

ალექსანდრა ბლუაშვილი

კვლევების უფროსი
ablushvili@tbccapital.ge

თამარ ზაქაიძე

უფროსი ასოცირებული მკვლევარი
tazakaidze@tbccapital.ge

ანდრო თვალაშვილი

უფროსი ასოცირებული მკვლევარი
atvaliahvili@tbccapital.ge

ლუკა ჩიგილაშვილი

ასოცირებული მკვლევარი
lchigilashvili@tbccapital.ge

ვლადიმერ ჭოღოშვილი

სტაჟიორი
vchogoshvili@tbccapital.ge

პასუხისმგებლობის შეზღუდვის განაცხადი

რეპორტში მოცემული განაცხადები, ინფორმაცია და აზრები წარმოადგენს ავტორების - თიბისი კაპიტალის კვლევები გუნდის და თიბისი ბანკის ეკონომიკური გუნდის აზრებს და არ წარმოადგენს თიბისი კაპიტალის, თიბისი ჯგუფის ოფიციალურ ხედვას, მოსაზრებას ან პოზიციას. რეპორტში მოცემული ინფორმაცია მხოლოდ საინფორმაციო მიზნებს ემსახურება და მოპოვებულია საჯარო წყაროებიდან, რომლებიც მიჩნეულია სანდოდ, თუმცა ინფორმაციის სისრულე და სიზუსტე არ არის გარანტირებული. ეს რეპორტი არ წარმოადგენს საჯარო შეთავაზებას ნებისმიერი შესაბამისი კანონმდებლობის ქვეშ ან/და ნებისმიერ ფასიანი ქაღალდის და ფინანსური ინსტრუმენტის გაყიდვის/შეთავაზების მცდელობას ან/და რეკომენდაციას მსგავს ფასიან ქაღალდებთან ან სხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებთან დაკავშირებით. ეს რეპორტი შესაძლოა მოიცავდეს პროგნოზის შემცველ განაცხადებს; მსგავსი პროგნოზის შემცველი განაცხადები მოიცავენ ნაცნობ და უცნობ რისკებს, გაურკვევლობას და სხვა მნიშვნელოვან ფაქტორებს. არცერთი ამ რეპორტში მოცემული პროგნოზი, მოლოდინები, გათვლები არ უნდა იყოს აღქმული როგორც პროგნოზი ან დაპირება, ასევე არ უნდა იყოს აღქმული როგორც ნებისმიერი მინიშნება, რწმუნება ან გარანტია რომ დაშვებები, რომლებსაც მოცემული პროგნოზები, მოლოდინები ან გათვლები ემყარება არის ზუსტი და ამომწურავი, ან დაშვებების შემთხვევაში რომ რეპორტი მოიცავს ყველა დაშვებას. არც თიბისი ჯგუფი, არც თიბისი კაპიტალი და არც მოცემული რეპორტის ავტორები არ იღებენ საკუთარ თავზე პასუხისმგებლობას ნებისმიერი პირდაპირი ან არაპირდაპირი დანაკარგის, რომელიც წარმოიშობა ამ რეპორტის ან მისი შემადგენელი ნაწილების ან რეპორტის ნებისმიერი კავშირის გამოყენების შემთხვევაში. რეპორტი დაცულია საავტორო უფლებებით და მისი არც ერთი ნაწილი არ შეიძლება იყოს აღდგენილი, თავიდან გამოქვეყნებული ან/და განაწილებული. ყველა უფლება დაცულია.



თიბისი კაპიტალი