

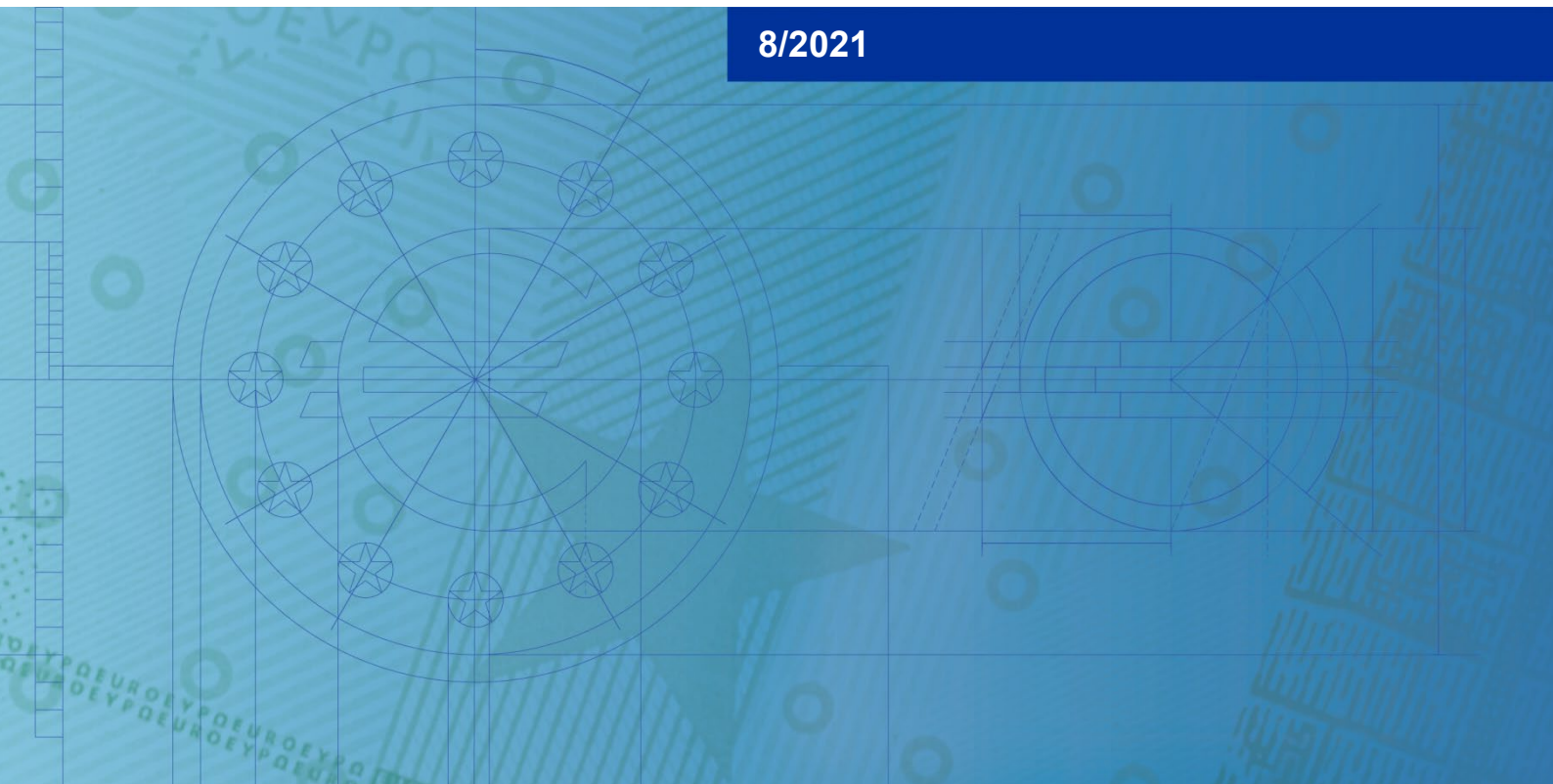


EIROPAS CENTRĀLĀ BANKA

EUROSISTĒMA

Tautsaimniecības Biļetens

8/2021



Saturs

Tautsaimniecības un monetārās norises	2
Kopskats	2
1. Ārējā vide	7
2. Finanšu norises	16
3. Ekonomiskā aktivitāte	22
4. Cenas un izmaksas	30
5. Nauda un kredītu atlikumi	38
6. Fiskālās norises	47
Ielikumi	51
1. Piegādes ķēžu pārrāvumi un to ietekme uz pasaules tautsaimniecību	51
2. ASV un Apvienotās Karalistes darba tirgus atveseļošanās pēc pandēmijas	58
3. Finansēšanas nosacījumi euro zonas uzņēmumu skatījumā	63
4. Uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju dekompozīcija inflācijas gaidās un riska prēmijās	71
5. Likviditāte un monetārās politikas operācijas (2021. gada 28. jūlijs–2. novembris)	75
6. ECB komunikācija par tautsaimniecības perspektīvu: salīdzinošā analīze	81
7. Piegādes ķēžu pārrāvumu iemesli un ietekme uz euro zonas apstrādes rūpniecību	86
8. 2022. gada fiskālā politika – 2022. gada budžeta plānu projektu ietekme	91
Statistika	96
Raksti*	
1. <i>The ECB Survey of Monetary Analysts: an introduction</i> ("ECB monetāro analītiķu apsekojums: ievads")	
2. <i>ECB communication with the wider public</i> ("ECB saziņa ar plašāku sabiedrību")	

* Raksti pieejami šā izdevuma angļu valodas versijā ECB interneta vietnē.

Tautsaimniecības un monetārās norises

Kopskats

Ekonomiskā aktivitāte

Pasaules tautsaimniecība joprojām saglabā atveseļošanās kursu, lai gan tuvākā laika izaugsmes perspektīvas joprojām aizēno ilgstošās piegādes problēmas, izejvielu cenu kāpums un koronavīrusa (Covid-19) omikrona varianta parādīšanās. Jaunākie ekonomiskās aktivitātes apsekojumi rāda, ka izaugsmes temps 4. ceturkšņa sākumā joprojām bija vājš, īpaši apstrādes rūpniecības nozarē, un to noteica minētās piegādes problēmas, turpretī pakalpojumu nozari labvēlīgi ietekmēja lielo tautsaimniecību atjaunošanās. Salīdzinājumā ar iepriekšējām iespēju aplēsēm Euro sistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs pasaules tautsaimniecības izaugsmes perspektīva koriģēta un samazināta 2021. gadam, nav mainīta 2022. gadam un koriģēta un paaugstināta 2023. gadam. Tiek lēsts, ka globālā (neietverot euro zonu) reālā IKP izaugsme 2021. gadā palielināsies līdz 6.0%, bet pēc tam kāpuma temps samazināsies līdz 4.5% 2022. gadā, 3.9% 2023. gadā un 3.7% 2024. gadā. Prognozēts, ka euro zonas ārējais pieprasījums 2021. gadā palielināsies par 8.9%, bet 2022., 2023. un 2024. gadā – attiecīgi par 4.0%, 4.3% un 3.9%. Taču ārējā pieprasījuma prognoze 2021. un 2022. gadam tika pārskatīta un salīdzinājumā ar iepriekšējām iespēju aplēsēm samazināta. Tas atspoguļo ilgstošo piegādes problēmu nelabvēlīgo ietekmi uz globālo importu. Paredzams, ka piegādes problēmas sāks mazināties 2022. gada 2. ceturksnī un pilnībā izzudīs līdz 2023. gadam. Euro zonas konkurentu eksporta cenu prognoze 2021. un 2022. gadam pārskatīta un palielināta, ņemot vērā augstāku izejvielu cenu, piegādes problēmu un pieprasījuma atjaunošanās kopējo ietekmi. Pasaules tautsaimniecības pamataplēšu galvenais risks joprojām saistīts ar pandēmijas nākotnes attīstības gaitu. Vērtēts, ka citi izaugsmes perspektīvas riski ir vairāk lejupvērsti, bet globālās inflācijas risku līdzsvars ir neskaidrāks.

Turpinās euro zonas tautsaimniecības atveseļošanās. Izaugsmes temps kļūst mērenāks, taču gaidāms, ka ekonomiskā aktivitāte šā gada laikā atkal spēcīgi paātrināsies. Paredzams, ka tautsaimniecības atveseļošanos turpinās noteikt stabils iekšējais pieprasījums. Darba tirgus situācija uzlabojas – vairāk cilvēku ir nodarbināti un samazinājies darbvietu saglabāšanas shēmās iesaistīto cilvēku skaits. Tas nostiprina lielāku mājāsaimniecību ienākumu un patēriņa perspektīvu. Pandēmijas laikā veiktie uzkrājumi arī veicinās patēriņu. Pagājušā gada pēdējā ceturksnī ekonomiskā aktivitāte samazinājusies, un gaidāms, ka šāda lēnāka izaugsme turpināsies arī šā gada sākumā. Tagad paredzams, ka produkcijas izlaide 2022. gada 1. ceturksnī pārsniegs līmeni, kāds bija pirms pandēmijas. Dažas euro zonas valstis atkal noteikušas stingrākus ierobežojumus, lai cīnītos ar pašreizējo pandēmijas vilni. Tas varētu palēnināt atveseļošanos, īpaši ceļojumu, tūrisma, viesmīlības un izklaides nozarē. Pandēmija pazemina patērētāju un uzņēmēju konfidenci, un jaunu vīrusa variantu izplatība rada papildu nenoteiktību. Turklāt

enerģijas izmaksu kāpums negatīvi ietekmē patēriņu. Iekārtu, materiālu un darbaspēka trūkums ierobežo rūpniecības preču ražošanu dažās nozarēs, rada aizkavēšanos būvniecībā un palēnina atveseļošanas dažos pakalpojumu nozares segmentos. Šīs problēmas turpināsies vēl kādu laiku, taču tām vajadzētu mazināties 2022. gadā.

Lai gan Covid-19 krīze 2021. gadā joprojām spēcīgi ietekmēja valsts finanses, Eurosistēmas speciālistu decembra makroekonomiskās iespēju aplēses liecina, ka fiskālā bilance jau uzlabojas. Tiek lēsts, ka budžeta deficīta rādītājs, kas 2020. gadā sasniedzis augstāko punktu (7.2% no IKP), 2021. gadā sarucis līdz 5.9% no IKP, un paredzams, ka tas 2022. gadā turpinās samazināties (līdz 3.2% no IKP), bet pēc tam līdz prognožu perioda beigām 2024. gadā stabilizēsies līmenī, kas ir nedaudz zem 2%. Šos uzlabojumus nosaka cikliski koriģētās sākotnējās bilances palielināšanās un, īpaši 2022. gadā, būtiski lielāka ekonomiskās attīstības cikla ietekme. Straujai euro zonas fiskālās nostājas ekspansijai 2020. gadā sekoja tikai neliela tās stingrības mazināšanās 2021. gadā, to koriģējot atbilstoši "Nākamās paaudzes ES" (NPES) subsīdijām. Prognozēts, ka fiskālā nostāja 2022. gadā kļūs ievērojami stingrāka, lai gan daudz mazāk, nekā iepriekš gaidīts, un to galvenokārt noteiks būtiskas krīzes ārkārtas atbalsta pasākumu daļas atcelšana. Paredzams, ka fiskālā nostāja atlikušajā iespēju aplēšu periodā kļūs arvien stingrāka, bet daudz mazākā mērā, jo turpmāko gadu laikā tautsaimniecībai joprojām tiks sniegts būtisks atbalsts. Monetārā politika joprojām jāpapildina ar izaugsmei labvēlīgiem fiskālās politikas mērķpasākumiem. Šis atbalsts arī palīdzēs tautsaimniecībai pielāgoties notiekošajām strukturālajām pārmaiņām. Programmas "Nākamās paaudzes ES" un pasākumu kopuma "Gatavi mērķrādītājam 55%" efektīva īstenošana veicinās spēcīgāku, zaļāku un vienmērīgāku atveseļošanu visās euro zonas valstīs.

2022. gada laikā gaidāma spēcīga izaugsmes atsākšanās. Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm gada reālais IKP 2021. gadā pieaugs par 5.1%, 2022. gadā – par 4.2%, 2023. gadā – par 2.9% un 2024. gadā – par 1.6%. Salīdzinājumā ar ECB speciālistu septembra iespēju aplēsēm IKP izaugsmes perspektīva koriģēta un samazināta 2022. gadam, bet palielināta 2023. gadam.

Inflācija

Inflācija novembrī turpināja pieaugt (līdz 4.9%). 2022. gada lielāko daļu tā pārsniegs noteikto 2% mērķi. Paredzams, ka tuvākajā laikā inflācija saglabāsies augsta, bet šā gada laikā samazināsies. Inflācijas kāpums galvenokārt atspoguļo straujo degvielas, gāzes un elektroenerģijas cenu pieaugumu. Novembrī enerģijas cenu inflācija veidoja vairāk nekā pusi no kopējās inflācijas. Noteiktos sektoros pieprasījums arī joprojām pārsniedz ierobežoto piedāvājumu. Sekas īpaši spilgti izpaužas ilglietojuma preču un nesen atsāktā patērētāju pakalpojumu cenās. Ar PVN likmes samazinājuma atcelšanu Vācijā saistītie bāzes efekti arī joprojām veicina inflācijas kāpumu, taču tie beigsies 2021. gada beigās. Valda nenoteiktība saistībā ar to, cik daudz laika būs nepieciešams, lai šie jautājumi atrisinātos. Taču gaidāms, ka 2022. gadā stabilizēsies enerģijas cenas, normalizēsies patēriņa tendences un mazināsies cenu spiediens, ko izraisa globālās piegādes problēmas. Laika gaitā,

tautsaimniecībai pakāpeniski atsākot darboties ar pilnu jaudu un turpmāk uzlabojoties darba tirgus apstākļiem, tam vajadzētu veicināt straujāku atalgojuma pieaugumu. Uz tirgus instrumentiem un uz apsekojumiem balstītie ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāji kopš monetārās politikas sanāksmes oktobrī pamatā saglabājās stabili. Taču kopumā šie rādītāji pēdējos mēnešos pietuvojušies 2% atzīmei. Šie faktori veicinās pamatinflācijas kāpumu un tuvinās inflāciju ECB noteiktajam 2% mērķim vidējā termiņā.

Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses paredz, ka gada inflācija 2021. gadā būs 2.6%, 2022. gadā – 3.2%, 2023. gadā – 1.8% un 2024. gadā – 1.8%, tātad tā ir būtiski paaugstināta salīdzinājumā ar iepriekšējām iespēju aplēsēm septembrī. Paredzams, ka inflācija, neietverot pārtikas un enerģijas cenas, 2021. gadā vidēji būs 1.4%, 2022. gadā – 1.9%, 2023. gadā – 1.7% un 2024. gadā – 1.8%, tātad arī augstāka salīdzinājumā ar septembra iespēju aplēsēm.

Risku novērtējums

Padome uzskata, ka riski, kas apdraud tautsaimniecības perspektīvu, kopumā ir līdzsvaroti. Ekonomiskā aktivitāte varētu pārspēt ECB gaidas, ja atjaunosies patērētāju konfidence un veidos mazākus iekrājumus, nekā gaidīts. Savukārt nesenā pandēmijas situācijas pasliktināšanās, t.sk. jaunu vīrusa variantu izplatība, varētu ilgstošāk mazināt izaugsmi. Nākotnes enerģijas cenu tendences un tas, cik ātri atrisināsies piegādes problēmas, ir atvērto risku un inflācijas perspektīvu apdraudošie riski. Ja cenu spiediens noteiks augstāku darba samaksas kāpumu par gaidīto vai tautsaimniecība ātrāk atsāks darboties ar pilnu jaudu, inflācijas līmenis varētu izrādīties augstāks.

Finanšu un monetārie nosacījumi

Tirgus procentu likmes kopš Padomes oktobra sanāksmes pamatā saglabājušās stabilas. Aplūkojamā periodā (no 2021. gada 9. septembra līdz 15. decembrim) euro zonas finanšu tirgus galvenokārt ietekmēja inflācijas perspektīvas pārmaiņas un nenoteiktības atjaunošanās attiecībā uz turpmākām ekonomiskajām sekām saistībā ar Covid-19. Ziņas par jauno omikrona variantu izraisīja svārstīgumu, bet, tuvojoties aplūkojamā perioda beigām, spēcīgā sākotnējā negatīvā ietekme, īpaši uz riska aktīviem, daļēji izzuda.

Naudas piedāvājuma kāpināšanas temps euro zonā 2021. gada oktobrī palielinājās, atspoguļojot ar Covid-19 pandēmiju saistīto paaugstināto nenoteiktību un politikas atbalsta pasākumus. Eurosistēmas aktīvu iegādes joprojām bija galvenais naudas piedāvājuma kāpināšanas avots. Uzņēmumiem un mājsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu procentu likmes saglabājās vēsturiski zemas. Kopumā tautsaimniecībā vēl arvien ir labvēlīgi finansēšanas nosacījumi. Uzņēmumiem izsniegto aizdevumu apjomu daļēji nosaka īstermiņa finansējuma vajadzības saistībā ar piegādes problēmām, kas palielina uzņēmumu krājumu un apgrozāmā kapitāla izmaksas. Vienlaikus uzņēmumu pieprasījums pēc aizdevumiem

saglabājas mērens sakarā ar nesadalīto peļņu un apjomīgajiem naudas līdzekļu turējumiem, kā arī augsto parāda līmeni. Mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu atlikums joprojām stabili pieaug – to nosaka pieprasījums pēc hipotēku kredītiem. Augstāki kapitāla rādītāji un ienākumus nenesošo kredītu atlikuma samazināšanās vēl vairāk nostiprinājusi euro zonas banku bilances. Banku pelnītspēja tagad ir tāda pati kā pirms pandēmijas. Banku parāda finansējuma nosacījumi kopumā joprojām ir labvēlīgi.

Atbilstoši jaunajai monetārās politikas stratēģijai Padome divas reizes gadā paziņināti novērtē monetārās politikas un finanšu stabilitātes mijiedarbību.

Stimulējoša monetārā politika atbalsta izaugsmi, kas nostiprina uzņēmumu un finanšu iestāžu bilances, kā arī novērš tirgus sadrumstalotības risku. Vienlaikus cieši jāmonitorē stimulējošās monetārās politikas ietekme uz nekustamā īpašuma tirgiem un finanšu tirgiem, jo vairāki vidēja termiņa ievainojamības aspekti kļuvuši spēcīgāki. Makroprudenciālā politika tomēr joprojām ir pirmā aizsardzības līnija finanšu stabilitātes saglabāšanā un vidēja termiņa ievainojamības aspektu novēršanā.

Monetārās politikas lēmumi

Padome decembra monetārās politikas sanāksmē nosprieda, ka tautsaimniecības atveseļošanās un ECB vidējā termiņa inflācijas mērķa īstenošanas progress ļauj turpmākajos ceturkšņos pakāpeniski samazināt aktīvu iegāžu apjomu. Tomēr joprojām nepieciešami stimulējoši monetārās politikas pasākumi, lai inflācija vidējā termiņā stabilizētos ECB noteiktā 2% mērķa līmenī. Ņemot vērā pašreizējo nenoteiktību, Padomei monetārās politikas īstenošanā jāsiglabā elastīga pieeja un pielāgošanās spēja. Paturot to prātā, Padome pieņēma šādus lēmumus.

Pirmkārt, Padome paredz, ka 2022. gada 1. ceturksnī neto aktīvu iegāžu apjoms pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) ietvaros būs mazāks nekā iepriekšējā ceturksnī. Neto aktīvu iegādes PĀAIP ietvaros tiks pārtrauktas 2022. gada marta beigās.

Otrkārt, Padome nolēma pagarināt PĀAIP atkārtotās ieguldīšanas periodu. Tā tagad plāno atkārtoti ieguldīt to PĀAIP ietvaros iegādāto vērtspapīru pamatsummas maksājumus, kuriem pienācis dzēšanas termiņš, vismaz līdz 2024. gada beigām. Jebkurā gadījumā PĀAIP portfelis turpmāk tiks pārvaldīts tā, lai izvairītos no atbilstīgas monetārās politikas nostājas īstenošanas traucējumiem.

Treškārt, pandēmija apliecinājusi, ka stresa apstākļos elastīga struktūra un aktīvu iegāžu īstenošana palīdzējusi novērst ECB monetārās politikas transmisijas traucējumus un uzlabojusi tās centienu efektivitāti Padomes mērķa sasniegšanā. ECB pilnvaru ietvaros stresa apstākļos elastīga pieeja joprojām būs monetārās politikas sastāvdaļa, ja monetārās politikas transmisijas traucējumu draudi radīs riskus cenu stabilitātes nodrošināšanai. Īpaši, ja saistībā ar pandēmiju atjaunosies tirgus sadrumstalotība, atkārtoto ieguldīšanu PĀAIP ietvaros jebkurā laikā var elastīgi koriģēt laika, aktīvu grupu un jurisdikciju dalījumā. Tas varētu ietvert Grieķijas Republikas emitēto obligāciju iegādes papildus dzēsto vērtspapīru atkārtoti ieguldītajiem apjomiem, lai novērstu iegāžu pārtraukšanu šajā jurisdikcijā – tas negatīvi ietekmētu monetārās politikas transmisiju Grieķijas tautsaimniecībā, kas

joprojām atveseļojas no pandēmijas ietekmes. Neto aktīvu iegādes PĀAIP ietvaros varētu tikt atsāktas, ja tas būtu nepieciešams, lai novērstu pandēmijas negatīvā šoka ietekmi.

Ceturtkārt, atbilstoši pakāpeniskai aktīvu iegāžu apjoma samazināšanai un lai nodrošinātu, ka monetārās politikas nostāja vidējā termiņā turpina veicināt inflācijas stabilizēšanos ECB noteiktā 2% mērķa līmenī, Padome nolēma, ka neto iegāžu mēneša apjoms aktīvu iegādes programmas (AIP) ietvaros 2. ceturksnī būs 40 mljrd. euro un 3. ceturksnī – 30 mljrd. euro. Sākot ar 2022. gada oktobri, neto aktīvu iegāžu mēneša apjoms AIP ietvaros būs 20 mljrd. euro tik ilgi, kamēr tas būs nepieciešams, lai nostiprinātu monetārās politikas procentu likmju stimulējošo ietekmi. Padome paredz, ka neto iegādes beigsies īsi pirms galveno ECB procentu likmju paaugstināšanas.

Padome arī apstiprināja pārējos pasākumus, lai veicinātu ECB cenu stabilitātes nodrošināšanas uzdevuma izpildi, proti, galveno ECB procentu likmju līmeni un perspektīvas norādi par monetārās politikas procentu likmju tendenci nākotnē. Tas ir būtiski atbilstoša monetāro stimulu līmeņa nodrošināšanai, lai vidējā termiņā stabilizētu inflāciju ECB noteiktā 2% mērķa līmenī.

Padome turpinās monitorēt banku finansēšanas nosacījumus un nodrošināt, ka, iestājoties trešā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopuma (ITRMO III) ietvaros veikto operāciju dzēšanas termiņam, netiek kavēta tās monetārās politikas raita transmisija. Padome arī regulāri novērtēs, kā aizdevumu mērķoperācijas palīdz uzturēt tās monetārās politikas nostāju. Kā tika ziņots, Padome paredz, ka ITRMO III ietvaros piemērojamie īpašie nosacījumi beigsies šā gada jūnijā. Padome arī novērtēs tās divu līmeņu rezervju atlīdzības sistēmas atbilstīgu koriģēšanu, lai negatīvo procentu likmju politika neierobežotu banku starpniecības spējas liela likviditātes pārpalikuma apstākļos.

Padome ir gatava pēc vajadzības un abos virzienos koriģēt visus instrumentus, lai nodrošinātu inflācijas stabilizēšanos vidējā termiņā ECB noteiktā 2% mērķa līmenī.

1. Ārējā vide

Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses liecina, ka pasaules tautsaimniecība joprojām saglabā atveseļošanās kursu, lai gan tuvākā laika izaugsmes perspektīvas vēl arvien aptumšo minētie bremsējošie faktori, kas saistīti ar piegādes problēmām un augstām izejvielu cenām un koronavīrusa (Covid-19) omikrona paveida parādīšanos. Jaunākie ekonomiskās aktivitātes apsekojumi liecina, ka izaugsmes temps 4. ceturkšņa sākumā joprojām bija vājš, īpaši apstrādes rūpniecībā, un to noteica piegādes problēmas, turpretī pakalpojumu nozari labvēlīgi ietekmēja nesena liela tautsaimniecību atkalatvēršanās. Salīdzinājumā ar iepriekšējām iespēju aplēsēm pasaules tautsaimniecības izaugsmes perspektīva 2021. gadam ir pārskatīta un samazināta, 2022. gadam tā nav mainīta, bet 2023. gadam – paaugstināta. Prognozēts, ka pasaules (neietverot euro zonu) reālā IKP pieaugums 2021. gadā būs 6.0%, bet pēc tam kāpuma temps samazināsies līdz 4.5% 2022. gadā, 3.9% 2023. gadā un 3.7% 2024. gadā. Paredzams, ka euro zonas ārējais pieprasījums 2021. gadā palielināsies par 8.9%, bet 2022., 2023. un 2024. gadā – attiecīgi par 4.0%, 4.3% un 3.9%. Tomēr 2021. un 2022. gadam ārējā pieprasījuma prognoze tikusi pārskatīta un salīdzinājumā ar iepriekšējām iespēju aplēsēm samazināta. Tas atspoguļo ilgstošo piegādes problēmu nelabvēlīgo ietekmi uz pasaules importu. Paredzams, ka piegādes problēmas sāks mazināties, sākot ar 2022. gada 2. ceturksni, un pilnībā izzudīs līdz 2023. gadam. Euro zonas konkurentu eksporta cenu prognoze 2021. un 2022. gadam pārskatīta un palielināta, ņemot vērā augstāku izejvielu cenu, piegādes problēmu un pieprasījuma atjaunošanās kopējo ietekmi. Galvenais risks, kas ietekmē pasaules tautsaimniecības izaugsmes iespēju pamataplēsi, joprojām ir pandēmijas nākotnes attīstības gaita. Vērtēts, ka citi izaugsmes perspektīvas riski ir vairāk lejupvērsti, bet pasaules inflācijas risku līdzsvars ir neskaidrāks.

Pasaules ekonomiskā aktivitāte un tirdzniecība

Pasaules ekonomiskās aktivitātes un tirdzniecības atveseļošanās 2021. gadā nebija tik raīta, kā iepriekš tika gaidīts. Pandēmijas norises vājināja patērētāju konfidenci, pat neieviešot stingrus ierobežojošus pasākumus. Pēdējā laikā omikrona paveida parādīšanās radījusi pandēmijas pastiprināšanās draudus pasaules mērogā un vēl vairāk palielinājusi nenoteiktību par tās nākotnes attīstību. Vienlaikus aktivitāti un tirdzniecības apjoma kāpumu mazinājuši citi bremsējošie faktori, izraisot augšupvērstu spiedienu uz cenām. Globālo ražošanas tīklu saspīlējumi 2021. gada gaitā pastiprinājušies un īpaši ietekmējuši lielās attīstītās tautsaimniecības un apstrādes rūpniecību (sevišķi autobūves nozari). Satricinājums Ķīnas mājokļu īpašumu tirgū un stingrākas monetārās politikas īstenošana dažās jaunajās tirgus ekonomikas valstīs (JTEV) vēl vairāk mazinājuši atveseļošanās tempu. Visbeidzot, izejvielu cenu kāpums noteicis inflācijas spiedienu pastiprināšanos visā pasaulē. Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm reālā IKP pieaugums 3. ceturksnī vairākās valstīs sagādāja vilšanos, t.sk. ASV, Ķīnā un Apvienotajā Karalistē. Tomēr globālo ainu ietekmē dati

par Indiju, kur spēcīga Covid-19 saslimstības kāpuma atjaunošanās pagājušā gada 2. ceturksnī izraisīja krasu ekonomiskās aktivitātes kritumu, kam 3. ceturksnī sekoja V veida atveseļošanās – pretēji situācijai vairākās citās tautsaimniecībās, kurās tajā brīdī inficēšanās gadījumu skaits sasniedza jaunus augstākos punktus. Indijas ekonomiskās aktivitātes sarukuma un tam sekojošās atveseļošanās apjoms vien jau nosaka pasaules (neietverot euro zonu) reālā IKP izaugsmi 3. un 4. ceturksnī, tomēr norises citās lielajās tautsaimniecībās šādu kāpumu neveicina.

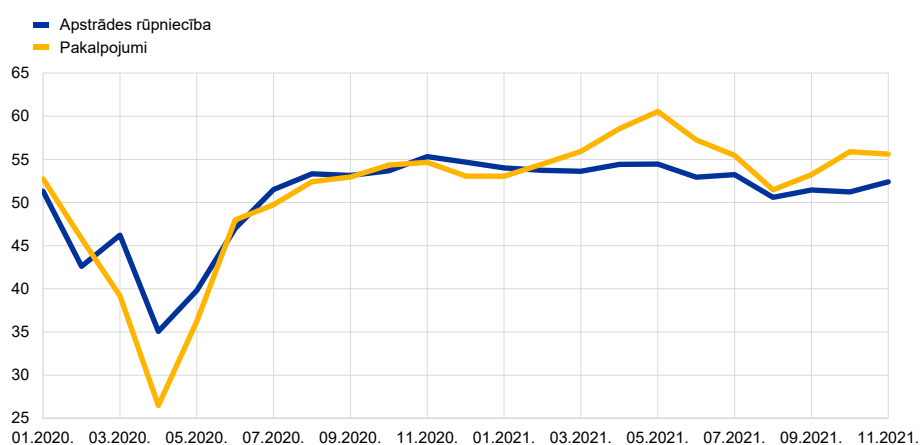
Apsekojumu rādītāji apstiprina vāju aktivitātes kāpuma tempu 2021. gada 4. ceturksņa sākumā ilgstošu piedāvājuma puses traucējumu apstākļos.

Pasaules rūpnieciskā ražošana ilgstoša mikroshēmu deficīta apstākļos augustā stagnēja, un būtiska lejupvērsta ietekme bija autobūves nozarei. Novembra globālais apvienotais iepirkumu vadītāju indekss (IVI) apstiprina vāju dinamiku apstrādes rūpniecībā, turpretī pakalpojumu nozares sniegums joprojām bija relatīvi spēcīgāks, ņemot vērā lielu tautsaimniecību pakāpenisko atkalatvēršanos. Kopumā jaunākie IVI dati liecina par divu ātrumu atveseļošanās dažādās nozarēs 4. ceturksņa sākumā (1. att.).

1. attēls

Globālais (neietverot euro zonu) produkcijas izlaides IVI nozaru dalījumā

(difūzijas indeksi)



Avoti: *Markit* un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada novembrī.

Globālie finanšu nosacījumi bija stabili līdz brīdim, kad ziņas par omikrona paveidu izraisīja riskantu aktīvu masveida pārdošanu un paaugstinātu svārstīgumu.

Finanšu nosacījumi, kas ir Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomisko iespēju aplēšu pamatā, salīdzinājumā ar iepriekšējo iespēju aplēšu kārtu saglabājās stimulējoši un kopumā stabili. Šī stabilitāte atspoguļoja spēcīgu kapitāla vērtspapīru cenu kāpumu, ko veicināja iespaidīgie peļņas rādītāji, kuru ietekmi kopumā dzēsa gaidu pieaugums attiecībā uz stingrākas monetārās politikas nostājas īstenošanu augošas inflācijas apstākļos, kā arī Covid-19 saslimstības kāpuma atjaunošanās Eiropā. Pēc Federālās atklātā tirgus komisijas paziņojuma novembrī finanšu tirgi sāka iecenot gaidas attiecībā uz to, ka aktīvu iegādes tiks pakāpeniski pārtrauktas straujāk, un agrāku un krasāku

monetārās politikas stingrības palielināšanu, kā liecina federālo fondu nākotnes līgumu līknes procentu likme. Bažas par nekustamo īpašumu attīstītāju *Evergrande* Ķīnā pamatā skāra tikai vietējos finanšu tirgus. Valdības un uzņēmumu obligāciju peļņas likmju starpības citās JTEV kopumā saglabājās stabilas. Pēc decembra iespēju aplēšu datu pēdējā aktualizēšanas datuma ziņas par omikrona paveidu izraisīja riskanto aktīvu masveida pārdošanu, tādējādi nosakot stingrākus finansēšanas nosacījumus attīstītajās valstīs un JTEV. Kopš tā laika pasaules kapitāla vērtspapīru tirgi daļēji atguvuši zaudējumus, un federālo fondu biržā tirgote nākotnes līgumu līkne joprojām ir augšupejoša.

Pasaules ekonomiskās aktivitātes un tirdzniecības tuvākā laika perspektīvu noteiks pandēmijas attīstība un temps, kādā tiek novērstas piegādes problēmas.

Pandēmijas norises dažos reģionos, īpaši Eiropā, pastiprinājās, bet citos situācija uzlabojās. Ierobežojošo pasākumu atjaunošana varētu būtiski aptumšot tuvākā termiņa globālo perspektīvu un palielināt izaugsmes faktisko rādītāju dispersiju starp dažādām valstīm. Pasaules preču tirdzniecību joprojām ierobežo piegādes problēmas, bet pasaules preču pieprasījums vēl arvien ir spēcīgs.¹ Tas atspoguļojas, piemēram, pusvadītāju ražošanas un pārvadājumu apjomos, kas krietni pārsniedz attiecīgās tendences pirms pandēmijas. Iespējams, ka globālo ražošanas tīklu saspīlējumus patiesībā vēl vairāk pastiprina starppatēriņa preču piesardzības uzkrājumu veidošana dažās nozarēs, uzņēmumiem cenšoties uzkrāt rezerves, lai nodrošinātos pret iespējamu deficītu.

Tiek lēsts, ka pasaules (neietverot euro zonu) reālā IKP izaugsme 2021. gadā būs 6.0%, bet pēc tam iespēju aplēšu periodā tā pakāpeniski kļūs mērenāka.

Tas ir nedaudz mazāk (par 0.3 procentu punktiem), nekā tika prognozēts ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs. Vājāku aktivitāti noteica jauns Covid-19 saslimstības uzliesmojums, piegādes problēmu nelabvēlīgā ietekme un vājāka izaugsme Ķīnā. Prognozēts, ka piegādes problēmas 2022. gadā turpinās mazināt aktivitāti attīstītajās tautsaimniecībās, lai gan mazāk, nekā tās ietekmēs tirdzniecību, jo patērētāji, iespējams, aizstāj nepieejamos ārvalstu produktus ar vietējiem. Turklāt paredzams, ka arī arvien straujāka patērētāju pieprasījuma pārvirze no precēm atpakaļ uz pakalpojumiem mazinās problēmu ietekmi uz preču patēriņu. Nākotnē prognozēts, ka pasaules (neietverot euro zonu) reālā IKP izaugsme 2022. gadā sasniegs 4.5%, bet pēc tam 2023. un 2024. gadā kļūs mērenāka – attiecīgi 3.9% un 3.7%. Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm izaugsmes prognoze 2022. gadam nav mainīta, bet 2023. gadam tā nedaudz paaugstināta (par 0.2 procentu punktiem). Lai gan 2020. gada beigās pasaules (neietverot euro zonu) reālā IKP izaugsme bija pārsniegusi pirms pandēmijas vēroto līmeni, prognozēts, ka iespēju aplēšu periodā tās kāpuma trajektorija būs mazliet zemāka nekā pirms pandēmijas. Patiesībā, lai gan attīstītajās tautsaimniecībās un Ķīnā izaugsmes trajektorijas atkal ir tādas pašas kā pirms krīzes, citās JTEV atveseļošanās atpauzē, un tas nākotnē mazinās pasaules ekonomisko aktivitāti.

¹ Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" 1. ielikumu "Piegādes ķēžu pārrāvumi un to ietekme uz pasaules tautsaimniecību".

ASV ekonomiskā aktivitāte atvaseļojas pēc vāja pieauguma 3. ceturksnī, ko noteica jauns Covid-19 saslimstības kāpums. Aktivitātes dati par oktobri pamatā ir uzlabojušies, liecinot par stabilām īstermiņa izaugsmes gaidām. Patēriņa pieprasījums kopš aprīļa pārvirzījies no ilglietojuma precēm uz pakalpojumiem, ko spēcīga pieprasījuma apstākļos arī ietekmēja piegādes problēmas. Pēdējās nedēļās gaidīšanas laiks un pārvadājumu izmaksas starp Ķīnu un ASV ir samazinājušās. Tomēr ilglietojuma preču krājumu apjomi joprojām ir mazāki nekā pirms pandēmijas. Tam vajadzētu veicināt izaugsmi, tiklīdz tiks pilnībā novērstas pašreizējās piegādes problēmas. Gada kopējā patēriņa cenu indeksa (PCI) inflācija novembrī palielinājās līdz 6.8%. Enerģijas cenu kāpuma temps pieauga, gada izteiksmē sasniedzot 33%, bet pārtikas cenu gada inflācija palielinājās līdz 6.1%. Gada pamatinflācija (neietverot pārtikas un enerģijas cenas) novembrī palielinājās līdz 4.9% (iepriekšējā mēnesī – 4.6%). Cenu spiediens bija vairāk vērojams attiecībā uz precēm, pastāvot ilgstošām piegādes ķēžu problēmām, bet pakalpojumu jomā tas kopumā bija ierobežotāks. Kopumā paredzams, ka inflācijas spiediens nākamajos mēnešos joprojām būs liels, un prognozēts, ka gada kopējā PCI inflācija sāks pakāpeniski samazināties no tās pašlaik augstā līmeņa tikai ar 2022. gada sākumu. Vienlaikus darba samaksas spiediens pašlaik pieaug, kā liecina nodarbinātības izmaksu indekss, kas 3. ceturksnī gada izteiksmē palielinājās gandrīz par 4%. Šis pieaugums bija būtiski lielāks un arī plašāk vērojams dažādās nozarēs salīdzinājumā ar gada sākuma faktiskajiem rezultātiem.

Ķīnā enerģijas deficīta, mājokļu īpašumu sektora satricinājuma un jaunu Covid-19 saslimstības uzliesmojumu dēļ ekonomiskās aktivitātes temps krasi palēninājās. Patērētāju konfidences apsekojumi sniedza neviendabīgu informāciju par privāto patēriņu, bet ražošanu un investīcijas, iespējams, ierobežo piegādes problēmas. Enerģijas pieprasījums joprojām ir augsts, bet nesen parādījušās spiediena mazināšanās pazīmes, ko daļēji noteica ogļu piedāvājuma palielināšanas un valsts rezervju izmantošanas politika, tādējādi cenšoties samazināt vietējās naftas cenas un nodrošināt energoapgādes drošumu. Satricinājums mājokļu īpašumu sektorā turpinājās, jo viena no kredītreitingu aģentūrām paziņoja, ka nekustamo īpašumu attīstītājam *Evergrande* iestājusies "ierobežota maksātspēja". Maksātspēja nebija negaidīta, un jau pirms tam bija bijuši mazāku uzņēmumu maksātspējas gadījumi. *Evergrande* jau bija uzsācis kontrolētu pārstrukturēšanas procesu, valdības pārstāvjiem pievienojoties riska vadības komitejai, lai pārraudzītu *Evergrande*, saglabātu uzņēmuma darbību un pārstrukturētu tā parādu. Valsts sniegusi politikas atbalstu, Ķīnas Tautas bankai decembrī samazinot banku rezervju prasību rādītāju, un centrālajai valdībai dodot mājienu par to, ka nostāja pret īpašumu nozari kļūs vairāk atbalstoša. Šo politikas pasākumu mērķis ir kontrolēt palēninājumu un izvairīties no krasāka sarukuma gan mājokļu īpašumu nozarē, gan plašākā tautsaimniecībā. Kopējā gada PCI inflācija novembrī palielinājās līdz 2.3% (oktobrī – 1.5%), pamatā atspoguļojot bāzes efektus, degvielas cenu kāpumu un pārtikas cenu pieaugumu, nelabvēlīgiem laikapstākļiem izraisot ražas novākšanas problēmas.

Japānā ekonomiskā aktivitāte, ņemot vērā piegādes problēmas un jaunu Covid-19 saslimstības kāpumu, 3. ceturksnī palēninājās. Paredzams, ka ekonomiskās aktivitātes kāpums 4. ceturksnī kļūs straujāks, atspoguļojot

ierobežojošo pasākumu pakāpenisku atvieglošanu, vakcinācijas progresu un turpmāku politikas atbalstu. Šiem faktoriem vajadzētu arī veicināt spēcīgāku atveseļošanu 2022. gada sākumā. Prognozēts, ka gada PCI inflācija iespēju aplēšu periodā atgriezīsies pozitīvā teritorijā un turpinās palielināties, tomēr tā būs zemāka par centrālās bankas noteikto mērķrādītāju.

Apvienotajā Karalistē saņemtie dati liecina, ka aktivitāte pēc vājiem 2021. gada 3. ceturkšņa faktiskajiem rezultātiem joprojām ir neliela.

Piegādes ķēžu traucējumi vienlaikus ar darbaspēka deficītu, ko noteica apstākļi pasaulē un breksits, 3. ceturksnī noteica izaugsmes tempa samazināšanos līdz 1.3% (iepriekšējā ceturksnī – 5.5%).² Turpinot atvieglot Covid-19 ierobežojumus, reālās aktivitātes kāpuma dzinējspēks joprojām bija privātais patēriņš, turpretī ieguldījumu pieaugums vēl arvien bija ļoti niecīgs. Paredzams, ka nākamajos mēnešos spēkā joprojām būs faktori, kas kavēja aktivitāti vasaras mēnešos. Tādējādi paredzams, ka ekonomiskā aktivitāte Apvienotajā Karalistē sasniegs pirms pandēmijas vēroto līmeni 2022. gada 1. ceturksnī – mazliet vēlāk, nekā iepriekš tika gaidīts. Nodarbinātības un darbaspēka līdzdalības līmenis pēdējos mēnešos ir lēnām pieaudzis, bet brīvo darbvietu skaits krasi palielinājies, veicinot būtisku darbaspēka piedāvājuma sarukumu darba tirgū. Šo ierobežoto piedāvājumu nosaka gan mazāks strādājošo piedāvājums no ES, gan tas, ka vietējo strādājošo darbaspēka līdzdalības līmenis joprojām ir zemāks nekā pirms pandēmijas. Deficīts ir īpaši jūtams tādās nozarēs kā viesmīlības pakalpojumi, būvniecība un pārtikas rūpniecība. Kopējā PCI inflācija oktobrī palielinājās līdz 4.2% (septembrī – 3.1%). Gada kopējās inflācijas kāpumu pamatā noteica enerģijas cenas, atspoguļojot regulatora veikto mājāsaimniecību enerģijas cenas griestu palielinājumu (tiek pārskatīti katru gadu aprīlī un oktobrī). Lai gan pamatinflācijas kāpums ir ierobežotāks, inflācijas spiediens sācis paplašināties, un paredzams, ka tuvākajā laikā tas saglabāsies. To pamatā noteiks turpmāki piegādes ķēžu traucējumi un augošas enerģijas cenas. Gaidāms, ka inflācija sasniegs augstāko punktu 2022. gada aprīlī. To noteiks paredzētā enerģijas cenas griestu korekcija, kas, visticamāk, būs nozīmīga, jo iekļaus kopš 2021. gada 2. pusgada vēroto enerģijas cenu kāpumu.

Centrālās Eiropas un Austrumeiropas ES dalībvalstu ekonomiskā aktivitāte 3. ceturksnī joprojām bija spēcīga, taču paredzams, ka tā kļūs mērenāka.

Mērenāks temps atspoguļo būtisku epidemioloģiskās situācijas pasliktināšanos un ilgstošus piegādes sastrēgumus. Paredzams, ka augošās enerģijas cenas noteiks papildu spiedienu uz PCI inflāciju, un prognozēts, ka 2022. gadā tā sasniegs augstāko punktu, bet pēc tam atlikušajā iespēju aplēšu periodā pakāpeniski samazināsies.

Lielajās izejvielu eksportētājvalstīs ekonomiskā aktivitāte atkarīga no to spējas apkarot Covid-19 uzliesmojumus un no pieejamās politikas telpas.

Krievijā krass Covid-19 saslimstības gadījumu kāpums lika pastiprināt ierobežojošos pasākumus, taču augošajam globālajam naftas un gāzes pieprasījumam un ar to saistītajiem pozitīvajiem tirdzniecības nosacījumiem vajadzētu veicināt ekonomisko aktivitāti. Prognozēts, ka pārtikas cenu un pieprasījuma spiediens tuvākajā laikā

² Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" 2. ielikumu "ASV un Apvienotās Karalistes darba tirgus atveseļošanās pēc pandēmijas".

uzturēs augstu inflāciju, tomēr gaidāms, ka vidējā termiņā tā atgriezīsies centrālās bankas mērķrādītāja līmenī. Brazīlijā ekonomisko aktivitāti ierobežo stingrāka monetārās politikas nostāja un ierobežota fiskālā telpa. Paredzams, ka PCI inflācija, kas joprojām palielinās un nesēn sasniedza divciparu skaitļus, iespēju aplēšu periodā samazināsies.

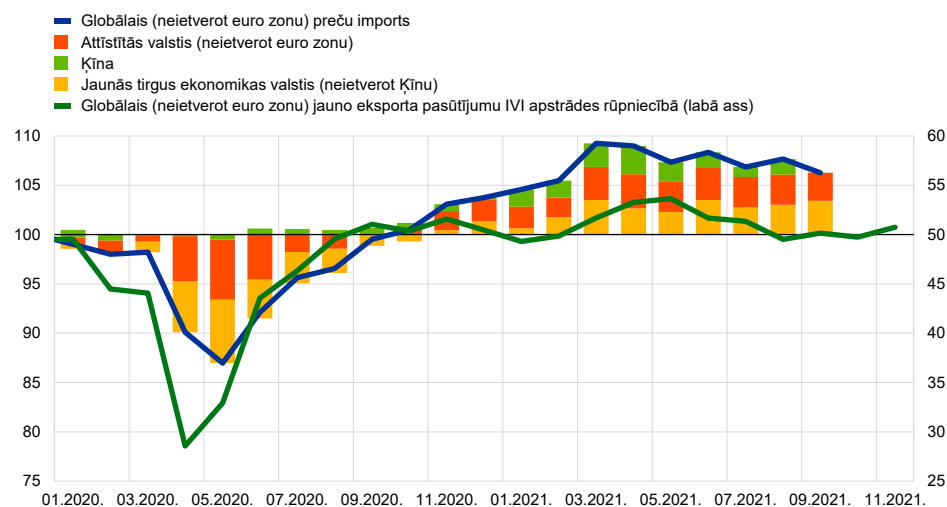
Turcijā ekonomiskā aktivitāte aizvien vājāka iekšzemes pieprasījuma apstākļos palēninājusies. Galvenais izaugsmes virzītājspēks 2021. gadā bija atbalstošā ārējā vide. Inflācija palielinājusies, un gaidāms, ka iespēju aplēšu periodā tā joprojām būs izsakāma divciparu skaitļos. To nosaka pārāk ekspansīva monetārās politikas nostāja, kuras rezultātā, neraugoties uz centrālās bankas intervencēm, liras kurss attiecībā pret ASV dolāru sasniedza rekordzemu līmeni.

Pasaules (neietverot euro zonu) tirdzniecības apjoma kāpums 2021. gadā kļuva mērenāks, atspoguļojot piegādes problēmu pastiprināšanos. Spēcīgais tirdzniecības apjoma kāpuma temps, kas tika sasniegts pēc pasaules tautsaimniecības atkalatvēršanās 2020. gada vidū, 2021. gadā sāka kļūt mērenāks. Pasaules preču tirdzniecības apjoma kāpums martā sasniedza augstāko punktu un kopš tā laika ir nemitīgi palēninājies, lai gan joprojām būtiski pārsniedz līmeni pirms pandēmijas (2. att.). Saņemtie dati par pasaules (neietverot euro zonu) preču tirdzniecības apjomu 3. ceturksnī norāda uz lejupvēršiem riskiem attiecībā uz pasaules tirdzniecības apjoma aplēsēm, un tos pamatā nosaka ilgstošās piegādes problēmas, par ko liecina arvien ilgāki pasūtījumu piegādes laiki. Turklāt loģistikas nozares vājums tirdzniecību ietekmē vairāk nekā rūpniecisko ražošanu, jo ietekmi uz rūpniecisko ražošanu palīdz mazināt pāreja uz iekšzemes precēm un piegādātājiem. Sarūkošās preču tirdzniecības ietekmi uz pasaules tirdzniecību nedaudz mazina pakalpojumu tirdzniecības pieaugums, kas kopš starptautisko ceļošanas ierobežojumu atvieglošanas kļūst arvien straujāks.

2. attēls

Globālais (neietverot euro zonu) preču imports un jaunie eksporta pasūtījumi

(kreisā ass: indekss; 2019. gada decembris = 100; labā ass: difūzijas indekss)



Avoti: Markit, CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākais novērojums IVI atbilst stāvoklim 2021. gada novembrī un globālajam preču importam – 2021. gada septembrī.

Globālo ražošanas tīklu saspīlējumi jeb piegādes problēmas ir

daudzšķautņaina parādība.

Tie atspoguļo piedāvājuma un pieprasījuma neatbilstību kombināciju, izraisot ražošanā nepieciešamo starppatēriņa preču deficītu, kas īpaši jūtams lielajās attīstītajās tautsaimniecībās un apstrādes rūpniecībā (sevišķi autobūves nozarē).³ Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses paredz, ka piegādes problēmas ietekmēs lielāku skaitu valstu un nozaru, nekā tika prognozēts iepriekšējās iespēju aplēsēs. Saskaņā ar apsekojumu datiem šīs problēmas pēdējos mēnešos vēl vairāk pastiprinājušās, un domājams, ka tās varētu sākt pakāpeniski mazināties, sākot ar 2022. gada 2. ceturksni, un pilnībā izzust līdz 2023. gadam.

Šie faktori mazina euro zonas ārējo pieprasījumu, kura prognoze tikusi pārskatīta un salīdzinājumā ar iepriekšējām iespēju aplēsēm 2021. un 2022. gadam samazināta.

Paredzams, ka vēlākajos aplēšu perioda gados piegādes problēmu izzušana noteiks mazliet spēcīgāku euro zonas ārējo pieprasījumu. Tiek lēsts, ka euro zonas ārējā pieprasījuma kāpums 2021. gadā sasniegs 8.9%, 2022. gadā samazināsies līdz 4.0%, bet 2023. gadā un 2024. gadā tas būs attiecīgi 4.3% un 3.9%. Paredzams, ka sākotnēji euro zonas ārējā pieprasījuma līmenis būs zemāks par ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs prognozēto, bet tad līdz iespēju aplēšu perioda beigām pakāpeniski sasniegs iepriekš prognozēto līmeni. Prognozētā pasaules (neietverot euro zonu) importa dinamika atgādina euro zonas ārējā pieprasījuma attīstību – prognozēts, ka 2021. gadā tas palielināsies par 11.1%, bet 2022., 2023. un 2024. gadā – attiecīgi par 3.9%, 4.4% un 4.0%.

Iespēju pamataplēšu riski galvenokārt saistīti ar pandēmijas nākotnes attīstības gaitu.

Pasaules tautsaimniecības iespēju pamataplēses papildina divi alternatīvi pandēmijas scenāriji – mērenais un nelabvēlīgais. Šo scenāriju galvenie parametri atspoguļo pandēmijas attīstību, ar to saistīto ierobežojošo pasākumu un vakcinēšanas gaitu. Nelabvēlīgais scenārijs pieņem, ka JTEV pirmie divi parametri ir nelabvēlīgāki un vakcinēšanas gaita ir lēnāka nekā attīstītajās tautsaimniecībās.⁴ Pasaules ekonomiskās aktivitātes un euro zonas ārējā pieprasījuma faktiskie rezultāti abos alternatīvajos scenārijos kopumā ir salīdzināmi ar ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs norādītajiem. Omikrona paveida parādīšanās, visticamāk, izraisīs lielāku pasaules tautsaimniecības izaugsmes svārstīgumu, bet pašlaik tā precīzā ietekme ir ļoti neskaidra.

Pārējie pasaules (neietverot euro zonu) tautsaimniecības izaugsmes

perspektīvu apdraudošie riski ir vairāk lejuvērsti.

Agrākai un straujākai monetārās politikas stingrības pastiprināšanai lielās tautsaimniecībās var būt netieša ietekme uz finanšu nosacījumiem JTEV un tas noteiktu lejuvērstu risku izaugsmei. Ķīnā spēcīgāks nekustamā īpašuma nozares izaugsmes kritums, nekā pašlaik prognozēts, radītu lejuvērstu pasaules ekonomiskās aktivitātes perspektīvas risku. Augšupvērstie izaugsmes riski ietver iespēju, ka ASV fiskālo pasākumu pakotnes

³ Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" 1. ielikumu "Piegādes ķēžu pārrāvumi un to ietekme uz pasaules tautsaimniecību".

⁴ Sīkāku informāciju sk. ECB tīmekļvietnē 2021. gada 16. decembrī publicēto "Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomisko iespēju aplēšu euro zonai" 5. ielikumā.

fiskālais multiplikators būs lielāks, nekā pašlaik pieņemts, un ka papildu uzkrājumi attīstītajās tautsaimniecībās tiks iztērēti straujāk, nekā gaidīts.

Pasaules cenu norises

Augstās enerģijas cenas joprojām ir pasaules tautsaimniecības izaugsmi kavējošs faktors.

Kopš ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm enerģijas cenas ir palielinājušās, naftas cenu kāpumam atspoguļojot gan pieprasījuma atjaunošanos, gan piedāvājuma puses norises. Naftas pieprasījums atjaunojās, arvien vairāk valstīm atkalatverot tautsaimniecību, t.sk. atverot savas robežas starptautiskiem ceļojumiem, tādējādi palielinot mobilitātes līmeni. Naftas pieprasījumu veicinājis arī gāzes cenu kāpums, kas izraisījis aizstāšanu ar citiem enerģijas avotiem, t.sk. ar naftu. Arī piedāvājuma faktori veicinājuši naftas cenu palielināšanos, jo OPEC+ neizdevās sasniegt plānoto ražošanas apjomu un viesuļvētra Aida izraisīja ilgstošus piegādes traucējumus ASV. Novembra beigās enerģijas cenu kāpums kļuva nedaudz mērenāks, jo, parādoties omikrona paveidam, krasi kritās naftas cenas, atspoguļojot bažas, ka jauns Covid-19 saslimstības pieaugums varētu samazināt pasaules naftas pieprasījumu. Neenerģijas preču cenas aplūkojamā periodā samazinājās. To noteica metāla izejvielu cenu sarukums būtiska dzelzs rūdas cenu krituma ietekmē, daļēji atspoguļojot tērauda pieprasījuma samazināšanos Ķīnā. Turpretī pārtikas izejvielu cenas palielinājās ierobežotā kafijas un kviešu tirgus piedāvājuma rezultātā.

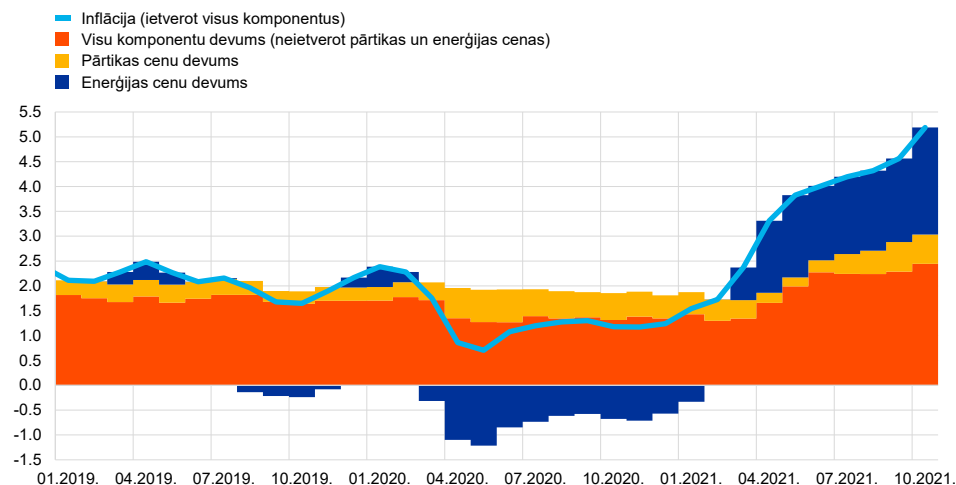
Saņemtie dati liecina, ka inflācijas spiediens turpinās. Globālo loģistikas un ražošanas tīklu saspīlējumi (kā arī darba tirgus frikcijas nozīmīgās attīstītajās tautsaimniecībās) liecina par cenu spiediena pārnesei turpināšanos, kā norāda augošās globālās ražotāju cenas.⁵ PCI inflācija attīstītajās tautsaimniecībās saglabājās augsta, krietni pārsniedzot tās pēdējo 20 gadu vēsturiskos vidējos rādītājus. JTEV PCI inflācija arī palielinājusies, bet norises bijušas atšķirīgākas un vidēji – mazāk spēcīgas. Pandēmijas mājsēžu kulminācijas laikā 2020. gadā vērotā ierobežotā cenu līmeņa pozitīvo bāzes efektu ietekme attīstītajās tautsaimniecībās bijusi nozīmīga, kā liecina 12 un 24 mēnešiem aprēķināto inflācijas rādītāju atšķirība. JTEV šī ietekme, šķiet, bijusi mazāka. Nākotnē paredzams, ka pasaules PCI inflācijas kāpums būs noturīgāks, nekā iepriekš tika gaidīts, un tas pakāpeniski kļūs mērenāks tikai 2022. gada gaitā. Gada kopējā PCI inflācija Ekonomiskās sadarbības un attīstības organizācijas (OECD) dalībvalstīs oktobrī palielinājās līdz 5.2% (septembrī – 4.6%; 3. att.). Šo straujo kāpumu noteica enerģijas cenu palielināšanās līdz augstākajam pēdējos 40 gados vērotajam līmenim (24.2%) un tomēr arī bāzes gada efekti. OECD PCI pamatinflācija oktobrī arī pieauga līdz 3.5% (iepriekšējā mēnesī – 3.2%).

⁵ Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" 2. ielikumu "ASV un Apvienotās Karalistes darba tirgus atveseļošanās pēc pandēmijas".

3. attēls

OECD patēriņa cenu inflācija

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošu periodu; %; devums; procentu punktos)



Avoti: OECD un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada oktobrī.

Paredzams, ka inflācijas spiediens saglabāsies paaugstināts līdz 2022. gada vidum un pēc tam, pamatā esošajiem virzītājspēkiem izzūd, mazināsies. Lai gan inflācijas spiedienu veicinošie faktori (piemēram, piegādes problēmas un darbaspēka deficīts) izrādās ne tik īslaicīgi, kā tika prognozēts ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs, pieņemts, ka tie sāks izzust, sākot ar 2022. gada vidu. Iespēju aplēšu periodā paredzamais kopējās inflācijas kāpums pasaulē atspoguļosies augstākās euro zonas konkurentu eksporta cenās. Šo pieaugumu lielā mērā skaidro augošās globālās izejvielu cenas, kas daļēji atspoguļo 2020. gada pavasarī piedzīvotā pandēmijas šoka bāzes efektus.

2. Finanšu norises

Aplūkojamā periodā (2021. gada 9. septembris–15. decembris) euro zonas finanšu tirgus galvenokārt ietekmēja inflācijas perspektīvas pārmaiņas un nenoteiktības atjaunošanās attiecībā uz turpmākām ekonomiskajām sekām saistībā ar koronavīrusu (Covid-19). Konkrētāk, informācija par jauno omikrona paveidu izraisīja būtisku svārstīgumu perioda ietvaros, bet, tuvojoties aplūkojamā perioda beigām, spēcīgā sākotnējā ietekme, īpaši uz riska aktīviem, daļēji izzuda. Euro īstermiņa etalonlikmes (€STR) nākotnes līknes īstermiņa gals līdz oktobra beigām būtiski pavirzījās augšup, bet pēc tam nedaudz pazeminājās, kopumā liecinot, ka tirgus dalībnieki veica nozīmīgu pārcenošanu, salīdzinājumā ar aplūkojamā perioda sākumu iecenojot agrāku politikas procentu likmju pieaugumu. Līdzīgi īstermiņa procentu likmēm arī bezriskā ilgtermiņa uz nakti izsniegto kredītu indeksa mijmaiņas darījumu (OIS) procentu likmju dinamiskā kāpumi mijās ar kritumiem, bet kopumā tās nedaudz palielinājās. Valdības obligāciju peļņas likmju starpības salīdzinājumā ar OIS procentu likmi dažās jurisdikcijās nedaudz palielinājās, bet citās – mazliet saruka, taču kopumā periodu raksturoja svārstības. Kapitāla vērtspapīru tirgos pasaulē cenas līdz novembra beigām pieauga, un to veicināja spēcīgas peļņas sezona, bet pēc tam notika straujākais kritums vairāk nekā gada laikā, krasi pasliktinoties riska noskaņojumam. Euro zonas uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības periodā nedaudz palielinājās, bet kopumā saglabājās praktiski nemainīgas. Euro kurss attiecībā pret vairākumu nozīmīgāko valūtu samazinājās.

Etalonlikme (€STR) aplūkojamā periodā vidēji bija –57 bāzes punkti. Likviditātes pārpalikums palielinājās aptuveni par 26 mljrd. euro (aptuveni līdz 4430 mljrd. euro), galvenokārt atspoguļojot pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) un aktīvu iegādes programmas (AIP) ietvaros veiktās aktīvu iegādes, kā arī ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju trešā kopuma (ITRMO III) devītās operācijas izmantošanu 97.57 mljrd. euro apjomā. Vienlaikus likviditātes pārpalikuma pieaugumu būtiski samazināja iepriekšējās ITRMO III operācijās aizņemto līdzekļu pirmstermiņa atmaksas 79.24 mljrd. euro apjomā un citu aktīvu neto sarukums aptuveni par 246 mljrd. euro aplūkojamā periodā. Šo citu aktīvu neto sarukumu pamatā noteica Eurosistēmas saistību euro pret ārpus euro zonas esošo valstu rezidentiem pieaugums aptuveni par 201 mljrd. euro aplūkojamā periodā.

€STR nākotnes līknes īstermiņa gals salīdzinājumā ar Padomes septembra sanāksmes laiku būtiski pavirzījies augšup, liecinot, ka tirgus dalībnieki veikuši nozīmīgu politikas procentu likmju pieauguma gaidu pārcenošanu (4 att.).⁶ €STR nākotnes līknes īstermiņa gals aplūkojamā perioda pirmajā pusē pavirzījās augšup apstākļos, kad pieauga uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji un pastiprinājās gaidas attiecībā uz stingrākas monetārās politikas īstenošanu pasaules līmenī. Aplūkojamā perioda otrajā pusē pēc monetārās

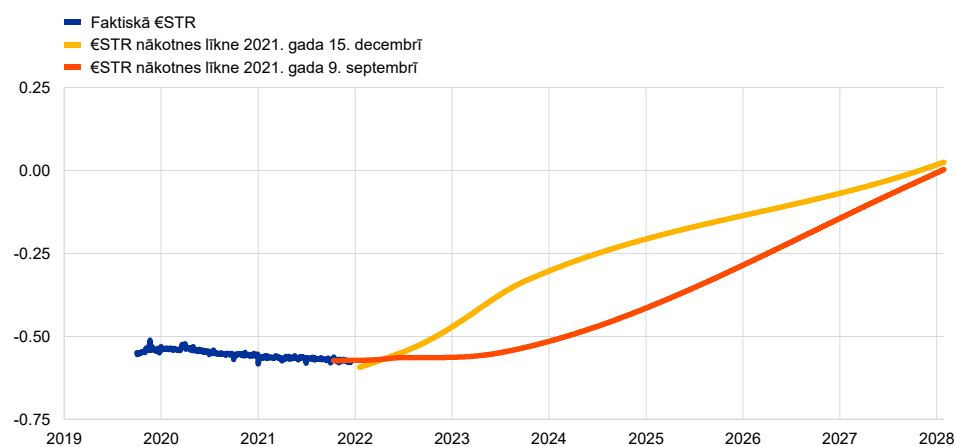
⁶ Turpmāk tiks sniegta nevis informācija par EONIA OIS nākotnes līkni, bet gan par €STR OIS nākotnes līkni. Pārmaiņas tiek veiktas tāpēc, ka ar 2022. gada 3. janvāri tika pārtraukta EONIA publicēšana, tā kā tas vairs neatbilda etalonlikmes noteikumiem. Abas OIS nākotnes līknes ir mehāniski saistītas, jo ar 2019. gada oktobri EONIA aprēķina, €STR pieskaitot fiksētu uzcenojumu – 8.5 bāzes punktus. Sk. ECB 2019. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 7 rakstu *Goodbye EONIA, welcome €STR!* ("Ardievu, EONIA! Esi sveicināta, €STR!").

politikas paziņojuma Padomes oktobra sanāksmes noslēgumā un pastiprinoties ar koronavīrusu saistītām bažām, līkne pavisinājās lejup. Kopumā tirgus implicētais procentu likmes celšanas datums, ko definē kā laiku, kad €STR nākotnes līkne pārsniegs pašreizējo €STR līmeni plus 10 bāzes punktu, pavisinājās tālāk aptuveni par gadu, uz 2022. gada decembra beigām. Tomēr ar gaidīto procentu likmes dinamiku un tās celšanas laiku saistītā nenoteiktība ir liela, kā to atspoguļo paaugstināts svārstīgums naudas tirgos.

4. attēls

€STR nākotnes procentu likmes

(gadā; %)



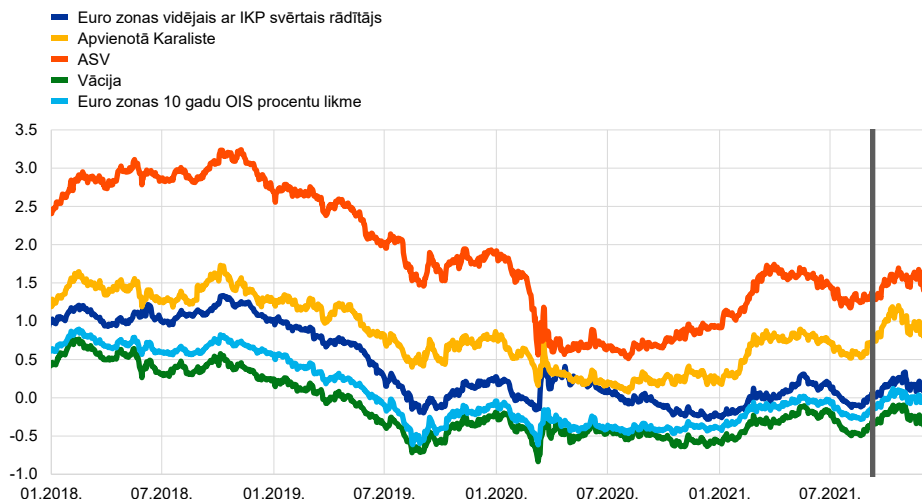
Avoti: Bloomberg un ECB aprēķini.

Euro zonas valstu valdības ilgtermiņa obligāciju vidējās peļņas likmes joprojām cieši atspoguļo bezrisku procentu likmju dinamiku un aplūkojamā perioda beigās bija nedaudz augstākas, bet periodā kopumā – mazliet svārstīgākas (5. att.). Uzlabojoties vidējā termiņa ekonomikas perspektīvām pasaules līmenī, euro zonas valstu valdības ilgtermiņa obligāciju peļņas likmes no septembra sākuma līdz oktobra beigām palielinājās. Tomēr vēlāk pēc centrālās bankas paziņojuma tās saruka, bažās par jaunu ar koronavīrusu saistītu ierobežojumu ietekmi atspoguļojot vērtējumu par lejupvērstiem tautsaimniecības perspektīvas riskiem, ko īpaši veicināja ziņas par jauno omikrona paveidu. Kopumā gan ar IKP svērtā euro zonas valstu valdības 10 gadu obligāciju peļņas likme, gan OIS ar termiņu 10 gadu bezrisku procentu likme, pamatojoties uz €STR, palielinājās par gandrīz 10 bāzes punktiem, attiecīgi sasniedzot 0.06% un –0.07%. Norises ASV bija samērā līdzīgas. Tur valdības 10 gadu obligāciju peļņas likme sākumā palielinājās, bet pēc tam šo kāpumu daļēji zaudēja un aplūkojamā perioda beigās bija par 16 bāzes punktiem augstāka (1.46%).

5. attēls

Valdības 10 gadu obligāciju peļņas likme un OIS procentu likme, pamatojoties uz €STR

(gadā; %)



Avoti: Refinitiv un ECB aprēķini.

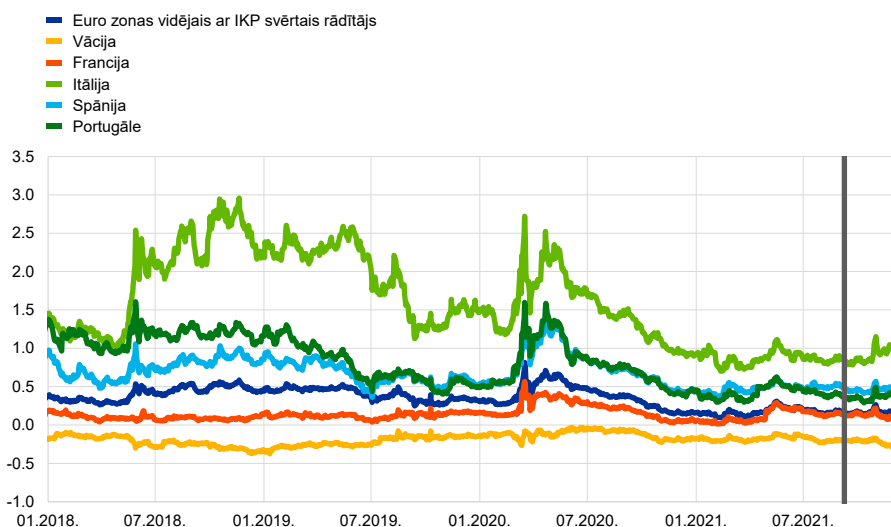
Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2021. gada 9. septembri). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 15. decembrī.

Euro zonas valstu valdības ilgtermiņa obligāciju peļņas likmju starpības salīdzinājumā ar OIS procentu likmēm dažās jurisdikcijās palielinājās, bet citās – nedaudz saruka, valdot lielākai nenoteiktībai (6. att.). Oktobra pēdējā nedēļā valdības obligāciju tirgos bija vērojams būtisks, tomēr īslaicīgs peļņas likmju starpību kāpums (piemēram, par 32 bāzes punktiem Itālijā, 18 bāzes punktiem Portugālē un 14 bāzes punktiem Spānijā). Sākot ar novembri, ilgtermiņa valdības obligāciju peļņas likmju starpības Vācijā un Francijā nedaudz saruka un kopumā bija aptuveni par 10 bāzes punktiem mazākas. To noteica lielais pieprasījums pēc drošām obligācijām zemas valdības obligāciju tirgus likviditātes apstākļos, zināmā mērā atspoguļojot arī ierastās gada beigu tendences. Kopumā peļņas likmju starpības Portugālē un Spānijā saglabājās samērā stabilas, bet Itālijā tās aplūkojamā periodā palielinājās aptuveni par 15 bāzes punktiem.

6. attēls

Euro zonas valstu valdības 10 gadu obligāciju peļņas likmju un €STR OIS procentu likmes starpības

(procentu punktos)



Avoti: *Refinitiv* un ECB aprēķini.

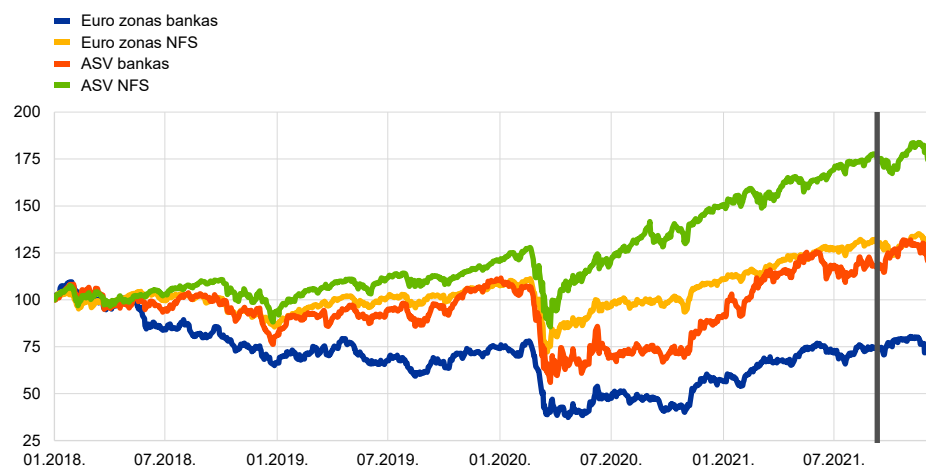
Piezīmes. Starpība aprēķināta, no valdības 10 gadu obligāciju peļņas likmes atņemot €STR 10 gadu OIS procentu likmi. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2021. gada 9. septembrī). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 15. decembrī.

Spēcīgas uzņēmumu peļņas sezonas ietekmē aplūkojamā perioda sākumā pasaules kapitāla vērtspapīru tirgos turpinājās cenu kāpums, kam sekoja spējš kritums, ko izraisīja ziņas par nesēn atklāto omikrona paveidu (7. att.). Gandrīz visu aplūkojamo periodu stabilas uzņēmumu peļņas kāpuma gaidas veicināja kopumā pozitīvu euro zonas kapitāla vērtspapīru cenu dinamiku, un līdz 25. novembrim tās kopumā bija pakāpušās par 2%. Tomēr kopš novembra beigām nenoteiktība saistībā ar straujo omikrona paveida izplatību un tās ietekmi uz pasaules tautsaimniecību pārtrauca kapitāla vērtspapīru cenu ilgstošo spēcīgo kāpumu abpus Atlantijas okeānam, un tās strauji samazinājās, lielā mērā atspoguļojot kapitāla vērtspapīru riska prēmijas pieaugumu. Šā jaunā un, iespējams, ar straujākas izplatīšanās spēju apveltītā koronavīrusa paveida ietekme uz tirgu euro zonā bija būtiskāka nekā ASV. Euro zonas nefinanšu sabiedrību (NFS) kapitāla vērtspapīru cenas saruka par 1.1%, turpretī ASV tās palielinājās par 3.0%. ASV banku kapitāla vērtspapīru cenas pieauga par 3%, bet euro zonā tās palielinājās tikai par 0.2%.

7. attēls

Euro zonas un ASV kapitāla vērtspapīru cenu indeksi

(indekss: 2018. gada 1. janvāris = 100)



Avoti: *Refinitiv* un ECB aprēķini.

Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2021. gada 9. septembri). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 15. decembrī.

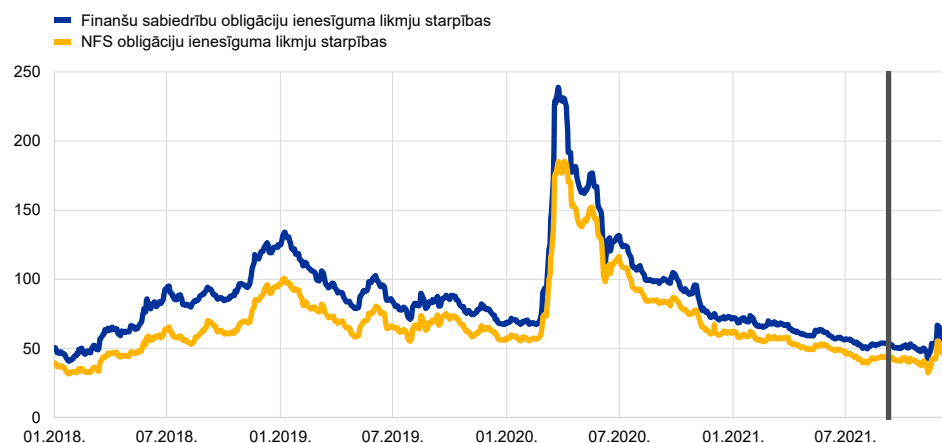
Atspoguļojot kapitāla vērtspapīru cenu dinamiku, euro zonas uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības pēc ziņu par omikrona paveidu izplatīšanās nedaudz palielinājās un vēlāk bija mazliet svārstīgas (8. att.).

Aplūkojamā periodā kopumā investīciju kategorijas NFS obligāciju ienesīguma likmju starpība un finanšu sektora obligāciju ienesīguma likmju starpība (salīdzinājumā ar bezriskā procentu likmi) kopumā nemainījās. Ilgāka termiņa skatījumā pēdējo mēnešu ilgstošo samazinājuma tendenci var lielā mērā attiecināt uz obligāciju prēmiju atlikušo daļu, t.i., to euro zonas uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību daļu, kuru neizskaidro ekonomiski, ar kredītiem un nenoteiktību saistīti, faktori.

8. attēls

Euro zonas uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības

(bāzes punktos)



Avoti: *Markit iBoxx* indeksi un ECB aprēķini.

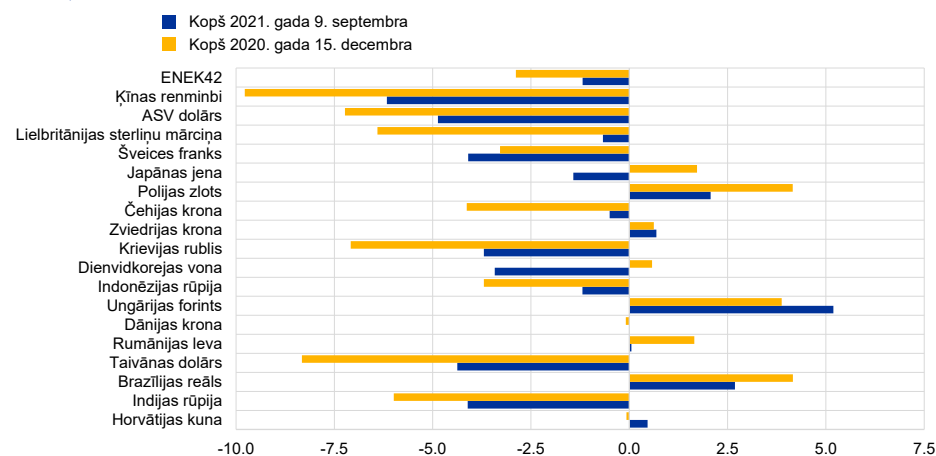
Piezīmes. Ienesīguma likmju starpības atspoguļo aktīvu mijmaiņas darījumu procentu likmes un bezriskā procentu likmes starpību. Indeksi ietver dažādu termiņu obligācijas (kurām līdz termiņa beigām atlicis vismaz 1 gads) ar investīciju kategorijas reitingu. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2021. gada 9. septembri). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 15. decembrī.

Valūtas tirgos euro kurss ar tirdzniecības apjomu svērtā izteiksmē samazinājās (9. att.), atspoguļojot plašu kritumu, sevišķi attiecībā pret ASV dolāru, kā arī pret vairāku citu nozīmīgāko valūtu. Euro nominālais efektīvais kurss, ko mēra attiecībā pret euro zonas 42 nozīmīgāko tirdzniecības partnervalstu valūtām, aplūkojamā periodā saruka par 1.2%. Euro kurss būtiski samazinājās attiecībā pret ASV dolāru (par 4.9%), atspoguļojot euro zonas un ASV īstermiņa procentu likmju gaidu atšķirības palielināšanos, ko noteica straujāka ekonomiskās aktivitātes atjaunošanās un lielāka inflācija ASV, kā arī ASV monetārās politikas kurss. Euro kurss pavājinājās arī attiecībā pret citām nozīmīgākajām valūtām, t.sk. pret Ķīnas renminbi (par 6.2%), Šveices franku (par 4.1%), Japānas jenu (par 1.4%) un Lielbritānijas sterliņu mārciņu (par 0.7%). Tajā pašā periodā euro kurss palielinājās attiecībā pret vairāku ārpus euro zonas esošo ES dalībvalstu valūtām, t.sk. pret Ungārijas forintu (par 5.2%) un Polijas zlotu (par 2.1%).

9. attēls

Euro kursa pārmaiņas attiecībā pret atsevišķām valūtām

(pārmaiņas; %)



Avots: ECB.

Piezīmes. ENEK42 ir euro nominālais efektīvais kurss attiecībā pret euro zonas 42 nozīmīgāko tirdzniecības partnervalstu valūtām. Pozitīvas (negatīvas) pārmaiņas liecina par euro kursa kāpumu (kritumu). Visas pārmaiņas aprēķinātas, izmantojot valūtu 2021. gada 15. decembra kursus.

3. Ekonomiskā aktivitāte

Euro zonas atveseļošanās turpinājās 2021. gada 3. ceturksnī, aktivitātei vēl vairāk pieaugot un gandrīz sasniedzot produkcijas izlaides līmeni, kāds bija pirms pandēmijas. Privātais patēriņš bija galvenais 3. ceturkšņa izaugsmes virzītājspēks, bet neto tirdzniecības devums joprojām bija neliels. Būtisks turpmāks pakalpojumu aktivitātes kāpums sniedzis lielāko devumu, īpaši viesmīlības un atpūtas segmentā, ko labvēlīgi ietekmēja pakāpeniska ierobežojumu samazināšana vasarā. Savukārt rūpniecība un būvniecība mazināja kopējo pieaugumu, jo vasaras mēnešos bija īpaši jūtams piegādes deficīts.

Piegādes pārrāvumi, enerģijas cenu kāpums un papildu aktivitātes ierobežojumi dažās euro zonas valstīs saistībā ar pandēmijas atkārtotu uzliesmojumu samazinājuši aktivitāti gada pēdējā ceturksnī. Straujā kopš novembra vērojamā koronavīrusa (Covid-19) saslimstības rādītāju palielināšanās, ierobežojošo pasākumu atjaunošana vairākās euro zonas valstīs un augošās bažas par omikrona variantu, visticamāk, tuvākajā laikā turpinās nelabvēlīgi ietekmēt konfidenci un aktivitāti.

Neraugoties uz tuvākajā laikā gaidāmajiem piegādes pārrāvumiem un nenoteiktību, euro zonas notiekošās atveseļošanās pamats paliek nemainīgs. Vidējā termiņa perspektīvas joprojām paredz iekšējā pieprasījuma turpmāku nostiprināšanos vienlaikus ar darba tirgus situācijas uzlabošanos, globālās izaugsmes nostiprināšanos un nepārtraukto politikas atbalstu, ko sniedz gan monetārā, gan fiskālā politika pārejas posmā uz pašatbalsta izaugsmi. Šis novērtējums plaši atspoguļots Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomisko iespēju aplēšu euro zonai bāzes scenārijā, kurā paredzēts, ka reālā IKP gada pieaugums 2021. gadā būs 5.1%, 2022. gadā – 4.2%, 2023. gadā – 2.9% un 2024. gadā – 1.6%, kā arī tas, ka līdz 2022. gada 1. ceturksnim gaidāma ekonomiskās aktivitātes atjaunošanās ceturkšņu līmenī, kāds bija reģistrēts pirms pandēmijas. Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm ekonomiskās aktivitātes perspektīva 2022. gadam koriģēta un pazemināta, un to galvenokārt noteikusi nesenā globālo piegādes problēmu saasināšanās un stingrāki ar pandēmiju saistītie ierobežojumi dažās euro zonas valstīs. Tomēr vidējā termiņā gaidāms, ka šo problēmu atrisināšana noteiks spēcīgu augšupvērstu izaugsmes korekciju 2023. gadā un arvien lielāku izaugsmes pašpietiekamību turpmākajos gados.

Euro zonas IKP izaugsmes perspektīvu apdraudošie riski tiek vērtēti kā kopumā līdzsvaroti. No vienas puses, izaugsmes rādītāji varētu samazināties, ja nesen vērotā pandēmijas situācijas pasliktināšanās un jaunu variantu izplatība ilgstošāk kavētu izaugsmi. No otras puses, ātrāka izaugsmes atjaunošanās varētu notikt, ja mājsaimniecības pasteigtos izmantot pandēmijas laikā pieaugušos uzkrājumus un ja pašreizējās piegādes problēmas atrisinātos ātrāk, nekā pašlaik paredzēts.

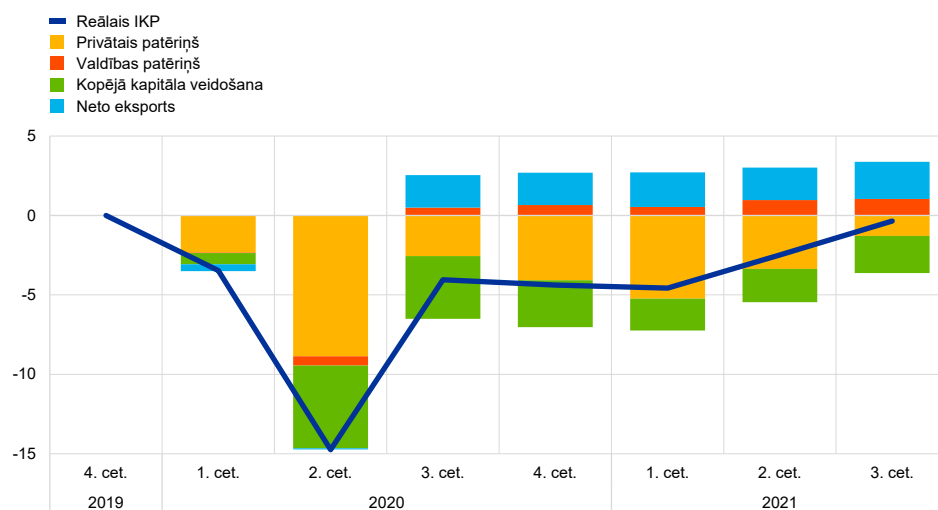
Euro zonas ekonomiskā aktivitāte 2021. gada 3. ceturksnī palielinājās par 2.2%, apliecinot, ka, neraugoties uz piegādes ķēžu arvien lielākiem pārrāvumiem, gada vidū bija sākusies spēcīga atveseļošanās. Pēc 2021. gada sākumā pieredzētās tehniskās recesijas 2. un 3. ceturksnī bija vērojams spēcīgs IKP

kāpums. Salīdzinājumā ar iepriekšējā ceturkšņa pieauguma tempu IKP abos ceturkšņos palielinājās par 2.2%, jo pandēmiju ierobežojošie pasākumi pakāpeniski tika atviegloti. Rezultāts kopumā atbilst ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs paredzētajai tendencei, t.i., ceturkšņa aktivitāte bija tikai par 0.3% zemāka par līmeni, kāds tika sasniegts pirms pandēmijas 2019. gada beigās (10. att.). Izaugsmi 3. ceturksnī joprojām galvenokārt noteica spēcīgs privātā patēriņa kāpums, saglabājoties nelielam pozitīvam neto tirdzniecības devumam. Pēc iespaidīgās palielināšanās 2. ceturksnī ieguldījumi 3. ceturksnī saruka, īpaši mehānismu un iekārtu segmentā. Krājumi arī nedaudz mazināja kopējo pieaugumu.

10. attēls

Euro zonas reālais IKP un tā sastāvdaļas

Pārmaiņas kopš 2019. gada 4. ceturkšņa; %; devums procentu punktos



Avoti: Eurostat un ECB speciālistu aprēķini.

Piegādes ķēžu pārrāvumi 4. ceturksnī turpināja ierobežot apstrādes rūpniecības nozares produkcijas izlaidi (11. att.).

Izejmateriālu, aprīkojuma un telpu trūkums kopš 2. ceturkšņa pieaudzis līdz rekordaugstam līmenim, daudzviet tiek ziņots par pusvadītāju, metālu un plastmasu piegādes problēmām, kā arī pastāvīgiem transporta kustības traucējumiem. Minētais izejmateriālu, aprīkojuma un telpu trūkums īpaši aktuāls bijis rūpniecības nozarē (neietverot būvniecību), kurā pieaugums salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni bija ierobežots – tikai 0.1%, kā arī būvniecības nozarē, kurā 3. ceturksnī bija vērojams būtisks samazinājums – 0.6%.⁷ Turpretī klātienē pakalpojumu skaits nozīmīgi pieauga, un to veicināja pastāvīgā ierobežojošo pasākumu atvieglošana un augsts patērētāju konfidences līmenis.⁸

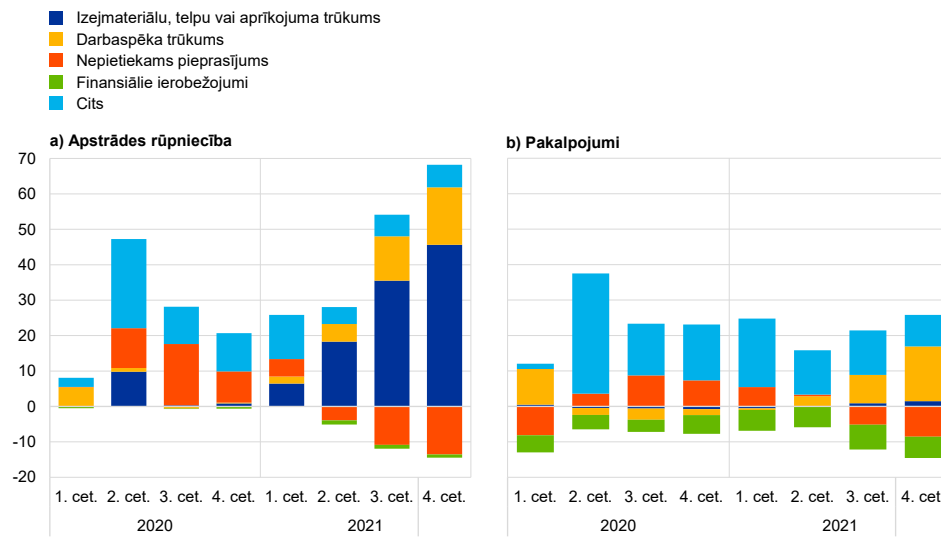
⁷ Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu "Piegādes ķēžu pārrāvumu iemesli un to ietekme uz euro zonas apstrādes rūpniecību".

⁸ Tirdzniecības, transporta un viesmīlības nozares sniegtie pakalpojumi 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni palielinājās gandrīz par 7%, savukārt mākslas un atpūtas pasākumu nozarē – par 12%. Tomēr abas šīs nozares joprojām nebija sasniegušas aktivitātes līmeni, kāds bija reģistrēts pirms pandēmijas.

11. attēls

Ražošanu ierobežojošie faktori euro zonā

(respondenti; %; atšķirība salīdzinājumā ar ilgtermiņa vidējo rādītāju)



Avots: Eiropas Komisija.

Piezīmes. Ilgtermiņa vidējo rādītāju aprēķina laikposmam no 2003. gada līdz 2019. gadam. Ceturkšņa apsekojumi veikti katra ceturkšņa pirmajā mēnesī. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 4. ceturksnī (oktobrī).

Tiek lēsts, ka euro zonas IKP kāpums 4. ceturksnī, valdot lielai īstermiņa nenoteiktībai, būtiski samazinājies.

Lai gan tika gaidīts, ka pēc vasarā vērotās spēcīgās pieauguma tempa atjaunošanās tas normalizēsies, pašreizējo samazināšanos, visticamāk, palielina kopējā ietekme, ko rada piegādes ķēžu pārrāvumu pastiprināšanās, krass enerģijas cenu kāpums, Covid-19 saslimstības kāpuma atjaunošanās un bažas saistībā ar omikrona variantu. Vidējais apvienotais iepirkumu vadītāju indekss (IVI) oktobrī un novembrī bija zemāks nekā 3. ceturkšņa vidējais rādītājs (54.8; 3. ceturksnī – 58.4), lai gan šis indekss joprojām liecināja par izaugsmi. Samazināšanās bija plaši vērojama, bet apstrādes rūpniecībā tā bija mazliet spēcīgāka nekā pakalpojumu nozarē. Eiropas Komisijas ekonomiskā noskaņojuma rādītājs (ENR) novembrī nedaudz pasliktinājās, bet vidējais ENR 4. ceturkšņa pirmajos divos mēnešos joprojām bija tāds pats kā 3. ceturksnī. Tomēr svarīgi ir tas, ka jaunākie IVI un ENR apsekojumi galvenokārt tika veikti pirms nesenā Covid-19 saslimšanas gadījumu spēcīgā pieauguma un tam sekojošās darbības ierobežojumu atjaunošanas dažās euro zonas valstīs, kā arī pirms Eiropā tika konstatēti pirmie omikrona varianta gadījumi. Pēc pandēmijas atkārtota uzliesmojuma un spēcīgā enerģijas cenu kāpuma, kas ierobežoja mājsaimniecību pirktspēju, 4. ceturkšņa pirmajos divos mēnešos augstā patērētāju konfidence jau bija samazinājusies. Eiropas Komisijas jaunākais, novembrī veiktais, uzņēmējdarbības apsekojums liecina, ka salīdzinājumā ar 3. ceturksni izejmateriālu trūkums kļuvis vēl jūtamāks un darbaspēka trūkums pieaudzis vēl vairāk (11. att.). Izejmateriālu un darbaspēka trūkums, visticamāk, tuvākajā laikā daudz vairāk, nekā iepriekš paredzēts, ierobežos aktivitāti sarūkošās tirdzniecības un ieguldījumu dēļ. Lai gan īstermiņa nenoteiktība par šo problēmu nopietnību un ilgumu joprojām ir liela, gaidāms, ka vakcinācijas kampaņu gaitas uzlabošanās, iepriekšējos pandēmijas viļņos gūtā pieredze, joprojām uzņēmumiem labvēlīgie pieprasījuma un

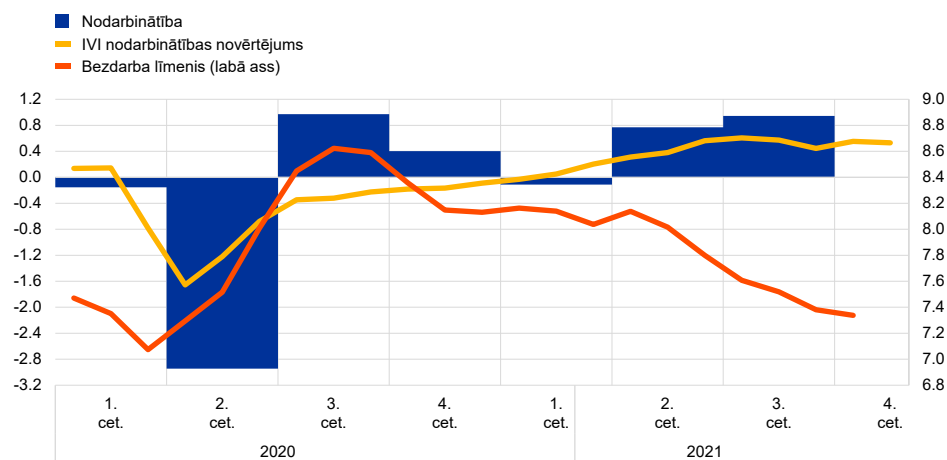
aizdevumu nosacījumi⁹, kā arī tiešais atbalsts mājsaimniecībām daļējai nesen strauji kāpušo enerģijas cenu kompensācijai ierobežos neseno nelabvēlīgo norišu ietekmi uz aktivitāti.

2021. gada 3. ceturksnī euro zonas darba tirgus situācija turpināja uzlaboties.

Darbspēka pieprasījums 3. ceturksnī turpināja palielināties, un par to liecina lielāks brīvo darbvieta skaits. Nodarbinātība 2021. gada 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni pieauga par 0.9% (12. att.). Lai gan tas bija otrais lielākais ceturkšņa kāpums kopš 1999. gada, nodarbinātība joprojām bija par 0.2% zemāka nekā pirms pandēmijas. Novembrī bezdarba līmenis turpināja samazināties un sasniedza 7.3%, bet to joprojām daļēji veicināja darbvietu saglabāšanas programmās ietvertie darbinieki. 2021. gada 3. ceturkšņa beigās šie strādājošie veidoja 2.0% no kopējā darbspēka, un šis īpatsvars oktobrī samazinājās līdz 1.8%. Tas ir būtisks kritums salīdzinājumā ar vidējo rādītāju 6.3% gada pirmajos piecos mēnešos, atspoguļojot ar pandēmiju saistīto pasākumu atvieglošanu. Turklāt darbspēks turpināja palielināties, 2021. gada 3. ceturksnī sasniedzot līmeni, kas bija tikai par 0.5% zemāks nekā pirms pandēmijas.

12. attēls Euro zonas nodarbinātība, IVI nodarbinātības un bezdarba līmeņa novērtējums

(kreisā ass: pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā ceturkšņa atbilstošo periodu; %, difūzijas indekss; labā ass: darbspēks; %)



Avoti: Eurostat, Markit un ECB aprēķini.

Piezīmes. IVI nodarbinātības rādītājs un bezdarba līmenis norādīts par katru mēnesi, savukārt nodarbinātība – par katru ceturksni. IVEI izteikts kā novirze no 50, dalīta ar 10. Jaunākie nodarbinātības dati atbilst stāvoklim 2021. gada 3. ceturksnī, IVEI dati – stāvoklim 2021. gada novembrī un bezdarba līmeņa dati – stāvoklim 2021. gada oktobrī.

Īstermiņa rādītāji liecina par turpmāku darba tirgus nostiprināšanos. Mēneša

apvienotais IVEI nodarbinātības rādītājs, kas ietver gan rūpniecību, gan pakalpojumus, novembrī nedaudz samazinājās (līdz 55.3; oktobrī – 55.5), bet tas joprojām ir daudz augstāks par robežvērtību (50), kura liecina par nodarbinātības pieaugumu. IVEI nodarbinātības rādītājs pilnībā atjaunojies kopš 2020. gada aprīlī sasniegtā vēsturiski zemākā līmeņa un joprojām ir tuvu 2021. gada jūlija līmenim, kas ir augstākais kopš 2000. gada marta.

⁹ Sk. arī šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu "Finansēšanas nosacījumi euro zonas uzņēmumu skatījumā".

Privātais patēriņš 3. ceturksnī turpināja atjaunoties, un to noteica pakalpojumu

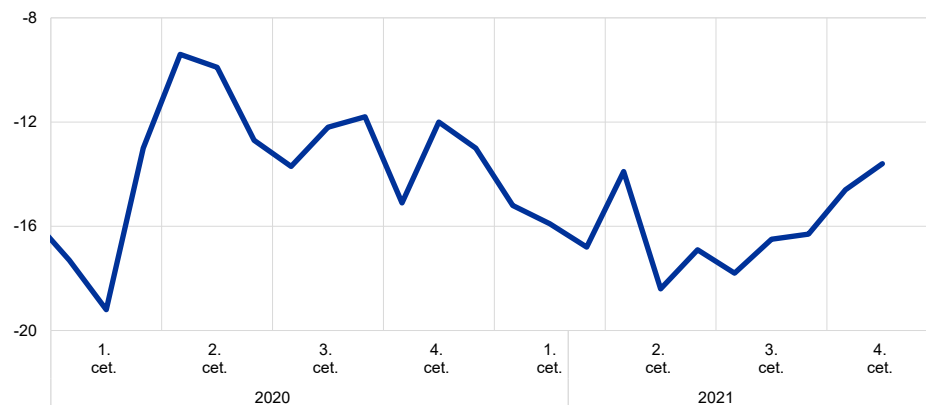
patēriņš. Privātais patēriņš 2021. gada 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni būtiski pieauga (par 4.1%). Tomēr mazumtirdzniecība tajā pašā periodā palielinājās tikai par 0.8%. Spēcīgs kopējais patēriņš un neliels preču patēriņš liecina, ka patēriņa atjaunošanos galvenokārt veicināja pakalpojumi klātienē atbilstoši straujai tūrisma aktivitātes atjaunotnei vasaras mēnešos. Turpretī 4. ceturksnī sākumā mērenākā preču patēriņa dinamika turpinājās, par ko liecina mazumtirdzniecības dati oktobrī (0.2% salīdzinājumā ar iepriekšējo mēnesi) un reģistrēto automobiļu skaits (-3.1% salīdzinājumā ar iepriekšējo mēnesi).

Jauni ar pandēmiju saistīti riski atkal rada bažas mājsaimniecībām. Novembrī patērētāju konfidence samazinājās līdz -6.8, kas bija zemākais līmenis kopš 2021. gada aprīļa. Šis kritums varētu atspoguļot augošās bažas par pandēmijas straujo izplatību pēdējā laikā. Kopš vasaras Eiropas Komisijas patērētāju apsekojuma respondentu atbildēs arvien vairāk ieskanas nedrošība par savu turpmāko finansiālo stāvokli (13. att.). Ziņām par pandēmiju novembrī un decembrī vēl vairāk pasliktinoties, patērētāju konfidences mēneša rādītāji, iespējams, pienācīgi neatspoguļo pašreizējo situāciju. Gaidāms, ka ziemas mēnešos vērojams nelabvēlīgās ar pandēmiju saistītās norises negatīvi ietekmēs klātienē pakalpojumu patēriņu dažos nākamajos ceturksņos.

13. attēls

Euro zonas mājsaimniecību nedrošība par savu turpmāko finansiālo stāvokli

(negatīvo un pozitīvo atbilžu starpība, %)



Avots: Eiropas Komisija.

Piezīmes. Kopš 2019. gada pavasara Eiropas Komisijas patērētāju apsekojumā ietverts skaidrs papildu jautājums par to, cik viegli mājsaimniecībām ir paredzēt savu turpmāko finansiālo stāvokli. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada novembrī.

Uzņēmējdarbībā veiktie (ar būvniecību nesaistītie) ieguldījumi 2021. gada 3. ceturksnī, neraugoties uz spēcīgu kapitālpreču pieprasījumu, samazinājās.

Ar būvniecību nesaistīti ieguldījumi euro zonā (neietverot Īriju¹⁰) 2021. gada 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni saruka par 0.6%, kompensējot pieaugumu iepriekšējā ceturksnī un joprojām saglabājoties nedaudz zemākā līmenī nekā pirms pandēmijas 2019. gada pēdējā ceturksnī. Lielākajās euro zonas valstīs ar būvniecību nesaistītu ieguldījumu kāpums bija vērojams Itālijā un Spānijā,

¹⁰ Īrija nav iekļauta, jo tās ieguldījumu dati ir ļoti svārstīgi, un tie slēptu euro zonas attīstības pamattendences.

savukārt Vācijā un Nīderlandē šie ieguldījumi saruka, bet Francijā kopumā nemainījās. Pievēršoties ar būvniecību nesaistīto ieguldījumu komponentiem, jānorāda, ka ieguldījumi transporta iekārtās euro zonā trešo ceturksni pēc kārtas būtiski samazinājās, galvenokārt saistībā ar izejmateriālu trūkumu, ko radīja pastāvīgās piegādes ķēžu problēmas.¹¹ Turpretī ieguldījumi ar transportu nesaistītās iekārtās un ieguldījumi intelektuālā īpašuma produktos turpināja palielināties. Līdztekus aprīkojuma un darbaspēka trūkumam, ko uzskata par galveno ražošanu ierobežojošo faktoru euro zonā, 2021. gada 4. ceturksņa īstermiņa rādītāji liecina par nepārtrauktu spēcīgu pieprasījumu pēc kapitālpēcēm. Jaunu kapitālpēcju pasūtījumu skaits turpina palielināties, un oktobra IVI skaidri norāda uz izaugsmi. Euro zonas banku veiktās kredītēšanas apsekojumā sniegtā informācija¹² arī atbilst optimistiskajām gaidām par uzņēmumu veiktām ieguldījumu aktivitātēm, jo bankas gaida, ka pieprasījums pēc ilgtermiņa aizdevumiem (ko parasti izmanto ieguldījumu finansēšanai) 2021. gada 4. ceturksnī pieaugs.¹³

Ieguldījumi mājokļos šā gada 3. ceturksnī samazinājās un, visticamāk, joprojām būs ierobežoti pastāvīgo piegādes problēmu un ar pandēmiju saistītās nenoteiktības dēļ. Ieguldījumi mājokļos 3. ceturksnī salīdzinājumā ar 2. ceturksni saruka par 1.2%. Eiropas Komisijas būvniecības aktivitātes jaunāko tendenču rādītājs 4. ceturksņa pirmajos divos mēnešos vidēji būtiski samazinājās, lai gan joprojām krietni pārsniedza tā ilgtermiņa vidējo vērtību. Mājokļu tirgus aktivitātes IVI nedaudz pieauga un turpināja palielināties. Attiecībā uz mājsaimniecībām Eiropas Komisijas apsekojuma dati liecina par strauju pieprasījuma kāpumu, patērētāju īslaicīgajiem nodomiem iegādāties vai būvēt mājokli sasniedzot augstāko līmeni kopš 2002. gada sākuma, savukārt 2021. gada 4. ceturksnī patērētāju nodomi remontēt mājokļus sasniedza visu laiku augstāko līmeni. Labvēlīgais pieprasījums atspoguļojas arī uzņēmumu datos – konfidence atkal ir uzlabojusies, un to noteicis biežāks uzņēmumu veiktais pasūtījumu līmeņa novērtējums. Tomēr atkal augušas bažas arī par piedāvājumu, jo uzņēmumi ziņo par turpmāku izejmateriālu un darbaspēka trūkuma palielināšanos, kas 3. ceturksnī jau sasniedza vēsturiski augstāko līmeni. Šīs piegādes problēmas atspoguļotas arī jaunākajos IVI apsekojumos, kuri liecina par ļoti ilgiem pasūtījumu piegādes termiņiem, kas, visticamāk, veicinājuši būvuzņēmumu nedaudz mazāk optimistisku uzņēmējdarbības aktivitātes novērtējumu nākamajos 12 mēnešos.

Lai gan neto tirdzniecības devums IKP kāpumā 3. ceturksnī bija pozitīvs, pastāvīgie piegādes pārrāvumi samazināja preču eksportu. 2021. gada 3. ceturksnī salīdzinājumā ar 2. ceturksni euro zonas eksports palielinājās par 1.2%, savukārt imports – par 0.7%, un tas noteica 0.3 procentu punktu neto tirdzniecības devumu IKP kāpumā. Preču un pakalpojumu tirdzniecībai bija atšķirīgi rezultāti. Preču eksports un imports saruka (salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni attiecīgi par

¹¹ Piegādes ķēžu pārrāvumus izraisošo galveno faktoru vērtējumu un to ietekmi uz euro zonas rūpniecisko ražošanu sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumā "[Piegādes ķēžu pārrāvumu iemesli un to ietekme uz euro zonas apstrādes rūpniecību](#)".

¹² Sk. *The euro area bank lending survey – Third quarter of 2021* ("Euro zonas banku veiktās kredītēšanas apsekojums; 2021. gada 3. ceturksnis").

¹³ Konstatēto euro zonas finansēšanas nosacījumu analīzi, kas balstīta uz apsekojumu par finansējuma pieejamību uzņēmumiem (SAFE) sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumā "[Finansēšanas nosacījumi euro zonas uzņēmumu skatījumā](#)".

1.0% un 0.9%), jo pasaules pieprasījums samazinājās un piegādes pārrāvumi turpinājās. Turpretī pakalpojumu eksports un imports būtiski palielinājās (salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni attiecīgi par 7.3% un 5.9%); valstīs, kuras ir vasaras tūrisma galamērķi, eksporta kāpuma temps izsakāms ar divciparu skaitli. Raugoties nākotnē, uz pasūtījumiem balstītie preču eksporta rādītāji liecina par pieprasījuma mazināšanos. Turklāt, pandēmijai atkal pastiprinoties, pakalpojumu (īpaši ar ceļojumiem saistīto pakalpojumu) eksporta atjaunošanās ir apdraudēta. Pasažieru un lidojumu dati liecina, ka šī atjaunošanās kopš 2021. gada septembra palēninājusies, lai gan uz nākotni vērstie rādītāji, kas balstīti uz pasūtījumiem un gaidām, liecina par tuvākajos mēnešos gaidāmo atjaunošanās tempa palēnināšanos.

Neraugoties uz īstermiņa nenoteiktību, gaidāms, ka euro zonas aktivitāte 2022. gada gaitā pārsniegs pirms krīzes sasniegto līmeni.

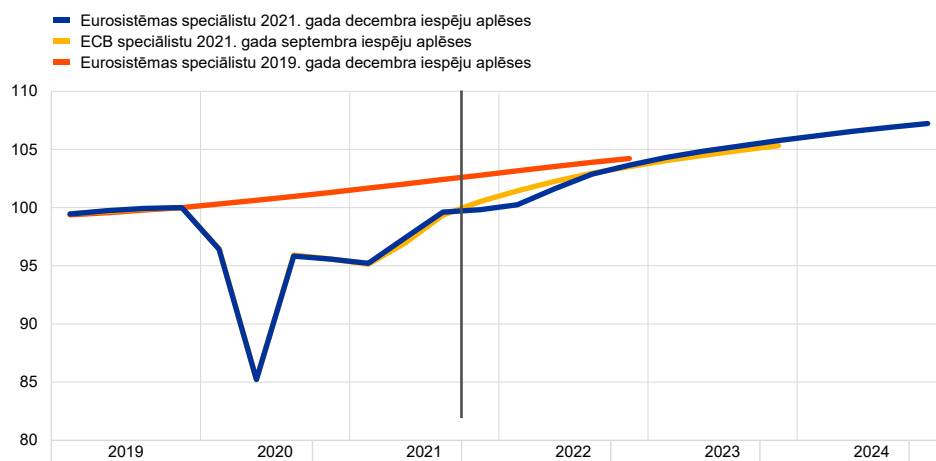
Vidējā termiņa perspektīvas paredz iekšējā pieprasījuma turpmāku nostiprināšanos vienlaikus ar darba tirgus situācijas uzlabošanu un globālās izaugsmes nostiprināšanos līdz ar īstermiņa piegādes pārtraukumu mazināšanos, kā arī nepārtraukto politikas atbalstu, ko sniedz gan monetārā, gan fiskālā politika pārejas posmā uz pašatbalsta izaugsmi. Turklāt "Nākamās paaudzes ES" programmas līdzekļu izmantošanā panāktais progress ir papildu faktors, kas palīdz veicināt atveseļošanos. Tas atspoguļots Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs euro zonai, kas paredz reālā IKP gada pieaugumu 2021. gadā par 5.1%, 2022. gadā – par 4.2%, 2023. gadā – par 2.9% un 2024. gadā – par 1.6% (14. att.). Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm izaugsmes profils 2022. gadam koriģēts un pazemināts, bet 2023. gadam – koriģēts un paaugstināts. Lejupvērstā pārskatīšana tuvākajā laikā atspoguļo neseno globālo piegādes problēmu saasināšanos un stingrākus ar pandēmiju saistītus ierobežojumus situācijā, kad dažās euro zonas valstīs Covid-19 gadījumu skaits atkal palielinās, un tagad paredzams, ka šis pieaugums turpināsies 2022. gadā. Tādējādi tagad gaidāms, ka euro zonas ceturkšņa aktivitāte līdz 2022. gada 1. ceturksnim atjaunosies līmenī, kāds bija sasniegts pirms pandēmijas, – par vienu ceturksni vēlāk, nekā bija paredzēts 2021. gada septembra iespēju aplēsēs. Tomēr gaidāms, ka izaugsme spēcīgi palielināsies, tuvojoties 2022. gada beigām, jo kavējošie faktori pakāpeniski izzudīs. Tādējādi tagad gaidāms, ka euro zonas IKP līdz 2022. gada beigām pārsniegs līmeni, kas paredzēts 2021. gada septembra iespēju aplēsēs, nodrošinot būtisku pārnesto ietekmi uz IKP kāpumu 2023. gadā un gada pieauguma augšupvērstu korekciju tajā pašā gadā.¹⁴

¹⁴ Sk. rakstu "Eurosistēmas speciālistu makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai; 2021. gada decembris", kas 2021. gada 16. decembrī publicēts ECB tīmekļvietnē.

14. attēls

Euro zonas reālais IKP (t.sk. aplēses)

(indekss; 2019. gada 4. ceturksnis = 100; sezonāli un atbilstoši darbadienu skaitam koriģēti ceturkšņa dati)



Avoti: Eurostat un raksts "Eurosisitēmas speciālistu makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai, 2021. gada decembris", kas 2021. gada 16. decembrī publicēts ECB tīmekļvietnē.

Piezīme. Vertikālā līnija norāda 2021. gada decembra iespēju aplēšu perioda sākumu, ņemot vērā pēdējo euro zonas reālā IKP novērojumu, kas saistīts ar 2021. gada 3. ceturksni.

4. Cenas un izmaksas

Saskaņā ar Eurostat ātro aplēsi euro zonas gada inflācija 2021. gada novembrī sasniedza rekordaugstu līmeni (4.9%). Inflācijas palielināšanās galvenokārt atspoguļo strauju enerģijas cenu kāpumu. Novembrī enerģijas cenu inflācija veidoja vairāk nekā pusi no kopējās inflācijas. Pieprasījums dažās nozarēs arī joprojām bija lielāks nekā ierobežotais piedāvājums. Sekas īpaši atspoguļojas ilglietojuma preču cenās un nesen atjaunotajos patērētājiem sniegtajos pakalpojumos. Augstāku inflāciju joprojām veicināja bāzes efekti saistībā ar samazinātās PVN likmes atcelšanu Vācijā, bet tikai līdz 2021. gada beigām. Gaidāms, ka inflācija tuvākajā laikā joprojām būs augsta, bet 2022. gada gaitā tā samazināsies. Pakāpeniskai tautsaimniecības darbības atjaunotnei ar pilnu jaudu un turpmākiem uzlabojumiem darba tirgū laika gaitā vajadzētu veicināt straujāku algu kāpumu, ko sekmēs inflācijas gaidu augšupvērstā tendence ceļā uz noteiktā inflācijas mērķrādītāja sasniegšanu. Šiem faktoriem vajadzētu palīdzēt palielināt pamatinflāciju, lai kopējā inflācija vidējā termiņā sasniegtu noteikto mērķi. Šīs norises atspoguļotas Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs euro zonai, paredzot, ka 2021., 2022., 2023. un 2024. gadā gada inflācija būs attiecīgi 2.6%, 3.2%, 1.8% un 1.8% – augstāka nekā ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs. Paredzams, ka inflācija (neietverot pārtikas un enerģijas cenas) 2021. gadā būs vidēji 1.4%, 2022. gadā – 1.9%, 2023. gadā – 1.7% un 2024. gadā – 1.8%, un salīdzinājumā ar 2021. gada septembra iespēju aplēsēm arī šīs prognozes ir augstākas.

SPCI inflācija 2021. gada novembrī sasniedza rekordaugstu līmeni (15. att.).

Saskaņā ar Eurostat ātro aplēsi novembrim SPCI inflācija atkal strauji palielinājās (no 3.4% septembrī līdz 4.1% oktobrī un 4.9% novembrī). Šis ir augstākais SPCI inflācijas līmenis kopš Ekonomikas un monetārās savienības izveides 1999. gadā. Šo kāpumu noteica enerģijas cenu inflācijas turpmāka palielināšanās, kas novembrī sasniedza vēsturiski augstāko līmeni (27.4%; septembrī – 17.6%) un veidoja nedaudz vairāk nekā pusi no kopējās inflācijas. Tomēr SPCI inflācija (neietverot pārtikas un enerģijas cenas; SPCIX) arī būtiski palielinājās – no 1.9% septembrī līdz 2.0% oktobrī un 2.6% novembrī –, kas bija augstākais līmenis kopš 1999. gada. Šis straujais kāpums atspoguļo gan pakalpojumu cenu inflācijas (kas pieauga no 1.7% septembrī līdz 2.7% novembrī), gan neenerģijas rūpniecības preču cenu inflācijas (kas pieauga no 2.1% septembrī līdz 2.4% novembrī) palielināšanos¹⁵. Euro zonas inflāciju arī joprojām ietekmēja gan PVN likmes pārmaiņas Vācijā 2020. gadā (kas inflāciju ietekmēja līdz 2021. gada beigām), gan SPCI svaru pārmaiņas¹⁶. Augšupvērstās ietekmes uz gada pārmaiņu tempu izslēgšana no PVN likmes īslaicīgās samazināšanas atcelšanas Vācijā 2021. gada janvārī kopējo inflāciju laikposmā kopš jūlija samazinātu par 0.35 procentu punktiem. Turklāt, lai gan SPCI svaru pārmaiņām bija lejupvērstā ietekme oktobrī, novembrī situācija nemainījās.

¹⁵ Neietverot SPCI svaru pārmaiņu ietekmi, pakalpojumu cenu inflācijas kāpums bija nedaudz mērenāks (no 2.2% septembrī līdz 2.5% novembrī).

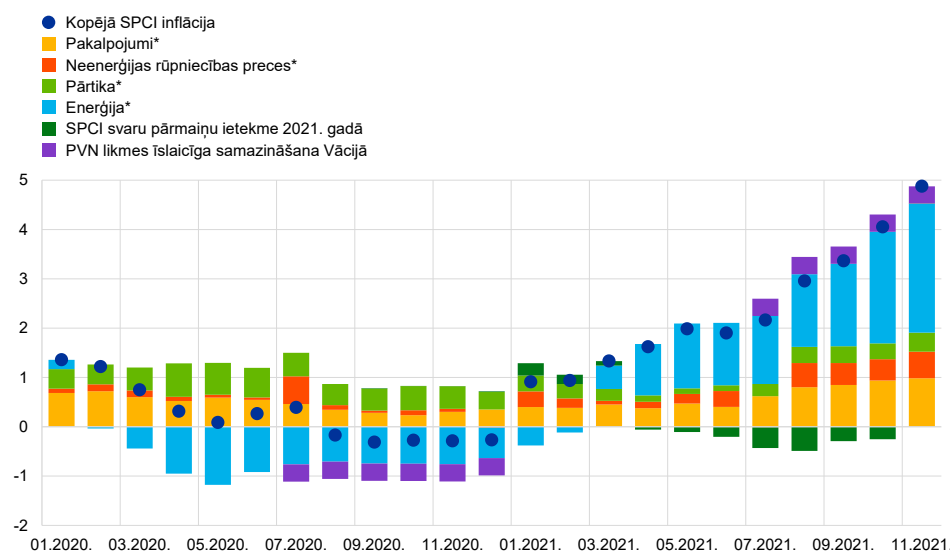
¹⁶ Sīkāku pārskatu par SPCI svaru pārmaiņu ietekmi uz inflācijas rādītājiem 2021. gadā sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 2 ielikumā "2021. gada SPCI svāri un to ietekme uz inflācijas rādītājiem".

Neietverot PVN likmes samazināšanu un SPCI svaru pārmaiņas, gan inflācijas līmenis, gan tās augšupvērstā tendence no oktobra līdz novembrim būtu nedaudz mazsvarīgāka.

15. attēls

Kopējā inflācija un tās komponenti

(gada pārmaiņas; %; devums; procentu punktos)



Avoti: Eurostat, ECB speciālistu aprēķini un *Narrow Inflation Projection Exercise*.

Piezīmes. Ar * apzīmētie komponenti neietver ne SPCI svaru pārmaiņu ietekmi 2021. gadā, ne PVN likmes pagaidu samazinājumu Vācijā 2020. gadā. SPCI svaru pārmaiņu ietekmi nosaka ECB, un ietekme novembrī var mainīties atkarībā no Eurostat pilnīgiem publicētajiem datiem par minēto mēnesi. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada novembrī (ātrās aplēses).

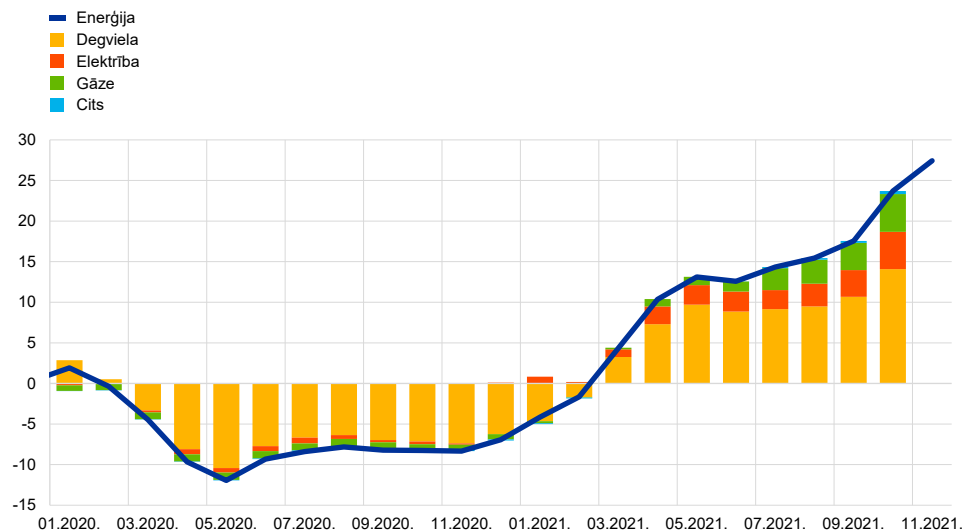
Enerģijas inflācijas straujais kāpums, tai sasniedzot vēsturiski augstāko līmeni, galvenokārt atspoguļoja pasaules izejvielu cenu spējo palielināšanos.

Naftas cenu norises noteica lielo SPCI naftas komponenta devumu. Tomēr nesenas gāzes un elektrības patēriņa cenu kāpums arī noteica šo komponentu lielāku devumu novembrī, veidojot 0.8 procentu punktus no kopējās inflācijas (16. att.) – pirmo reizi kopš 1999. gada. Lielāku gāzes komponenta devumu noteica pasaules un Eiropas gāzes vairumtirdzniecības cenu kāpums, kas savukārt palielināja ES elektrības vairumtirdzniecības cenas, jo elektrības cenas balstās uz elektrostaciju īstermiņa robežizmaksām. Augstākām emisijas kvotu cenām ES Emisijas kvotu tirdzniecības sistēmā arī bija augšupvērstā ietekme, bet daudz mazāka. Diskusiju par enerģijas cenu inflācijas perspektīvu saistībā ar šiem faktoriem sk. 2021. gada decembra [Eurosistēmas speciālistu makroekonomisko iespēju aplēšu euro zonai ielikumu "Enerģijas izejvielu cenu norises un to ietekme uz SPCI enerģijas cenu aplēsēm"](#).

16. attēls

Enerģijas cenu inflācijas dalījums

(gada pārmaiņas; %; devums; procentu punktos)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. "Degviela" attiecas uz SPCI komponentu "šķidrās kurināmais un personisko transportlīdzekļu degviela un smērvielas".

"Cits" ietver COICOP pieciparu agregācijas līmeņa posteņus "cietais kurināmais" un "siltumenerģija". COICOP ir individuālā patēriņa klasifikācija pēc mērķa. Jaunākie dati par COICOP apakškomponentiem atbilst stāvoklim 2021. gada oktobrī, bet par enerģijas inflāciju – situācijai novembrī.

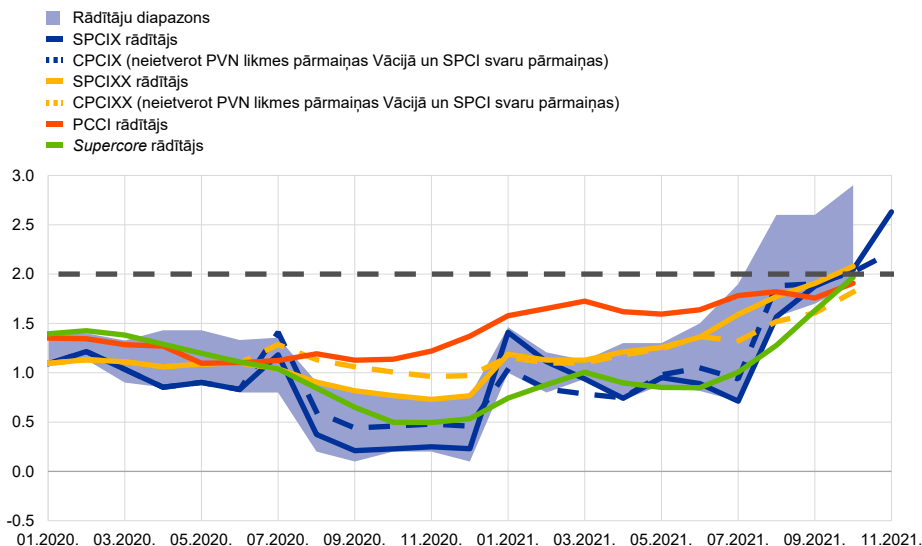
Pamatinflācijas rādītāji turpināja palielināties (17. att.). SPCIX novembrī pieauga līdz 2.6% (līdz 2.5%, neietverot SPCI svaru pārmaiņu ietekmi, un līdz 2.2%, ņemot vērā arī PVN likmes samazinājumu Vācijā 2020. gadā). Dati par citiem pamatinflācijas rādītājiem pieejami tikai līdz oktobrim. SPCI inflācija, neietverot enerģijas, pārtikas, ar ceļošanu saistītos komponentus, apģērba un apavu cenas (SPCIXX), pieauga no 1.9% septembrī līdz 2.1% oktobrī, savukārt uz modeli balstītais *Persistent and Common Component of Inflation (PCCI)* rādītājs tajā pašā laikposmā palielinājās no 1.8% līdz 1.9%. *Supercore* rādītājs, kurš ietver cikliski jutīgus posteņus, ceturto mēnesi pēc kārtas palielinājās (līdz 2.0% oktobrī; septembrī – 1.6%). Inflācijas sadalījums starp SPCI posteņiem pašlaik ir ļoti plašs, un 46% SPCIX iekļauto posteņu inflācija pārsniedza 2%. Tas nozīmē, ka pamatinflācijas uz izņēmumiem balstītie rādītāji, īpaši "apgrieztie vidējie rādītāji" (*trimmed means*), kas atvasināti no SPCI groza posteņiem, joprojām ietver daudzus posteņus, kuru pieauguma temps ir samērā augsts un svārstīgs un kuri pēdējos mēnešos palielinājuši attiecīgos rādītājus, tiem sasniedzot pamatinflācijas rādītāju diapazona augšējo robežu.¹⁷

¹⁷ Apgrieztie vidējie rādītāji (kuri neietver aptuveni 5% vai 15% no gada cenu pārmaiņu sadalījuma lielākajām, kā arī aptuveni 5% vai 15% no mazākajām vērtībām) būtiski pārsniedz 2% inflācijas mērķi, jo tie ietver dažus enerģijas posteņus ar ļoti augstu pašreizējo inflāciju. Sīkāku informāciju par šo un citiem pamatinflācijas rādītājiem sk. ECB 2018. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 raksta *Measures of underlying inflation for the euro area* ("Euro zonas pamatinflācijas rādītāji") 2. un 3. ielikumu.

17. attēls

Pamatinflācijas rādītāji

(gada pārmaiņas; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Pamatinflācijas rādītāju diapazons ietver SPCI (neietverot enerģijas cenas), SPCI (neietverot enerģijas un neapstrādātās pārtikas cenas), SPCIX (SPCI, neietverot enerģijas un pārtikas cenas), SPCIXX (SPCI, neietverot enerģijas un pārtikas cenas, ar ceļošanu saistītos posteņus, apģērba un apavu cenas), 10% un 30% apgrieztos vidējos rādītājus un svēto mediānu. Jaunākie dati par SPCIX atbilst stāvoklim 2021. gada novembrī un par visiem citiem rādītājiem – stāvoklim 2021. gada oktobrī.

Cenu spiediena pārnese uz neenerģijas rūpniecības preču cenām oktobrī turpināja palielināties (18. att.).

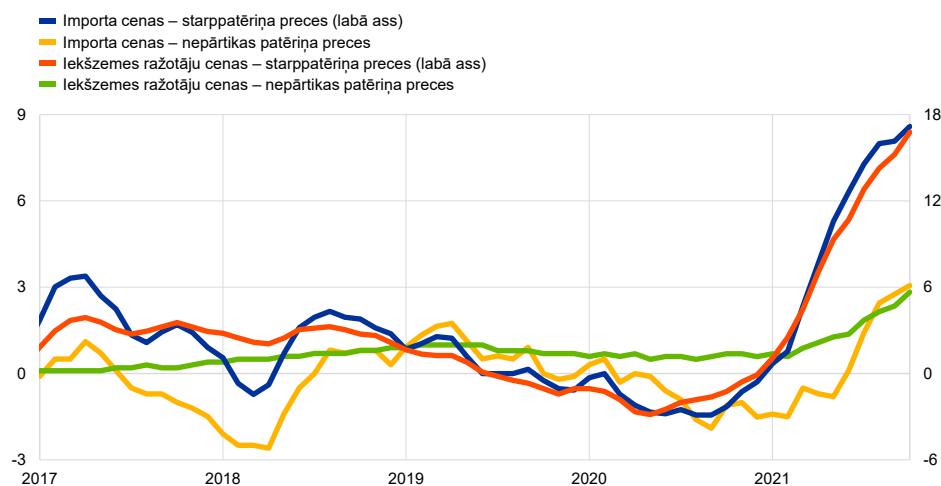
Sākotnējos piegādes ķēdes posmos iekšzemes tirdzniecībai paredzēto starppatēriņa preču ražotāju cenu gada pārmaiņu temps strauji pieauga līdz 15.2% septembrī un 16.8% oktobrī (augustā – 14.3%), savukārt starppatēriņa preču importa cenu gada pārmaiņu temps septembrī pieauga līdz 16.2% un oktobrī līdz 17.2% (augustā – 16.0%). Cenu spiediena pārnese sasniegusi cenu noteikšanas vēlākos posmus: iekšzemes tirdzniecībai paredzēto nepārtikas patēriņa preču ražotāju cenu inflācija turpināja kāpt līdz 2.3% septembrī un 2.8% oktobrī (augustā – 2.2%), sasniedzot jaunu vēsturiski augstāko līmeni. Savukārt nepārtikas patēriņa preču importa cenu inflācija septembrī pieauga līdz 2.8% un oktobrī – līdz 3.1% (augustā – 2.4%), ko noteica arī euro nominālā efektīvā kursa nesens kritums. Cenu spiediena pārnese pieaugums vērojams situācijā, kad pasaules izejvielu cenas krasī palielinās (ko pastiprina euro kursa pazemināšanās) un piegādes problēmas ietekmē uzņēmumu ražošanas izmaksas, raisot jautājumu par to, cik lielā mērā šis spiediens atspoguļosies patēriņa preču cenās. Nesens veiktās uzņēmumu telefonaptaujas (*Corporate Telephone Survey*) rezultāti liecina, ka uzņēmumi gaidīja lielāku izejmateriālu izmaksu ietekmi ne tikai uz citiem uzņēmumiem, bet arī uz patērētājiem.¹⁸ Tomēr pašreizējās pandēmijas apstākļos joprojām saglabājas būtiska nenoteiktība par šīs cenu spiediena pārnese ietekmi uz patēriņa preču cenām.

¹⁸ Sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 7 ielikumu [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#) ("Galvenie secinājumi, kas iegūti ECB nesensajos kontaktos ar nefinanšu sabiedrībām").

18. attēls

Cenu spiediena pārnese rādītāji

(gada pārmaiņas; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada oktobrī.

Darba samaksas spiediens līdz šim saglabājies mērens, bet tās kāpuma rādītāji joprojām ir neskaidri ar pandēmiju saistīto norišu dēļ.

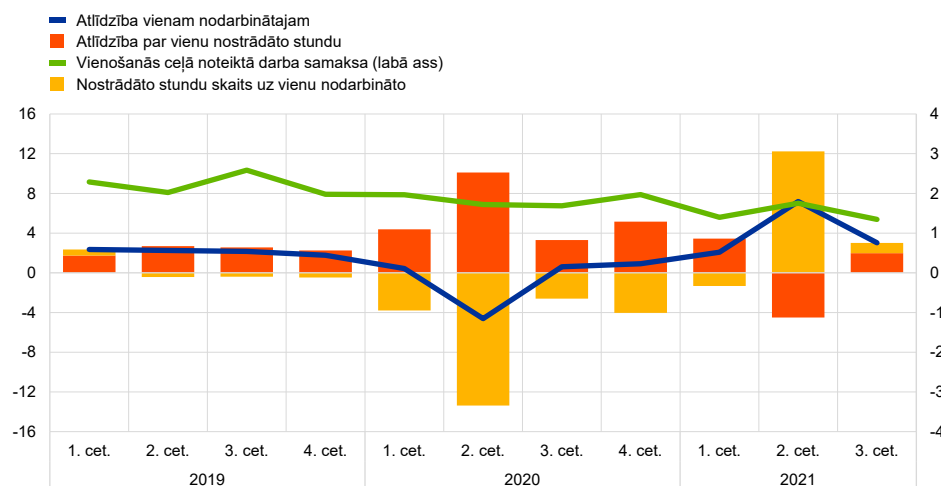
Atlīdzības vienam nodarbinātajam un atlīdzības par vienu stundu kāpuma temps 2021. gada 3. ceturksnī tuvinājās. Tas notika pēc tam, kad 2. ceturksnī starp abiem rādītājiem pastāvēja liela atšķirība. 3. ceturksnī atlīdzības vienam nodarbinātajam gada pieauguma temps samazinājās līdz 3.0% (2. ceturksnī – 7.2%) un atlīdzība par vienu stundu pieauga līdz 2.0% (2. ceturksnī – –4.5%) (19. att.). Šīs lielās kāpuma tempa pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu galvenokārt atspoguļo bāzes efektus saistībā ar norisēm 2020. gadā, kad saīsinātā darba laika un darbinieku pagaidu atlaišanas programmas nozīmēja, ka nodarbinātie saglabāja darbinieka statusu, bet strādāja mazāk stundu. Tomēr politikas pasākumi saglabāja un joprojām zināmā mērā kropļo algu pieauguma rādītājus. Vienošanās ceļā noteiktā darba samaksa, ko tieši neietekmē nostrādāto stundu dinamika vai darbvieta saglabāšanas programmu ietvaros piešķirto pabalstu reģistrēšanas veids, 2021. gada 3. ceturksnī samazinājās līdz 1.3% (2. ceturksnī – 1.8%).¹⁹ Lai gan šis rādītājs ir stabilāks nekā faktiskais darba samaksas kāpums, arī tas ir svārstīgs, jo tajā ietverti īpaši ar pandēmiju saistīti vienreizējie maksājumi. Kaut arī vienošanās ceļā noteiktā darba samaksa liecina, ka darba samaksas pieaugums ir tikai neliels, dati, iespējams, ietver arī to vienošanos informāciju, kuras noslēgtas pirms nesēnā straujā inflācijas kāpuma.

¹⁹ Sīkāku informāciju sk. ECB 2020. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 8 ielikumu "Vai vienošanās ceļā noteiktās darba samaksas dati var būt noderīgi, vērtējot darba samaksas dinamiku Covid-19 pandēmijas laikā?".

19. attēls

Atlīdzības vienam nodarbinātajam sadalījums atlīdzībā par vienu nostrādāto stundu un nostrādāto stundu skaits

(gada pārmaiņas; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 3. ceturksnī.

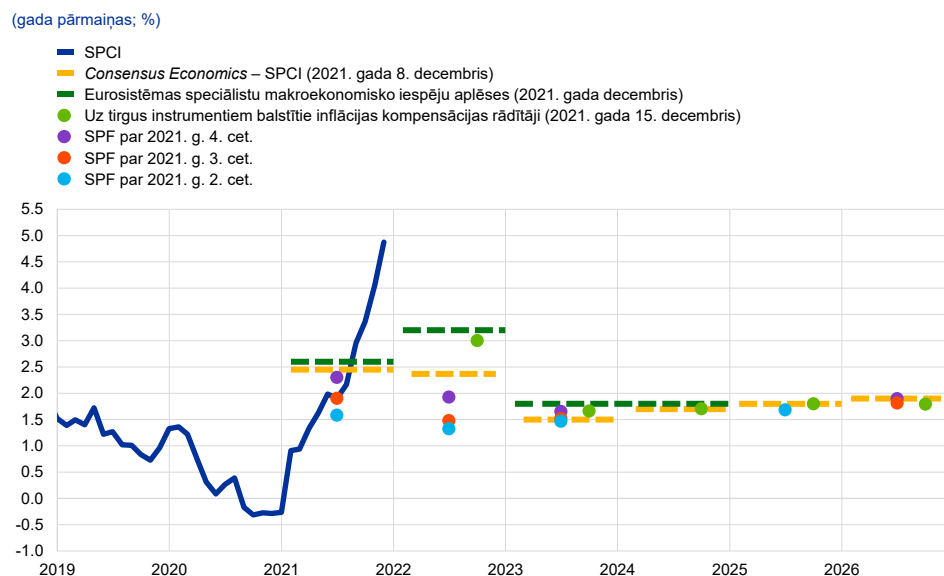
Uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji atspoguļoja būtisku svārstīgumu perioda ietvaros, aplūkojamā perioda pirmajā pusē strauji palielinoties un otrajā pusē – tikai dažiem rādītājiem samazinoties. Savukārt uz apsekojumiem balstītie inflācijas gaidu rādītāji 2021. gada 2. pusgadā pieauga.

Ieilgušās piegādes ķēžu problēmas, augošās enerģijas cenas un pozitīvi inflācijas pārsteigumi euro zonā aplūkojamā perioda pirmajā pusē turpināja radīt augšupvērstu spiedienu uz euro zonas inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu (ILS) procentu likmēm. ILS nākotnes darījumu procentu likmes oktobra beigās palielinājās, pārsniedzot 2% laikposmā, kas ilgāks par pieciem gadiem. Piemēram, 5 gadu nākotnes ILS procentu likme pēc 5 gadiem sasniedza 2.1% līmeni, kāds pēdējo reizi bija novērots 2014. gada vasarā. Dažos gadījumos samazinot kāpumu, uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji, krītoties enerģijas (īpaši naftas) cenām, kopš oktobra beigām sarukuši abpus Atlantijas okeānam. Kopumā tirgi īstermiņā ieceno euro zonas inflācijas kāpumu, un iecenotais pieaugums ir krasāks un noturīgāks, nekā iepriekš prognozēts. Vienlaikus inflācijas kāpums tiek iecenots kā pārejošs, t.i., 1 gada nākotnes ILS procentu likme pēc 1 gada – aptuveni 1.7% un 5 gadu nākotnes ILS procentu likme pēc 5 gadiem – nedaudz augstāka – 1.8%. Tomēr inflācijas iespēju līgumu tirgi signalizē par arvien lielāku risku, ka vidējā inflācija nākamajos piecos gados būtiski pārsniegs 2%, savukārt risks, ka inflācija pārsniegs 3%, joprojām ir zems. Ilgāka termiņa perspektīvā uz modeli balstītās aplēses liecina, ka uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju būtiska palielināšanās kopš 2020. gada vidus galvenokārt attiecināma uz inflācijas riska prēmijām (sīkāku informāciju sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumā "[Uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju dekompozīcija inflācijas gaidās un riska prēmijās](#)"). Vasarā uz apsekojumiem balstītie inflācijas gaidu rādītāji palielinājās. Tie, līdzīgi kā Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomisko iespēju aplēses euro zonai, apstiprina pieņēmumu par

inflācijas līknes kuprveida izliekumu. Saskaņā ar ECB 2021. gada 4. ceturkšņa aptauju *ECB Survey of Professional Forecasters*, kas tika veikta oktobra pirmajā nedēļā, kā arī *Consensus Economics* oktobra prognozēm, ilgāka termiņa inflācijas gaidas palielinājās līdz 1.9% (20. att.).

20. attēls

Uz apsekojumiem balstītie inflācijas gaidu rādītāji un uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji



Avoti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, ECB Survey of Professional Forecasters, Eurosistēmas speciālistu makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai; 2021. gada decembris un ECB speciālistu aprēķini. Piezīmes. Uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju laikrindu pamatā ir tagadnes inflācija 1 gada periodam, kā arī inflācija 1 gada periodam pēc 1 gada, inflācija 1 gada periodam pēc 2 gadiem, inflācija 1 gada periodam pēc 3 gadiem un inflācija 1 gada periodam pēc 4 gadiem. Jaunākie uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju dati atbilst stāvoklim 2021. gada 15. decembrī. ECB 2021. gada 3. ceturkšņa aptauja *Survey of Professional Forecasters* tika veikta no 2021. gada 1. oktobra līdz 11. oktobrim. Pēdējais *Consensus Economics* datu aktualizēšanas termiņš 2021. un 2022. gadam ir 8. decembris un 2023., 2024., 2025. un 2026. gadam – 2021. gada 14. oktobris. Iespēju aplēsēs ietvertie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 1. decembrī.

Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomisko iespēju aplēses euro zonai paredz augstāku inflāciju ilgākā laikposmā, bet 2023. un 2024. gadā tā būs mazāka par noteikto 2% inflācijas mērķi. Pēc 4.9%

sasniegšanas 2021. gada novembrī gaidāms, ka SPCI inflācija 2022. gada gaitā krasi samazināsies pirms stabilizēšanās 2023. gadā un būs zemāka par noteikto inflācijas mērķi. Pamataplēse norāda, ka kopējā SPCI inflācija 2021. gadā būs vidēji 2.6%, 2022. gadā – 3.2%, 2023. un 2024. gadā – 1.8% (21. att.). Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm euro zonai SPCI inflācijas perspektīva visā iespēju aplēšu periodā koriģēta un paaugstināta: 2021. gadam par 0.4 procentu punktiem, 2022. gadam – par 1.5 procentu punktiem un 2023. gadam – par 0.3 procentu punktiem. Augstas enerģijas cenas (transportlīdzekļu degvielai, elektrībai un gāzei), spēcīgāks pieprasījums tautsaimniecības atkalatvēršanās kontekstā, kā arī globālo piegādes problēmu un transporta izmaksu noteiktās pieaugošās ražotāju cenas radījušas spēcīgu inflācijas spiediena palielināšanos, un gaidāms, ka tas noturēs inflācijas līmeni arī 2022. gadā. Tomēr gaidāms, ka SPCI inflācija 2022. gadā samazināsies, un to galvenokārt noteiks gan enerģijas, gan neenerģijas komponentu bāzes efekti, kas daļēji saistīti ar Vācijā īstenotās PVN likmes samazināšanas atcelšanu

2021. gada janvārī. Paredzams, ka SPCIX kopumā atbildīs kopējās inflācijas tuvākā laika norisēm, bet iespēju aplēšu perioda beigās tā nostiprināsies un 2021. gadā būs 1.4%, 2022. gadā – 1.9%, 2023. gadā – 1.7% un 2024. gadā – 1.8%. Līdzīgi SPCIX augšupvērstās korekcijas atspoguļo piegādes problēmu ietekmi. Pamatinflācijas nostiprināšanos iespēju aplēšu perioda beigās veicina tautsaimniecības atveseļošanās, straujāks darba samaksas kāpums un inflācijas gaidu palielināšanās.

21. attēls

Euro zonas SPCI inflācija (t.sk. aplēses)



Avoti: Eurosistēmas speciālistu makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai; 2021. gada decembris..

Piezīmes. Vertikālā līnija norāda uz iespēju aplēšu perioda sākumu. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 3. ceturksnī (faktiskie dati) un stāvoklim 2024. gada 4. ceturksnī (aplēses). Iespēju aplēsēs ietvertie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 1. decembrī.

5. Nauda un kredītu atlikumi

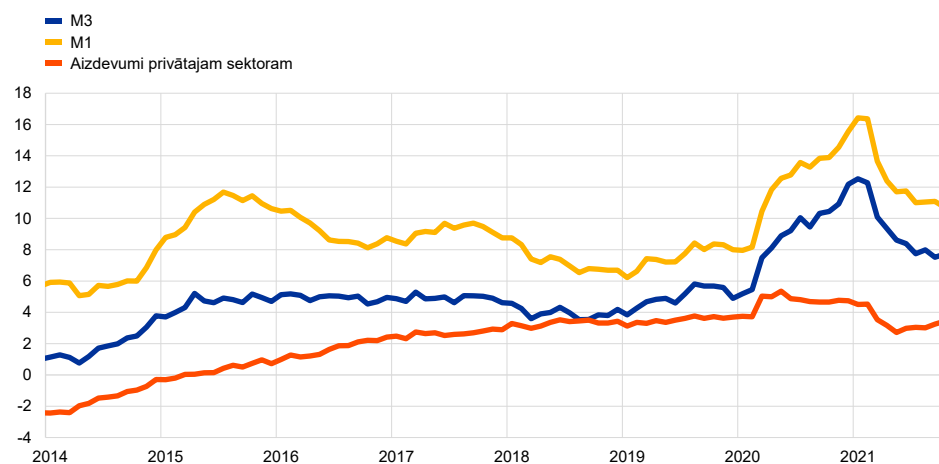
Naudas piedāvājuma kāpināšanas temps euro zonā 2021. gada oktobrī palielinājās, atspoguļojot ar koronavīrusa (Covid-19) pandēmiju saistīto paaugstināto nenoteiktību un politikas atbalsta pasākumus. Eurosistēmas aktīvu iegādes joprojām bija galvenais naudas piedāvājuma kāpināšanas avots. Privātajam sektoram izsniegto aizdevumu atlikuma pieauguma temps nedaudz pieauga, un to joprojām pozitīvi ietekmēja labvēlīgi finansēšanas nosacījumi, savukārt uzņēmumu apgrozāmā kapitāla finansējuma vajadzības veicināja pieprasījumu pēc īstermiņa aizdevumiem. Uzņēmumu kopējais ārējā finansējuma apjoms 3. ceturksnī palielinājās, un to noteica parāda vērtspapīru emisija un uzņēmumiem izsniegto banku aizdevumu atlikums. Uzņēmumu kopējās ārējā finansējuma izmaksas no 2021. gada jūlija līdz oktobrim nedaudz pieauga, un to veicināja pašu kapitāla palielināšanas izmaksu kāpums, taču tās joprojām bija krietni zemākas nekā pandēmijas sākumā sasniegtais rekordlīmenis.

Plašās naudas pieaugums 2021. gada oktobrī palielinājās. M3 gada kāpuma temps oktobrī pieauga līdz 7.7% (septembrī – 7.5%; sk. 22. att.), un to noteica liela līdzekļu ieplūde, kas bija vērojama vienlaikus ar lielāku nenoteiktību saistībā ar ceturktā Covid-19 viļņa ietekmi uz Eiropas tautsaimniecību. Monetāro rādītāju ceturkšņa pieauguma temps turpināja tuvuoties tā ilgāka termiņa vidējam rādītājam. No M3 komponentiem tā kāpumu galvenokārt noteica šaurās naudas rādītājs M1, kas ietver vislikvīdākās M3 sastāvdaļas. Naudas līdzekļu turētāji pandēmijas laikā kopumā nepārprotami devuši priekšroku likvīdiem aktīviem, un tas atspoguļo piesardzības apsvērumus. Līdz ar ierobežojošo pasākumu atvieglošanu 2021. gada pavasarī un vasarā un ekonomiskās aktivitātes atjaunošanos M1 kāpuma temps pēc pandēmijas pirmajā gadā vērotā pieauguma 2021. gada 2. un 3. ceturksnī samazinājās. M1 gada pieauguma temps oktobrī turpināja sarukt (no 11.1% līdz 10.7%), galvenokārt atspoguļojot noguldījumu uz nakti atlikuma dinamiku. Savukārt apgrozībā esošās skaidrās naudas gada kāpuma temps, kas kopš 2021. gada 1. ceturkšņa samazinājies, oktobrī stabilizējās 8.5% līmenī. Citu īstermiņa noguldījumu devums šajā mēnesī saglabājās negatīvs, atspoguļojot termiņnoguldījumu pieprasījuma kritumu. Turklāt tirgojamo finanšu instrumentu ietekme palielinājās no ļoti zema līmeņa, un to zemu procentu likmju vidē noteica peļņas iespēju meklējumi.

22. attēls

M3, M1 un aizdevumi privātajam sektoram

(gada pārmaiņas; %; sezonāli un ar kalendāro ietekmi izlīdzināti dati)



Avots: ECB.

Piezīmes. Aizdevumu atlikumi koriģēti atbilstoši aizdevumu pārdošanas, vērtspapīrošanas darījumu un naudas līdzekļu apvienošanas virtuālā grupas kontā ietekmei. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada oktobrī.

Noguldījumu uz nakti atlikuma kāpuma temps turpināja samazināties.

Noguldījumu uz nakti atlikuma gada kāpuma temps oktobrī saruka līdz 11.1% (septembrī – 11.5%). Šo kritumu galvenokārt noteica mājsaimniecību noguldījumi, kuru devums nozaru dalījumā ir vislielākais. Pandēmijas sākumā bija vērojamas būtiskas noguldījumu ieplūdes, jo mājsaimniecību uzkrājumi ierobežojošo pasākumu dēļ palielinājās, un uzņēmumi veidoja papildu likviditātes drošības rezerves. Šīs ieplūdes paaugstinātas nenoteiktības apstākļos turpinājās arī pēc pandēmijas agrīnā posma.²⁰ Pēdējā laikā, patērētāju konfidencei pieaugot un uzlabojoties izdevumu iespējām, mājsaimniecības sākušas samazināt uzkrājumu veidošanas tempu. Vakcinēšanas kampaņās panāktais progress un ekonomiskās aktivitātes atjaunošanās noteikusi mājsaimniecību un uzņēmumu noguldījumu bankās uzkrāšanas ceturkšņa tempa sarukumu līdz tā vidējam līmenim, kāds bija pirms pandēmijas. Uzņēmumu un mājsaimniecību noguldījumu turējumu pieauguma temps dažādās valstīs bijis atšķirīgs, atspoguļojot atšķirīgās likviditātes vajadzības un valstu (fiskālā) atbalsta pasākumus.

Naudas piedāvājuma kāpināšanas tempu 2021. gada oktobrī joprojām veicināja Eurosistēmas veiktās aktīvu iegādes.

Tāpat kā iepriekšējos ceturkšņos Eurosistēmas veiktās valdības vērtspapīru neto iegādes aktīvu iegādes programmas (AIP) un pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) ietvaros veidoja M3 pieauguma lielāko daļu (sk. 23. att. stabiņu sarkano daļu). Tāpat kā iepriekšējos ceturkšņos privātajam sektoram izsniegtie kredīti bija būtisks naudas piedāvājuma kāpināšanas avots (sk. stabiņu zilo daļu). Arī citi M3 neietilpstošie bilances posteņi veicināja plašās naudas pieaugumu (sk. stabiņu tumši zaļo daļu), jo labvēlīgi ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju (ITRMO) nosacījumi radīja stimulu banku finansējuma pārvirzīšanai no ilgāka termiņa finanšu saistībām. Tomēr divi galvenie faktori negatīvi ietekmēja naudas piedāvājuma kāpināšanas tempu: pirmais no tiem

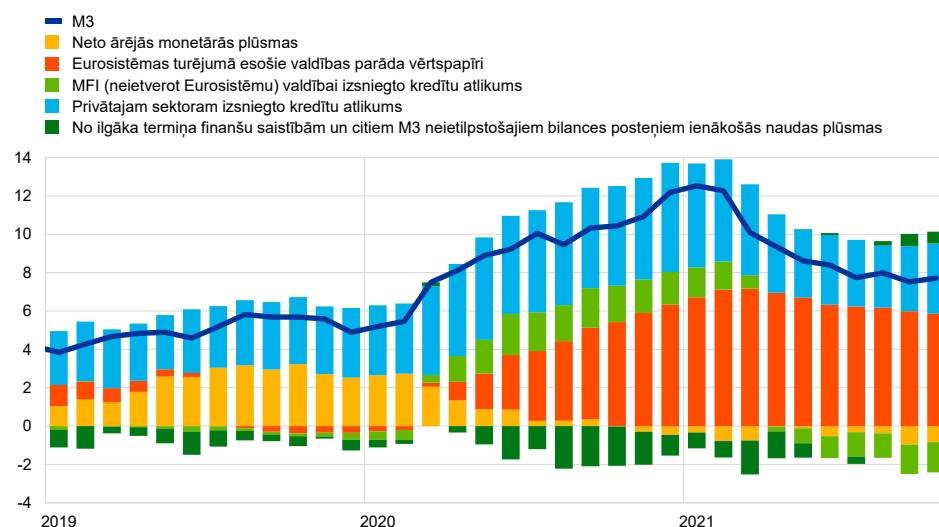
²⁰ Sk. 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 5 ielikumu [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#) ("Covid-19 un mājsaimniecību uzkrājumu pieaugums: aktualizēta informācija").

bija valdības obligāciju pārdošana vai valdības vērtspapīru emisijas apjoma sarukums (sk. stabiņu gaiši zaļo daļu), kas noteica valdībai izsniegto bankas kredītu atlikuma samazināšanos, un otrs faktors bija neto ārējās monetārās aizplūdes (sk. stabiņu dzelteni daļu), kuras noteica intensīvāka portfeļu aizstāšana un kuras notika vienlaikus ar euro efektīvā kursa kritumu.

23. attēls

M3 un tajā neietilpstošie bilances posteņi

(gada pārmaiņas; %; devums; procentu punktos; sezonāli un ar kalendāro ietekmi izlīdzināti dati)



Avots: ECB.

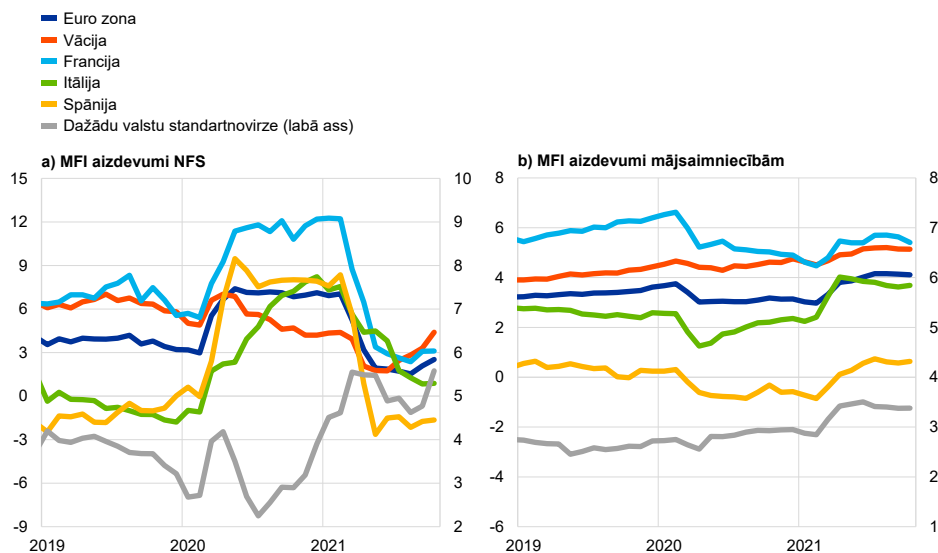
Piezīmes. Privātajam sektoram izsniegto kredītu atlikums ietver privātajam sektoram izsniegto monetāro finanšu iestāžu (MFI) aizdevumu atlikumu un euro zonas ne-MFI privātā sektora emitēto MFI parāda vērtspapīru turējumus. Kā tāds tas ietver arī uzņēmumu sektora aktīvu iegādes programmas un PĀAIP ietvaros Eurosistēmas veiktās ne-MFI parāda vērtspapīru iegādes. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada oktobrī.

Privātajam sektoram izsniegto aizdevumu atlikums 2021. gada oktobrī nedaudz palielinājās (sk. 22. att.). Uzņēmumiem un mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu atlikuma pieaugumu joprojām veicināja labvēlīgi finansēšanas nosacījumi un tautsaimniecības perspektīvas uzlabošanās. Pēc krituma 2021. gada 1. pusgadā privātajam sektoram izsniegto aizdevumu atlikuma kāpuma temps oktobrī palielinājās līdz 3.4% (septembrī – 3.2%), un to noteica uzņēmumiem izsniegto aizdevumu atlikums. Uzņēmumiem izsniegto aizdevumu atlikuma gada pieauguma temps oktobrī pieauga līdz 2.5% (septembrī – 2.1%), un to noteica īstermiņa aizdevumu kāpums, kas, iespējams, saistīts ar uzņēmumu apgrozāmā kapitāla finansējuma vajadzībām. Vienlaikus kreditēšanas kāpums liela naudas līdzekļu atlikuma, iekšēji radītu līdzekļu palielināšanās un citu nebanku finansējuma avotu pieejamības dēļ saglabājās mērens, turpinot negatīvi ietekmēt uzņēmumu pieprasījumu pēc banku aizdevumiem. Mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu atlikuma pieauguma temps oktobrī saglabājās nemainīgs (4.1%; sk. 24. att.). Hipotekārā kreditēšana joprojām bija galvenais mājsaimniecību aizņēmumu dinamiku noteicošais faktors, jo patēriņa kredītu kāpuma temps saglabājās mērens. Aizdevumu dinamika arī neatklāj to, ka dažādās euro zonas valstīs ir būtiskas atšķirības, kas citstarp atspoguļo nevienmērīgo pandēmijas ietekmi un tautsaimniecības atveseļošanās gaitu.

24. attēls

MFI aizdevumi atsevišķās euro zonas valstīs

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %; standartnovirze)



Avots: ECB.

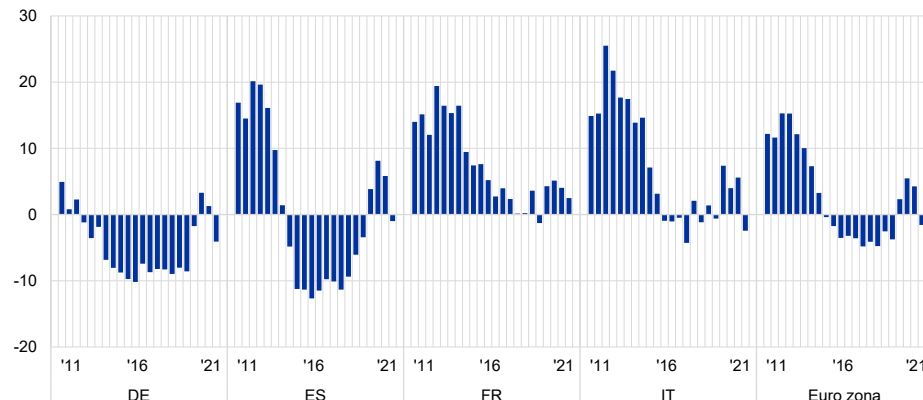
Piezīmes. Aizdevumu atlikumi koriģēti atbilstoši aizdevumu pārdošanas un vērtspapīrošanas darījumu ietekmei; nefinanšu sabiedrību (NFS) gadījumā aizdevumu atlikumi koriģēti arī atbilstoši naudas līdzekļu apvienošanas virtuālā grupas kontā ietekmei. Dažādu valstu standartnovirzi aprēķina, izmantojot fiksētu 12 euro zonas valstu izlasi. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada oktobrī.

Mazie un vidējie uzņēmumi (MVU) neseno norādīja uz ārējā finansējuma pieejamības uzlabošanu pēdējo sešu mēnešu laikā salīdzinājumā ar 2021. gada sākumu un paredz tās turpmāku uzlabošanu. 2021. gada novembra "Apspekojuma par finansējuma pieejamību uzņēmumiem" (SAFE) rezultāti liecina, ka euro zonas MVU radās priekšstats, ka ārējā finansējuma pieejamības uzlabošanās kompensēsusi to attiecīgo finansējuma vajadzību kāpumu, radot nedaudz negatīvu ārējā finansējuma starpību (-2% (no 4%; sk. 25. att.)). Turklāt šie SAFE dati rādīja, ka MVU un (vēl būtiskāk lielie uzņēmumi) paredzēja lielākās daļas ārējā finansējuma avotu pieejamības uzlabošanu. Konkrētāk, uzņēmumu kopējā vērtējuma par finansēšanas nosacījumiem uzlabošanās bija arvien nozīmīgāka banku aizdevumu turpmākās pieejamības gaidu skaidrošanā (sk. šā numura 3. ielikumu). Atspoguļojot notiekošo tautsaimniecības atveseļošanu, euro zonas MVU norādīja uz apgrozījuma pieaugumu, savukārt peļņa samazinājās daudz mazāk, nekā norādīts iepriekšējā apsekojuma kārtā. Peļņas ziņā blāvais sniegums kopumā atspoguļoja augstākas izejvielu cenas un darbaspēka izmaksas.

25. attēls

MVU norādītās ārējā finansējuma deficīta pārmaiņas euro zonas valstīs

(svērtās neto bilances)



Avots: ECB "Apsēkojums par finansējuma pieejamību uzņēmumiem" (SAFE).

Piezīmes. Finansējuma deficīta rādītājs ietver gan finansējuma vajadzības, gan banku aizdevumu, kredītlīniju, tirdzniecības kredīta un kapitāla vērtspapīru un parāda vērtspapīru emisijas pieejamību uzņēmumu līmenī. Katram no pieciem finansējuma instrumentiem uzvertu finansējuma deficīta pārmaiņu rādītājam tiek noteikta 1 (-1) vērtība, ja vajadzība palielinās (samazinās) un pieejamība samazinās (palielinās). Ja uzņēmumi uzskata, ka ir tikai vienaspusējs finansējuma deficīta pieaugums (sarukums), mainīgajam tiek piešķirta 0.5 (-0.5) vērtība. Apvienotais rādītājs ir šo piecu instrumentu finansējuma deficīta vidējais svērtais rādītājs. Rādītāja pozitīva vērtība norāda uz finansējuma deficīta palielināšanos. Vērtības reizinātas ar 100, lai iegūtu procentos izteiktus svērtos neto atlikumus. Skaitļi attiecas uz apsekojuma datiem no 3. kārtas (2010. gada marts–septembris) līdz 25. kārtai (2021. gada aprīlis–septembris).

Euro zonas banku parāda finansējuma izmaksas joprojām ir tuvu vēsturiski zemākajam līmenim, un to veicināja ECB monetārās politikas pasākumi.

Neraugoties uz kopš 2021. gada septembra vēroto bezrisku procentu likmju un banku obligāciju ienesīguma likmju pieaugumu, kopējās banku parāda finansējuma izmaksas joprojām ir zemākas par to līmeni pirms pandēmijas (sk. 26. att.). Banku finansējuma izmaksas līdz šim bijušas pasargātas no augšupvērsta spiediena triju iemeslu dēļ. Pirmkārt, turpinājās noguldījumu pārcenošana, euro zonas bankām arvien biežāk uzņēmumu noguldījumiem piemērojot negatīvas procentu likmes, savukārt arī to māsaimniecību noguldījumu īpatsvars, kuriem piemērotas negatīvas procentu likmes, lai gan iepriekš bija relatīvi zems, palielinājies un tagad ir 6.5%.²¹ Otrkārt, banku parāda finansējuma īpatsvars būtiski samazinājies, jo bankas izmantojušas trešo ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopumu (ITRMO III) un pandēmijas ārkārtas ilgāka termiņa refinansēšanas operācijas (PĀITRO) ar ļoti labvēlīgiem nosacījumiem. Treškārt, ECB AIP un PĀAIP politikas pasākumi palīdzējuši ierobežot augšupvērstu spiedienu uz banku obligāciju ienesīguma likmēm un samazināt finansēšanas nosacījumu atšķirības dažādās valstīs, kā arī riska kategoriju un termiņu atšķirības līdz līmenim, kāds bija pirms pandēmijas. Turklāt nodrošināto banku obligāciju cenas pozitīvi ietekmējusi ECB trešās nodrošināto obligāciju iegādes programmas (NOIP3) īstenošana. Papildus ECB politikas pasākumiem zemākas peļņas likmes nosaka arī "Nākamās paudzes ES" programma, jo tā veicina spēcīgāku un vienmērīgāku atveseļošanos visā euro zonā.

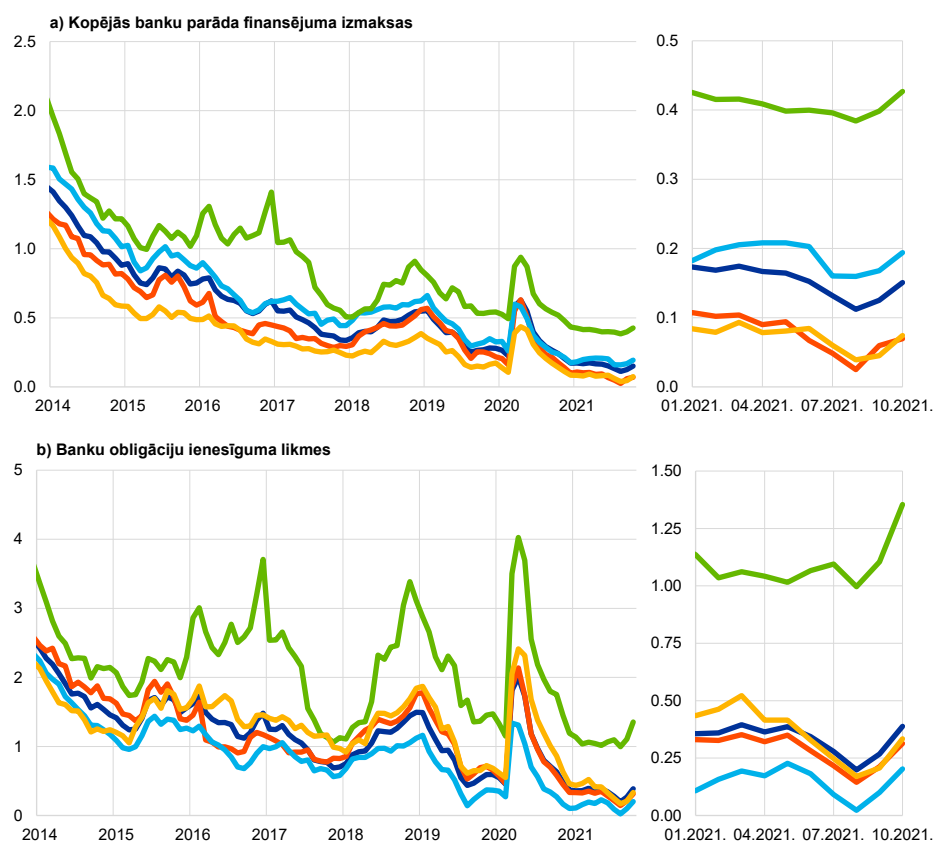
²¹ Sk. 2021. gada novembra [Financial Stability Review](#).

26. attēls

Banku finansējuma kopējās procentu likmes atsevišķās euro zonas valstīs

(gada dati; %)

- Euro zona
- Vācija
- Francija
- Itālija
- Spānija



Avoti: ECB, ECB aprēķini un *Markit iBoxx* indeksi.

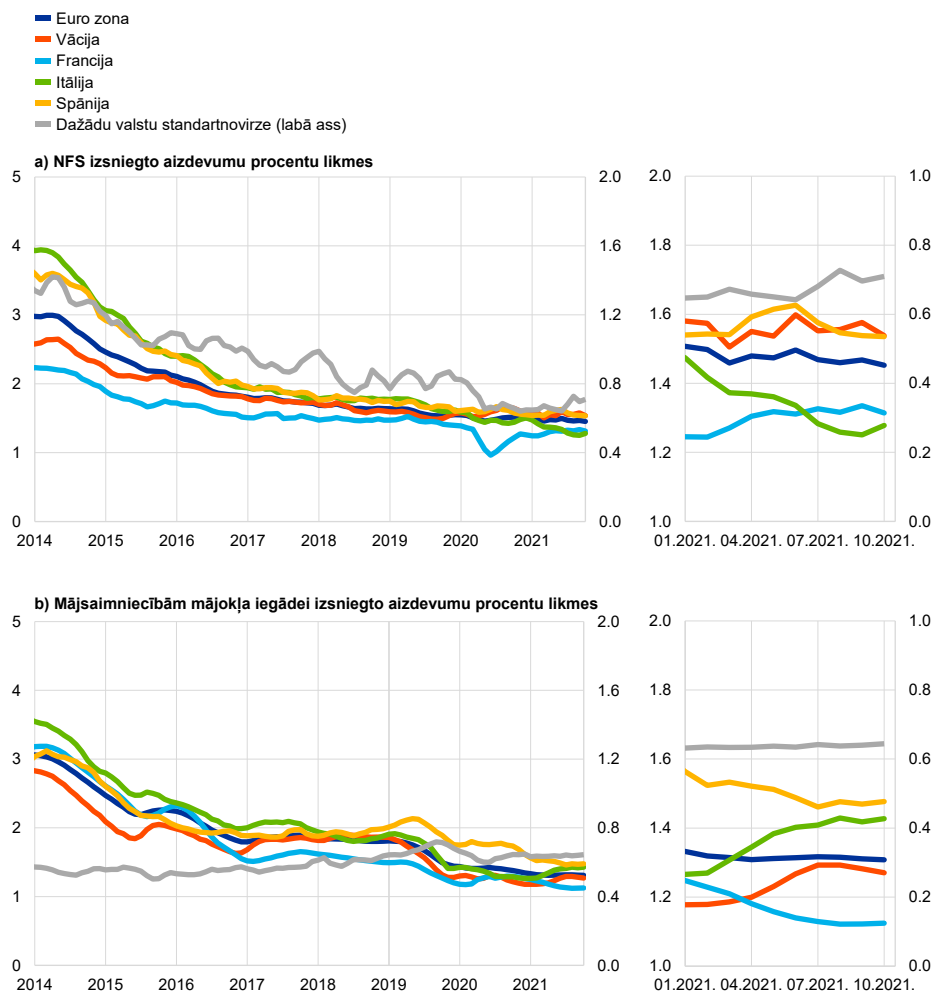
Piezīmes. Banku finansējuma kopējās procentu likmes ir noguldījumu un uz nenodrošinātiem tirgus instrumentiem balstīta parāda finansējuma svērtās izmaksas. Noguldījumu kopējo izmaksu rādītāju aprēķina kā jauno darījumu procentu likmju noguldījumiem uz nakti, noguldījumiem ar noteiktu termiņu un noguldījumiem ar brīdinājuma termiņu par izņemšanu, kas svērti ar to attiecīgo atlikumu, vidējo rādītāju. Banku obligāciju ienesīguma likmes attiecas uz augstākās prioritātes laidiena obligāciju mēneša vidējiem rādītājiem. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada oktobrī.

Banku aizdevumu procentu likmes 2021. gada oktobrī saglabājās tuvu vēsturiski zemākajam līmenim. Nefinanšu sabiedrībām banku izsniegto aizdevumu kopējā procentu likme saruka līdz 1.43%, savukārt atbilstošā māsaimniecībām mājokļa iegādei izsniegto aizdevumu procentu likme kopumā nemainījās (1.31%; sk. 27. att.). Uzņēmumiem izsniegto aizdevumu procentu likmju sarukumu galvenokārt noteica norises lielākajās euro zonas valstīs. Turklāt pavisam neliela un liela apjoma banku aizdevumu procentu likmju starpība palielinājās, joprojām atrodoties zemākā līmenī nekā pirms pandēmijas, galvenokārt atspoguļojot pavisam neliela apjoma aizdevumu procentu likmju kāpumu. Līdz ar jaunu vīrusa paveidu globālo izplatīšanos un ceturto Covid-19 vilni palielinājusies nenoteiktība saistībā ar pandēmijas ekonomiskajām sekām. Tomēr ECB politikas pasākumi līdz šim neļāva plaši piemērot stingrākus finansēšanas nosacījumus, kas būtu pastiprinājuši vīrusa jauno paveidu negatīvo ietekmi uz euro zonas tautsaimniecību.

27. attēls

Banku aizdevumu kopējās procentu likmes atsevišķās euro zonas valstīs

(gadā; %; triju mēnešu slīdošie vidējie rādītāji; standartnovirze)



Avots: ECB.

Piezīmes. No bankām saņemto aizdevumu kopējo izmaksu rādītāju aprēķina, nosakot kopējās īstermiņa un ilgtermiņa procentu likmes, izmantojot jauno darījumu apjomu 24 mēnešu slīdošo vidējo rādītāju. Dažādu valstu standartnovirzi aprēķina, izmantojot fiksētu 12 euro zonas valstu izlasi. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada oktobrī.

Uzņēmumu ārējā finansējuma kopējais apjoms 2021. gada 3. ceturksnī palielinājās.

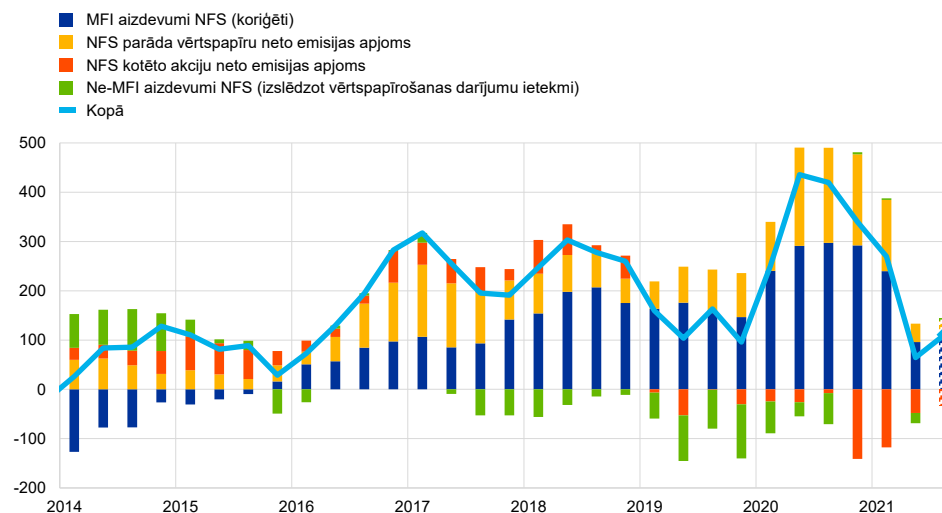
Ārējā finansējuma gada pieauguma temps palielinājās no 2.1% jūnijā līdz 2.2% septembrī, un to noteica zemās parāda finansējuma izmaksas. 2021. gada 3. ceturksnī ārējā finansējuma plūsmu palielināšanos galvenokārt noteica uzņēmumiem izsniegto banku aizdevumu atlikuma pieaugums un lielāks parāda vērtspapīru emisijas apjoms, savukārt nebanku aizdevumu atlikums nodrošināja mazāku pozitīvu devumu (sk. 28. att.). Uzņēmumu pieprasījumu pēc aizdevumiem noteica ieguldījumu uzņēmējdarbībā kāpums, savukārt peļņas un nesadalītās peļņas pieaugums, apjomīgas likviditātes drošības rezerves un uzņēmumu augstais bruto parāda līmenis turpināja mazināt pieprasījumu. Valstīs un nozarēs, kuras īpaši ietekmējušas piegādes problēmas, apgrozāmā kapitāla finansējuma vajadzību pieaugums nepietiekama ražošanas līmeņa un krājumu atjaunošanas dēļ noteicis īstermiņa aizņēmumu apjoma palielināšanos. Taču kopumā uzņēmumi turpinājuši nepārprotami dot priekšroku finansējuma instrumentiem ar ilgāku dzēšanas termiņu,

un tas liecina, ka ārējo finansējumu varētu izmantot ieguldījumiem uzņēmējdarbībā, nevis likviditātes drošības rezervēm.

28. attēls

Euro zonas NFS ārējā finansējuma neto plūsmas

(gada plūsmas; miljrd. euro)



Avoti: ECB un ECB aprēķini, Eurostat un Dealogic.

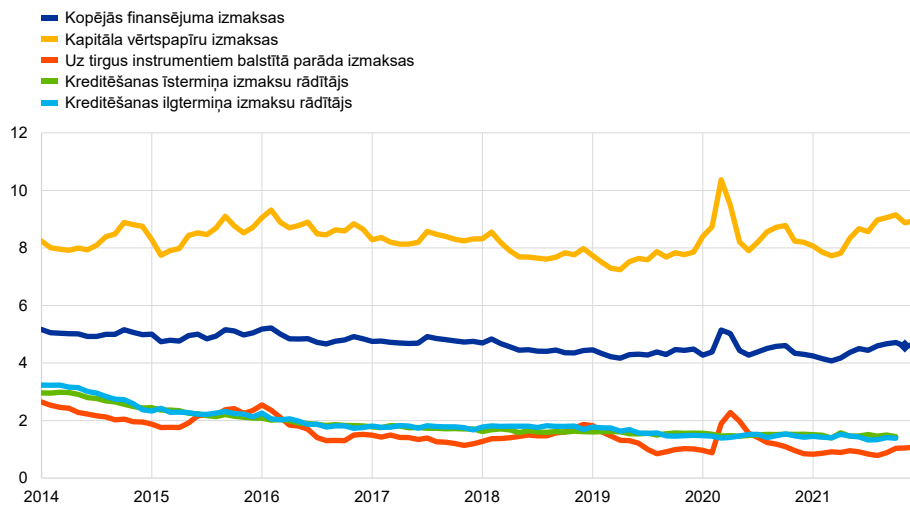
Piezīmes. Neto ārējais finansējums ir MFI aizdevumu, parāda vērtspapīru neto emisijas apjoma, kotēto akciju neto emisijas apjoma un ne-MFI izsniegto aizdevumu summa. MFI aizdevumi koriģēti atbilstoši aizdevumu pārdošanas, vērtspapīrošanas darījumu un naudas līdzekļu apvienošanas virtuālā grupas kontā ietekmei. Ne-MFI aizdevumi ietver citu finanšu iestāžu un apdrošināšanas sabiedrību un pensiju fondu izsniegtos aizdevumus, neietverot vērtspapīrotus aizdevumus. Svītrotais vertikālais stabiņš un gaiši zilais rombs attiecas uz īstermiņa prognozi 2021. gada 3. ceturksnim. Jaunākie euro zonas kontu dati atbilst stāvoklim 2021. gada 2. ceturksnī; 2021. gada 3. ceturksņa aplēses balstās uz ECB bilances posteņu un vērtspapīru datiem, kā arī Dealogic.

NFS ārējā finansējuma (tas ietver banku veikto kreditēšanu, parāda vērtspapīru emisiju tirgū un kapitāla vērtspapīru finansējumu) kopējās nominālās izmaksas no 2021. gada jūlija līdz oktobrim palielinājās, un to noteica kapitāla vērtspapīru izmaksas. Ārējā finansējuma izmaksas 2021. gada oktobrī pieauga līdz 4.7% (sk. 29. att.), un tas ir aptuveni par 40 bāzes punktiem zemāks rādītājs nekā 2020. gada martā reģistrētais rekordlīmenis un par 60 bāzes punktiem augstāks rādītājs nekā vēsturiski zemākais līmenis 2021. gada martā. Oktobrī novēroto kāpumu lielākoties noteica kapitāla vērtspapīru izmaksu palielināšanās, kas atspoguļoja bezriskā procentu likmju un (daudz mazāk) kapitāla vērtspapīru riska prēmiju pieaugumu. Bezriskā procentu likmju kāpums noteica arī uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksu palielināšanos – tās, neraugoties uz to, ka uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības faktiski saglabājās nemainīgas, sasniedza līmeni, kāds pēdējo reizi reģistrēts 2020. gada oktobrī. Tiek lēsts, ka kopējās finansējuma izmaksas no oktobra beigām līdz 15. decembrim nedaudz samazinājās, un kapitāla vērtspapīru izmaksu kritums ar uzviju kompensēja nelielu turpmāku uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksu pieaugumu. Šajā periodā kapitāla vērtspapīru izmaksu sarukumu noteica bezriskā procentu likmju kritums, kas ar uzviju kompensēja kapitāla vērtspapīru riska prēmiju nelielo palielināšanos. Tomēr šis bezriskā procentu likmju sarukums nebija pietiekams, lai samazinātu uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksas, jo pieauga uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības, īpaši augsta ienesīguma segmentā.

29. attēls

Euro zonas NFS ārējā finansējuma nominālās izmaksas komponentu dalījumā

(gada dati; %)



Avoti: ECB un ECB aprēķini, Eurostat, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg un Thomson Reuters.

Piezīmes. NFS kopējās finansējuma izmaksas aprēķina kā banku aizdevumu izmaksu, uz tirgus instrumentiem balstītā parāda izmaksu un kapitāla vērtspapīru izmaksu vidējo svērtu rādītāju, pamatojoties uz to attiecīgajiem atlikumiem. Tumši zilie rombi attiecas uz īstermiņa prognozi 2021. gada novembra un decembra kopējām finansējuma izmaksām, pieņemot, ka banku aizdevumu procentu likmes saglabājas nemainīgas 2021. gada oktobrī vērotajā līmenī. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 15. decembrī (uz tirgus instrumentiem balstītā parāda izmaksām; dienas datu mēneša vidējais rādītājs), 2021. gada 10. decembris (kapitāla vērtspapīru izmaksām; nedēļas dati) un 2021. gada oktobrī (aizdevumu izmaksām; mēneša dati).

6. Fiskālās norises

Lai gan koronavīrusa (Covid-19) krīze 2021. gadā joprojām spēcīgi ietekmēja valsts finanses, Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses liecina, ka fiskālā bilance jau sākusi uzlaboties. Tiek lēsts, ka budžeta deficīta rādītājs, kas 2020. gadā sasniedzis augstāko punktu (7.2% no IKP), 2021. gadā sarucis līdz 5.9% no IKP, un paredzams, ka 2022. gadā tas turpinās samazināties (līdz 3.2% no IKP), bet pēc tam līdz prognožu perioda beigām 2024. gadā stabilizēsies līmenī, kas ir nedaudz zem 2%. Šos uzlabojumus nosaka cikliski koriģētās sākotnējās bilances palielināšanās un, īpaši 2022. gadā, būtiski lielāka ekonomiskās attīstības cikla ietekme. Attiecībā uz euro zonas fiskālo nostāju 2020. gadā vērotajai straujajai ekspansijai sekoja tikai neliela tās stingrības mazināšanās 2021. gadā, to koriģējot atbilstoši "Nākamās paaudzes ES" (NPES) subsīdijām. Prognozēts, ka fiskālā nostāja 2022. gadā kļūs ievērojami stingrāka, lai gan daudz mazāk, nekā iepriekš gaidīts, un to galvenokārt noteiks būtiskas daļas krīzes ārkārtas atbalsta pasākumu atcelšana. Paredzams, ka fiskālā nostāja atlikušajā iespēju aplēšu periodā kļūs arvien stingrāka, bet daudz mazākā mērā, jo turpmāko gadu laikā tautsaimniecībai joprojām tiks sniegts būtisks atbalsts. Kopumā atbalstoša fiskālā politika, kas pamatojas uz pakāpenisku fiskālo pasākumu atcelšanu, palīdzētu nodrošināt euro zonas tautsaimniecības atveseļošanu un mazināt nelabvēlīgo ietekmi ilgākā termiņā. Šis atbalsts arī palīdzētu tautsaimniecībai pielāgoties notiekošajām strukturālajām pārmaiņām. Fiskālajiem pasākumiem jābūt izaugsmei labvēlīgiem un mērķtiecīgiem, lai efektīvi novērstu ievainojamības aspektus. Papildus valstu fiskālajiem pasākumiem gaidāms, ka NPES un pasākumu kopuma "Gatavi mērķrādītājam 55%" īstenošana veicinās spēcīgāku, zaļāku un vienmērīgāku atveseļošanu.

Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses paredz, ka 2021. gadā būs vērojama stabila euro zonas valstu valdības budžeta bilances uzlabošanās.²² Tiek lēsts, ka pēc nepieredzēta kāpuma (7.2% no IKP) 2020. gadā euro zonas valstu valdības budžeta deficīta rādītājs 2021. gadā samazinājies līdz 5.9% no IKP. Prognozēts, ka 2022. gadā tas saruks vēl straujāk (līdz 3.2% no IKP) un turpmākajos divos gados turpinās samazināties (attieciīgi līdz 2.1% no IKP un 1.8% no IKP; sk. 30. att.). Paredzams, ka pēc ekonomiskā atbalsta pasākumu īstenošanas (aptuveni 4.1% no IKP apmērā) 2020. gadā saistībā ar pandēmiju krīzes un atveseļošanās atbalsta apjoms 2021. gadā palielinājies aptuveni līdz 4.4% no IKP. Tas atspoguļo to, ka, lai veicinātu atveseļošanu, valstu valdības ir pagarinājušas ārkārtas pasākumu piemērošanu, pakāpeniski palielinājušas pasākumu apjomu un/vai apstiprinājušas jaunus, t.sk. ar NPES subsīdijām finansētus, pasākumus.²³ Gaidāms, ka lielās negatīvās cikliskās komponentes, kura noteica valdības budžeta deficīta būtisko palielināšanos

²² Sk. ECB tīmekļvietnē 2021. gada 16. decembrī publicētās "Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai".

²³ NPES subsīdiju apjoms iespēju aplēšu periodā ir vidēji 0.5% no IKP, un pēc 2022. gada tas pakāpeniski samazināsies. Tiek pieņemts, ka tās apvienojumā ar ierobežotu aizdevumu apjomu finansēs budžeta izdevumus aptuveni 2.5% apmērā. Šajā nodaļā aprakstītās fiskālās norises neietver ar NPES pārvedumiem saistīto Eiropas starpvalstu budžeta deficītu un parādu.

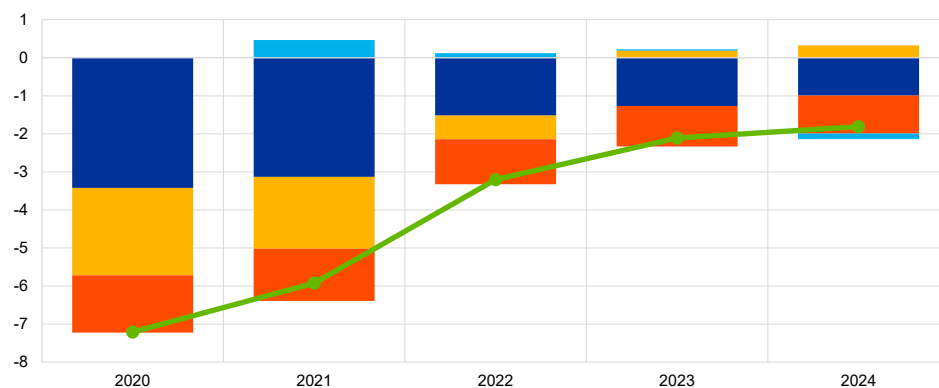
2020. gadā, devums 2021. gadā sāks samazināties, lai gan tikai nedaudz. Prognozēts, ka būtiskāku budžeta bilances uzlabošanu no 2022. gada noteiks cikliski koriģētās sākotnējās bilances palielināšanās, jo liela daļa ārkārtas pasākumu, kuri netiek finansēti ar NPES subsīdijām, vairs netiks īstenoti. Turklāt gaidāms, ka ekonomiskās attīstības cikla negatīvā ietekme 2022. gadā strauji saruks un 2023. gadā kļūs nedaudz pozitīva. Budžeta bilances uzlabošanu mazāk, bet visā iespēju aplēšu periodā, veicinās arī procentu maksājumu ietekmes pakāpeniska samazināšanās.

30. attēls

Budžeta bilance un tās komponenti

(% no IKP)

■ Cikliski koriģētā sākotnējā bilance (koriģēta, lai atspoguļotu NPES subsīdiju ietekmi ieņēmumu pusē)
■ Cikliskā komponente
■ Procentu maksājumi
■ NPES subsīdijas (ieņēmumu pusē)
● Budžeta bilance



Avoti: ECB un Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses. Piezīme. Dati attiecas uz euro zonas valstu vispārējās valdības sektoru.

Tiek lēsts, ka pēc ļoti straujas ekspansijas 2020. gadā euro zonas kopējā fiskālā nostāja 2021. gadā ir kļuvusi nedaudz stingrāka²⁴. Gaidāms, ka būtiski stingrākas fiskālās nostājas ieviešana pēc vēl arvien lielā atbalsta nodrošināšanas notiks 2022. gadā, fiskālā atbalsta ietekmei izzūdot vienlaikus ar pandēmiju un pagaidu atbalsta pasākumiem. Prognozēts, ka 2023. un 2024. gadā fiskālā nostāja joprojām kļūs nedaudz stingrāka.²⁵ Neatkarīgi no tā tautsaimniecības atveseļošanās fiskālā atbalsta apjoms visā iespēju aplēšu periodā joprojām ir liels, un to atspoguļo kopējā sākotnējā fiskālā bilance, kas saglabājas pārliecinoši negatīva.

Papildus tautsaimniecībai sniegtajam fiskālajam atbalstam euro zonas valstis ir nodrošinājušas apjomīgas aizdevumu garantiju paketes, lai uzlabotu

²⁴ Fiskālā nostāja atspoguļo uz tautsaimniecību vērsto fiskālās politikas stimulu virzienu un apjomu papildus valsts finanšu automātiskajai reakcijai uz ekonomiskās attīstības ciklu. Šajā gadījumā to mēra kā cikliski koriģētās sākotnējās bilances rādītāja pārmaiņas, neietverot valdības atbalstu finanšu sektoram. Ņemot vērā, ka lielākiem budžeta ieņēmumiem, kas saistīti ar NPES subsīdijām no ES budžeta, nav samazinošas ietekmes uz pieprasījumu, cikliski koriģētā sākotnējā bilance tādējādi tiek koriģēta, lai izslēgtu šos ieņēmumus. Sīkāk par euro zonas fiskālās nostājas jēdzienu sk. ECB 2016. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 rakstā [The euro area fiscal stance](#) ("Euro zonas fiskālā nostāja").

²⁵ Euro zonas kopējā fiskālā nostāja 2020. gadā bija -4.2 procentu punkti no IKP, tiek lēsts, ka 2021. gadā tā bijusi +0.2 procentu punkti no IKP un prognozēts, ka pēc NPES subsīdiju korekcijas ieņēmumu pusē tā 2022., 2023. un 2024. gadā būs attiecīgi +1,1, +0.3 un +0.3 procentu punkti no IKP.

uzņēmumu likviditāti. Šīs garantijas 2021. gadā kopumā sasniedz aptuveni 19% no euro zonas IKP. Tiek lēsts, ka šo garantiju kopējais izmantošanas līmenis 2020. – 2021. gadā būs 9% no IKP. Jāatzīmē, ka šie skaitļi neatklāj būtiskas šo garantiju summas un izmantošanas līmeņa atšķirības dažādās valstīs. Aizdevumu garantijas ir valdību iespējamās saistības, un jebkāds pieprasījums tās izpildīt papildus palielinās valsts izdevumus tādā apmērā, kādā tiks pieprasīta garantiju saistību izpilde, kas savukārt palielinās valsts parādu.

Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2021. gada septembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm paredzams, ka budžeta bilance 2021. gadā būtiski uzlabosies, savukārt 2022. gadā prognozēta tās neliela pasliktināšanās.

Konkrētāk, euro zonas valstu valdības budžeta bilance kā daļa no IKP ir pārskatīta un palielināta 2021. gadā par 1.1 procentu punktu (līdz –5.9%) un samazināta 2022. gadā par 0.2 procentu punktiem (līdz –3.2%), savukārt 2023. gadā bilance nemainīsies (–2.1%). Šādu tendenci lielākoties nosaka fiskālās nostājas korekcija; prognozēts, ka fiskālā nostāja 2021. gadā kļuvusi stingrāka, un to noteikusi lielāku ieņēmumu iekasēšana, nekā iepriekš lēsts, un nedaudz mazāks diskrecionāro fiskālo stimulu pasākumu apjoms. 2022. gadā fiskālās nostājas korekcija galvenokārt atspoguļo papildu stimulējošo pasākumu īstenošanu 2022. gada budžeta kontekstā un (mazāk) ar diskrecionāriem pasākumiem (ieņēmumiem) nesaistītus faktorus, kas ietekmē fiskālās stingrības mazināšanos.

Paredzams, ka euro zonas valstu valdības parāda attiecība pret IKP pēc 2020. gadā vērotā būtiskā kāpuma 2021. gadā būs tikai nedaudz zemāka par 97% no IKP un 2024. gadā turpinās sarukt aptuveni līdz 90% no IKP. Pēc

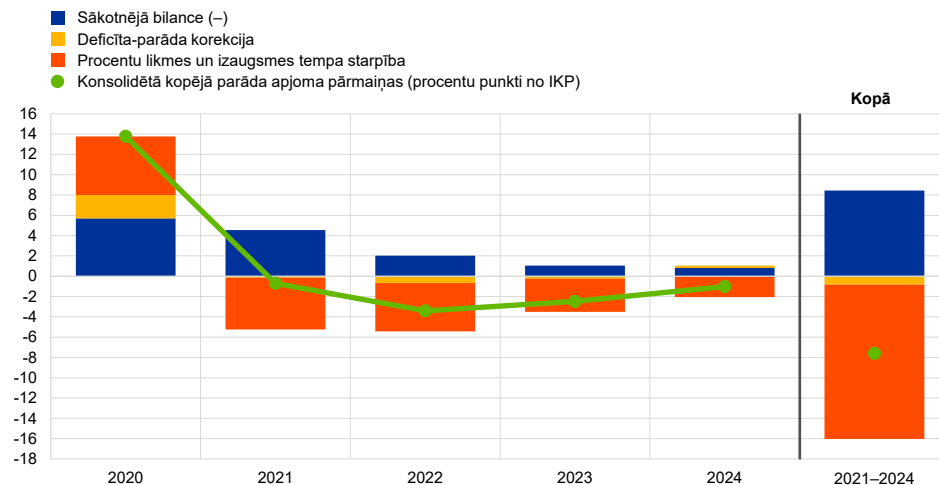
2020. gadā vērotā parāda rādītāja 14 procentu punktu kāpuma 2021. gadā sarūkošo, bet joprojām lielo sākotnējo deficītu ar uzviju kompensēs tas, ka izaugsmes un procentu likmju starpība būtiski veicinās parāda samazināšanos. Prognozēts, ka parāda rādītājs 2022. un 2023. gadā samazināsies daudz ātrāk, jo parādu palielinošo sākotnējo deficītu, lai gan tam ir tendence samazināties, ar uzviju kompensēs labvēlīgas procentu likmju un izaugsmes tempa starpības ietekme un (mazāk) negatīva deficīta-parāda korekcija (sk. 31. att.). Gaidāms, ka parāda attiecība pret IKP iespēju aplēšu perioda beigās 2024. gadā stabilizēsies aptuveni 90 procentu punktu līmenī, par 6 procentu punktiem pārsniedzot rādītāju, kāds bija pirms krīzes. Kopumā Covid-19 krīzes negatīvā ietekme uz euro zonas kopējo parāda dinamiku bijusi būtiski mazāka, nekā krīzes sākumposmā kopumā tika gaidīts.²⁶

²⁶ Piemēram, Eurosistēmas speciālistu 2020. gada jūnija makroekonomiskajās iespēju aplēsēs parāda attiecība pret IKP 2022. gada beigās vairāk nekā par 6.7 procentu punktiem pārsniedza jaunākajās iespēju aplēsēs prognozēto.

31. attēls

Euro zonas valstu valdības parāda pārmaiņas noteicošie faktori

(% no IKP, ja nav norādīts citādi)



Avoti: ECB un Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses.
Piezīme. Dati attiecas uz euro zonas valstu vispārējās valdības sektoru.

Būtu jānodrošina mērķtiecīgs un izaugsmei labvēlīgs valstu fiskālās politikas atbalsts pandēmijas visvairāk skartajiem uzņēmumiem un mājsaimniecībām.

Tas, balstoties uz pakāpenisku fiskālā atbalsta pārtraukšanu, palīdzētu nodrošināt atveseļošanos un mazināt nelabvēlīgo ietekmi ilgākā termiņā. Budžeta nesabalansētības pakāpeniskai samazināšanai būtu jābalstās uz izlēmīgu virzību uz izaugsmei labvēlīgākas valsts finanšu struktūras izveidošanu un strukturālajām reformām, kas palielina euro zonas valstu izaugsmes potenciālu. NPES Atveseļošanas un noturības mehānisms un pasākumu kopums "Gatavi mērķrādītājam 55%" šajā ziņā var sniegt svarīgu atbalstu, arī paātrinot zaļo un digitālo pāreju.

Ielikumi

1. Piegādes ķēžu pārrāvumi un to ietekme uz pasaules tautsaimniecību

Sagatavojuši: Marija Gracija Atināzi (*Maria Grazia Attinasi*), Mirko Balati (*Mirco Balatti*), Mikēle Mančīni (*Michele Mancini*) un Luka Metelli (*Luca Metelli*)

Globālo ražošanas tīklu sasprindzinājumi, kuri sākās 2020. gada beigās, atspoguļo konkrētu preču piedāvājuma un pieprasījuma nelīdzsvarotību un negatīvi ietekmē notiekošo pasaules tautsaimniecības atveseļošanos. Globālo ražošanas tīklu sasprindzinājumi, ko parasti dēvē arī par piegādes problēmām, ir daudzšķautņaina parādība. Covid-19 pandēmijas laikā pieredzētā ekonomiskās aktivitātes samazināšanās un tai sekojošā atveseļošanās ir bezprecedenta gadījums, kas atspoguļo milzīgās pieprasījuma un piedāvājuma pārmaiņas, ko izraisīja tautsaimniecības aizvēršanās un atkalatvēršanās, un kas notika ievērojama monetārā un fiskālā stimula, kā arī lielu uzkrāto ietaupījumu (īpaši attīstītajās valstīs) apstākļos. Turklāt ar pandēmiju saistītajiem ierobežojošajiem pasākumiem būtiski samazinot patēriņa iespējas pakalpojumu nozarē (īpaši ceļošanu, tūrisma un atpūtas pasākumus), notika pieprasījuma pārvirze uz tirgojamām precēm, kura papildināja jau tā spēcīgo ciklisko preču nozares atveseļošanos. Saskaņoties ar tik strauju pieprasījuma kāpumu, preču piegādātāji visā pasaulē cenšas nodrošināt augošā pasūtījumu apjoma izpildi. Turklāt idiosinkrātiskiem piegādes ķēžu pārrāvumiem (piemēram, pandēmijas viļņu un sliktu laikapstākļu dēļ) arī bijusi zināma loma aktivitātes un tirdzniecības apjoma pieauguma ierobežošanā, kas izraisījusi cenu kāpumu. Šajā ielikumā aplūkotas galvenās pastāvīgo piegādes problēmu iezīmes. Pirmkārt, tā mērķis ir nošķirt piegādes ķēžu pārrāvumus no pieprasījuma puses faktoriem, norādot, ka, lai gan pieprasījuma puses faktori ir pašreizējās ekonomiskās attīstības cikla fāzes izpausme, piegādes ķēžu pārrāvumi tiešām var ierobežot atveseļošanās tempu, un tāpēc nepieciešama stingra uzraudzība. Otrkārt, ielikumā sniegts piegādes ķēžu pārrāvumu ietekmes uz globālo ekonomisko aktivitāti un cenām empīriskis novērtējums un izklāstīti pieņēmumi par to turpmāko attīstību.¹

Piegādes ķēžu pārrāvumi kavē aktivitāti un tirdzniecību globālā līmenī.

Svarīgākie elementi ir šādi: 1) grūtības loģistikas un transportēšanas nozarē, 2) pusvadītāju trūkums, 3) ar pandēmiju saistīti ekonomiskās aktivitātes ierobežojumi un 4) darbaspēka trūkums. Globālie tirgojamo preču pārvadājumi saskaras ar nopietniem traucējumiem nepareizi novietotu konteineru un to sastrēgumu dēļ situācijā, kad vērojama ne tikai strauja pasaules tautsaimniecības atveseļošanās, patēriņa pieprasījuma pārvirze no pakalpojumiem uz precēm un ar to saistītais lielais importa apjoms, bet arī ostu slēgšana vietējā mēroga un asinhronu Covid-19

¹ Piegādes ķēžu pārrāvumu ietekmes uz euro zonas rūpniecisko ražošanu analīzi sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumā "[Piegādes ķēžu pārrāvumu iemesli un to ietekme uz euro zonas apstrādes rūpniecību](#)".

uzliesmojumu dēļ.² Tādējādi transportēšanas izmaksas, īpaši no galvenajām Āzijas ostām uz ASV un Eiropu kopš 2020. gada beigām krasi pieaugušas. Pusvadītāju trūkums kļuva jūtams 2020. gada 2. pusgadā, īpaši automobiļu nozarē. Automobiļu ražotāji t.s. lielās mājāsēdes laikā samazināja mikroshēmu pasūtījumus, savukārt pieprasījums pēc citās elektroniskās iekārtās izmantojamām mikroshēmām būtiski pieauga (galvenokārt saistībā ar attālināto darbu). Ražotājus pārsteidza straujais jaunu automobiļu pasūtījumu kāpums 2020. gada 2. pusgadā, un nelielā neizmantotā pusvadītāju nozares jauda bija nepietiekama, lai apmierinātu augsto pieprasījumu pēc mikroshēmām. Šī ierobežotā jauda, iespējams, radusies arī gados pirms pandēmijas veikto nepietiekamo ieguldījumu dēļ.³ Darbaspēka trūkums nav tik izplatīts, un tas vairāk jūtams konkrētās valstīs, piemēram, ASV un Apvienotajā Karalistē. Darba tirgus piesātinājuma rādītāji salīdzinājumā ar lēno atveseļošanas pēc globālās finanšu krīzes abās valstīs jau pārsnieguši pirms krīzes sasniegto līmeni. Gan atbilstības efektivitātes, gan darbaspēka līdzdalības kritums daļēji atspoguļo bezdarba pabalstu palielināšanos, priekšlaicīgu pensionēšanos un nepieciešamību rūpēties par bērniem un citiem ģimenes locekļiem pandēmijas laikā, kā arī nevēlēšanos strādāt nozarēs ar intensīviem klātienē kontaktiem.⁴ Visbeidzot, minēto faktoru ietekmi uz piegādes ķēžu pārslodzi, iespējams, palielina "pātagas efekts" – pastiprinājuma kanāla standarta fenomens, ko uzņēmumi izmanto krājumu veidošanai spēcīga pieprasījuma gaidās apstākļos, kad ražošanas procesā trūkst galveno izejmateriālu (piemēram, izejvielu un starppatēriņa preču).

Pasūtījumu piegādes laika pagarināšana attīstītajās valstīs kopš 2020. gada beigām acīmredzami parāda plašos globālo ražošanas tīklu

sasprindzinājumus. Viens no rādītājiem, kuru visbiežāk izmanto kā šādu sasprindzinājumu rādītāju, ir globālais pasūtījumu piegādes laika IVI, kurš kvantitatīvi novērtē norises laikā, kas nepieciešams izejmateriālu piegādei uzņēmumiem. Viena no galvenajām pasūtījumu piegādes laika IVI priekšrocībām ir tā spēja atspoguļot dažādus jaudas ierobežojumus (piemēram, starppatēriņa preču trūkumu, transportēšanas aizkavēšanos vai darbaspēka piedāvājuma trūkumu), padarot to par visaptverošu globālo ražošanas tīklu saspīlējumu rādītāju.⁵ Šis rādītājs liecina, ka pasūtījumu piegādes laiks pēdējos mēnešos būtiski palielinājies (A attēls, a) panelis) un ka šis palielinājums ir lielāks nekā sākotnējā Covid-19 radītā šoka laikā. Attēls arī liecina, ka starp attīstītajām valstīm un jaunajām tirgus ekonomikas valstīm pastāv būtiskas atšķirības, t.i., ietekme uz ASV, euro zonu un Apvienoto Karalisti ir lielāka nekā uz svarīgākajām jaunajām tirgus ekonomikas valstīm. Visbeidzot, lai gan pasūtījumu piegādes laika IVI pieaugums vairākumā nozaru ir parasta lieta, īpaši raksturīgs tas ir konkrētiem produktiem, piemēram, tehnoloģiskajam aprīkojumam un iekārtām (A attēls, b) panelis), liecinot, ka starppatēriņa produktu trūkums šajās nozarēs jūtams daudz vairāk.

² Sk. arī ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 3 ielikumu [What is driving the recent surge in shipping costs](#) ("Kas nosaka nesen vēroto transportēšanas izmaksu kāpumu ASV?").

³ Sk. arī ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 ielikumu ["Pusvadītāju trūkums un tā ietekme uz euro zonas tirdzniecību, ražošanu un cenām"](#).

⁴ Sk. arī šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu ["ASV un Apvienotās Karalistes darba tirgus atveseļošanās pēc pandēmijas"](#).

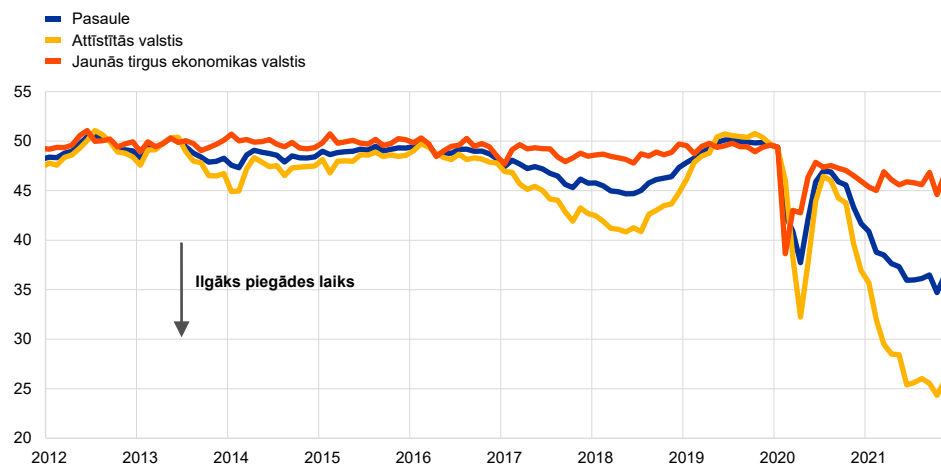
⁵ Alternatīvs piegādes problēmu rādītājs ir transportēšanas izmaksas, bet tās tikai daļēji atspoguļo šo fenomenu, jo ietver tikai loģistikas nozari. Turpretī pasūtījumu piegādes laika IVI ir plašāks un vairāk mainās līdz ar ekonomisko aktivitāti.

A attēls

Pasūtījumu piegādes laiks

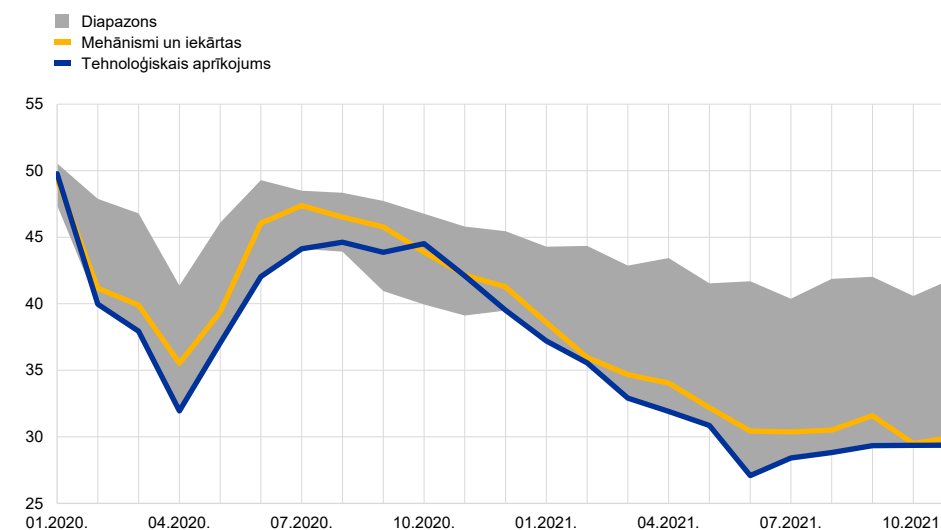
a) Pasūtījumu piegādes laika IVI reģionos

(difūzijas indeksi)



b) Globālais pasūtījumu piegādes laiks IVI nozarēs

(difūzijas indeksi)



Avoti: *Markit* un ECB aprēķini.

Piezīmes. Iekrāsotais laukums b) panelī norāda minimālā un maksimālā pasūtījumu piegādes laika IVI līmeņa diapazonu 15 nozarēs (pamatizejvielas, ķīmikālijas, resursi, mežsaimniecība un papīra izstrādājumi, metāli un ieguves rūpniecība, patēriņa preces, automobiļi un to rezerves daļas, dzērieni un pārtika, dzērieni, pārtika, produkti mājoklim/personīgai lietošanai, rūpniecības preces, būvmateriāli, mehānismi un iekārtas, tehnoloģiskais aprīkojums). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada novembrī.

Pasūtījumu piegādes laiks atspoguļo ražošanas tīklu sasprindzinājumus un atklāj zināmu procikliskumu attiecībā uz produkcijas izlaides svārstībām.

Pasūtījumu piegādes laika IVI mēdz būt cieši saistīts ar globālo apstrādes rūpniecības produkcijas izlaides IVI, kurš ir ekonomiskās attīstības cikla rādītājs, kas liecina, ka piegādes laiks mēdz palielināties līdz ar produkcijas izlaides kāpumu. Lai nošķirtu pasūtījumu piegādes laika IVI pārmaiņas no normālas pagarināšanās, kas saistīta ar cikliskām svārstībām, attiecībā uz globālo (neietverot euro zonu) apstrādes rūpniecības produkcijas izlaides IVI un globālo pasūtījumu piegādes laika IVI izmantots mēneša divdimensiju vektoru autoregresijas (VAR) modelis, kurā pieprasījuma atjaunošanās un piegādes ķēžu pārrāvumu radītie šoki tiek konstatēti,

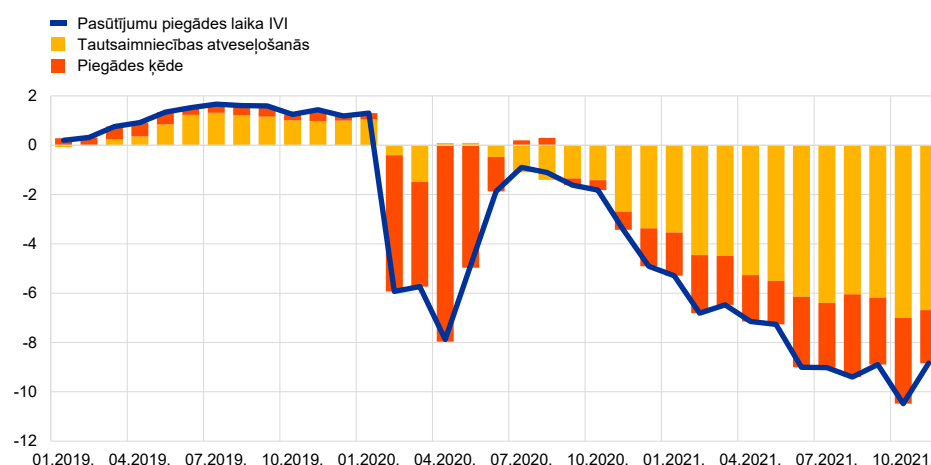
izmantojot zīmju ierobežojumus.⁶ Konkrētāk, tiek pieņemts, ka piegādes ķēžu pārrāvumi pagarina piegādes laiku un samazina produkcijas izlaidi, savukārt tautsaimniecības atveseļošanās izraisītais pieprasījuma kāpums palielina gan piegādes laiku, gan produkcijas izlaidi. Šāda pieeja ļauj identificēt strukturālos šokus, kuri ir pasūtījumu piegādes laika IVI norišu pamatā, īpaši ar piedāvājumu saistīto šoku, kas tiek izmantots kā piegādes ķēžu šoku rādītājs.

Empīriskā analīze liecina, ka piegādes ķēžu šoki veido aptuveni trešo daļu globālo ražošanas tīklu sasprindzinājumu. Vēsturiskais sadalījums liecina, ka, lai gan pieprasījuma faktoriem bija galvenā nozīme pasūtījumu piegādes laika IVI līmeņa noteikšanā, piegādes ķēžu pārrāvumi pēdējo sešu mēnešu laikā veidoja trešo daļu piegādes laika pagarinājumu, un piegādes ķēžu pārrāvumu devums arvien palielinās (B att.). Turpretī lielāks pieprasījuma faktoru devums nerada pārsteigumus, ņemot vērā piegādes laika procikliskumu tautsaimniecības atveseļošanās laikā un vēl nepieredzēto tautsaimniecības atveseļošanās pēc sākotnējā Covid-19 radītā šoka.⁷

B attēls

Pasūtījumu piegādes laika IVI modeļa sadalījums

(novirzes no vidējās vērtības; devums procentu punktos)



Avots: Uz *Markit* datiem balstīti ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Globālā (neietverot euro zonu) pasūtījumu piegādes laika IVI vēsturiskais sadalījums, kas iegūts, izmantojot divu mainīgo Beijesa VAR ar produkcijas izlaidi IVI un pasūtījumu piegādes laika IVI, kas noteikts, lietojot zīmju ierobežojumus, un vērtēts laikposmā no 2007. gada maija līdz 2021. gada novembrim. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada novembrī.

Piegādes ķēžu pārrāvumi negatīvi ietekmē globālo rūpniecisko ražošanu un tirdzniecību, bet pozitīvi – inflāciju. Analīzes mērķis ir kvantitatīvi noteikt minētā piegādes ķēžu šoka ietekmi uz aktivitāti, tirdzniecību un cenām, kā arī tā radītos tautsaimniecības atveseļošanās kavējošos faktorus. Lai to paveiktu, tiek vērtēts saistītais VAR, kuram ir pieci endogēni mainīgie (eksports, imports un rūpnieciskā ražošana kopā ar patēriņa cenu indeksa un ražotāju cenu indeksa inflāciju). Lēstais

⁶ Šai identificēšanas stratēģijai deva ierosmi Bhushan, S. and Struyven, D., "Supply Chains, Global Growth, and Inflation", *Global Economics Analyst*, Goldman Sachs Research, 20 September 2021. Globālā IVI apstrādes rūpniecības produkcijas izlaidi rādītāja izmantošana šajā VAR modelī dod iespēju laikus novērtēt piegādes ķēžu šoku. Tas nebūtu iespējams, izmantojot ekonomiskās aktivitātes reālos datus, kuru publicēšanas nobīdes periods ir ilgāks.

⁷ Covid-19 radītā šoka kulminācijas laikā 2020. gada aprīlī piegādes ķēžu pārrāvumi bija galvenais ilgāka piegādes laika iemesls.

piegādes ķēžu šoks tiek ievietots modelī kā eksogēnais mainīgais. Lai kvantitatīvi noteiktu faktoros, kas kavē aktivitāti, tirdzniecību un cenu noteikšanu, tiek izstrādāts hipotētisks scenārijs, veicot nosacītās prognozes laikposmā no 2020. gada novembra līdz 2021. gada septembrim. Tajās tiek pieņemts, ka piegādes ķēžu pārrāvumi neeksistē (t.i., piegādes ķēžu šoks visos gadījumos ir nulle). Tika konstatēts, ka minētajā periodā piegādes ķēžu šoka neesamības gadījumā pasaules tirdzniecība kopumā būtu palielinājusies aptuveni par 2.7%, savukārt pasaules rūpnieciskā ražošana – aptuveni par 1.4% (C att., a) panelis). Ietekme uz tirdzniecību ir lielāka nekā uz rūpniecisko ražošanu, jo loģistikas nozares vājums neproporcionāli ietekmēja tirdzniecību. Turklāt pārvirze uz iekšzemes piegādātājiem un precēm, iespējams, mazināja negatīvo ietekmi uz rūpniecisko ražošanu. Iegūtie secinājumi arī liecina, ka piegādes ķēžu pārrāvumiem bija būtiska un laika gaitā augoša ietekme uz cenām, kas ražotāju cenu indeksā ir daudz redzamāka nekā patēriņa cenu indeksā (C att., b) panelis).⁸ Tas varētu būt saistīts ar to, ka ražotāji salīdzinājumā ar patērētājiem ir tiešāk pakļauti piegādes ķēžu pārrāvumiem. Turklāt augošās ražotāju cenas patērētāji izjūt tikai daļēji un/vai ar nobīdi. Visbeidzot, jāpiebilst, ka minētie kopējie rezultāti neatklāj būtiskas atšķirības starp valstīm, jo piegādes problēmas tās ietekmē dažādi. Piemēram, secināts, ka ietekme ASV ir lielāka, jo tur tirdzniecība un rūpnieciskā ražošana ir attiecīgi par 4.3% un 2.0% zemāka nekā hipotētiskajā scenārijā, kurā nav iekļauti piegādes ķēžu pārrāvumi.

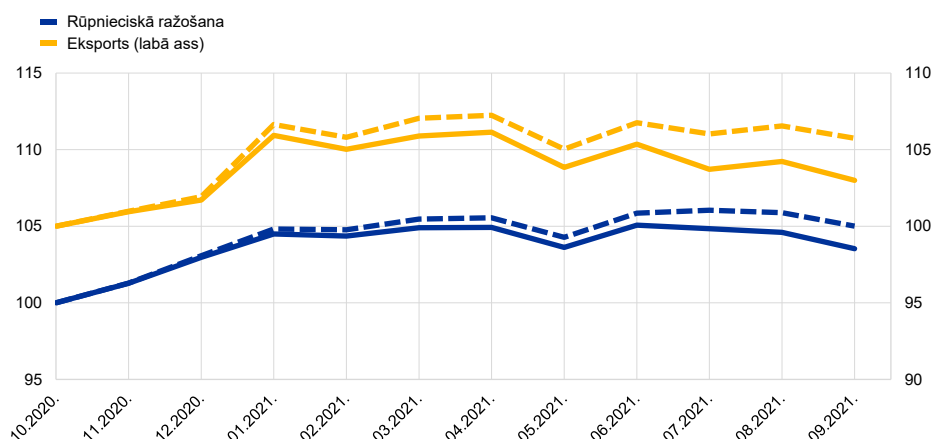
⁸ VAR impulsa reakcijas funkcijas liecina, ka pēc vienā periodā piedzīvota šoka ietekme uz inflāciju izzūd sešu līdz deviņu mēnešu laikā, savukārt ietekme uz reālajiem mainīgajiem – aptuveni četrus mēnešus laikā.

C attēls

Ietekmes aplēses

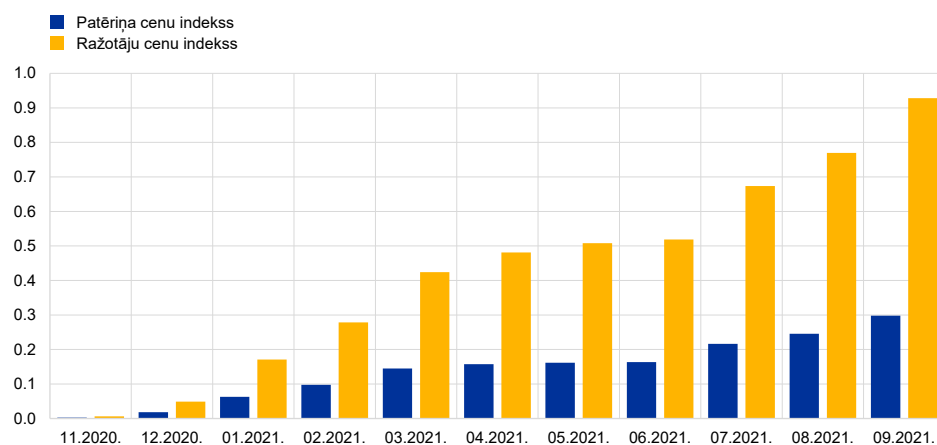
a) Pasaules (neietverot euro zonu) tirdzniecība un rūpnieciskā ražošana

(2020. gada oktobris = 100)



b) Pasaules (neietverot euro zonu) patēriņa cenu indekss un ražotāju cenu indekss

(novirze no mēneša inflācijas salīdzinājumā ar iepriekšējo gadu; procentu punktos)



Avots: ECB speciālistu aprēķini, pamatojoties uz *Markit*, Ekonomiskās politikas analīzes biroja un OECD datiem.

Piezīmes. Piegādes ķēžu pārrāvumu ietekmi uz daudzumu un cenām iegūst, izmantojot VAR, kurā strukturālais piegādes šoks (kas atgūts no VAR ar produkcijas izlaidis IVI un piegādes laika IVI) ievietots kā eksogēnais mainīgais. Ietekme aprēķināta kā starpība starp mainīgajiem, kas iegūti, īstenojoties šokam, un kas iekļauti hipotētiskajā scenārijā, kurā šoks laikposmā no 2020. gada novembra līdz 2021. gada septembrim ir nulle (t.i., nav piegādes ķēžu pārrāvumu). Pārtrauktās līnijas a) panelī attēlo lēsto eksporta un rūpnieciskās ražošanas attīstību piegādes problēmu neesamības gadījumā. Stabiņi b) panelī ataino lēsto piegādes problēmu ietekmi uz patēriņa cenu indeksu un ražotāju cenu indeksu. Nevienš globālais apkopotais rādītājs neietver euro zonu. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada septembrī.

Gaidāms, ka piegādes ķēžu pārrāvumi 2022. gada 2. pusgadā pakāpeniski mazināsies, lai gan joprojām pastāv liela nenoteiktība par to attīstību.

Ņemot vērā to daudzpusīgo raksturu, dažu pārrāvumu novēršanai būs vajadzīgs ilgāks laiks, bet citu – īsāks laiks. Piemēram, pusvadītāju ražošanas būtiskai palielināšanai nepieciešami lieli ieguldījumi lietuvju jaudas kāpināšanai un, ņemot vērā šim nolūkam nepieciešamo laiku, nozīmīgus uzlabojumus var gaidīt tikai vēlāk 2022. gadā vai 2023. gadā. Darbaspēka trūkuma mazināšana tuvākajos mēnešos būs atkarīga no valdības atbalsta attīstības, kā arī no pandēmiju ierobežojošiem pasākumiem un jauniem Covid-19 gadījumiem. Transportēšanas izmaksas pēdējā laikā samazinājušās galvenokārt īslaicīgu faktoru ietekmē (piemēram, Dienvidāzijas ostu atkalatvēršana, sarūkot saslīmšanas ar Covid-19 gadījumu skaitam), bet tās

joprojām atrodas tuvu vēsturiski augstākajam līmenim. Pieejamā uz apsekojumu datiem balstītā informācija, kurā apkopots uzņēmumu nozares viedoklis, liecina, ka gandrīz visu vai pat visu 2022. gadu gaidāms, ka situācija joprojām būs sarežģīta.⁹

Raugoties nākotnē, nevar izslēgt turpmākus piegādes pārrāvumus, īpaši pandēmijai pastiprinoties. Jaunais omikrona variants atkal radījis bažas par pandēmijas pastiprināšanos pasaules mērogā. Tās uzliesmojumi var izraisīt ostu un uzņēmumu slēgšanu vietējā mērogā, kas izraisītu turpmākus ražošanas un transportēšanas pārrāvumus un tādējādi kavētu aktivitāti un radītu augšupvērstu spiedienu uz cenām. Turklāt jauni tās izplatīšanās ierobežojoši pasākumi (piemēram, pārvietošanās un starptautisko lidojumu ierobežojumi), kā arī brīvprātīgi ierobežojumi atkal var izraisīt patērētāju pieprasījuma pārvirzi no pakalpojumiem uz precēm, tādējādi saasinot piegādes problēmas. Tomēr, samazinoties kopējam patērētāju pieprasījumam, globālie piegādes ierobežojumi, ko galvenokārt noteicis spēcīgs pieprasījums, varētu nedaudz mazināties (kā norādīts iepriekš). Visbeidzot, straujāks, nekā gaidīts, pusvadītāju ražošanas kāpums un transportēšanas nozares jauda varētu ātrāk novērst piegādes pārrāvumus.

⁹ Sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 7 ielikumu [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#) ("Galvenie secinājumi, kas iegūti ECB nesēnajos kontaktos ar nefinanšu sabiedrībām"); Oxford Economics, Research Briefing Global, "Supply chain problems peaking, but risks remain" by Tim Hunter, 18 November 2021; *The Beige Book*, Federal Reserve System, 20 October 2021; *The CFO Survey*, Duke University, Federal Reserve Bank of Richmond and Federal Reserve Bank of Atlanta, 14 October 2021; *Business Outlook Survey of Industrial and Service Firms*, Banca d'Italia, 8 November 2021.

2. ASV un Apvienotās Karalistes darba tirgus atveseļošanās pēc pandēmijas

Sagatavojuši *Katrīna Forstere van Ērsena (Katrīna Forster van Aerssen)*, *Ramons Gomess-Salvadors (Ramon Gomez-Salvador)*, *Mišels Sudāns (Michel Soudan)* un *Tajda Spitāla (Tajda Spital)*

Atveseļošanās laikā pēc pandēmijas situācija ASV un Apvienotās Karalistes darba tirgū ir ļoti līdzīga, lai gan tās ietekme uz darba samaksu ir atšķirīga.

Šajā ielikumā aplūkotas ASV un Apvienotās Karalistes darba tirgus norises pēc pandēmijas. Tajā konstatēts, ka abās valstīs vērojamā darbaspēka pieprasījuma un piedāvājuma nesabalansētība tik agrā atveseļošanās posmā rada lielu un neparastu spriedzi. Tas varētu izraisīt plašu darba samaksas spiedienu, kas savukārt apdraudētu inflācijas perspektīvu. ASV šāds spiediens arvien pastiprinās, bet Apvienotajā Karalistē tas ir mazāks.

ASV darbaspēka pieprasījums pārsniedz piedāvājumu. Jaunākie pieejamie dati liecina, ka darbaspēka līdzdalības līmenis 2021. gada oktobrī joprojām bija būtiski zemāks nekā pirms krīzes (par 1.7 procentu punktiem zemāks nekā 2020. gada februārī). Šādu līmeni parasti novēro darba tirgus cikla atveseļošanās pašā sākumposmā. Federālo rezervju sistēmas mērķis sasniegt maksimālu nodarbinātību (līdzdalības līmenis ir viens no tās elementiem), šķiet, ne tuvu nav sasniegts (A att.). Vienlaikus uzņēmumi, reaģējot uz ASV tautsaimniecības straujo atveseļošanos, ātrā tempā atver jaunas darbvietas. Tā rezultātā vakanču skaits sasniedzis ļoti augstu, pat nepieredzēti augstu līmeni, kas parasti saistīts ar darba tirgus cikla beigu posmu. Tādējādi ierobežotais darbaspēka piedāvājums nevis lēnām atveseļojas tāpat kā pēc globālās finanšu krīzes, bet jau strauji pārsniedzis rādītāju, kāds bija pirms krīzes (A att.).¹ Darbaspēka piedāvājuma nereaģēšana (zems līdzdalības līmenis) uz augošo darbaspēka pieprasījumu (liels vakanču skaits) liecina par atbilstīga darbaspēka piesaistes efektivitātes kritumu pašreizējās atveseļošanās laikā. Šāda situācija, šķiet, īpaši skārusi uzņēmumus, kuriem raksturīgi intensīvi klātienes kontakti ar klientiem, piemēram, bārus un restorānus – tie saskārušies ar grūtībām piesaistīt darbiniekus. Turklāt darbaspēka piedāvājumu mazinājis arī īslaicīgs bezdarbnieka pabalstu pieaugums (īpaši būtisks strādājošajiem ar zemiem ienākumiem), priekšlaicīga pensionēšanās un lielāka nepieciešamība, īpaši sievietēm, pandēmijas laikā veikt bērnu un citu ģimenes locekļu aprūpi.² Tas daļēji saistīts ar tā saucamo "Lielo aiziešanu no darba", jo atbalsta programmas sniegušas cilvēkiem lielāku brīvību aiziet no darba vai ļāvušas tiem būt izvēlīgākiem attiecībā uz jauna darba meklēšanu.

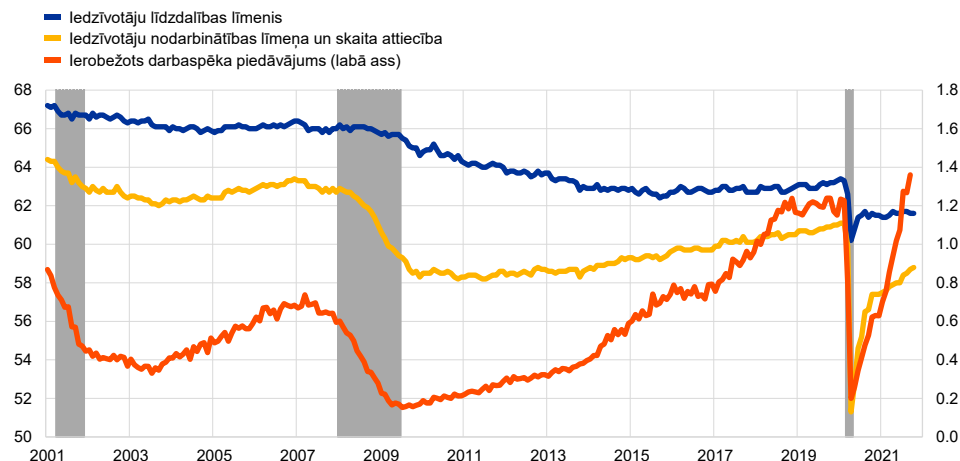
¹ *The Empire State Manufacturing Survey* apstiprina, ka uzņēmumi cenšas piesaistīt jaunus darbiniekus.

² Vecāku iedzīvotāju grupu līdzdalības līmeņa lēno atjaunošanos ASV daļēji varētu skaidrot ar bažām saistībā ar pandēmiju. Sīkāku analīzi euro zonas līmenī sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 7 ielikumā [Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic](#) ("Euro zonas darbaspēka norises Covid-19 pandēmijas laikā").

A attēls

Nodarbinātības līmenis, līdzdalības līmenis un ierobežots darbaspēka piedāvājums ASV

(%; no civiliedzīvotāju skaita; vakanču un bezdarba attiecība; mēneša dati)



Avoti: BLS un autora aprēķini.

Piezīmes. Ierobežotu darbaspēka piedāvājumu mēra ar vakanču un bezdarba attiecību. Iekrāsotie laukumi norāda uz recesiju periodiem. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada septembrī (ierobežots darbaspēka piedāvājums) un 2021. gada oktobrī (nodarbinātības un līdzdalības līmenis).

Darbaspēka piedāvājuma ierobežotības palielināšanās noteikusi darba samaksas spiediena pastiprināšanos.

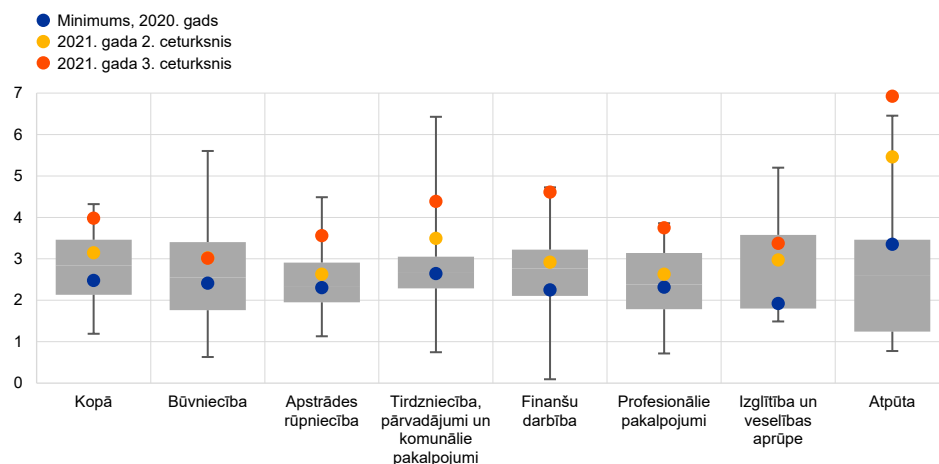
Lai gan vakanču skaita pieaugums vērojams visās nozarēs, līdz šā gada 2. ceturksnim darba samaksas kāpums, par ko liecina nodarbinātības izmaksu indekss, skāris tikai atpūtas un viesmīlības pakalpojumu nozarēs, jo uzņēmumi centās padarīt pievilcīgākus šos darbus, kuriem raksturīgi intensīvi klātienes kontakti ar klientiem un kuri ir zemu atalgoti (B att.). Tomēr 2021. gada 3. ceturksnī darba samaksas kāpums bija vērojams arī vairākumā citu nozaru, piemēram, tirdzniecības un (mazāk) apstrādes rūpniecības, finanšu darbību un profesionālo pakalpojumu nozarēs, lai gan pēdējās trijās no minētajām nozarēm tas joprojām atradās agrāk novērotajā diapazonā. Šī norise izraisījusi diskusijas par turpmākas darba samaksas spiediena pastiprināšanās risku un to, vai tas galarezultātā varētu izraisīt cenu un darba samaksas spirāles veidošanos. Šo risku īstenošanās atkarīga no dažādiem faktoriem. Pirmkārt, gaidāms, ka lielākā daļa faktoru, kuri ierobežojuši darbaspēka piedāvājumu ASV, būs īslaicīgi un turpmākajos mēnešos vairs nebūs aktuāli, tādējādi mazinot saspringto situāciju darba tirgū. Arī īslaicīgais bezdarbnieka pabalstu pieaugums vairs nav vērojams. Otrkārt, jaunu saslimšanas ar koronavīrusu (Covid-19) gadījumu skaits kopš vasaras ir samazinājies, un tam būtu jāmazina bažas par atgriešanos darbā nozarēs, kurām raksturīgi intensīvi klātienes kontakti, savukārt klātienes mācību atsākšanās varētu veicināt vecāku atgriešanos darbā. Vienlaikus ražīguma kāpums, kas pārsniedz vidējo līmeni, noteicis vienības darbaspēka izmaksu (rādītājs, kas uzņēmumiem cenu noteikšanā ir daudz būtiskāks nekā nominālā darba samaksa) saglabāšanos tuvu ilgtermiņa vidējam rādītājam. Treškārt, neseno inflācijas kāpumu lielā mērā noteikušas tādas preces un pakalpojumi, attiecībā uz kuriem darba samaksa saglabājusies mērena (piemēram, automobiļu ražošana), vai arī tas bija saistīts ar citiem faktoriem (piemēram, īres maksājumiem, kas saistīti ar mājokļu tirgus dinamiku). Turpretī, lai gan ASV nav vienotas prakses attiecībā uz indeksācijas

nosacījumiem, augstā inflācija (augstākais kopējās inflācijas rādītājs kopš 1990. gada) apvienojumā ar ierobežotu darbaspēka piedāvājumu varētu palielināt risku, ka turpmāk pieaugs prasības pēc augstākas darba samaksas.

B attēls

ASV nodarbinātības izmaksu indekss nozaru dalījumā

(%; pieauguma temps salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu)



Avoti: BLS un autora aprēķini.

Piezīmes. Bloku diagrammas apzīmē minimumu, pirmo kvartili, mediānu, trešo kvartili un maksimumu no 1997. gada 1. ceturkšņa līdz 2019. gada 4. ceturksnim. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 3. ceturksnī.

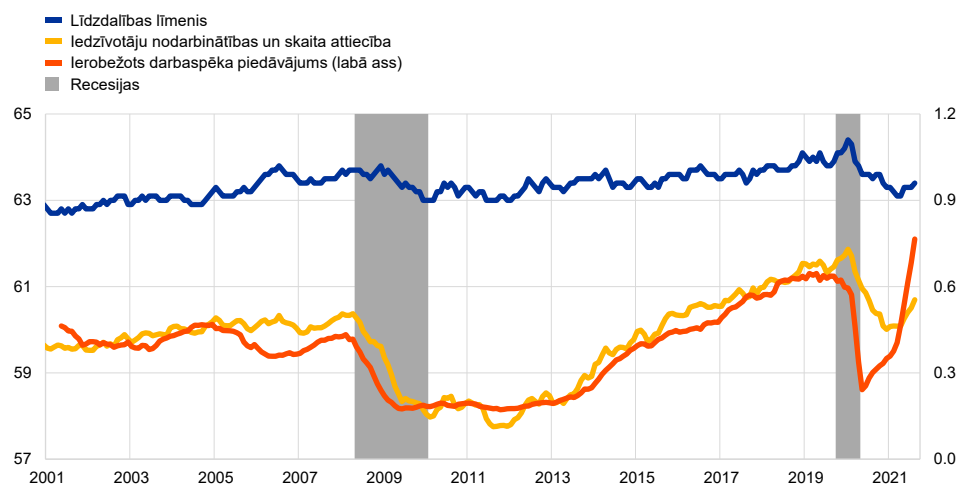
Arī Apvienotās Karalistes darba tirgū vērojamas pazīmes, kas liecina par augošu darbaspēka piedāvājuma ierobežotību vienlaikus ar lēnu nodarbinātības un darba tirgus līdzdalības līmeņa atveseļošanos.

Tāpat kā ASV gan nodarbinātības, gan darbaspēka līdzdalības līmenis tikai lēnām tuvojies pirms krīzes sasniegtajam rādītājam. Attiecīgās atšķirības, kas salīdzinājumā ar 2020. gada februārī reģistrēto līmeni sasniedza 1.2 procentu punktus un 0.9 procentu punktus, arvien ir būtiskas un liecina par darba tirgus atveseļošanās cikla sākumu (C att.). Turpretī vakanču skaits palielinājies diezgan strauji, jo Apvienotās Karalistes uzņēmumi saskārušies gan ar preču un pakalpojumu pieprasījuma kāpumu (ko noteica tautsaimniecības atgūšanās), gan ar zemas kvalifikācijas ES darbaspēka piedāvājuma samazināšanos (breksita dēļ). Tādējādi darbaspēka piedāvājuma ierobežotības līmenis jau pārsniedzis rādītāju, kāds bija pirms krīzes, norādot uz cikla beigu posmu pretstatā lēnākajam atveseļošanās procesam, kāds bija vērojams pēc globālās finanšu krīzes (C att.). Līdzīgi ASV Apvienotās Karalistes darbaspēka piedāvājuma lēnā reakcija uz spēcīgo darbaspēka pieprasījumu liecina par atbilstīga darbaspēka piesaistes efektivitātes kritumu. Tas ir ne tikai līdzīgu iemeslu dēļ, bet arī tāpēc, ka daudzu jaunāku cilvēku, kuri izvēlējušies turpināt iegūt izglītību, līdzdalības līmenis ir zemāks. Ierobežotu darbaspēka piedāvājumu var skaidrot arī ar dīkstāves programmas ieviešanu, jo darbinieki, kas saņēma dīkstāves pabalstu, bija mazāk motivēti pievienoties pieejamo darbinieku pulkam un meklēt jaunu darbu. Tomēr septembrī programmas īstenošana beidzās, un tas nozīmē, ka darbaspēka piedāvājuma ierobežotības līmenis jau varētu būt zemāks, nekā rāda oficiālie dati.

C attēls

Nodarbinātības līmenis, līdzdalības līmenis un ierobežots darbaspēka piedāvājums Apvienotajā Karalistē

(% no darbaspējas vecuma iedzīvotāju skaita un vakancu un bezdarba attiecība; 3 mēnešu mainīgais vidējais)



Avoti: ONS un autoru aprēķini.

Piezīmes. Ierobežotu darbaspēka piedāvājumu mēra ar vakancu un bezdarba attiecību. Iekrāsotie laukumi norāda uz recesiju periodiem. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada septembrī.

Atspoguļojot atšķirīgo vakancu dinamiku, darba samaksas spiediens līdz šim vērojams tikai konkrētās nozarēs.

Lai gan visā tautsaimniecībā vērojams vidējo nedēļas ienākumu pieauguma temps vēl arvien ir augsts (septembrī – 5.8%), to lielākoties nosaka negatīvi bāzes efekti, kas atspoguļo dīkstāves programmas ieviešanu pagājušajā gadā.³ Tas vērojams arī nozaru līmenī, jo bāzes efekti šā gada 2. ceturksnī vairākumā nozaru noteica darba samaksas palielināšanos līdz vēsturiski augstākajam līmenim. Jaunākie dati par 3. ceturksni rāda, ka darba samaksas kāpums nav turpinājies un vairākumā gadījumā pat samazinājies (D att.).⁴ Būtiskākais darba samaksas kāpums bija vērojams profesionālo un uzņēmējdarbības pakalpojumu nozarēs un nozarēs, kuru darbība iepriekš balstījās uz mazkvalificētu migrantu darbaspēku (būvniecības, atpūtas un viesmīlības pakalpojumu nozarē). Ir vērts atzīmēt, ka, lai gan noteiktu profesiju pārstāvju (piemēram, kravas automobiļu vadītāju) ienākumi būtiski palielinājās, šis kāpums nebija vērojams visā nozarē kopumā (tirdzniecības, pārvadājumu un komunālo pakalpojumu nozarē). Tāpēc plaša darba samaksas spiediena un cenu un darba samaksas spirāles veidošanās risks šajā atveseļošanās posmā šķiet maz ticams, ņemot vērā, ka pamatā esošais darba samaksas kāpums joprojām ir daudz ierobežotāks.

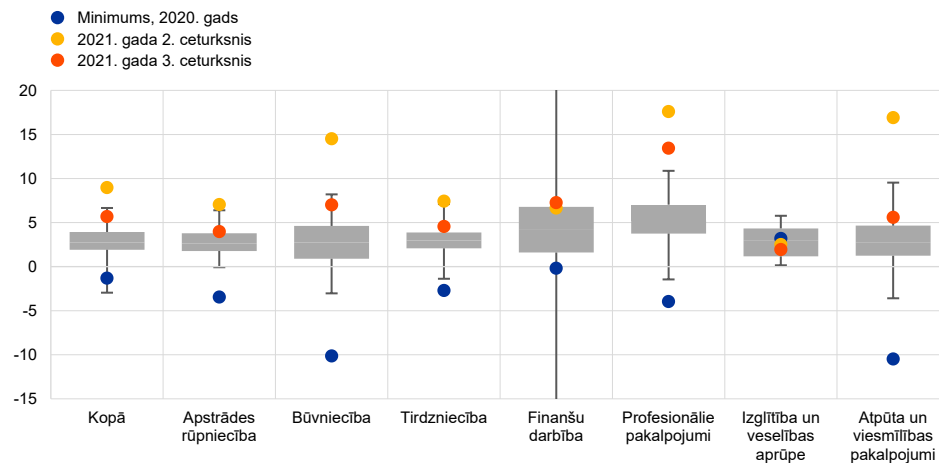
³ Apvienotās Karalistes valdības īstenotā dīkstāves programma nodrošināja dīkstāvē esošajiem strādājošajiem 80% no to ierastās algas (līdz 2500 Lielbritānijas sterliņu mārciņu mēnesī). Tas noteica būtisku vidējo nedēļas ienākumu sarukumu.

⁴ Kad uz gadu attiecinātie kāpuma tempa rādītāji tiek salīdzināti divu gadu periodā, bāzes efektu ietekme izzūd, un 2. un 3. ceturksnī vērojams tikai mērens darba samaksas spiediens.

D attēls

Vidējie nedēļas ienākumi nozaru dalījumā Apvienotajā Karalistē

(pieaugums salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; triju mēnešu vidējais)



Avoti: ONS un autora aprēķini.

Piezīmes. Bloku diagrammas apzīmē minimumu, pirmo kvartili, mediānu, trešo kvartili un maksimumu no 2002. gada 1. ceturkšņa līdz 2019. gada 4. ceturksnim. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 3. ceturksnī.

Kopumā, lai gan ASV un Apvienotā Karaliste saskaras ar darbaspēka trūkumu, darba samaksas dinamika tajās zināmā mērā atšķiras. Gaidāms, ka darbaspēka piedāvājumu ierobežojošie faktori abās valstīs nedaudz mazināsies. Apvienotajā Karalistē tas, iespējams, mazinās darbaspēka piedāvājuma ierobežotību un līdz šim ļoti lokalizēto darba samaksas spiedienu. ASV turpmākas spēcīgas ekonomiskās izaugsmes gaidas īstermiņā varētu paildināt darbaspēka piedāvājuma ierobežotību, tādējādi nosakot plašu darba samaksas kāpumu.

3. Finansēšanas nosacījumi euro zonas uzņēmumu skatījumā

Sagatavojušas Annalīsa Ferrando (*Annalisa Ferrando*) un Sofija Gori (*Sofia Gori*)

Šajā ielikumā aplūkoti jauni euro zonas uzņēmumu finansēšanas nosacījumu rādītāji, kas balstīti uz uzņēmumu līmeņa apsekojumu datiem. Kopš pandēmijas sākuma un īpaši kopš 2020. gada decembra Padome apņēmusies saglabāt labvēlīgus finansēšanas nosacījumus visā pandēmijas laikā, uzskatot, ka šie nosacījumi ir kā kompass, pēc kura jāvadās monetārajai politikai.⁴⁰ ECB izmanto visaptverošu pieeju finansēšanas nosacījumu vērtēšanai, aptverot plašu rādītāju spektru visā monetārās politikas transmisijas ķēdē. Šie rādītāji sniedz no "augšupējiem" posmiem – procentu likmēm, kas ir transmisijas procesa sākumā (t.i., bezriskā procentu likmēm un valdības obligāciju peļņas likmēm) – līdz pat "lejupējiem" ķēdes posmiem – rādītājiem, kas vērtē ietekmi uz uzņēmumiem un mājsaimniecībām pieejamā ārējā finansējuma izmaksām un apjomu. Šajā ielikumā galvenā uzmanība pievērsta euro zonas uzņēmumu finansēšanas nosacījumiem "lejupējos" posmos, izmantojot informāciju no apsekojuma par finansējuma pieejamību uzņēmumiem (*Survey on the Access to Finance of Enterprises; SAFE*). Šāda informācija papildina finanšu nosacījumu analīzi, izmantojot uz banku datiem un tirgus instrumentiem balstītus kvantitatīvus rādītājus.

Pamatojoties uz bagātīgo SAFE datu kopu, trīs sintētiski rādītāji apkopo uzņēmumu vērtējumu par finansēšanas apstākļiem euro zonā kopš 2009. gada. SAFE apsekojums ietver četrās grupās sadalītus jautājumus. Pirmā grupa aptver cenas nosacījumu pārmaiņas un ir saistīta ar banku procentu likmēm un citām banku finansējuma izmaksām (komisijas un citas maksas), bet otrā pievēršas ar cenu nesaisītu nosacījumu pārmaiņām un attiecas uz nodrošinājumu un citiem faktoriem, piemēram, nepieciešamajām garantijām, informācijas prasībām, procedūrām, aizdevuma apstiprināšanai nepieciešamo laiku, kā arī aizdevuma līguma nosacījumiem. Trešā jautājumu grupa saistīta ar uzņēmumu finanšu stāvokli un aplūko peļņas, pašu kapitāla un kredītvēstures pārmaiņas, ciktāl šie mainīgie rādītāji saskaņā ar vērtējumu ietekmē uzņēmumu kredītu pieejamību. Šo mainīgo rādītāju pārmaiņas atklāj informāciju par aizņēmēju bilances finanšu stabilitāti, un bankas tos izmanto, pieņemot lēmumu par kredīta piešķiršanu vai nepiešķiršanu. Ceturtā jautājumu grupa aptver uzņēmumu vērtējumus par pārmaiņām attiecībā uz to, cik labprāt bankas piešķir kredītus, kā arī sniedz būtisku informāciju par ārējā finansējuma pieejamību. Šādi jautājumi var netieši signalizēt par to, cik lielā mērā monetārās politikas operācijas palīdz atvieglot banku finansējuma pieejamību un tādējādi saglabāt reālās tautsaimniecības kreditēšanu. Sākot ar aptuveni 35 000 uzņēmumu atsevišķajām atbildēm uz iepriekš minēto četru grupu jautājumiem⁴¹, veicot faktoru analīzi, iespējams gūt priekšstatu par dažādiem kopējo

⁴⁰ Sk. Lane, P., *The compass of monetary policy: favourable financing conditions*, runa *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários*, 2021. gada 25. februāris.

⁴¹ Tas kopskaitā atbilst 58 000 novērojumu laikposmā no 2009. gada līdz 2021. gadam (līdz septembrim).

finansēšanas nosacījumu aspektiem.⁴² Analīze nosaka trīs "galvenos komponentus", kurus iespējams interpretēt kā tādus, kas saistīti ar uzņēmumu finanšu stāvokli, ar cenu nesaistītiem nosacījumiem un cenas nosacījumiem. Šie komponenti atainoti A attēlā, sakārtojot tos secīgi atkarībā no to nozīmīguma, skaidrojot kopējo finansēšanas nosacījumu kopējo variānci. Pozitīva galvenā komponenta vērtība norāda uz stingrākiem finansēšanas nosacījumiem.

Kopumā trīs rādītāji liecina, ka uzņēmumu vērtējuma par finansēšanas nosacījumiem attīstībā vērojami vairāki nozīmīgi posmi, kas cieši saistīti ar laika gaitā veiktajiem ECB monetārās politikas pasākumiem (A att., visi paneļi).

Rādītāji liecina par vispārēju finansēšanas nosacījumu atvieglošanu pēdējos 10 gados, kas atbilst periodā spēkā esošajai stimulējošajai monetārās politikas nostājai un pasākumiem, kas veikti, lai pēc pasaules finanšu krīzes atjaunotu transmisijas mehānismu⁴³. Lai gan finansēšanas nosacījumi maziem un vidējiem uzņēmumiem gandrīz visu periodu kopumā bija stingrāki nekā lieliem uzņēmumiem, tie tomēr visu lielumu uzņēmumiem tika atviegloti, un tas notika ilgstoši, ar tikai īslaicīgiem periodiem, kuros nosacījumi atkal kļuva stingrāki.

⁴² Faktoru analīze būtībā nodrošina vēl lielāku galveno komponentu skaitu. Izmantojot Horna paralēlo analīzi, tika paturēti trīs galvenie komponenti. Šie komponenti skaidro vairāk nekā 65% no astoņu atsevišķu mainīgo lielumu datu kopas kopējās variānces. Pēc datu samazinājuma atbilstības novērtēšanas, izmantojot Kaizera–Meijera–Olkina un Kronbaha alfa statistisko koeficientu, tika veikta faktoru slodžu netiešā rotācija, lai iegūtu korelētos faktorus. Pamatojoties uz rotēto faktoru slodžu matricu, piešķīrām katram galvenajam komponentam konkrētu nozīmi, aplūkojot katra mainīgā rādītāja lielākās slodzes.

⁴³ Stāku dažādu posmu un attiecīgo ECB pasākumu aprakstu, kas pieņemti līdz Covid-19 pandēmijas sākumam, sk. ECB 2020. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 rakstā [Access to finance for small and medium-sized enterprises after the financial crisis: evidence from survey data](#) ("Finansējuma pieejamība mazajiem un vidējiem uzņēmumiem: apsekojuma dati").

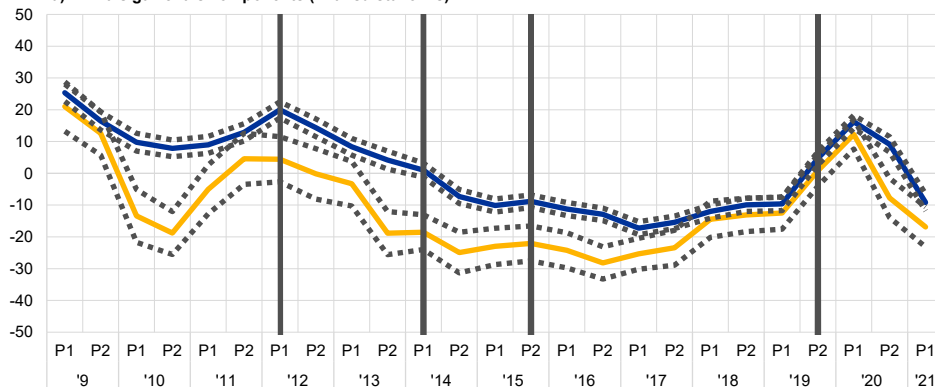
A attēls

Finansēšanas nosacījumu rādītāji, pamatojoties uz faktoru analīzi

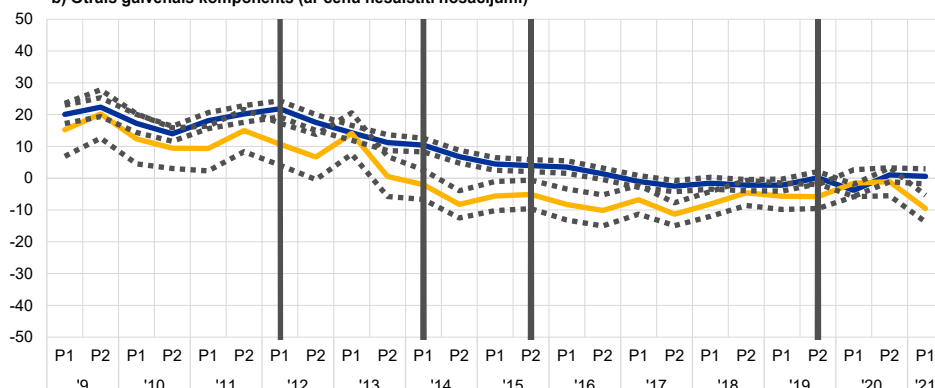
(svērtie rezultāti; %)

- Mazie un vidējie uzņēmumi
- Lielie uzņēmumi
- 95% konfidences intervāls

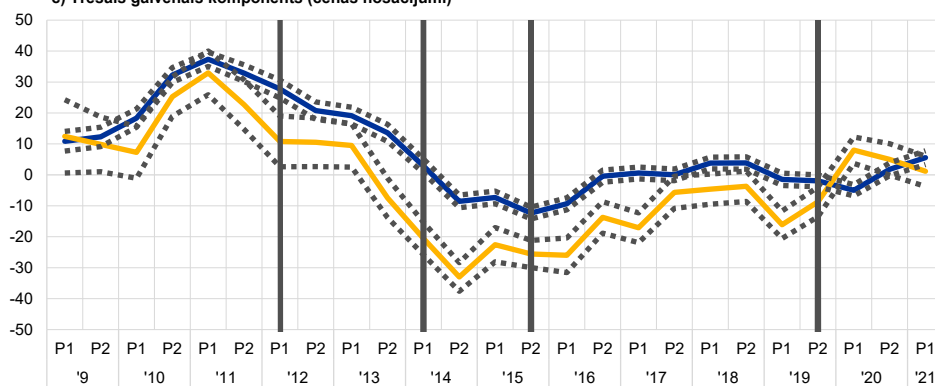
a) Pirmais galvenais komponents (finanšu stāvoklis)



b) Otrais galvenais komponents (ar cenu nesaisīti nosacījumi)



c) Trešais galvenais komponents (cenas nosacījumi)



Avots: ECB un Eiropas Komisijas "Apsveikums par finansējuma pieejamību uzņēmumiem" (SAFE).

Piezīmes. Pozitīvas vērtības norāda uz stingrākiem finansēšanas nosacījumiem, kā liecina galvenie komponenti. Mazie un vidējie uzņēmumi nodarbina mazāk nekā 250 darbinieku. Katra galvenā komponenta individuālie rādītāji ir svērti, ņemot vērā uzņēmumu lieluma grupu, ekonomisko aktivitāti un valsti, lai atspoguļotu pamatā esošās uzņēmumu izlases ekonomisko struktūru. Individuālie rādītāji standartizēti, veidojot diapazonu no -1 līdz 1, un reizināti ar 100, lai iegūtu procentos izteiktus svērtos atlikumus. Pirmā vertikālā pelēkā līnija norāda uz paziņojumu par tiešo monetāro operāciju sākumu; otrā vertikālā pelēkā līnija iezīmē ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju (ITRMO) pirmā kopuma un negatīvo procentu likmju politikas sākumu; trešā vertikālā pelēkā līnija iezīmē ITRMO II un uzņēmumu sektora aktīvu iegādes programmas sākumu, un pēdējā vertikālā pelēkā līnija – pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas un ITRMO III sākumu. Pārtrauktās līnijas attēlo 95% konfidences diapazonus. Jaunākie dati atbilst stāvoklim laikposmā no 2021. gada aprīļa līdz 2021. gada septembrim.

Jaunākais posms uzņēmumu vērtējumā par finansēšanas nosacījumu pārmaiņām sakrita ar pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) uzsākšanu un ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju trešā kopuma (ITRMO III) nosacījumu atvieglošanu. Pēdējā apsekojuma (par laikposmu no 2021. gada aprīļa līdz septembrim) rezultāti liecina, ka pēc straujās tautsaimniecības lejupslīdes finansējuma pieejamība uzlabojās, tā kā tika uzskatīts, ka ārējā finansējuma pieejamība pārsniedza pieprasījumu. Tomēr šajā pēdējā posmā trīs galvenie komponenti piedāvāja atšķirīgu vērtējumu par finansēšanas nosacījumiem, ņemot vērā pandēmijas izraisītās tautsaimniecības krīzes īpašo raksturu.

Pirmais finansēšanas nosacījumu rādītājs uzsver uzņēmumu bilanču kvalitātes (peļņa, pašu kapitāls un kredītpēja) pārmaiņu nozīmi, nosakot ārējā finansējuma pieejamību šādiem uzņēmumiem (finansu stāvoklis: A attēls; a) panelis). Pievēršoties periodam neilgi pirms pandēmijas un tās laikā (pēdējie četri apsekojumi), pēc būtiskas pasliktināšanās pandēmijas sākumā, nesen atjaunojoties ekonomiskajai aktivitātei, uzņēmumu finanšu stāvoklis ir uzlabojies. No 2020. gada aprīļa līdz 2021. gada martam mazie un vidējie uzņēmumi ziņoja par būtisku peļņas kritumu, kā arī par nelielu to kapitāla pozīciju pasliktināšanos. Tā kā abi rādītāji ir nozīmīgi banku kredīšanas lēmumu pieņemšanā, uzņēmumi šo pasliktināšanos vērtēja kā ārējā finansējuma pieejamības apgrūtinājumu. Pēdējā apsekojumā (2021. gada aprīlis–septembris) mazie un vidējie uzņēmumi norādīja uz to, ka nosacījumi atkal kļuvuši vieglāki, atspoguļojot to optimistisko skatījumu uz ilgtermiņa apgrozījuma izaugsmi, neraugoties uz joprojām blāvo sniegumu peļņas ziņā. Lielie uzņēmumi arī pieredzēja peļņas stāvokļa pasliktināšanos, tomēr tā bija īslaicīga.

Otrais komponents galvenokārt pievēršas faktoriem, kas saistīti ar nodrošinājuma prasību un citu garantiju pārmaiņām (ar cenu nesaistītie nosacījumi: A attēls; b) panelis). Šis rādītājs laika gaitā bijis stabilāks, un tā tendence kopumā bijusi lejupejoša. Rādītājs liecina, ka pandēmijas laikā finansēšanas nosacījumi kļuvuši vieglāki tikai lielajiem uzņēmumiem, bet mazie un vidējie uzņēmumi norādīja uz situācijas pasliktināšanos lielāka nodrošinājuma prasību un citu prasību (piemēram, aizdevuma līguma nosacījumu) rezultātā.

Trešais komponents pamatā atspoguļo procentu likmju un citu finansējuma izmaksu pārmaiņas (cenas nosacījumi: A attēls; c) panelis). Šis ir komponents, kas varētu vislabāk atspoguļot monetārās politikas transmisiju uz uzņēmumu finansēšanas nosacījumiem četros iepriekš aprakstītajos posmos. Attiecībā uz mazajiem un vidējiem uzņēmumiem tas liecina, ka kopš 2020. gada oktobra nosacījumi saistībā ar banku izmaksām kļuvuši nedaudz stingrāki, bet lielie uzņēmumi norāda, ka nosacījumi kļuva stingrāki pandēmijas sākumā, taču jaunākajā periodā (2021. gada aprīlis–septembris) tie kļuvuši daudz mērenāki.

Uzņēmumu viedoklis par finansēšanas nosacījumiem saistībā ar cenas nosacījumiem cieši atbilst euro zonas banku ziņotajām nosacījumu attīstības tendencēm. B attēlā salīdzināta cenas nosacījumu komponenta un divu svarīgu aizdevuma līgumos noteiktu banku nosacījumu aspektu dinamika. Šie divi aspekti ir parasto aizdevumu pievienotās procentu likmes un riskantāku aizdevumu pievienotās procentu likmes, ko definē kā uzcenojumu virs attiecīgajām tirgus atsauces procentu likmēm. Par šo mainīgo rādītāju pārmaiņām euro zonas bankas

regulāri sniedz informāciju ceturkšņa banku veiktās kreditēšanas apsekojumā (BLS).⁴⁴ Kopš 2009. gada banku pievienoto procentu likmju palielināšanos (samazināšanos) atspoguļojusi finansēšanas nosacījumu pasliktināšanās (uzlabošanās), par ko ziņojuši uzņēmumi. Neilgi pirms pandēmijas sākuma BLS rezultāti liecināja par plaši vērojamu kredītu nosacījumu stingrības palielināšanos, lai gan banku aizdevumu procentu likmes saglabājās vēsturiski labvēlīgā līmenī. Bankas šo stingrības palielināšanos saistīja ar uzņēmumu kredītspējas risku pastiprināšanos (par ko arī šeit liecina pirmais rādītājs) un iespējamiem aizdevumu zaudējumiem nākotnē. Tautsaimniecības atveseļošanās aptvēra arvien vairāk uzņēmumu, un nosacījumi tika atviegloti. Pēdējā pieejamā SAFE apsekojuma laikā sagatavotajā BLS tika norādīts, ka aizdevumu pievienotās procentu likmes kopumā nav mainījušās. Tomēr vienlaikus mazie un vidējie uzņēmumi uzskatīja, ka ar cenu saistītie finansēšanas nosacījumi ir pasliktinājušies. Šo pēdējā laikā – laikposmā no 2021. gada aprīļa līdz septembrim – vēroto stingrības palielināšanos, iespējams, noteica mazāks ar pandēmiju saistīto valdības garantēto aizdevumu izmantojums, kurus bankas parasti izsniedza ar ļoti labvēlīgiem nosacījumiem, t.sk. piemērojot daudz atvieglotākus aizdevumu apstiprināšanas kritērijus.

⁴⁴ Katram divreiz gadā notiekošajam SAFE apsekojumam atbilstošu divu ceturkšņu BLS atbildēm noteiktas vidējās vērtības.

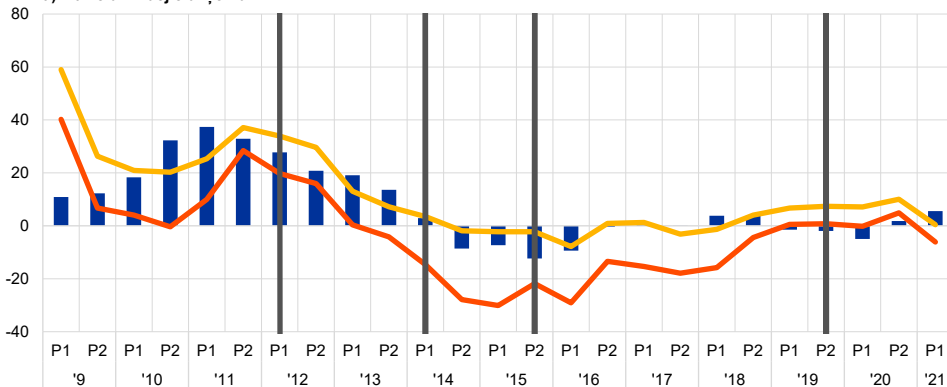
B attēls

Banku kreditēšanas nosacījumi un trešais galvenais komponents (cenas nosacījumi)

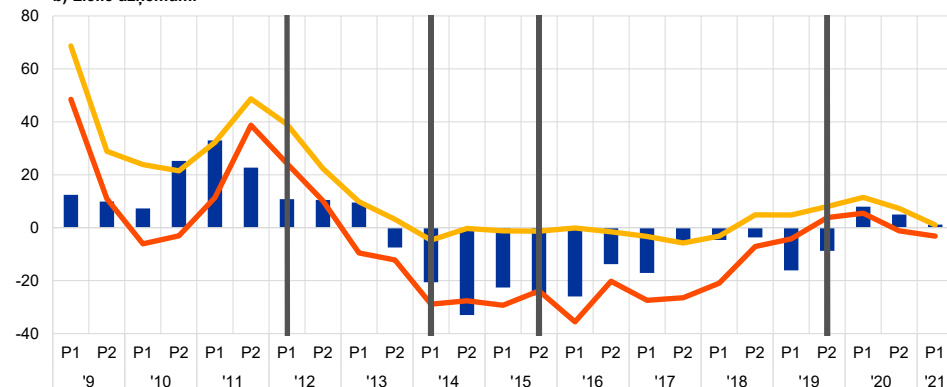
(neto pievienotās procentu likmes; %, cenas nosacījumu svērtās vērtības; %)

■ Cenas nosacījumi
— BLS pievienotās procentu likmes riskantākiem aizdevumiem
— BLS pievienotās procentu likmes parastiem aizdevumiem

a) Mazie un vidējie uzņēmumi



b) Lielie uzņēmumi



Avoti: Euro zonas banku veiktās kreditēšanas apsekojums (BLS), ECB un Eiropas Komisijas "Apspekojums par finansējuma pieejamību uzņēmumiem" (SAFE).

Piezīmes. Pozitīvas vērtības norāda uz galvenā komponenta pasliktināšanos un aizdevumu pievienoto procentu likmju neto palielināšanos. Mazie un vidējie uzņēmumi nodarbina mazāk nekā 250 darbinieku. Galvenā komponenta individuālie rādītāji ir svērti, ņemot vērā uzņēmumu lieluma grupu, ekonomisko aktivitāti un valsti, lai atspoguļotu pamatā esošās uzņēmumu izlases ekonomisko struktūru. Individuālie rādītāji standartizēti, veidojot diapazonu no -1 līdz 1, un reizināti ar 100, lai iegūtu procentos izteiktus svērtos atlikumus. Katram divreiz gadā notiekošajam SAFE apsekojumam atbilstošo divu ceturkšņu BLS atbildēm noteiktas vidējās vērtības. Pirmā vertikālā pelēkā līnija norāda uz paziņojumu par tiešo monetāro operāciju sākumu; otrā vertikālā pelēkā līnija iezīmē ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju (ITRMO) pirmā kopuma un negatīvo procentu likmju politikas sākumu; trešā vertikālā pelēkā līnija iezīmē ITRMO II un uzņēmumu sektora aktīvu iegādes programmas sākumu; un pēdējā vertikālā pelēkā līnija – pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas un ITRMO III sākumu. Jaunākie dati atbilst stāvoklim laikposmā no 2021. gada aprīļa līdz 2021. gada septembrim.

Ja stingrāki finansēšanas nosacījumi atspoguļojas jebkura galvenā komponenta kāpumā, palielinās varbūtība, ka uzņēmums norādīs, ka nākotnē paredz banku aizdevumu pieejamības pasliktināšanos (C attēls). SAFE apsekojumā uzņēmumi tiek aicināti izteikt savu vērtējumu par ārējā finansējuma pieejamību sešus mēnešus pēc atbilžu sniegšanas.⁴⁵ Atbilstoši Ferrando un Ganulisa pieejai⁴⁶ tiek izmantots logita modelis, lai saistītu banku aizdevumu

⁴⁵ Piemēram, pēdējā apsekojumā uzņēmumiem no 2021. gada septembra vidus līdz oktobra vidum tika jautāts par finansējuma pieejamības pārmaiņām laikposmā no 2021. gada aprīļa līdz septembrim, kā arī par gaidāmajām finansējuma pieejamības pārmaiņām laikposmā no 2021. gada oktobra līdz 2022. gada martam.

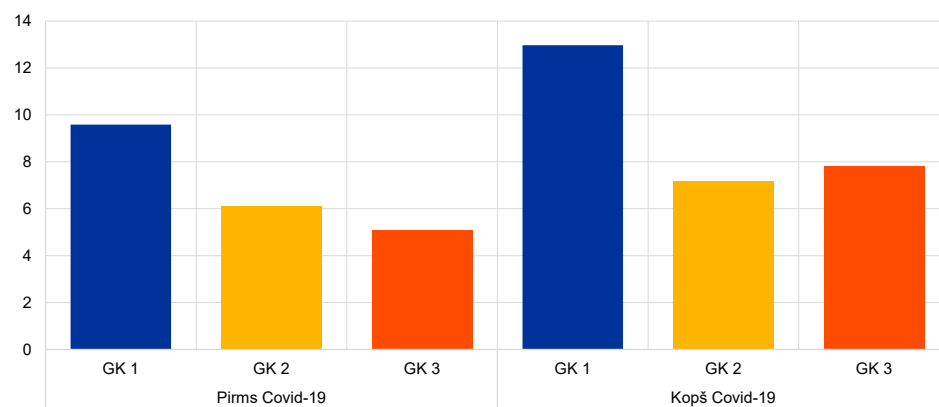
⁴⁶ Ferrando, A. and Ganoulis, I., *Firms' expectations on access to finance at the early stages of the COVID-19 pandemic*, Working Paper Series, No 2446, ECB, 2020.

nākotnes pieejamības gaidīto pasliktināšanos ar trijiem galvenajiem komponentiem, kā arī tādu fiktīvu mainīgo kopu, kuri fiksē makroekonomiskās norises atsevišķi katrai valstij un dažādos laikos, un konkrētu uzņēmuma īpašību kopumu (nozare un uzņēmuma lielums).⁴⁷ C attēls ataino varbūtību, ka uzņēmums varētu norādīt uz banku aizdevumu nākotnes pieejamības pasliktināšanos finansēšanas nosacījumu pārmaiņu dēļ (vidējās robežietekmes). Pirmās trīs ailes balstītas uz aplēsēm par periodu pirms pandēmijas, bet nākamās trīs – uz aplēsēm par periodu pēc pandēmijas sākuma. Visas norādītās robežietekmes ir pozitīvas un statistiski nozīmīgas.

C attēls

Finansēšanas nosacījumu rādītāju devums vērtējumā par banku aizdevumu nākotnes pieejamības pasliktināšanos

(vidējās robežietekmes; %)



Avots: ECB un Eiropas Komisijas "Apsveikums par finansējuma pieejamību uzņēmumiem" (SAFE).

Piezīmes. Galveno komponentu pieauguma par vienu standartnovirzi vidējās robežietekmes uz banku aizdevumu nākotnes pieejamības pasliktināšanos, pamatojoties uz logita regresijām. GK – galvenais komponents. GK 1 attiecas uz uzņēmumu finanšu stāvokli, GK 2 – uz nosacījumiem, kas nav saistīti ar cenu, bet GK 3 – uz cenas nosacījumiem.

Kopš Covid-19 pandēmijas sākuma uzņēmumi arvien vairāk raizējas, ka banku aizdevumu pieejamība nākotnē varētu pasliktināties, pieaugot finansējuma izmaksām. Ar banku procentu likmju un citu finansējuma izmaksu pārmaiņām saistītā komponenta nozīmīgums banku aizdevumu nākotnes pieejamības prognozēšanā kopš Covid-19 pandēmijas sākuma pieaudzis visvairāk. Šā ar uzņēmumu vērtējumu par banku uzvedību tieši saistītā komponenta pasliktināšanās par vienu standartnovirzi tagad palielina banku aizdevumu nākotnes pieejamības pasliktināšanās varbūtību par 7.8%. Līdz 2020. gada martam šis rādītājs bija 5.1%. Tomēr gaidāmo finansējuma pieejamību joprojām visspēcīgāk ietekmē uzņēmumu finanšu stāvoklis (pirmais galvenais komponents). Komponenta vidējās robežietekmes pirms Covid-19 pandēmijas un pēc tās sākuma – attiecīgi 9.6% un 13%. Ar cenu nesaistīto nosacījumu komponents (otrais galvenais komponents) kopš pandēmijas sākuma attiecīgi palielinājies par 1.1 procentu punktu, sasniedzot 7.2%.

⁴⁷ Otra specifikācija ietver banku aizdevumu pieejamības pārmaiņas. Šim mainīgajam rādītājam ir līdzīga loma kā novēlotam atkarīgajam mainīgajam šķērsgrizuma modelī, lai gan uzņēmumi to norāda vienlaikus ar savām gaidām. Šī otrā specifikācija apstiprina ekonometriskos rezultātus, lai gan šie rezultāti ielikumā nav aplūkoti.

Visbeidzot, empīriskā analīze liecina, ka kopš pandēmijas sākuma uzņēmumu vērtējuma veidošanā par banku aizdevumu nākotnes pieejamību būtiski palielinājusies kopējo finansēšanas nosacījumu nozīme, uz kuriem uzņēmumi norāda SAFE apsekojumā un kuri iegūti, izmantojot trīs galvenos komponentus.

4. Uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju dekompozīcija inflācijas gaidās un riska prēmijās

Sagatavojuši Valentīns Burbans (*Valentin Burban*), Bruno De Bakers (*Bruno De Backer*), Fabians Šups (*Fabian Schupp*) un Andrēa Liliana Vladu (*Andreea Liliana Vladu*)

Ielikumā aprakstīta uz modeļiem balstīta pieeja, ko piemēro, lai atšķirtu uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju divus nenovērotus komponentus, t.i., inflācijas gaidas un inflācijas riska prēmijas.

Pieeja balstās uz ekonometriskiem modeļiem, ko izmanto inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu (*inflation-linked swap*; ILS) procentu likmju termiņstruktūras analizē. Aplēses norāda, ka kopš 2020. gada vidus vērotais ILS nākotnes procentu likmju kāpums vairāk attiecas uz inflācijas riska prēmijām nekā uz inflācijas gaidām. Tas liecina, ka kāpums galvenokārt saistīts ar iecenoto inflācijas risku pārmaiņām no zemākiem, nekā gaidīts, uz augstākiem, nekā gaidīts.

ILS procentu likmes bieži izmanto kā euro zonas uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju etalonlikmi. ILS līgumos, pienākot termiņam, maina fiksēto mijmaiņas darījuma procentu likmi, par kuru bijusi vienošanās iepriekš, pret vidējo inflācijas procentu likmi, kāda bijusi mijmaiņas darījuma laikā; abas likmes tiek piemērotas līguma nosacītajai summai. Atšķirībā no līdzsvara inflācijas procentu likmēm, kas iegūtas, izmantojot konkrētu euro zonas dalībvalstu izdotās inflācijai piesaistītās un nominālās valdības obligācijas, tirgus likviditātes nosacījumu ietekme uz ILS procentu likmēm ir mazāka.¹

Tā kā ILS procentu likmes atspoguļo finanšu tirgu dalībnieku viedokļus par nākotnes inflāciju, tiem cieši seko centrālās bankas (A att.). ILS procentu likmes 2005.–2007. gadā bija relatīvi stabilas (nedaudz virs 2%), bet 2008. gada 2. pusgadā, padziļinoties ekonomiskajai krīzei, krasi samazinājās. Lai gan 2010. gada beigās tās bija atgriezušās tuvu 2%, tās atkal pakāpeniski saruka līdz līmenim, kas neatbilda tā laika ECB inflācijas mērķa rādītājam – "zemāk par 2%, bet tuvu tam". Piemēram, 2016. gada vidū 1 gada nākotnes ILS procentu likme pēc 4 gadiem bija nedaudz mazāka par 1%. Lai gan līdz 2018. gada vidum ILS procentu likmes nedaudz paaugstinājās, tās pēc tam atkal noslīdēja zemu, līdz koronavīrusa (Covid-19) krīze izraisīja vēl vienu dramatisku kritumu, zemāko punktu sasniedzot 2020. gada marta beigās. Pēc tam nākamā pusotra gada laikā tās būtiski pieauga. Pēdējā laikā 1 gada ILS procentu likme sasniesi pat 3%, savukārt 1 gada nākotnes ILS procentu likme pēc 1 gada joprojām saglabājas zemāka par 2%. Tas liecina, ka finanšu tirgi ieceno neseno inflācijas kāpumu kā pārejošu. Attiecībā uz

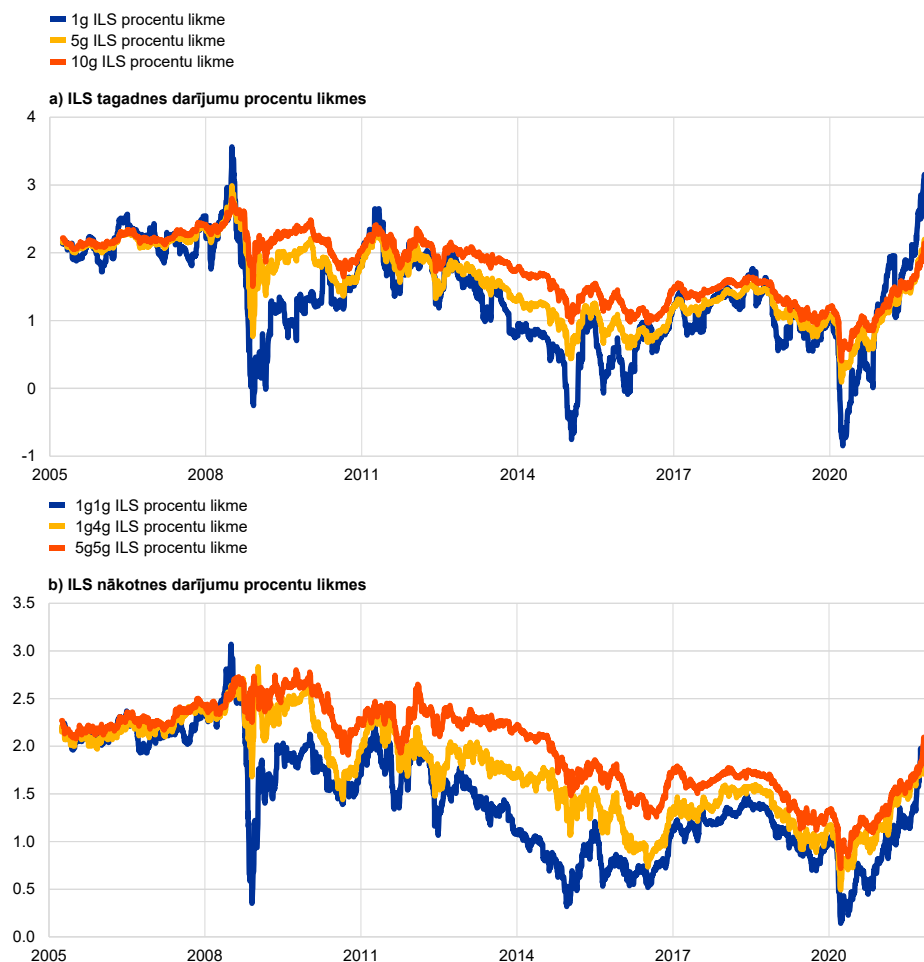
¹ Pārskatu par inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu tirgu sk. "[Derivatives transactions data and their use in central bank analysis](#)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2019; "[Interpreting recent developments in market-based indicators of longer-term inflation expectations](#)", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2018; Work stream on inflation expectations, "[Inflation expectations and their role in Eurosystem forecasting](#)", *Occasional Paper Series*, No 264, ECB, 2021. Saskaņā ar tirgus principiem atsaucies cenu indekss euro zonas ILS procentu likmēm ir SPCI (izņemot tabaku; SPCIXT). ILS procentu likmes attiecas uz SPCIXT ar 3 mēnešu indeksācijas nobīdi.

vidēja termiņa cenu stabilitātes mērķi ir svarīgi, ka 5 gadu nākotnes procentu likme pēc 5 gadiem atgriezusies tuvu 2% līmenim.

A attēls

Inflācijai piesaistītās mijmaiņas darījumu procentu likmes euro zonā

(gadā; %)



Avoti: *Refinitiv* un ECB aprēķini.

Piezīmes. "1g4g ILS likme" ir 1 gada nākotnes ILS procentu likme pēc 4 gadiem, un līdzīgi arī "1g1g ILS likme" un "5g5g ILS likme". Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 26. novembrī.

ILS procentu likmes un citi uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas

kompensācijas rādītāji atspoguļo ne vien finanšu tirgu dalībnieku faktiskās inflācijas gaidas, bet arī inflācijas riska prēmijas.

Inflācijas riska prēmijas pastāv tāpēc, ka finanšu tirgu dalībnieki izvairās no riska un tiem ir jāierobežo nenoteiktība. Principā saskaņā ar teoriju inflācijas riska prēmijas mēdz būt pozitīvas laikos, kad dominē piedāvājuma šoki, bet negatīvas – kad dominē pieprasījuma šoki.²

Piemēram, negatīvi piedāvājuma šoki veicina pozitīvas inflācijas riska prēmijas, jo tie nozīmē, ka inflācija mēdz palielināties, kad finanšu aktīvu izmaksas (reālā izteiksmē) ir augstas, t.i., kad reālā aktivitāte samazinās un patēriņa robežlietderīgums pieaug.

² Sk., piemēram, Rostagno, M., Altavilla, C., Carboni, G., Lemke, W., Motto, R., Saint Guilhem, A. and Yangou, J., "Monetary Policy in Times of Crisis: A Tale of Two Decades of the European Central Bank", Oxford University Press, 2021.

ILS procentu likmju termiņstruktūras ekonometriskos modeļus var izmantot, lai sadalītu ILS procentu likmes inflācijas gaidās un inflācijas riska prēmijās.

Aprēķinātie modeļi parasti sevī ietver īstermiņa inflācijas galvenos ekonomiskos virzītājfaktorus ("cenu faktorus") un šo cenu faktoru dinamikas mehānismu ("kustības likumu"). Šīs sastāvdaļas sniedz iespēju iegūt īstermiņa inflācijas prognozes un šo prognožu vidējos rādītājus jebkuram termiņam. Tad inflācijas gaidas var aprēķināt kā vidējo īstermiņa inflāciju noteiktā laika periodā, bet inflācijas riska prēmijas var noteikt kā ILS procentu likmju un šo inflācijas gaidu starpību.³

Šajā ielikumā izmantoti divi termiņstruktūras ekonometrisko modeļu varianti, lai sadalītu ILS procentu likmes inflācijas gaidās un inflācijas riska prēmijās.

Modeļos ietverti trīs cenu faktori, kas izskaidro lielāko daļu atšķirību dažādu termiņu ILS procentu likmēs mēneša beigās laika gaitā.⁴ Abi modeļi, tāpat kā jebkurš stacionārs termiņstruktūras modelis, pieņem, ka īstermiņa ILS procentu likme ilgtermiņā tuvinās fiksētam skaitlim. Tā kā šo beigu punktu empīriski ir grūti noteikt,⁵ to kalibrē 1.9% līmenī. Tas atbilst *Survey of Professional Forecasters* un *Consensus Economics* visu laiku ilgtermiņa inflācijas prognožu vidējam rādītājam un ir saderīgs ar ECB īstenotā mērķa skaitlisko izteiksmi lielāko analizētā perioda daļu.⁶ Abi varianti atšķiras ar to, kā tie aprēķina kustības likumu cenu faktoriem. Konkrētāk, metode, kas izmantota, lai aprēķinātu vienu no variantiem, ņem vērā labi zināmo nobīdi, kas ietekmē ilgstošu procesu novērtējumu; otra metode neņem šo nobīdi vērā.⁷

Dekompozīcijas rezultāti norādīti kā abu modeļu rezultātu vidējie rādītāji. Uz pirmo pieeju balstīto inflācijas gaidu priekšrocība ir to relatīvais tuvums apsekojumu prognožu līmenim, kas ir nozīmīga pārbaude, tā kā apsekojumu dati netiek ņemti vērā novērtēšanas posmā. Taču uz pirmo pieeju balstītās inflācijas gaidas ilgākiem periodiem mēdz būt samērā neelastīgas un, iespējams, par zemu novērtē patiesās un nenovērotās pārmaiņas laikā. Otrā pieeja, kas koriģē novērtējuma novirzi, rāda svārstīgākas ilgtermiņa gaidas, bet šķiet, ka dažkārt veido pārāk ciešu saikni starp

³ Inflācijas riska prēmijas parasti aprēķina kā starpību starp "pielāgotajām" ILS procentu likmēm (t.i., ko norāda modeļa aplēses) un gaidu komponentu aplēsēm.

⁴ Atsauces modelim izmantota nozīmīgajā pētījumā (Joslin, S., Singleton, K.J. and Zhu, H., "A new perspective on Gaussian dynamic term structure models", *The Review of Financial Studies*, Vol. 24, Issue 3, 2011, pp. 926-970) lietotā metode, un to piemēro mēneša beigu ILS procentu likmēm, lai koriģētu 3 mēnešu indeksācijas nobīdi, kā pētījumā: Camba-Mendez, G. and Werner, T., "The inflation risk premium in the post-Lehman period", *Working Paper Series*, No 2033, ECB, 2017.

⁵ Sk., piemēram, Villani, M., "Steady-state priors for vector autoregressions", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 24, Issue 4, 2009, pp. 630-650.

⁶ Ilgtermiņa inflācijas vidējā rādītāja kalibrēšana 1.9% līmenī notiek saskaņā ar Jauno euro zonas modeli (*New Area-Wide Model*), kurā vēl pirms ECB jaunā 2% inflācijas mērķa apstiprināšanas centrālo banku ilgtermiņa inflācijas mērķis bija noteikts 1.9% gadā (sk. Christoffel, K., Coenen, G. and Warne, A., "The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis", *Working Paper Series*, No 944, ECB, 2008; un Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. and Warne, A., "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", *Working Paper Series*, No 2200, ECB, 2019). Sk. arī Mazelis, F., Motto, R., and Ristinieni, A., "Monetary policy strategies in a low interest rate environment for the euro area" (*tiks publicēts*), kur arī izmanto 1.9%. ECB 2020.–2021. gada stratēģijas izvērtējuma korekcija ar mērķi nodrošināt 2% inflāciju vidējā termiņā nozīmē, ka varētu būt nepieciešams kādā brīdī aktualizēt ilgtermiņa inflācijas gaidu vidējo rādītāju – tā rezultātā inflācijas riska prēmijas kopumā varētu būt nedaudz zemākas.

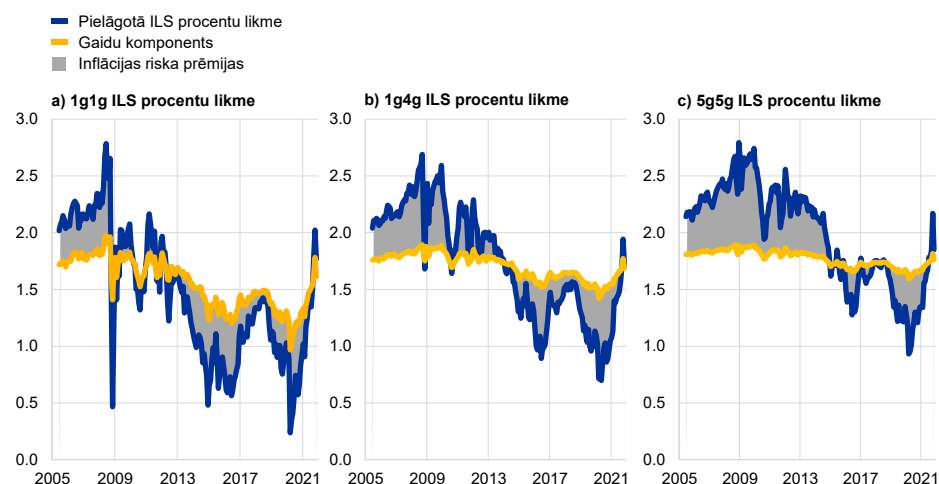
⁷ Paplašinātie Dikija–Fullera testi un Filipa un Perona testi nespēj noraidīt vienības saknes nulles hipotēzi ILS procentu likmēs. Novērtējuma novirzes korekcijai (noturības neesamības virzienā) otrajā modelī izmantota L. Kiliana metodoloģija "Finite sample properties of percentile and percentile-t bootstrap confidence intervals for impulse responses", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 81, No 4, 1999, pp. 652-660.

Īstermiņa ILS procentu likmēm un ilgtermiņa gaidām. Modeļu vidējo rādītāju izmantošana līdzsvaro abas pieejas.⁸ Vienlaikus jāņem vērā, ka uz modeļiem balstītās, pēc ILS procentu likmēm noteiktās inflācijas gaidas (un arī prēmijas) ietekmē novērtējuma nenoteiktība, un to līmeni nevar tieši apstiprināt novērotie dati.⁹

B attēls

Euro zonas inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu procentu likmju modeļos balstīta dekompozīcija

(gadā; %)



Avoti: *Refinitiv* un ECB aprēķini.

Piezīmes. Vidējās aplēses, kas balstītas uz diviem *affine* termiņstruktūras modeļiem saskaņā ar *Joslin, Singleton and Zhu* (2011), kas piemēroti ILS procentu likmēm, kas koriģētas ar indeksācijas nobīdi, kā *Camba-Mendez and Werner* (2017) pētījumā. Jaunākais novērojums atbilst stāvoklim 2021. gada novembrī (mēneša modeļi).

Dekompozīciju aplēses liecina, ka kopumā inflācijas gaidas ir stabilākas nekā ILS procentu likmes un ka inflācijas riska prēmijām visiem termiņiem pagātnē (t.sk. nesēn) ir mainījusies zīme (B att.). Dekompozīcijas rāda, ka inflācijas gaidas laika gaitā var būtiski mainīties, lai gan kopumā tās ir mazāk svārstīgas nekā ILS procentu likmes. Tas īpaši attiecas uz tālākas nākotnes procentu likmēm, kas atbilst intuitīvai izpratnei, ka inflācijas gaidas principā ir stabilākas ilgtermiņā. Tiek lēsts, ka inflācijas riska prēmijas no pozitīvām kļuva negatīvas aptuveni 2013.–2014. gadā; tas liecina, ka tirgi arvien vairāk nodrošinājās pret risku, ka inflācijas rezultāti būs zemāki par to gaidām. Pēdējā laikā, koronavīrusa (Covid-19) pandēmijas ietekmei sākot izzust, inflācijas riska prēmiju aplēses ir nozīmīgi palielinājušās un pat mainījušas zīmi, un, iespējams, varētu atkal kļūt mazliet pozitīvas. Šī zīmes maiņa varētu būt saistīta ar to, ka tiek iecenotas lielākas iespējas vai vismaz risks, ka tautsaimniecībā paredzamā nākotnē varētu dominēt piedāvājuma šoki joprojām turpinošos piegāžu problēmu kontekstā.¹⁰

⁸ Kā apjomīga "pamatotības" pārbaude gaidu komponentu standartnovirze, ko iegūst no abu modeļu aplēšu vidējā rādītāja, ir relatīvi tuvu inflācijas prognožu standartnovirzei, ko iegūst no *Survey of Professional Forecasters* un *Consensus Economics* (piemēram, aptuveni 10 bāzes punktu četrus līdz piecu gadu nākotnes periodam).

⁹ Konkrēti, apsekojumu aplēses var atšķirties no patiesām (nenovērotām) gaidām, kas ietvertas ILS procentu likmēs, vienkārša fakta dēļ – dažādi tirgus spēlētāji izsaka savus viedokļus.

¹⁰ Sk., piemēram, ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 ielikumu "Piegādes problēmu ietekme uz tirdzniecību".

5. Likviditāte un monetārās politikas operācijas (2021. gada 28. jūlijs–2. novembris)

Sagatavojušas Elvira Fjoreto (*Elvira Fioretto*) un Juliāne Kinzele (*Juliane Kinsele*)

Šajā ielikumā aplūkotas ECB monetārās politikas operācijas un likviditātes norises 2021. gada piektajā un sestajā rezervju prasību izpildes periodā. Kopā šie divi rezervju prasību izpildes periodi ilga no 2021. gada 28. jūlija līdz 2. novembrim (aplūkojamais periods).

Euro zonas banku sistēmas vidējais likviditātes pārpalikums 2021. gada piektajā un sestajā rezervju prasību izpildes periodā palielinājās par 175.5 mljrd. euro, sasniedzot 4367 mljrd. euro rekordlīmeni. To lielākoties noteica pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) un aktīvu iegādes programmas (AIP) ietvaros veiktās aktīvu iegādes, kā arī norēķini par trešā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopuma astoto un devīto operāciju (ITRMO III.8 un III.9). Monetārās politikas operāciju ietekmi uz likviditātes pārpalikumu daļēji dzēsa būtisks neto autonomo faktoru apjoma pieaugums.

Likviditātes vajadzības

Aplūkojamā periodā vidējais banku sistēmas dienas likviditātes vajadzību apjoms, ko definē kā neto autonomo faktoru un rezervju prasību summu, palielinājās par 170.8 mljrd. euro (līdz 2290.2 mljrd. euro). Būtisko pieaugumu salīdzinājumā ar iepriekšējiem diviem rezervju prasību izpildes periodiem gandrīz pilnībā noteica neto autonomo faktoru palielināšanās par 167.8 mljrd. euro (līdz 2138.4 mljrd. euro; sk. A tabulas sadaļu "Cita ar likviditāti saistīta informācija"), bet obligāto rezervju prasības pieauga tikai nedaudz (par 3 mljrd. euro; līdz 151.9 mljrd. euro).

Likviditāti samazinošie autonomie faktori aplūkojamā periodā palielinājās par 120.3 mljrd. euro (līdz 3116.6 mljrd. euro). To noteica citi autonomie faktori, kā arī apgrozībā esošo banknošu apjoma un valdības noguldījumu atlikuma kāpums. Citi autonomie faktori (sīkāku informāciju sk. A tabulā) aplūkojamā periodā palielinājās par 55.1 mljrd. euro (līdz 959.4 mljrd. euro). Vienlaikus apgrozībā esošo banknošu apjoms palielinājās par 28.7 mljrd. euro (līdz 1503.7 mljrd. euro). Valdības noguldījumu atlikums saglabājās liels, pieaugot no 36.3 mljrd. euro līdz 653.5 mljrd. euro, lai gan tas ir mazāk nekā 2020. gadā sasniegtais rekordapjoms 729.8 mljrd. euro.

Likviditāti palielinošie autonomie faktori saruka par 47.5 mljrd. euro (līdz 978.6 mljrd. euro). Šo samazinājumu veidoja euro denominēto tīro aktīvu sarukuma par 63.1 mljrd. euro un tīro ārējo aktīvu pieauguma par 15.6 mljrd. euro neto efekts.

A tabulā sniegts apskats par minētajiem autonomajiem faktoriem¹ un to pārmaiņām.

A tabula

Eurosistēmas likviditāte

Saistības

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2021. gada 28. jūlijs–2021. gada 2. novembris						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2021. gada 28. aprīlis– 2021. gada 27. jūlijs	
	Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods		Piektais rezervju prasību izpildes periods: 28. jūlijs– 14. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 15. septembris– 2. novembris		Trešais un ceturtais rezervju prasību izpildes periods	
Autonomie likviditātes faktori	3 116.6	(+120.3)	3 086.2	(+28.8)	3 147.0	(+60.8)	2 996.3	(+46.9)
Banknotes apgrozībā	1 503.7	(+28.7)	1 499.9	(+14.1)	1 507.4	(+7.5)	1 475.0	(+35.0)
Valdības noguldījumi	653.5	(+36.6)	635.7	(–16.5)	671.3	(+35.6)	616.9	(–1.3)
Citi autonomie faktori (neto) ¹⁾	959.4	(+55.1)	950.6	(+31.2)	968.3	(+17.7)	904.3	(+13.2)
Pieprasījuma noguldījumu kontu atlikums, kas pārsniedz obligāto rezervju prasības	3 614.5	(+143.3)	3 575.3	(+72.3)	3 653.7	(+78.4)	3 471.2	(+338.8)
t.sk. virsrezerves, kurām piemēroja atbrīvojumu saskaņā ar divu līmeņu sistēmu	904.2	(+17.1)	899.2	(+4.4)	909.2	(+10.0)	887.1	(+13.1)
t.sk. virsrezerves, kurām nepiemēroja atbrīvojumu saskaņā ar divu līmeņu sistēmu	2 709.5	(+123.2)	2 675.3	(+67.2)	2 743.7	(+68.4)	2 586.3	(+317.9)
Obligāto rezervju prasības²⁾	151.9	(+3.0)	150.9	(+0.8)	152.8	(+1.9)	148.9	(+1.9)
Atbrīvojuma kvota³⁾	911.3	(+18.1)	905.6	(+4.5)	916.9	(+11.3)	893.2	(+11.6)
Noguldījumu iespēja	752.6	(+32.2)	766.6	(+30.1)	738.5	(–28.2)	720.4	(+86.2)
Likviditāti samazinošās precizējošās operācijas	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)

Avots: ECB.

Piezīmes. Visi skaitļi tabulā noapaļoti līdz tuvākajam 0.1 mljrd. euro. Skaitļi iekavās norāda uz pārmaiņām salīdzinājumā ar iepriekšējo aplūkojamo vai rezervju prasību izpildes periodu.

1) Aprēķina kā pārvērtēšanas kontu atlikuma, pārējo euro zonas rezidentu prasību un saistību, kā arī kapitāla un rezervju summu.

2) Papildpostenis, kas neparādās Eurosistēmas bilancē, tāpēc to nevajadzētu iekļaut kopējo saistību aprēķinā.

3) Skaidrojums par virsrezervēm, kurām piemēro un kurām nepiemēro atbrīvojumu, sniegts ECB [timekļvietnē](#).

¹ Stāku informāciju par autonomajiem faktoriem sk. ECB 2002. gada maija "Mēneša Biļetena" rakstā *The liquidity management of the ECB* ("ECB likviditātes pārvaldība").

Aktīvi

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2021. gada 28. jūlijs–2021. gada 2. novembris						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2021. gada 28. aprīlis– 2021. gada 27. jūlijs	
	Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods		Piektais rezervju prasību izpildes periods: 28. jūlijs– 14. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 15. septembris– 2. novembris		Trešais un ceturtais rezervju prasību izpildes periods	
Autonomie likviditātes faktori	978.6	(−47.5)	987.2	(−19.9)	970.0	(−17.2)	1 026.1	(−39.9)
Tīrie ārējie aktīvi	830.9	(+15.6)	826.7	(+5.0)	835.1	(+8.3)	815.3	(−11.2)
Euro denominētie tīrie aktīvi	147.7	(−63.1)	160.5	(−24.9)	134.9	(−25.5)	210.8	(−28.6)
Monetārās politikas instrumenti	6 657.3	(+346.3)	6 592.2	(+151.6)	6 722.3	(+130.1)	6 311.0	(+513.8)
Atklātā tirgus operācijas	6 657.3	(+346.3)	6 592.2	(+151.6)	6 722.3	(+130.1)	6 311.0	(+513.8)
Izsoļu operācijas	2 211.7	(+63.5)	2 213.3	(+17.2)	2 210.0	(−3.3)	2 148.2	(+234.4)
GRO	0.2	(+0.0)	0.2	(+0.1)	0.2	(+0.0)	0.1	(−0.2)
ITRO ar termiņu 3 mēneši	0.1	(−0.1)	0.1	(−0.0)	0.1	(+0.0)	0.1	(−0.4)
ITRMO II operācijas	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(−9.7)
ITRMO III operācijas	2 195.0	(+74.3)	2 188.9	(+20.4)	2 201.1	(+12.3)	2 120.7	(+244.3)
PĀITRO	16.4	(−10.8)	24.2	(−3.2)	8.6	(−15.6)	27.2	(+0.5)
Tiešo darījumu portfeļi	4 445.6	(+282.8)	4 378.9	(+134.4)	4 512.3	(+133.4)	4 162.8	(+279.4)
Pirmā nodrošināto obligāciju iegādes programma	0.4	(−0.0)	0.4	(−0.0)	0.4	(−0.0)	0.4	(−0.0)
Otrā nodrošināto obligāciju iegādes programma	2.4	(−0.0)	2.4	(+0.0)	2.4	(+0.0)	2.4	(−0.2)
Trešā nodrošināto obligāciju iegādes programma	295.9	(+4.4)	294.7	(+2.1)	297.1	(+2.4)	291.6	(+2.1)
Vērtspapīru tirgu programma	9.5	(−7.7)	12.6	(−4.5)	6.5	(−6.1)	17.2	(−8.4)
Ar aktīviem nodrošināto vērtspapīru iegādes programma	27.0	(−1.4)	27.5	(−0.7)	26.6	(−1.0)	28.4	(−0.3)
Valsts sektora aktīvu iegādes programma	2 448.0	(+36.0)	2 439.7	(+18.1)	2 456.3	(+16.6)	2 412.0	(+37.7)
Uzņēmumu sektora aktīvu iegādes programma	294.8	(+15.4)	290.6	(+7.0)	298.9	(+8.3)	279.3	(+15.9)
Pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programma	1 367.5	(+236.1)	1 311.0	(+112.4)	1 424.1	(+113.2)	1 131.4	(+232.6)
Aizdevumu iespēja uz nakti	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(−0.0)	0.0	(−0.0)

Avots: ECB.

Piezīmes. Visi skaitļi tabulā noapaļoti līdz tuvākajam 0.1 mljrd. euro. Skaitļi iekavās norāda uz pārmaiņām salīdzinājumā ar iepriekšējo aplūkojamo vai rezervju prasību izpildes periodu.

Cita ar likviditāti saistīta informācija

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2021. gada 28. jūlijs–2021. gada 2. novembris						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2021. gada 28. aprīlis– 2021. gada 27. jūlijs	
	Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods		Piektais rezervju prasību izpildes periods: 28. jūlijs– 14. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 15. septembris– 2. novembris		Trešais un ceturtais rezervju prasību izpildes periods	
Kopējās likviditātes vajadzības ¹⁾	2 290.2	(+170.8)	2 250.3	(+49.3)	2 330.2	(+79.8)	2 119.4	(+88.8)
Neto autonomie faktori ²⁾	2 138.4	(+167.8)	2 099.4	(+48.5)	2 177.3	(+78.0)	1 970.6	(+86.8)
Likviditātes pārpalikums ³⁾	4 367.0	(+175.5)	4 341.9	(+102.4)	4 392.2	(+50.3)	4 191.5	(+425.0)

Avots: ECB.

Piezīmes. Visi skaitļi tabulā noapaļoti līdz tuvākajam 0.1 mljrd. euro. Skaitļi iekavās norāda uz pārmaiņām salīdzinājumā ar iepriekšējo aplūkojamo vai rezervju prasību izpildes periodu.

1) Aprēķina kā "Neto autonomo faktoru" un "Obligāto rezervju prasību" summu.

2) Aprēķina kā saistību pusē esošo "Autonomo likviditātes faktoru" un aktīvu pusē esošo "Autonomo likviditātes faktoru" starpību. Šīs tabulas mērķiem "Neto autonomajiem faktoriem" pievieno arī posteni "Posteņi norēķinu procesā".

3) Aprēķina kā "Pieprasījuma noguldījumu kontu atlikuma, kas pārsniedz obligāto rezervju prasības" un "Noguldījumu iespējas" izmantošanas apjoma summu, no kuras atskaitīts "Aizdevumu iespējas uz nakti" izmantošanas apjoms.

Procentu likmju norises

(vidējie rādītāji; %)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2021. gada 28. jūlijs–2021. gada 2. novembris						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2021. gada 28. aprīlis– 2021. gada 27. jūlijs	
	Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods		Piektais rezervju prasību izpildes periods: 28. jūlijs– 14. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 15. septembris– 2. novembris		Trešais un ceturtais rezervju prasību izpildes periods	
GRO	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)
Aizdevumu iespēja uz nakti	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)
Noguldījumu iespēja	-0.50	(+0.00)	-0.50	(+0.00)	-0.50	(+0.00)	-0.50	(+0.00)
EONIA ¹⁾	-0.485	(-0.005)	-0.484	(-0.003)	-0.486	(-0.002)	-0.480	(-0.001)
€STR	-0.569	(-0.004)	-0.569	(-0.003)	-0.570	(-0.002)	-0.565	(-0.001)

Avots: ECB.

Piezīmes. Skaitļi iekavās norāda uz pārmaiņām salīdzinājumā ar iepriekšējo aplūkojamo vai rezervju prasību izpildes periodu.

1) No 2019. gada 1. oktobra aprēķināts kā euro īstermiņa procentu likme (€STR) plus 8.5 bāzes punkti. Euro uz nakti izsniegto kredītu vidējās procentu likmes indeksa (EONIA) un €STR pārmaiņu atšķirības radušās noapaļošanas rezultātā.

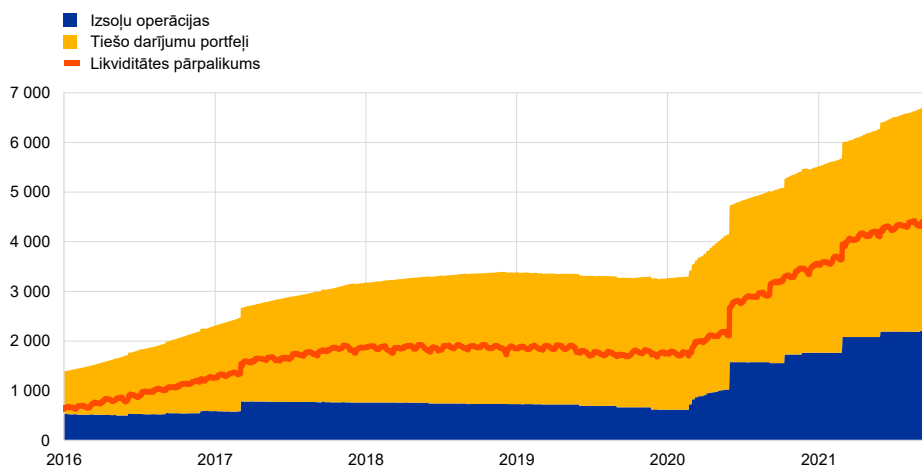
Ar monetārās politikas instrumentiem nodrošinātā likviditāte

Vidējais likviditātes apjoms, kas nodrošināts ar monetārās politikas instrumentiem, pieauga par 346.3 mljrd. euro, aplūkojamā periodā sasniedzot 6657.3 mljrd. euro (A att.). Aptuveni 82% šā likviditātes palielinājuma noteica turpmākas neto iegādes aktīvu iegādes programmu (galvenokārt PĀAIP) ietvaros, bet pārējos 18% – kredītooperācijas (īpaši ITRMO III), turpretī operāciju dzēšana un atmaksas likviditāti samazināja.

A attēls

Atklātā tirgus operācijās nodrošinātās likviditātes un likviditātes pārpalikuma dinamika

(mljrd. euro)



Avots: ECB.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 2. novembrī.

Ar kredītooperāciju starpniecību nodrošinātais vidējais likviditātes apjoms

aplūkojamā periodā palielinājās par 63.5 mljrd. euro. Palielinājumu noteica gan 109.8 mljrd. euro, kas tika iekļauti ar astotās ITRMO III operācijas starpniecību, par kuru norēķini tika veikti jūnijā (šādu norēķinu pilnā ietekme uz perioda vidējiem rādītājiem parādās tikai nākamajā rezervju prasību izpildes periodā pēc norēķina), gan 97.6 mljrd. euro, ko piešķīra devītajā ITRMO III operācijā septembra beigās. Devītās operācijas likviditāti palielinošo ietekmi daļēji dzēsa brīvprātīgo atmaksu pirmā kārtā ITRMO III programmas ietvaros, kas kopsummā septembrī bija 79.3 mljrd. euro. Turklāt septembra beigās pienāca dzēšanas termiņš trijām pandēmijas ārkārtas ilgāka termiņa refinansēšanas operācijām (PĀITRO) 22.1 mljrd. euro apjomā, turpretī piešķirums PĀITRO ietvaros septembrī veidoja tikai 1.3 mljrd. euro. Kopumā jaunais PĀITRO piešķiruma apjoms un iepriekšējo izsoļu dzēšana noteica vidēju neto likviditātes samazinājumu par 10.8 mljrd. euro salīdzinājumā ar iepriekšējo aplūkojamo periodu. Galveno refinansēšanas operāciju (GRO) un ilgāka termiņa refinansēšanas operāciju (ITRO) ar termiņu 3 mēneši nozīme joprojām bija neliela, un abu šo regulāro refinansēšanas operāciju izmantošanas apjoms tāpat kā iepriekšējā aplūkojamā periodā saglabājās rekordzems.

Vienlaikus tiešo darījumu portfeļi palielinājās par 282.8 mljrd. euro (līdz

4445.6 mljrd. euro). To noteica neto iegādes PĀAIP un AIP ietvaros. Vidējie

aktīvu turējumi PĀAIP ietvaros sasniedza 1367.5 mljrd. euro, salīdzinājumā ar iepriekšējā aplūkojamā perioda vidējo apjomu pieaugot par 236.1 mljrd. euro. Aktīvu iegādēm PĀAIP ietvaros bija būtiski lielākais pieaugums no visām ECB aktīvu iegādes programmām. Tai sekoja valsts sektora aktīvu iegādes programma (VSAIP) un uzņēmumu sektora aktīvu iegādes programma (USAIP) (vidējais pieaugums attiecīgi par 36 mljrd. euro (līdz 2448 mljrd. euro) un 15.4 mljrd. euro (līdz

294.8 mljrd. euro)). Neaktīvu programmu ietvaros turēto vērtspapīru dzēšana samazināja tiešo darījumu portfeļus par 7.7 mljrd. euro.

Likviditātes pārpalikums

Vidējais likviditātes pārpalikums palielinājās par 175.5 mljrd. euro, sasniedzot jaunu rekordlīmeni (4367 mljrd. euro; A att.). Likviditātes pārpalikumu aprēķina kā banku rezervju, kas pārsniedz rezervju prasības, un noguldījumu iespējas izmantošanas apjoma summu, no kuras atskaitīts aizdevumu iespējas uz nakti izmantošanas apjoms. Tas atspoguļo banku sistēmai nodrošinātās kopējās likviditātes un banku likviditātes vajadzību starpību. Banku pieprasījuma noguldījumu kontu atlikumi, kas pārsniedz obligāto rezervju prasības, pieauga par 143.3 mljrd. euro (līdz 3614.5 mljrd. euro), savukārt vidējais izmantotais noguldījumu iespējas apjoms palielinājās par 32.2 mljrd. euro (līdz 752.6 mljrd. euro).

Virszerves, kurām saskaņā ar divu līmeņu sistēmu netika piemērota negatīvā noguldījumu iespējas procentu likme², palielinājās par 17.1 mljrd. euro (līdz 904.2 mljrd. euro). Likviditātes pārpalikums, kuram netiek piemērots atbrīvojums un kurš ietver noguldījumu iespēju, palielinājās par **155.4 mljrd. euro (līdz 3462.1 mljrd. euro).** Maksimālās atbrīvojuma kvotas kopējais izmantošanas līmenis, t.i., attiecība starp to rezervju apjomu, kam tika piemērots atbrīvojums, un maksimālo apjomu, kam varēja piemērot atbrīvojumu³, kopš 2020. gada trešā rezervju prasību izpildes perioda saglabājies virs 98% un nedaudz samazinājās no 99.3% līdz 99.2%. Virszervju apjoma, kam tika piemērots atbrīvojums, īpatsvars kopējā likviditātes pārpalikumā bija 20.7% (iepriekšējā aplūkojamā periodā – 21.2%).

Procentu likmju norises

Vidējā €STR aplūkojamā periodā kopumā nemainījās (–56.9 bāzes punkti). Tā kā likviditātes pārpalikums ir liels, €STR joprojām ir samērā neelastīga pat būtisku likviditātes svārstību gadījumā. Ar 2019. gada oktobri EONIA aprēķina, €STR pieskaitot fiksētu uzcenojumu – 8.5 bāzes punktus. Tāpēc EONIA pārmaiņas notika sasaistē ar €STR, līdz 2022. gada 3. janvārī tika pārtraukta šā indeksa publicēšana. Kopš 2021. gada 18. oktobra, veicot pāreju uz €STR kā jauno atsauces procentu likmi, EONIA vairs neizmanto jaunus atvasināto finanšu instrumentu līgumos, kuru klīringu nodrošina centrālie darījuma partneri. ECB monetārās politikas procentu likmes – noguldījumu iespējas, GRO un aizdevumu iespējas uz nakti procentu likmes – aplūkojamā periodā netika mainītas.

² Sīkāka informācija par divu līmeņu sistēmu attiecībā uz atlīdzību par virszervēm sniegta ECB tīmekļvietnē.

³ Maksimālo apjomu, kam var piemērot atbrīvojumu, aprēķina kā obligāto rezervju un atbrīvojuma kvotas, ko iegūst, obligāto rezervju summu reizinot ar seši, summu.

6. ECB komunikācija par tautsaimniecības perspektīvu: salīdzinošā analīze

Sagatavojuši Julians Ešvins (*Julian Ashwin*), Mārtens Dose (*Maarten Dossche*), Katrīna Forstere van Ērsena (*Katrin Forster van Aerssen*), Ramons Gomess-Salvadors (*Ramon Gomez-Salvador*), Eleni Kalamara un Beatriče Pjerluidži (*Beatrice Pierluigi*)

ECB komunikācija par tautsaimniecības perspektīvu pēdējo 20 gadu laikā būtiski mainījies. Šajā ielikumā aplūkots, kā ECB komunikācija par regulējumu un koncepcijām, uz kurām balstās tautsaimniecības perspektīva, attīstījies kopš centrālās bankas dibināšanas 1998. gadā. Tajā ECB komunikācija par tautsaimniecības perspektīvu salīdzināta arī ar Federālo rezervju sistēmas Valdes (Federālo rezervju Valde) un Anglijas Bankas komunikāciju par tautsaimniecības perspektīvu laikposmā no 2015. gada līdz 2019. gadam. Analīze noslēdzas ar 2019. gadu, lai tās rezultātus neietekmētu ar koronavīrusa (Covid-19) pandēmiju saistītie pasākumi vai monetārās politikas stratēģijas izvērtēšana, ko attiecīgi veic Federālo rezervju Valde un ECB. Lai gan šajā ielikumā lielāka uzmanība pievērsta konkrētai ECB komunikācijas sadaļai, šā "Tautsaimniecības Biļetena" raksts *ECB communication with the wider public* ("ECB komunikācija ar plašāku sabiedrību") skata to plašākā kontekstā un ietver pieredzi, kas gūta no nesen veiktā ECB stratēģijas izvērtējuma.¹

2015. gadā regulāro komunikāciju par tautsaimniecības perspektīvu skāra divas nozīmīgas pārmaiņas. Pirmkārt, ECB noteica retāku Padomes monetārās politikas sanāksmju norisi – no reizi četrās nedēļās uz reizi sešās nedēļās. Otrkārt, ECB sāka publicēt pārskatus par monetārajai politikai veltītajām Padomes sanāksmēm. Šīs pārmaiņas samazināja nenozīmīgu datu iekļaušanas risku komunikācijā par tautsaimniecības perspektīvu, ja atjauninājumi tiktu publicēti pārāk bieži. Tās palielināja arī lēmumu pieņemšanas procesa caurskatāmību un pārskatatbilstību. Abas minētās pārmaiņas tuvināja ECB pieeju ASV Federālo rezervju Valdes monetārās politikas apspriešanas praksei. Lai gan oficiālā komunikācija par tautsaimniecības perspektīvu tika noteikta retāka – no divpadsmit ("Mēneša Biļetens") uz astoņām reizēm gadā ("Tautsaimniecības Biļetens") –, ECB galvenā ekonomista komunikācija ar ārējām auditorijām, izmantojot runas un prezentācijas (A att., a) panelis), pēdējo 20 gadu laikā palielinājusies. Laikposmā no 2015. gada līdz 2019. gadam ECB galvenais ekonomists salīdzinājumā ar Anglijas Bankas galveno ekonomistu vai Federālo rezervju Valdes priekšsēdētāja vietnieku daudz biežāk uzstājies ar runām par tautsaimniecības perspektīvu (A att., b) panelis).²

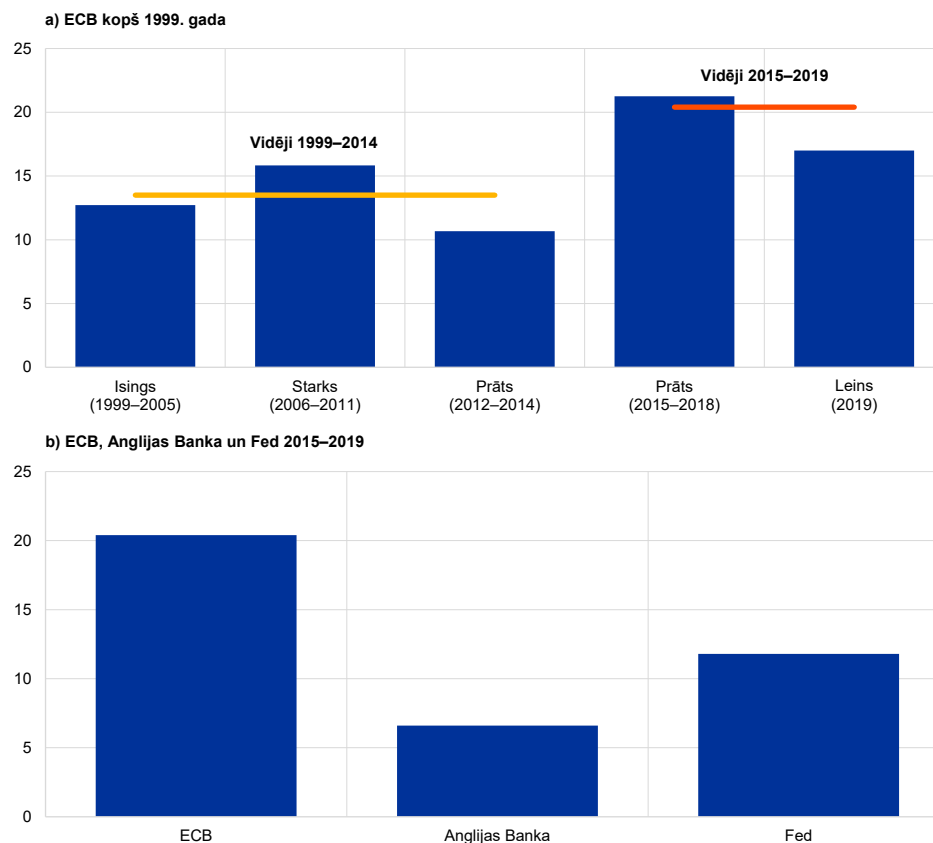
¹ Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" rakstu *ECB communication with the wider public* ("ECB saziņa ar plašāku sabiedrību") un Assenmacher, K., Glöckler, G., Holton, S. and Trautmann, P., "[Clear, consistent and engaging: ECB monetary policy communication in a changing world](#)", Workstream on monetary policy communications, *Occasional Paper Series*, No 274, ECB, September 2021.

² Saistībā ar Anglijas Bankas darbinieku runām analizē uzmanība pievērsta galvenajam ekonomistam. Prezidenta vietnieka monetārās politikas jautājumos (kura izpildpienākumi salīdzināmi ar ECB galvenā ekonomista pienākumiem) runas papildus galvenā ekonomista runām būtiski neietekmētu rezultātus.

A attēls

Galvenā ekonomista runas par tautsaimniecības perspektīvu

(gada vidējais rādītājs)



Avots: ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. a) panelī, kurā atspoguļota gada laikā notikušā amatpersonu maiņa (t.i., 2006. gadā Isings (*Issing*)/Starks (*Stark*); 2019. gadā Prāts (*Praet*)/Leins (*Lane*)), runu skaits pielīdzināts vidējam jaunā Valdes locekļa runu skaitam. b) panelī pieņemts, ka Federālo rezervju Valdes priekšsēdētāja vietnieka (Fišera (*Fischer*), Klaridas (*Clarida*)) runu skaits atbilst ECB galvenā ekonomista (Prāta, Leina) un Anglijas Bankas galvenā ekonomista Haldeina (*Haldane*) runu skaitam. "Fed" nozīmē Federālo rezervju Valdi.

ECB komunikācijas par tautsaimniecības perspektīvu lasāmība kopš

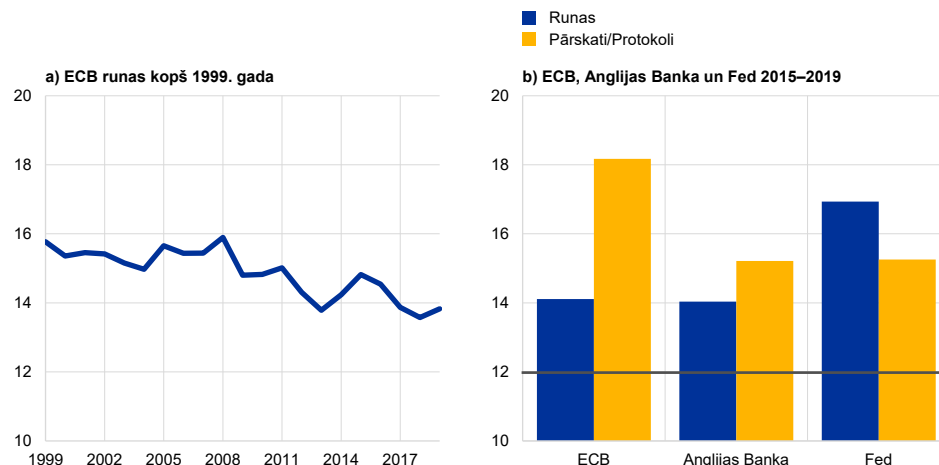
2008. gada uzlabojusies. Šis uzlabojums atspoguļots B attēla a) panelī, kurā redzams izglītības gadu skaits, kas nepieciešams ECB runu par tautsaimniecības perspektīvu izpratnei. Attēls liecina, ka runās par tautsaimniecības perspektīvu izmantotā valoda laika gaitā kļuvusi vienkāršāka. Šo uzlabojumu var salīdzināt ar visu ECB runu lasāmības uzlabošanu, t.sk. arī par citām tēmām, ne tikai par tautsaimniecības perspektīvu.³ Saskaņā ar šiem mērījumiem ECB runu par tautsaimniecības perspektīvu lasāmība labi salīdzināma ar Anglijas Bankas runu lasāmību; Federālo rezervju Valdes runas ir mazliet sarežģītākas nekā ECB runas (B attēls, b) panelis). Savukārt kopš 2015. gada publicēto ECB monetārās politikas pārskatu lasāmība ir būtiski vājāka nekā Federālās atklātās tirgus komisijas protokolu vai Anglijas Bankas Monetārās politikas komitejas protokolu lasāmība. Lai gan ECB pārskati, iespējams, paredzēti ekspertiem, augstāks rādītājs nozīmē, ka plašākai sabiedrībai tie ir grūtāk saprotami.

³ Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" rakstu *ECB communication with the wider public* ("ECB saziņa ar plašāku sabiedrību").

B attēls

Runu un pārskatu/protokolu par tautsaimniecības perspektīvu lasāmība

(indekss)



Avots: ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Lasāmība mērīta, izmantojot *Flesch-Kincaid Grade Level* rādītāju laikposmā no 2015. gada līdz 2019. gadam. Šis rādītājs atspoguļo izglītības gadu skaitu, kas nepieciešams šādu tekstu izpratnei. Jo augstāks *Flesch-Kincaid Grade Level* rādītājs, jo sarežģītāks teksts. Rādītāji virs 12 nozīmē, ka nepieciešama pēcvidusskolas izglītība. "Fed" nozīmē Federālo rezervju Valdi.

Pārmaiņas ECB komunikācijā par tautsaimniecības perspektīvu atspoguļo jaunu teorētisko koncepciju pieņemšanu.

C attēla a) panelī redzams, ka otrajā gadu desmitā pēc euro ieviešanas palielinājusies šādu vārdu vai terminu lietošana: "ražošanas apjoma starpība", "Filipsa līkne", "bezdarbs" un "neizmantoto resursu apjoms". Turpretī vārda "nauda" lietošana pēdējos 10 gados būtiski samazinājusies. Tas atspoguļo to, kā mainās euro zonas izaugsmes un inflācijas interpretācija un novērtējums euro zonā – arvien vairāk tiek izmantota paļāvība uz saikni starp jaudas izmantošanas pasākumiem un algu un cenu spiedienu.⁴ Vārda "nauda" izmantošanas samazināšanās un biežāka vārdu "bezdarbs" un "neizmantoto resursu apjoms" lietošana Valdes locekļu runās arī nerada jautājumus (C att., a) panelis).

Divas galvenās ECB un pārējo centrālo banku komunikācijas atšķirības saistītas ar to monetāro politiku stratēģiju atšķirībām.

Pirmkārt, C attēla b) panelī redzams, ka ECB Valdes locekļi salīdzinājumā ar Anglijas Banku vai Federālo rezervju Valdi savās runās mazāk izmanto vārdus "bezdarbs" un "neizmantoto resursu apjoms", lai gan tie visbiežāk lietoti, pievēršoties dažādām tematiskajām jomām. Tādējādi Federālo rezervju Valdes gadījumā tiek atspoguļots maksimālas nodarbinātības mērķa nozīmīgums, kas ietverts tās divkāršajā mandātā. Visas trīs centrālās bankas gandrīz vienādi bieži atsaucas uz "ražošanas apjoma starpību" vai "Filipsa līkni". Tas liecina, ka, lai gan agrāk ECB šos jēdzienus izmantoja retāk, tagad tā tos lieto gandrīz tikpat bieži kā Anglijas Banka vai Federālo rezervju Valde. Otrkārt, ECB pārstāvju runās termins "nauda" izmantots biežāk nekā Federālo rezervju Valdes locekļu vai Anglijas Bankas pārstāvju runās. Tas varētu atspoguļot monetārās politikas analīzes nozīmīgumu ECB monetārās politikas stratēģijā.

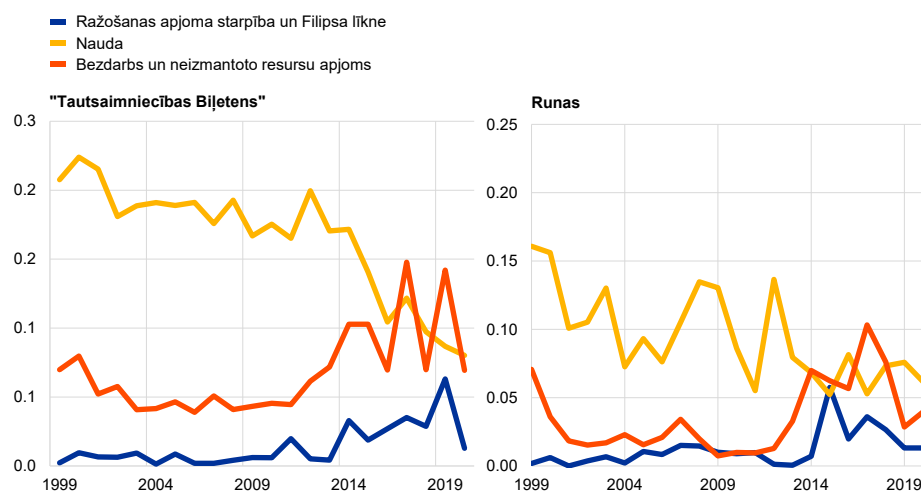
⁴ Papildu informācijai sk. Hartmann, P. and Smets, F., "The first twenty years of the European Central Bank: monetary policy", *Working Paper Series*, No 2219, ECB, December 2018.

C attēls

Ar dažādām tēmām saistītu vārdu lietošanas biežums centrālajās bankās

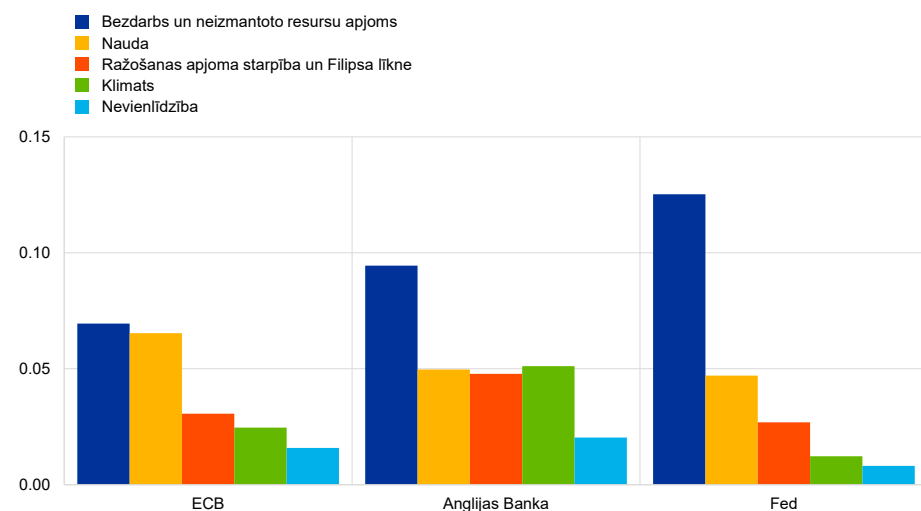
a) Lietošanas biežums ECB komunikācijā

(% no kopējā vārdu skaita)



b) Lietošanas biežums centrālo banku pārstāvju runās

(% no kopējā vārdu skaita)



Avots: ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Konkrētā termina/vārda lietošanas biežumu aprēķina šā termina/vārda lietošanas reižu skaitu dalot ar attiecīgajā gadā publicēto vārdu skaitu. "Fed" nozīmē Federālo rezervju Valdi.

Atsauces uz nevienlīdzību ir līdzīgas visās trijās centrālajās bankās; klimata pārmaiņas arī ir svarīga tēma.

Lai gan laika gaitā lielākā daļa centrālo banku pastiprināti pievērsusies nevienlīdzības jautājumiem, šķiet, ka ECB šai tēmai pievērs tādu pašu uzmanību kā abas pārējās lielākās centrālās bankas. Diskusijas par klimata pārmaiņām Anglijas Bankas pārstāvju runās sastopamas biežāk nekā ECB amatpersonu vai Federālo rezervju Valdes locekļu runās.

Teksta analizē uzsvērts "vēstījumu" nozīmīgums komunikācijā par

tautsaimniecības prognozēm. *Sharpe et al.* dokumentē Federālo rezervju Valdes tautsaimniecības prognozēs ietverto vēstījumu noskaņojuma jeb "tonalitātes" spēcīgo korelāciju ar turpmāko ekonomisko sniegumu, t.i., pozitīvo korelāciju ar IKP

un negatīvo – ar bezdarbu un inflāciju. Turklāt tonalitāte sniedz papildu informāciju, iepriekš paredzot kļūdas gan Federālo rezervju Valdes, gan privātā sektora veiktajās IKP un bezdarba prognozēs līdz pat četriem ceturkšņiem uz priekšu.⁵ Autori secina, ka tonalitātes prognozētspēja meklējama tās spējā brīdināt par saimnieciskās darbības lejupvērstiem riskiem. Viņi arī konstatē, ka tonalitātei piemīt būtiska prognozētspēja monetārās politikas jomā. Optimistiskāks *Tealbook* teksta tonis jūtams pirms augstākas, nekā gaidīts, federālo fondu likmes noteikšanas līdz pat četriem ceturkšņiem uz priekšu.⁶ Līdzīgi *Jones et al.* konstatē, ka Anglijas Bankas ceturkšņa Inflācijas pārskata kvalitatīvajā diskusijā par produkcijas izlaides kāpumu ietverta informācija, kas uzlabo tā kvantitatīvās īstermiņa prognozes un prognozes vienam ceturksnim uz priekšu.⁷

Iepriekš minētais ilustrē, kā kvalitatīvas ar prognozēm saistītas diskusijas (jeb "izklāsti") ietver papildu informāciju par tautsaimniecību, papildinot kvantitatīvo analīzi. Tādējādi tiek uzsvērts skaidras un informatīvas komunikācijas par tautsaimniecības perspektīvu nozīmīgums, kas atkārtoti tika apstiprināts jaunākajā ECB stratēģijas izvērtējumā.⁸ Nepārtraukta jaunas informācijas plūsma nozīmē, ka ECB tautsaimniecības perspektīvas izklāsts pastāvīgi tiek aktualizēts. Šim nolūkam nepieciešams plašs ekonomisko modeļu, rīku un apsekojumu klāsts.

⁵ Sk. Sharpe, S., Sinha, N. and Hollrah, C., "The Power of Narratives in Economic Forecasts", *Finance and Economics Discussion Series*, No 2020-001, Board of Governors of the Federal Reserve System, 2020.

⁶ *Tealbook* oficiālais nosaukums ir *Report to the FOMC on Economic Conditions and Monetary Policy*, un to sagatavo Federālo rezervju Valde. *Tealbook* savu nosaukumu ieguva, kad 2010. gadā tika apvienota Zilā grāmata un Zaļā grāmata.

⁷ Sk. Jones, J., Sinclair, T. and Stekler, H., "A textual analysis of Bank of England growth forecasts", *International Journal of Forecasting*, Vol. 36(4), 2020, pp. 1478–1487. Līdzīgu *Banco de España* sniegto informāciju sk. Sobrino, N., Ghirelli, C., Hurtado, S., Pérez, J. and Urtasun, A., "The narrative about the economy as a shadow forecast: an analysis using Bank of Spain quarterly reports", *Applied Economics*, November 2021.

⁸ Sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 5 rakstu [An overview of the ECB's monetary policy strategy](#) ("ECB monetārās politikas stratēģijas pārskats").

7. Piegādes ķēžu pārrāvumu iemesli un ietekme uz euro zonas apstrādes rūpniecību

Sagatavojis Roberto De Santiss (*Roberto A. De Santis*)

Euro zonas atveseļošanās 2021. gadā ietekmējuši arvien biežāki globālo piegādes ķēžu pārrāvumi.

Reālā IKP pieaugumu 2021. gadā galvenokārt veicināja uzņēmējdarbības pakalpojumu atjaunošanās, savukārt importēto starppatēriņa izejmateriālu un aprīkojuma trūkums noteica mazāku rūpniecības un būvniecības devumu. Globālo piegādes ķēžu pārrāvumi radušies, mijiedarbojoties vairākiem faktoriem, kurus var iedalīt piecās galvenajās kategorijās: 1) spēcīga un strauja globālā pieprasījuma pēc apstrādes rūpniecības precēm atjaunošanās; 2) konkrētu pusvadītāju piedāvājuma trūkums; 3) ar loģistiku saistītie pārrāvumi transporta nozarē, kas galvenokārt saistīti ar konteinerkuģu darbību; 4) stingri ierobežojošie pasākumi dažās galvenajās Āzijas valstīs, kurās tiek ražoti starppatēriņa izejmateriāli; 5) pusvadītāju ražošanas un kuģu piegādes jaudas palielināšanai nepieciešamais laiks.

Nelīdzsvarotība starp straujo globālā pieprasījuma atjaunošanos un piedāvājuma trūkumu bija daudz lielāka un ilgstošāka, nekā sākotnēji tika gaidīts.

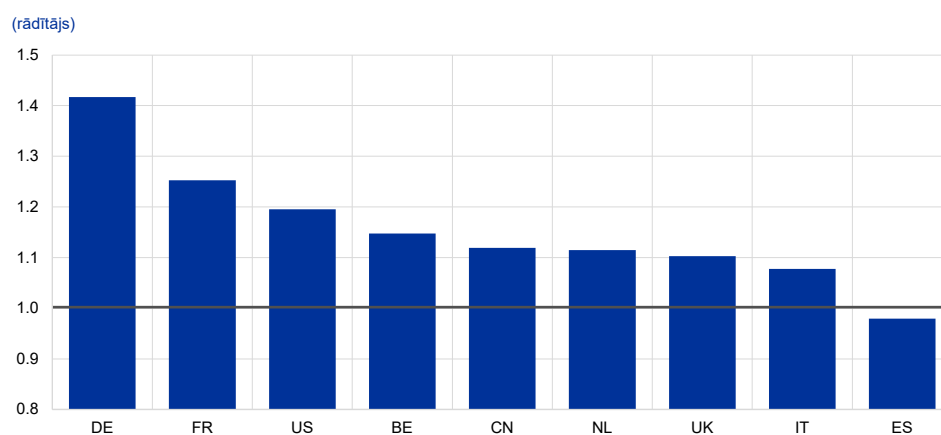
Strauji augošais pieprasījums pēc augstajām tehnoloģijām, kas bija nepieciešamas no mājām strādājošajiem māsaimniecību locekļiem un uzņēmumiem, kuriem vajadzēja palielināt interneta jaudu un tīklu piekļuvi, apvienojumā ar koronavīrusa (Covid-19) pandēmijas radītiem piegādes pārrāvumiem izraisījis pusvadītāju piegādes krīzi, kas īpaši nelabvēlīgi ietekmējusi automobiļu ražošanas nozari.¹ Vienlīdz svarīgs ir tas, ka pandēmijas ietekmē konteinerkuģu darbība arī piedzīvoja lielu šoku. Pasaules tirdzniecībai 2020. gada aprīlī sabrūkot, kravas kuģi nespēja darboties ar pilnu jaudu, un ierobežojumu dēļ daudzi konteineri uzkrājās rietumvalstu ostās. Pēc 2020. gada vasaras, kad globālais pieprasījums atkal bija palielinājies, konteineru trūkums preču transportēšanai no Āzijas uz ASV un Eiropu, kā arī daudzu kuģu ierašanās galamērķos ar būtisku aizkavēšanos (ko palielināja lielais konteinerkuģis, kurš aizšķērsoja Suecas kanālu) radīja ievērojamas piegādes problēmas. Saskaņā ar UNCTAD datiem vidējais konteinerkuģu ostās pavadītais laiks 2021. gada 1. pusgadā bija par 11% ilgāks nekā vidēji pirms pandēmijas 2018.–2019. gadā. Eiropā sastrēgumu, novēlotu piegāžu un infrastruktūras ierobežojumu dēļ Vācijas un Francijas ostās bija vērojams ļoti liels vidējā uzturēšanās ostās ilguma kāpums (piemēram, par 42% un 25% lielāks nekā vidēji 2018. un 2019. gadā), tādējādi pārsniedzot pat kuģu uzturēšanās ilgumu ASV ostās. Savukārt Beļģijā, Itālijā un Nīderlandē notiekošās pārmaiņas vairāk atbilda pasaules vidējam līmenim (A att.). Vēl viens faktors, kas saasināja piegādes problēmas, bija atkārtota stingro ierobežojošo pasākumu ieviešana, ko noteica delta

¹ Stikāku informāciju par norisēm pusvadītāju nozarēs sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 3 ielikumā *What is driving the recent surge in shipping costs*, ("Kas nosaka nesen vēroto transportēšanas izmaksu kāpumu"); ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 ielikumā "Pusvadītāju trūkums un tā ietekme uz euro zonas tirdzniecību, ražošanu un cenām"; Eiropas Komisijas "2021. gada rudens ekonomisko prognožu" īpašo izdevumu un diskusiju materiālu *Bottlenecks: causes and macroeconomic implications*, *Bank for International Settlements, BIS Bulletin, No 48, BIS, 2021.*

varianta izplatība dažās Āzijas un Klusā okeāna reģiona valstīs (t.sk. Malaizijā, Singapūrā, Taizemē un Vjetnamā), kurām ir svarīga loma pusvadītāju mikroshēmu ražošanā. Saskaņā ar informāciju, ko ECB saņēmusi no uzņēmumu sektora, gaidāms, ka 2023. gadā gan pusvadītāju lietuvju jauda, gan kravas kuģu kravnesība joprojām būs ierobežota.²

A attēls

Konteinerkuģu ostās pavadītais laiks 2021. gada 1. pusgadā salīdzinājumā ar 2018.–2019. gada vidējo rādītāju



Avoti: UNCTAD (Apvienoto Nāciju Organizācijas Tirdzniecības un attīstības konference) un ECB speciālistu aprēķini.
Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada jūnijā.

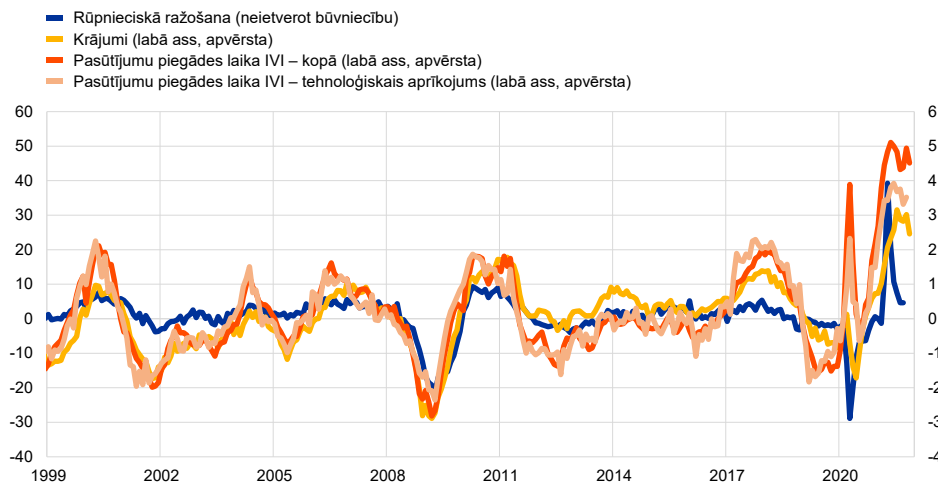
Normālos apstākļos ražošanas kāpums kopumā saistīts ar ilgāku pasūtījumu piegādes laiku un sarūkošiem krājumiem. Pirms pandēmijas galvenais mehānisms, kas darbojās, bija šāds: pieprasījuma kāpums palielināja ražošanu, aizkavējot preču piegādi uzņēmumiem un samazinot to krājumus. Tomēr globalizācijas noteikts efektīvāks resursu sadalījums palīdzētu uzlabot piegādes procesus un paātrināt piegādes laiku. Kopš 2020. gada 2. pusgada ilgāku piegādes laiku noteicis ne tikai spēcīgs pieprasījums, bet arī piegādes problēmas, kas būtiski aizkavē piegādes, pat izraisot ražošanas samazināšanu (B att.). Šīs problēmas radīja izejmateriālu un/vai aprīkojuma trūkumu, kas euro zonas uzņēmumiem neļāva atbilstīgi reaģēt uz straujo apstrādes rūpniecības preču pieprasījuma atjaunošanos, kura savukārt samazināja visu nozaru krājumus (C att.). Šo jauno mehānismu var izmantot, lai novērtētu, cik ļoti piegādes problēmas ietekmē euro zonas rūpnieciskās ražošanas vājumu.

² Saistībā ar uzņēmumu viedokli par ietilgšajiem piegādes ierobežojumiem sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 7 ielikumu *Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies* ("Galvenie secinājumi, kas iegūti ECB nesenasajos kontaktos ar nefinanšu sabiedrībām").

B attēls

Euro zonas rūpnieciskā ražošana, pasūtījumu piegādes laiks un krājumi

(kreisā ass: gada kāpuma temps; labā ass: z rādītāji)



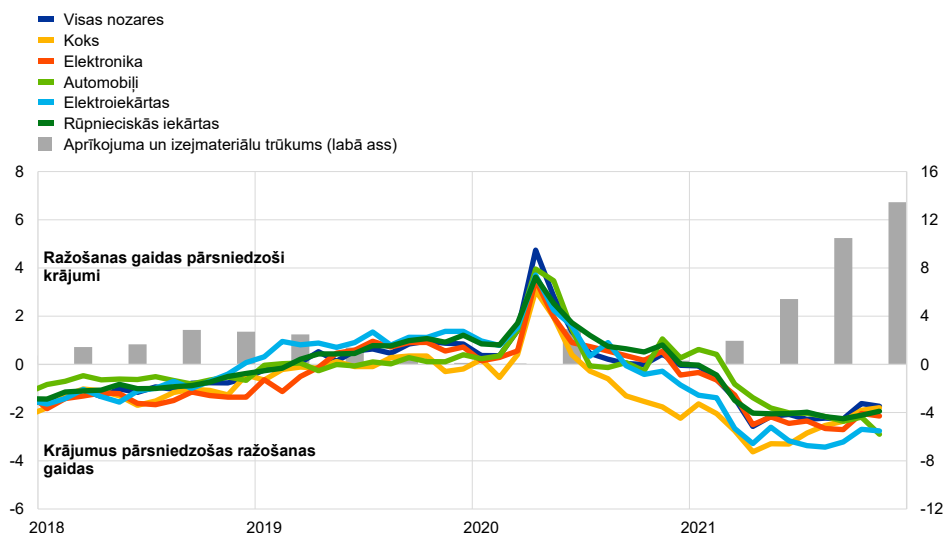
Avoti: Eurostat, Eiropas Komisija, IHS Markit un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Z rādītājus aprēķina katram rādītājam, atņemot to attiecīgos vidējos rādītājus un iegūto starpību dalot ar to attiecīgajām standartnovirzēm, kas aprēķinātas laikposmā no 1999. gada līdz 2019. gadam. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada septembrī (rūpnieciskā ražošana), 2021. gada oktobrī (tehnoloģiskā aprīkojuma pasūtījumu piegādes laika IVI) un 2021. gada novembrī (kopējā pasūtījumu piegādes laika IVI un krājumi).

C attēls

Euro zonas krājumi salīdzinājumā ar ražošanas gaidām nozaru dalījumā un aprīkojuma un izejmateriālu trūkums

(z rādītāji)



Avoti: Eurostat, Eiropas Komisija un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Z rādītājus aprēķina katram rādītājam, atņemot to attiecīgos vidējos rādītājus un iegūto starpību dalot ar to attiecīgajām standartnovirzēm, kas aprēķinātas laikposmā no 1999. gada līdz 2019. gadam. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada oktobrī (krājumi salīdzinājumā ar ražošanas gaidām) un 2021. gada novembrī (aprīkojuma un izejmateriālu trūkums).

Strukturālo vektoru autoregresijas (SVAR) modeli var izmantot, lai nošķirtu gan piegādes laika, gan rūpnieciskās ražošanas norišu galveno virzītājspēku relatīvo nozīmi. Konkrētāk, šis modelis nosaka pieprasījuma, procentu likmes, finanšu, izmaksu kāpuma un piegādes problēmu šoka devumu, izmantojot SPCI,

rūpniecisko ražošanu (neietverot būvniecību), 10 gadu OIS procentu likmi, uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību un pasūtījumu piegādes laika IVI.

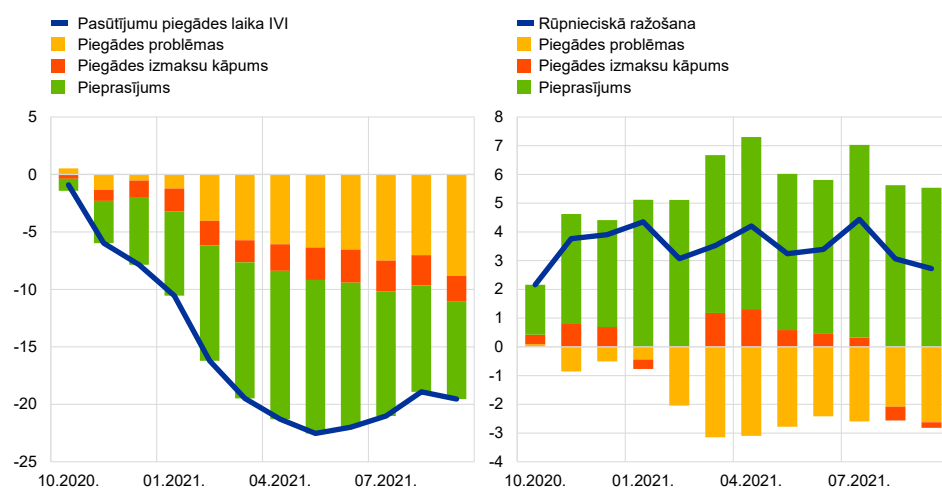
Modelis liecina, ka piegādes problēmas 2021. gadā būtiski kavējušas rūpniecisko ražošanu.

Modelis ļauj secināt, ka no 2020. gada oktobra līdz 2021. gada septembrim aptuveni 45% pārmaiņu euro zonas pasūtījumu piegādes laika IVI noteica kopējā pieprasījuma virzītājspēki (t.i., kopējais pieprasījums, procentu likme un finanšu šoki), aptuveni 45% – piegādes problēmas un aptuveni 10% – cita veida izmaksu kāpuma šoki (D att., kreisā ass). Pieprasījuma, piegādes problēmu un izmaksu kāpuma šoku devums rūpnieciskajā ražošanā atspoguļots D attēlā uz labās ass. Visiem pārējiem apstākļiem saglabājoties vienādiem, piegādes problēmas vien laikposmā no 2020. gada oktobra līdz 2021. gada septembrim samazinājušas euro zonas rūpnieciskās ražošanas līmeni kopumā aptuveni par 2.6% salīdzinājumā ar scenāriju, kas neietver piegādes problēmas.³

D attēls

Piegādes problēmu šoku devums euro zonas rūpnieciskajā ražošanā un pasūtījumu piegādes laika IVI

(kreisā ass: difūzijas indeksa novirze no pamataplēses; labā ass: novirze no pamataplēses, %; laikposmā no 2020. gada oktobra līdz 2021. gada septembrim)



Avoti: Eurostat, Eiropas Komisija un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Šis modelis rāda kopējā pieprasījuma (pieprasījuma, procentu likmes, finanšu šoku), izmaksu kāpuma un piegādes problēmu šoka devumu, izmantojot SPCI, rūpniecisko ražošanu (neietverot būvniecību), 10 gadu OIS procentu likmi, uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību un pasūtījumu piegādes laika IVI. Modelis balstīts uz euro zonas kopējiem datiem no 1999. gada janvāra līdz 2021. gada septembrim, un šoki noteikti, izmantojot J. Antolin-Díaz un J. F. Rubio-Ramírez lietoto metodi rakstā "Narrative Sign Restrictions for SVARs", *American Economic Review*, No 108, 2018, pp. 2802–2829. Pieņemtie ierobežojumi ietekmes brīdī ir šādi: pieprasījuma šoki nozīmē, ka SPCI (+); rūpnieciskā ražošana (+); 10 gadu OIS procentu likme (+); uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpība (-) un pasūtījumu piegādes laika IVI (-). Procentu likmju šoki nozīmē, ka SPCI (-); 10 gadu OIS procentu likme (+) un uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpība (-). Finanšu šoki nozīmē, ka rūpnieciskā ražošana (-) un uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpība (+). Izmaksu kāpuma šoki nozīmē, ka SPCI (+) un rūpnieciskā ražošana (-). Piegādes problēmu šoki nozīmē, ka SPCI (+), rūpnieciskā ražošana (-) un pasūtījumu piegādes laika IVI (-). Pieņemtie naratīvie ierobežojumi ir šādi: 2015. gada janvārī visvairāk 10 gadu OIS procentu likmes prognožu kļūdu radīja monetārās politikas šoki; 2007. gada jūlijā visvairāk uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības prognožu kļūdu radīja finanšu šoki; 2020. gada aprīlī un 2021. gada martā visvairāk pasūtījumu piegādes laika IVI prognožu kļūdu radīja piegādes problēmu šoki. Tiek arī pieņemts, ka 2008. gada septembrī un oktobrī visiem finanšu šokiem ir pozitīva zīme un ka pieprasījuma šokiem 2020. gada martā un aprīlī ir negatīva zīme.

Līdz 2021. gada februārim piegādes problēmu ietekme uz rūpniecisko ražošanu kļuva arvien pamanāmāka. 2021. gada 4. ceturkšņa apsekojumu rādītāji liecina, ka

³ Piegādes problēmas būtiski ietekmējušas arī eksportu, kā aprakstīts ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 ielikumā "Piegādes problēmu ietekme uz tirdzniecību". Sīkāku informāciju par piegādes šoku devumu pasaules rūpnieciskajā ražošanā un tirdzniecībā sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" 1. ielikumā "Piegādes ķēžu pārrāvumi un to ietekme uz pasaules tautsaimniecību".

šī ietekme šā gada pēdējā ceturksnī, visticamāk, neizzudīs. Ņemot vērā, ka rūpniecība (neietverot būvniecību) veido aptuveni 20% no kopējās euro zonas pievienotās vērtības, šīs aplēses nozīmē, ka reālā IKP pieaugums 2021. gadā būtu bijis aptuveni par 0.5% lielāks, ja nebūtu piegādes problēmu. Šo aplēsi var uzskatīt par zemāko robežu, jo piegādes problēmas 2021. gada pēdējā ceturksnī turpināja ietekmēt ražošanu, kā arī būvniecību un uzņēmējdarbības pakalpojumus.

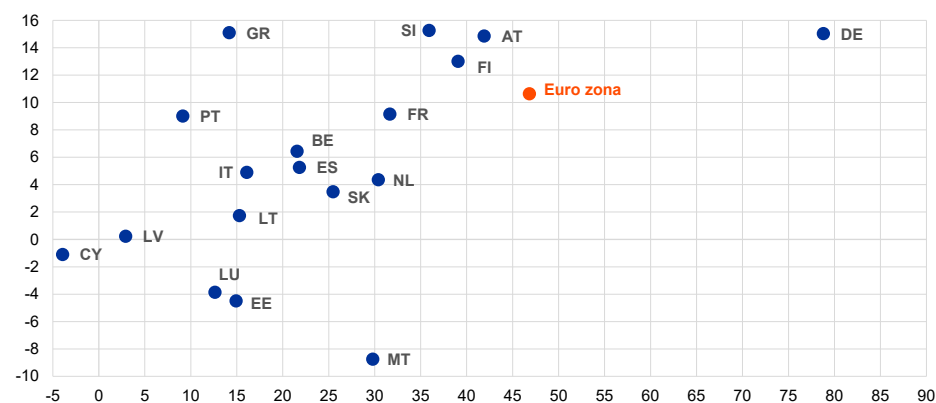
Piegādes problēmu šoku ietekme varētu saglabāties gandrīz visu 2022. gadu.

Pusvadītāju trūkums, negatīvas pandēmijas norises Āzijā un pašreizējie sastrēgumi konteineru ostās, visticamāk, īpaši nemazināsies. Tāpēc paredzams, ka šie šoki nākamajos mēnešos joprojām ietekmēs euro zonas tautsaimniecību un ka piegādes problēmu šoku ietekme varētu saglabāties gandrīz visu 2022. gadu, par ko liecina arī informācija, ko ECB saņēmusi no uzņēmumu sektora. Saskaņā ar Eiropas Komisijas uzņēmumu un patērētāju apsekojumiem visu euro zonas valstu (izņemot dažas mazākas valstis) uzņēmumi nākamajos trijos mēnešos gaidīja turpmāku situācijas pasliktināšanos saistībā ar izejmateriālu pieejamību (E att.). Jo lielāka daļa ir respondentu, kuri apstiprināja, ka viņu uzņēmumus ietekmēja izejmateriālu trūkums salīdzinājumā ar attiecīgo ilgtermiņa vidējo rādītāju, jo lielāka ir to respondentu daļa, kuri gaidīja situācijas turpmāku pasliktināšanos. Tas atbilst piegādes problēmu radītās ilgās un noturīgās ietekmes vispārējam novērtējumam.

E attēls

2021. gada 4. ceturksnī gaidāmais aprīkojuma un izejmateriālu trūkums euro zonas valstīs

(x ass: respondenti; %; līmeņi vidējoti ar vēsturisko vidējo līmeni; y ass: respondenti; %; starpība salīdzināta ar 2021. gada 3. ceturksni)



Avoti: Eurostat, Eiropas Komisija un ECB speciālistu aprēķini.
Piezīmes. Katra rādītāja vērtība aprēķināta, atņemot attiecīgo vidējo vērtību par katru valsti laikposmā no 1999. gada līdz 2019. gadam. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada oktobrī.

8. 2022. gada fiskālā politika – 2022. gada budžeta plānu projektu ietekme

Sagatavojuši Džovanni Bardone (*Giovanni Bardone*), Stefans Harutunjans (*Stephan Haroutunian*), Sebastiāns Hauptmeiers (*Sebastian Hauptmeier*) un Filips Mugentālers (*Philip Muggenthaler*)

Eiropas Komisija 2021. gada 24. novembrī publiskoja atzinumus par euro zonas valstu 2022. gada budžeta plānu projektiem.¹ Šie atzinumi koncentrējas uz plānu atbilstību Padomes 2021. gada 18. jūnija ieteikumiem, kuros dalībvalstīm ieteikts 2022. gadā pieņemt diferencētākas fiskālās politikas. Padome ieteica dalībvalstīm ar zemu vai vidēju parāda līmeni 2022. gadā īstenot vai saglabāt atbalstošu fiskālo nostāju, un dalībvalstīm ar augstu parāda līmeni – izmantot Atvēršanas un noturības mehānismu (ANM), lai finansētu papildu ieguldījumus atvēršanās atbalstam, vienlaikus īstenojot piesardzīgu fiskālo politiku. Visām dalībvalstīm ieteikts saglabāt pašu finansētus ieguldījumus. Komisijas veiktajā budžeta plānu projektu novērtējumā ņemts vērā, ka Stabilitātes un izaugsmes pakta vispārējā izņēmuma klauzulu turpinās piemērot arī 2022. gadā. Gaidāms, ka klauzula tiks deaktivizēta, sākot ar 2023. gadu.²

Balstoties uz koriģētu rādītāju, kas domāts, lai konstatētu fiskālās politikas orientāciju pašreizējā ekonomiskajā kontekstā, tiek prognozēts, ka 2021. un 2022. gadā saglabāsies atbalstoša euro zonas fiskālās politikas nostāja. Savam novērtējumam Komisija izmanto aktualizētu fiskālās nostājas rādītāju, kas tika izstrādāts, ņemot vērā pašreizējo krīzi un tās pārvarēšanai veiktos valstu un ES fiskālos pasākumus.³ Pirmkārt, fiskālās nostādnes rādītājā ņemti vērā izdevumi, kas finansēti no ANM un citiem ES fondiem, kuri sniedz tautsaimniecībai fiskālo stimulu, bet netiek atspoguļoti dalībvalstu fiksētajās budžeta bilancēs. Otrkārt, no tā izslēgti ārkārtas pagaidu pasākumi, kas veikti, reaģējot uz krīzi. Saskaņā ar Komisijas 2021. gada rudens prognozi, kurā iekļauti 2022. gada budžeta plānu projekti, fiskālā ekspansija, kas pamatojas uz šo fiskālās nostājas definīciju, 2021. gadā sasniegs aptuveni 1.75% no IKP, savukārt 2022. gadā gaidāma tās tālāka ekspansija gandrīz 1% apmērā no IKP.⁴

¹ Eiropas Komisija (2021), "Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, and the European Central Bank on the 2022 Draft Budgetary Plans: Overall Assessment".

² Klauzula tika ieviesta 2011. gadā kā daļa no Stabilitātes un izaugsmes pakta sešu tiesību aktu kopuma reformas. Klauzulu var aktivizēt nestandarta notikuma gadījumā, kas ir ārpus attiecīgās dalībvalsts kontroles un kam ir liela ietekme uz valdības finanšu stāvokli, vai arī nopietnas ekonomiskās lejupslīdes periodos euro zonā vai ES kopumā. Kad tā ir aktivizēta, dalībvalstis īslaicīgi drīkst nepildīt fiskālās korekcijas prasības, ko nosaka Stabilitātes un izaugsmes pakta preventīvā un korektīvā daļa, ar nosacījumu, ka tas neapdraud vidējā termiņa fiskālo ilgtspēju.

³ Komisija aprēķina fiskālo nostāju, aplūkojot neto izdevumu gada pieaugumu salīdzinājumā ar 10 gadu potenciālo izaugsmi. Atbilstoši Padomes ieteikumiem saistībā ar 2021. gada stabilitātes programmām neto izdevumu kopsumma, ko izmantoja, lai aprēķinātu kopējo fiskālo nostāju, tika koriģēta, tajā ietverot izdevumus, kas finansēti no ANM subsīdijām un citiem ES fondiem un izslēdzot ārkārtas pagaidu pasākumus saistībā ar koronavīrusa (Covid-19) krīzi. Komisijas novērtējumā papildus ES finansēto izdevumu ieguldījumam aplūkoti arī ieguldījumi kopējā fiskālajā nostājā no dažādu valstu finansēto izdevumu kopsummām, t.i., 1) ieguldījumiem, 2) citiem kapitālieguldījumu izdevumiem un 3) pašreizējiem primārajiem izdevumiem (izņemot diskrecionāros ieņēmumu pasākumus).

⁴ Eiropas Komisija (2021), op. cit.

Saskaņā ar Komisijas novērtējumu atsevišķi budžeta plāni kopumā atbilst Padomes 2021. gada 18. jūnijā pieņemtajiem fiskālās politikas ieteikumiem. Ja

vērtē, balstoties uz korigētu rādītāju, kas domāts, lai konstatētu fiskālās politikas orientāciju pašreizējā krīzē, lielākā daļa euro zonas valstu ar zemu un vidēju parāda līmeni īsteno atbalstošu fiskālo nostāju. No visām dalībvalstīm šajā grupā (Vācija, Igaunija, Īrija, Kipra, Latvija, Lietuva, Luksemburga, Malta, Nīderlande, Austrija, Slovēnija, Slovākija un Somija), tikai Malta un Slovākija neparedz tā rīkoties 2022. gadā. Komisijas vērtējumā visas šīs grupas dalībvalstis – izņemot Nīderlandi, kas vēl nav iesniegusi savu atvēršanos un noturības plānu, – nodomājušas izmantot ANM, lai atbalstītu savu atvēršanos. Visas ir saglabājušas vai galvenokārt saglabājušas valsts finansētus ieguldījumus.

Komisija arī norāda uz to, cik svarīgi valstīm ar lielu parādu ir "saglabāt piesardzīgu fiskālo politiku". Tāpēc Komisijas vērtējumā Beļģija, Grieķija, Spānija,

Francija un Itālija saskaņā ar Padomes 2021. gada jūnija ieteikumiem izmanto ANM, lai finansētu papildu ieguldījumus, atbalstot atvēršanos, un saglabā valsts finansētus ieguldījumus.⁵ Komisija arī uzsver, ka šīm valstīm vajadzētu "saglabāt piesardzīgu fiskālo politiku, lai nodrošinātu valsts finanšu ilgtspēju vidējā termiņā", kad tiek veikti atbalstoši pasākumi no budžeta līdzekļiem.

Komisijas novērtējums atspoguļo visu pandēmijas laiku vērotu valdības ieguldījumu kāpumu visā euro zonā, kas atšķiras no tendences pēc globālās finanšu krīzes, un nozīmīga kāpuma daļa tiek saistīta ar ES finansējumu, t.sk. to, kas piešķirts ar ANM palīdzību. Komisija prognozē, ka euro zonas valstu

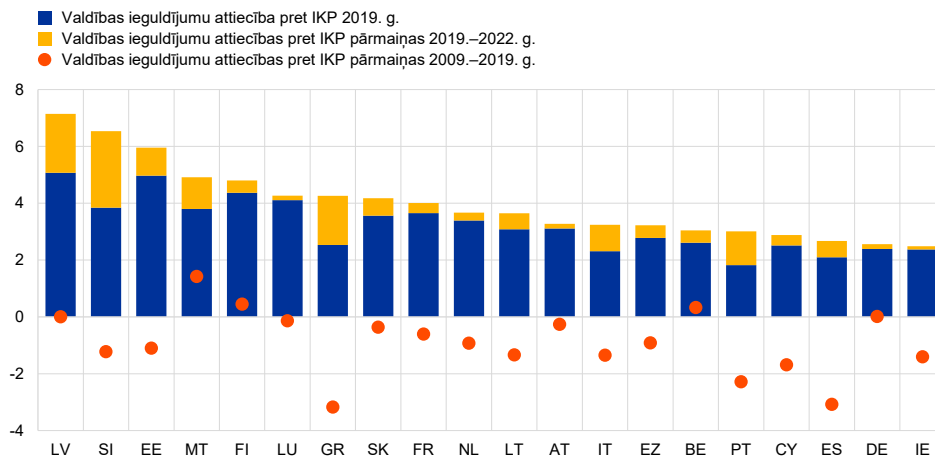
valdības ieguldījumi palielināsies no 2.8% no IKP 2019. gadā līdz 3.2% no IKP 2022. gadā, tādējādi daļēji zaudējot šo pirms pandēmijas un pēc pasaules finanšu krīzes vēroto tendenci samazināt valdības ieguldījumus (A att.). Gan Komisijas 2021. gada rudens prognoze, gan budžeta plānu projekti norāda uz ANM subsīdiju kopējo tēriņu kāpumu, kur aptuveni divas trešdaļas no euro zonas valstīm piešķirtajām ANM subsīdijām tiks iztērētas līdz 2023. gada beigām. IKP izteiksmē prognozēts, ka no ANM finansētie izdevumi gan 2022., gan 2023. gadā būs aptuveni 0.5% no IKP. Kopumā valdību budžetu augstajai kvalitātei un ilgtspējīgiem valdības ieguldījumiem vajadzētu atbalstīt dubulto pāreju uz zaļu un digitalizētu tautsaimniecību.

⁵ Eiropas Komisija neapstiprināja atzinumu par Portugāles iesniegto budžeta plāna projektu, jo pa šo laiku Portugāles parlaments bija noraidījis budžeta projektu, kas bija plāna pamatā.

A attēls

Valdības ieguldījumi, 2009.–2022. g.

(% no IKP)



Avoti: Eiropas Komisija (AMECO datubāze) un ECB aprēķini.

Vienlaikus pastāv iespēja samazināt pašreizējo tēriņu ietekmi uz fiskālo atbalstu, kas ierobežotu valdības parāda kāpumu.

Attiecībā uz valstīm ar zemu vai vidēju valdības parāda līmeni Komisija norāda, ka nevar prognozēt, ka Latvija un Lietuva pietiekami nodrošinās valsts finansētu kārtējo izdevumu pieauguma kontroli. Attiecībā uz valstīm ar augstu valdības parāda attiecību pret IKP tiek uzskatīts, ka Itālija nepietiekami nodrošina valsts finansētu kārtējo izdevumu pieauguma samazināšanu. Tāpēc Komisija un Eurogrupā⁶ aicina Itāliju veikt nepieciešamos pasākumus, lai ierobežotu šos izdevumus.

Fiskālās nesabalansētības korigēšana euro zonas valstīs joprojām notiek neviendabīgi.⁷

Saskaņā ar Komisijas 2021. gada rudens prognozi paredzams, ka budžeta deficīts gan 2022., gan 2023. gadā samazināsies visās euro zonas valstīs (B attēls). Prognozēts, ka 2023. gadā septiņās euro zonas valstīs tas pārsniegs 3% no IKP sliekšni. Lielākais deficīts 2022.–2023. gadā gaidāms dažās valstīs, kurām, pandēmijas periodam sākoties, bija augsta valdības parāda attiecība pret IKP. Vairākumā euro zonas valstu tā 2022. gadā varētu samazināties, taču nemainīgas politikas scenārija gadījumā dažās turpinās palielināties līdz pat prognožu perioda beigām (C att.). Kopumā paredzams, ka prognožu perioda beigās 2023. gadā saglabāsies augstāka valdības parāda attiecība pret IKP nekā pirms krīzes, t.sk. dažās dalībvalstīs, kurās krīzes sākumā tā bija samērā augsta.

Joprojām jāsauglabā izaugsmei labvēlīgi fiskālās politikas mērķpasākumi.

Fiskālajai politikai vēl jāatrod līdzsvars starp drošas un noturīgas izejas no krīzes sasniegšanu un uzmanības saglabāšanu attiecībā uz fiskālo ilgtspēju. Ņemot vērā

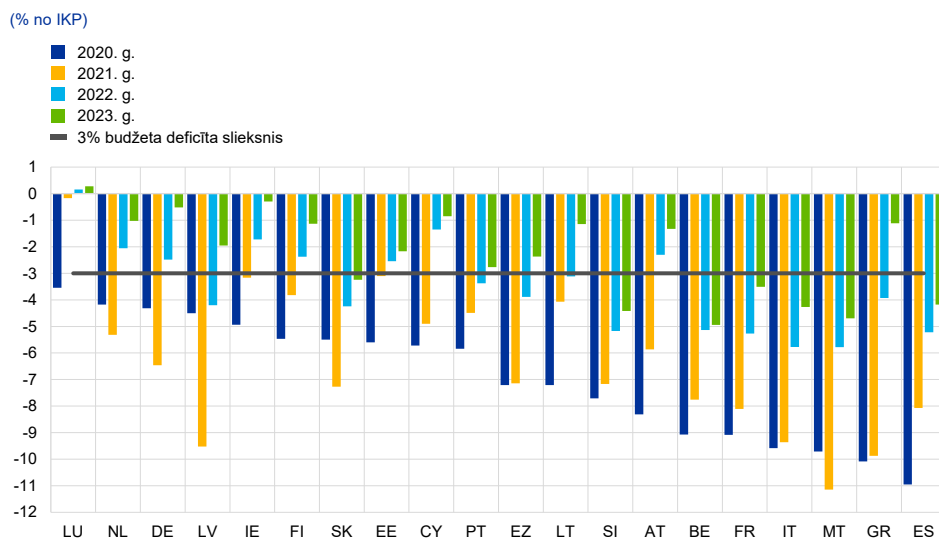
⁶ The Eurogroup Statement on the Draft Budgetary Plans of 2022 ("Eurogrupas paziņojums par 2022. gada budžeta plānu projektiem"), kas izdots 2021. gada 6. decembrī, "aicina dalībvalstis ar augstu valdības parāda līmeni, kurās saskaņā ar Komisijas novērtējumu nav plānots, ka valsts finansētu kārtējo izdevumu pieaugums būs pietiekami ierobežots, veikt nepieciešamos pasākumus valsts budžeta sagatavošanas procesā".

⁷ Sīkāk par euro zonas budžeta norišu kopējām tendencēm saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm euro zonai sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" 6. nodaļā.

lielo nenoteiktību, fiskālais atbalsts, kas reaģē uz makroekonomiskajām norisēm, var veicināt šo līdzsvarotību. Ja pandēmijas situācija pasliktinātos, papildu fiskālais atbalsts ierobežotu nelabvēlīgo ietekmi uz izlaides kāpumu. Vienlaikus, ja valstis iemācīsies efektīvāk pielāgoties pandēmijai un sasniegt ātrāku izaugsmi, nekā pašlaik prognozēts, valstis ar augstu valdības parādu varētu uzlabot fiskālo ilgtspēju, izmantojot labāku, nekā prognozēts, nominālā IKP dinamiku, lai uzlabotu budžeta stāvokli. Ja atbilstoši Padomes 2021. gada jūnija ieteikumiem fiskālais atbalsts 2022. gadā koncentrētos uz produktīviem tēriņiem, ieskaitot ieguldījumus, kas finansēti ar ANM palīdzību, ietekme uz tautsaimniecības izaugsmi būtu īpaši labvēlīga. Ņemot vērā gaidāmo Stabilitātes un izaugsmes pakta vispārējās izņēmuma klauzulas deaktivizēšanu no 2023. gada un notiekošās ES ekonomiskās pārvaldības regulējuma pārskatīšanas iespējamo ietekmi⁸, būtu nepieciešama savlaicīga vienošanās par fiskālās politikas orientāciju.

B attēls

Valdības budžeta bilance 2020.–2023. g.



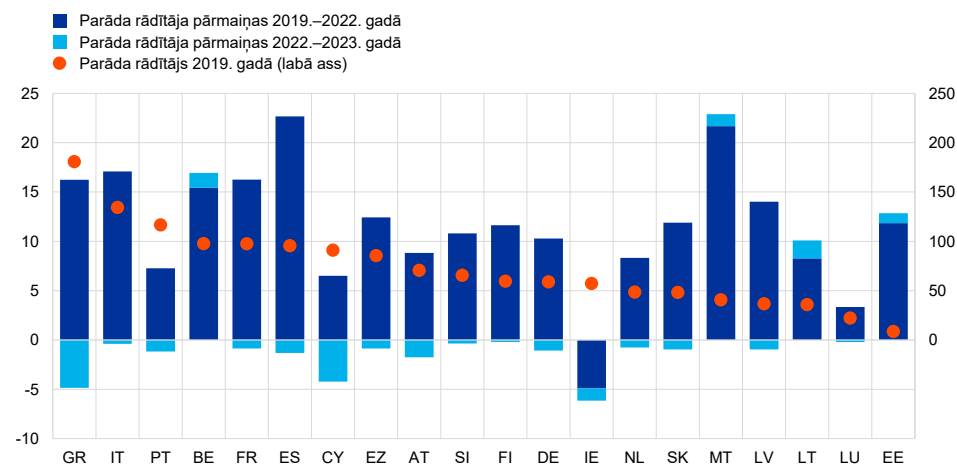
Avoti: Eiropas Komisija (AMECO datubāze) un ECB aprēķini.

⁸ Eurosystem reply to the Communication from the European Commission "The EU economy after COVID-19: implications for economic governance" of 19 October 2021.

C attēls

Valdības bruto parāds 2019.–2023. g.

(% no IKP)



Avoti: Eiropas Komisija (AMECO datubāze) un ECB aprēķini.

Statistika

Statistikas sadaļa
(no 2021. gada pieejama tikai angļu valodā)

© Eiropas Centrālā banka, 2021

Pasta adrese 60640 Frankfurt am Main, Germany
Tālrunis +49 69 1344 0
Interneta vietne www.ecb.europa.eu

Visas tiesības rezervētas. Atļauta pārpublicēšana izglītības un nekomerciālos nolūkos, norādot avotu.

ECB Valde ir atbildīga par šā biļetena sagatavošanu. Tulkojumus sagatavo un publicē nacionālās centrālās bankas.

Šajā numurā iekļautie statistiskie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 15. decembrī

ISSN 2363-3506 (PDF)

ES kataloga numurs QB-BP-21-008-LV-N (PDF)