

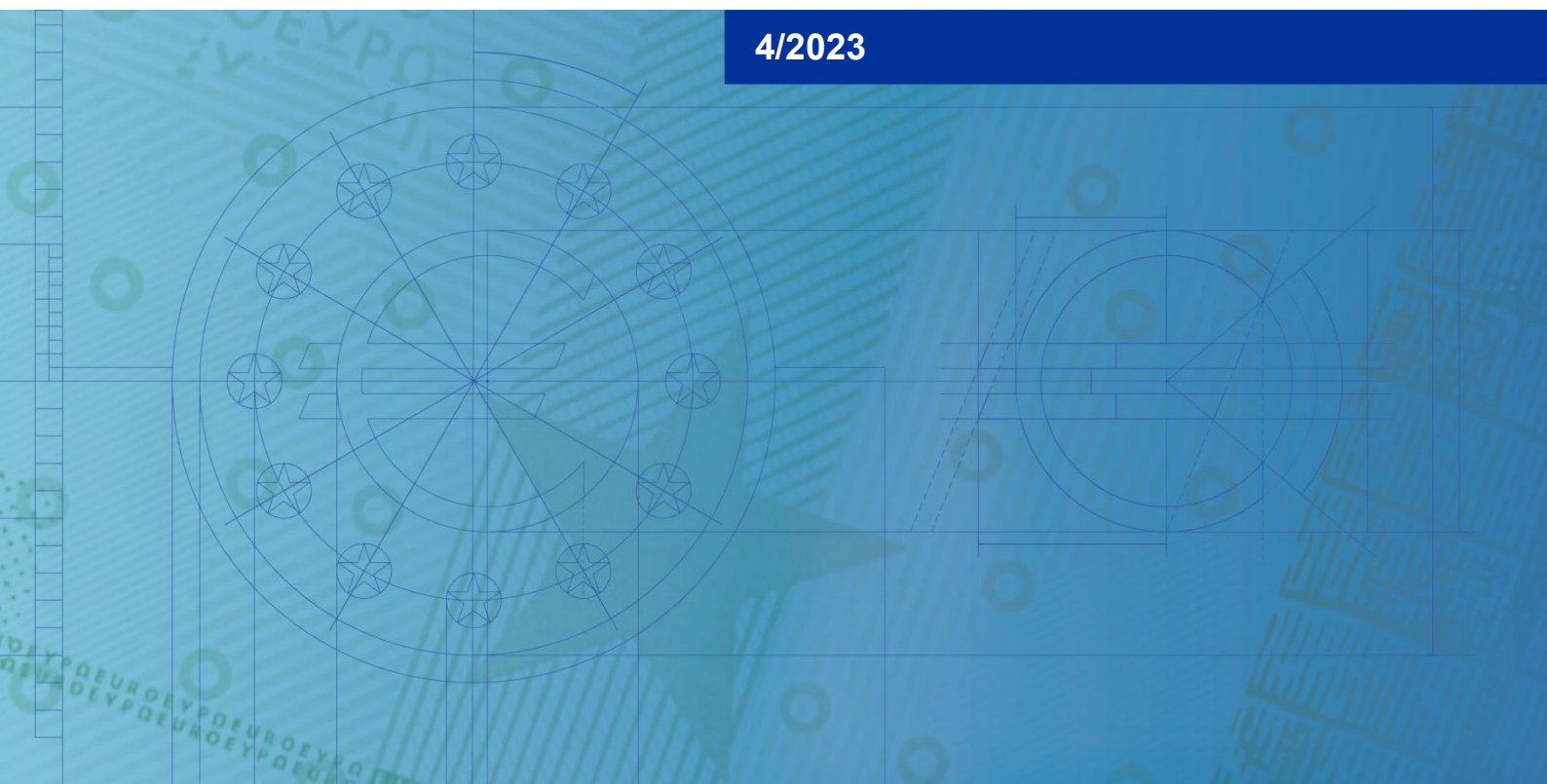


EIROPAS CENTRĀLĀ BANKA

EUROSISTĒMA

Tautsaimniecības Biļetens

4/2023



Saturs

Saturs	1
Tautsaimniecības, finansiālās un monetārās norises	2
Kopskats	2
1. Ārējā vide	9
2. Ekonomiskā aktivitāte	16
3. Cenas un izmaksas	24
4. Finanšu tirgus norises	31
5. Finansēšanas nosacījumi un kreditēšanas dinamika	37
6. Fiskālās norises	46
Ielikumi	50
1. Pandēmijas laikā veidoto uzkrājumu patēriņa impulss – vai sastāvam ir nozīme?	50
2. Telekonferences par uzņēmuma finanšu rezultātiem: jauni dati par uzņēmumu peļņu, ieguldījumiem un finansēšanas nosacījumiem	56
3. Kā vienības peļņa ir veicinājusi euro zonas iekšzemes cenu spiediena neseno pastiprināšanos?	62
4. Algu īpatsvara attīstība euro zonā kopš pandēmijas sākuma	71
5. Uzņēmumu pārdošanas cenu gaidas – SAFE liecības"	76
6. Euro zonas ārējo finanšu plūsmu lielais sarukums 2022. gadā: uz detalizētāku maksājumu bilances statistiku balstītas atziņas	81
7. Likviditāte un monetārās politikas operācijas (2023. gada 8. februāris–9. maijs)	88
8. Inflācijas un konkurētspējas atšķirības euro zonas valstīs	94
Raksts*	
1. Piedāvājuma un pieprasījuma nozīme euro zonas atveseļošanās procesā pēc pandēmijas	
1. ielikums Euro zonas un ASV tautsaimniecības norišu salīdzinājums kopš pandēmijas	
2. ielikums Diskrecionārās fiskālās politikas ietekme uz reālā IKP pieaugumu no 2022. gada līdz 2022. gadam	
3. ielikums Uz modeli balstīts ekonomiskās aktivitātes virzītājspēku novērtējums	
Statistika	99

* Raksts pieejams šā izdevuma angļu valodas versijā ECB tīmekļvietnē.

Tautsaimniecības, finansiālās un monetārās norises

Kopskats

Inflācija ir sākusi pazemināties, taču tiek prognozēts, ka tā pārlietu ilgi saglabāsies pārāk augsta. Padome ir apņēmusies panākt savlaicīgu inflācijas atgriešanos 2 % vidējā termiņa mērķrādītāja līmenī. Tāpēc tā 2023. gada 15. jūnija sanāksmē nolēma paaugstināt trīs galvenās ECB procentu likmes par 25 bāzes punktiem.

Procentu likmju paaugstinājums atspoguļo Padomes jaunāko novērtējumu par inflācijas perspektīvu, pamatinflācijas dinamiku un monetārās politikas transmisijas spēku. Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskajām iespēju aplēsēm euro zonai paredzams, ka kopējā inflācija būs vidēji 5.4 % 2023. gadā, 3.0 % 2024. gadā un 2.2 % 2025. gadā. Pamatā esošā cenu spiediena rādītāji joprojām ir spēcīgi, lai gan daži no tiem liecina par iespējamu mazināšanos. Speciālisti ir paaugstinājuši inflācijas (neietverot enerģijas un pārtikas cenas) iespēju aplēses, īpaši šim un nākamajam gadam, saistībā ar pārsteidzošo rādītāju paaugstināšanos pagātnē un stabilā darba tirgus ietekmi uz deflācijas ātrumu. Pašlaik viņi prognozē, ka 2023. gadā tā sasniegs 5.1 % un pēc tam samazināsies līdz 3.0 % 2024. gadā un 2.3 % 2025. gadā. Speciālisti ir mazliet pazeminājuši tautsaimniecības izaugsmes iespēju aplēses šim un nākamajam gadam. Tagad viņi paredz tautsaimniecības izaugsmi par 0.9 % 2023. gadā, par 1.5 % 2024. gadā un par 1.6 % 2025. gadā.

Vienlaikus notiek spēcīga Padomes agrāko procentu likmju paaugstinājumu transmisija uz finansēšanas nosacījumiem, un pakāpeniski tie sāk ietekmēt visu tautsaimniecību. Aizņemšanās izmaksas ir strauji kāpušas, un aizdevumu pieaugums palēninās. Stingrāki finansēšanas nosacījumi ir galvenais iemesls, kāpēc ir paredzama inflācijas mazināšanās tuvāk noteiktajam mērķrādītājam, jo ir gaidāms, ka tie arvien vairāk slāpēs pieprasījumu.

Padomes turpmākie lēmumi nodrošinās, ka galvenās ECB procentu likmes tiks noteiktas pietiekami ierobežojošā līmenī, lai laikus panāktu inflācijas atbilstību 2 % vidējā termiņa mērķrādītājam, un tiks noturētas šajā līmenī tik ilgi, kamēr tas būs nepieciešams. Ierobežojumu atbilstīgo apmēru un ilgumu Padome arī turpmāk noteiks, balstoties uz datiem. Konkrētāk, lēmumi par procentu likmēm arī turpmāk būs atkarīgi no Padomes veiktā inflācijas perspektīvas novērtējuma, ņemot vērā saņemtos tautsaimniecības un finanšu datus, pamatinflācijas dinamiku un monetārās politikas transmisijas spēku.

Padome apstiprināja, ka tā pārtrauks atkārtotu ieguldīšanu aktīvu iegādes programmas (AIP) ietvaros ar 2023. gada jūliju.

Ekonomiskā aktivitāte

Pasaules tautsaimniecība šo gadu sāka ar spēcīgāku pamatu nekā 2022. gada 4. ceturksnī; to noteica Ķīnas tautsaimniecības atkalatvēršanās un Amerikas Savienoto Valstu darba tirgu noturība. Globālo aktivitāti galvenokārt virzīja pakalpojumu nozare, savukārt apstrādes rūpniecības izlaide joprojām bija samērā vāja. ASV marta sākumā pieredzēto banku sektora nedienu blakusefekti izraisīja īsu akūta stresa periodu globālajos finanšu tirgos. Kopš tā laika vairākums aktīvu cenu ir atguvušās no zaudējumiem, kas tika reģistrēti attiecīgajā periodā, savukārt finanšu tirgus dalībnieki arī samazināja gaidas attiecībā uz stingrāku Federālās Rezervju sistēmas monetāro politiku. Tomēr pastāvīgā nenoteiktība vēl vairāk saasina globālās izaugsmes šķēršļus, t. sk. augsto inflāciju, globālo finanšu nosacījumu stingrības palielināšanos un ģeopolitisko spriedzi. Šajos apstākļos globālās izaugsmes un inflācijas perspektīva 2023. gada jūnija iespēju aplēsēs pamatā saglabājas tāda pati kā ECB speciālistu 2023. gada marta makroekonomiskajās iespēju aplēsēs euro zonai. Neliela 2023. gada globālās izaugsmes augšupvērsta pārskatīšana pamatā ir saistīta ar to, ka Ķīnas pieprasījuma atgūšanās 1. ceturksnī bija spēcīgāka, nekā iepriekš gaidīts. To daļēji kompensēja stingrāku finanšu un kreditēšanas nosacījumu nelabvēlīgā ietekme Amerikas Savienotajās Valstīs un citās attīstītajās valstīs. Inflācijas perspektīva 2024. gadam tika mazliet paaugstināta kontekstā ar saspringto darba tirgu un joprojām augsto darba samaksas kāpumu attīstītajās valstīs, savukārt zemākas izejvielu cenas ir saprotams iemesls, kāpēc 2023. gadam prognozētā inflācija tika nedaudz pazemināta. Gaidāms, ka pasaules tirdzniecības izaugsme šogad būs daudz lēnāka par reālā IKP pieaugumu, jo globālā pieprasījuma sastāvā vairs nav tik augsta tirdzniecības īpatsvara. 2023. gada pasaules tirdzniecības perspektīva tika pazemināta, lai gan lielā mērā tas notika saistībā ar ļoti negatīvu no 2022. gada 4. ceturkšņa pārnesto ietekmi un vājiem rezultātiem lielākajās tautsaimniecībās 1. ceturksnī.

Euro zonas tautsaimniecība pēdējos mēnešus ir stagnējusi. Samazinoties privātajam un valsts patēriņam, tā 2023. gada 1. ceturksnī saruka par 0.1 % (tāpat kā pagājušā gada 4. ceturksnī). Visticamāk, tautsaimniecības izaugsme saglabāsies vāja īstermiņā, taču pieņemsies spēcīgāk atlikušā gada laikā līdz ar inflācijas pazemināšanos un piegādes pārrāvumu pakāpenisku mazināšanos. Apstākļi dažādās tautsaimniecībās nozarēs nav vienlīdzīgi: apstrādes rūpniecībā aktivitāte kļūst arvien vājāka, to daļēji skaidrojot ar mazāku globālo pieprasījumu un stingrākiem euro zonas finansēšanas nosacījumiem, bet pakalpojumu nozare joprojām ir noturīga.

Darba tirgus ir saglabājis kā spēcīgs posms. Gada 1. ceturksnī darba tirgus tika papildināts ar gandrīz miljonu jaunu darbvieta, un bezdarba līmenis aprīlī bija vēsturiski zemā līmenī (6.5 %). Palielinājies arī vidējais nostrādāto stundu skaits, lai gan tas joprojām nedaudz atpaliek no līmeņa, kāds bija pirms pandēmijas.

2023. gada jūnija iespēju aplēses rāda, ka tuvākajos ceturkšņos gaidāma tautsaimniecības izaugsmes atgriešanās, jo enerģijas cenas kļūst mērenākas, ārējais pieprasījums pieņemas spēcīgā un piegādes vājie posmi tiek novērsti, tāpēc uzņēmumi var turpināt risināt problēmas saistībā ar vērā ņemamajiem kavētajiem

pasūtījumiem, kamēr nenoteiktība – t. sk. tā, kas saistīta ar neseno spriedzi banku sektorā, – pamazām atkāpjas. Turklāt reālie ienākumi uzlabosies, balstoties uz noturīgo darba tirgu, jo bezdarba rādītāji ir sasnieguši vēsturiski zemu līmeni visā aplēšu periodā. Stingrāka ECB monetārā politika pakāpeniski ietekmēs visu reālo tautsaimniecību. Kopā ar pakāpenisko fiskālā atbalsta mazināšanu tas nelabvēlīgi ietekmēs tautsaimniecības izaugsmi vidējā termiņā. Kopumā gaidāms, ka gada vidējais reālā IKP pieaugums 2023. gadā samazināsies līdz 0.9 % (2022. gadā – 3.5 %), bet pēc tam palielināsies līdz 1.5 % 2024. gadā un 1.6 % 2025. gadā. Salīdzinājumā ar 2023. gada marta iespēju aplēsēm IKP izaugsmes perspektīva ir pazemināta par 0.1 procentu punktu 2023. gadam un 2024. gadam, pamatā atspoguļojot stingrākus finansēšanas nosacījumus. IKP izaugsme 2025. gadā saglabāsies nemainīga, jo gaidāms, ka minēto ietekmi daļēji kompensēs augstāku reālo rīcībā esošo ienākumu un mazākas nenoteiktības ietekme.

Gaidāms, ka euro zonas fiskālā perspektīva aplēšu periodā uzlabosies. Pēc būtiskā sarukuma 2022. gadā tiek prognozēts, ka euro zonas budžeta deficīts 2023.–2024. gadā turpinās samazināties lēnāk un 2025. gadā būs vērojams pavisam neliels sarukums (līdz 2.5 % no IKP). Budžeta bilances samazināšanās aplēšu perioda beigās salīdzinājumā ar 2022. gadu tiek skaidrota ar cikliski koriģētās sākotnējās bilances uzlabošanos un mazāk – ar labāku ciklisko fiskālo komponenti, procentu maksājumiem (izsakot tos kā daļu no IKP) minētajā periodā pakāpeniski pieaugot. Tiek prognozēts, ka euro zonas parāds turpinās mazināties, lai arī lēnāk pēc 2022. gada, un līdz 2025. gadam tas būs 87.3 % no IKP. To galvenokārt nosaka procentu likmju un izaugsmes tempa negatīvā starpība, kas ar uzviju kompensē noturīgo sākotnējo deficītu. Tomēr paredzams, ka 2025. gadā gan deficīta, gan parāda rādītājs joprojām pārsniegs līmeni, kāds bija pirms pandēmijas. Salīdzinājumā ar 2023. gada marta iespēju aplēsēm budžeta bilance perioda beigās saglabājas pārsvarā nemainīga, savukārt parāda rādītājs 2023.–2025. gadam ir mazliet paaugstināts ne tik labvēlīgas procentu likmju un izaugsmes tempa starpības dēļ.

Enerģijas krīzei pakāpeniski izzūdot, valdībām bez kavēšanās un saskaņoti būtu jāierobežo attiecīgie atbalsta pasākumi, lai izvairītos no spēcīgāka vidēja termiņa inflācijas spiediena, kas radītu nepieciešamību pēc spēcīgākas monetārās politikas reakcijas. Fiskālajai politikai vajadzētu būt veidotai tā, lai uzlabotu euro zonas tautsaimniecības produktivitāti un pakāpeniski mazinātu augsto valsts parāda līmeni. Politika, kas vērsta uz euro zonas piedāvājuma kapacitātes uzlabošanu, īpaši enerģētikas nozarē, var arī palīdzēt samazināt cenu spiedienu vidējā termiņā. Drīz būtu jāpabeidz ES ekonomiskās pārvaldības regulējuma reformas īstenošana.

Inflācija

Saskaņā ar *Eurostat* ātro aplēsi inflācija maijā turpināja kristies, sasniedzot 6.1 % (aprīlī – 7.0 %). Kritumam bija plaša ietekme. Enerģijas cenu inflācija, kas bija kāpusi aprīlī, atsāka kristies un maijā jau bija negatīva. Pārtikas cenu inflācija atkal mazinājās, tomēr saglabājās augsta (12.5 %).

Inflācija (neietverot enerģijas un pārtikas cenas) maijā samazinājās jau otro mēnesi pēc kārtas, sasniedzot 5.3 % (aprīlī – 5.6 %). Preču cenu inflācijas kritums turpinājās, un tā sasniedza 5.8 % (aprīlī – 6.2 %). Pakalpojumu cenu inflācija samazinājās pirmo reizi vairāku mēnešu laikā (no 5.2 % līdz 5.0 %). Pamatā esošā cenu spiediena rādītāji joprojām ir spēcīgi, lai gan daži no tiem liecina par iespējamu mazināšanos.

Vēsturiskie enerģijas izmaksu palielinājumi joprojām nosaka cenu kāpumu visā tautsaimniecībā. Atliktais pieprasījums no tautsaimniecības atkalatvēršanās arī turpina pastiprināt inflāciju, sevišķi pakalpojumu nozarē. Darba samaksas spiediens – lai arī tas daļēji atspoguļo vienreizējus maksājumus – kļūst par arvien nozīmīgāku inflācijas virzītājspēku. Atlīdzība vienam nodarbinātajam gada 1. ceturksnī palielinājās par 5.2 % un vienošanās ceļā noteiktā darba samaksa – par 4.3 %. Turklāt dažās nozarēs uzņēmumiem ir izdevies saglabāt samērā augstu peļņu, īpaši tajās nozarēs, kurās pieprasījums pārsniedzis piedāvājumu. Lai gan vairākums ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāju pašlaik ir aptuveni 2 %, daži rādītāji saglabājas paaugstināti, un tie pastāvīgi jāmonitorē.

Saskaņā ar 2023. gada jūnija iespēju aplēsēm, enerģijas cenu inflācijai pakāpeniski mazinoties 2023. gada laikā un pārtikas cenu inflācijai strauji sasniedzot mērenu līmeni, gaidāms, ka kopējā inflācija turpinās lejupslīdi, sasniedzot aptuveni 3 % gada pēdējā ceturksnī. Tomēr tiek prognozēts, ka SPCI inflācija (neietverot enerģijas un pārtikas cenas) īstermiņā pārspēs kopējo inflāciju un saglabāsies virs tās rādītājiem līdz 2024. gada sākumam, lai gan ar 2023. gada 2. pusgadu tā pakāpeniski mazināsies. Agrāko enerģijas cenu izraisīto šoku un citas cenu spiediena pārnesei netiešajai ietekmei pakāpeniski izzūdot un tādējādi nosakot paredzamo lejupslīdi, darba izmaksas kļūs par galveno SPCI inflācijas (neietverot enerģijas un pārtikas cenas) dzinuli. Gaidāms, ka darba samaksa lielākajā daļā aplēšu perioda pieaugs vairāk nekā divas reizes salīdzinājumā ar vēsturisko vidējo rādītāju. To veicinās kompensācija par inflāciju un ierobežotais darbaspēka piedāvājums, kā arī minimālās darba samaksas pieaugums. Tomēr gaidāms, ka peļņas maržas, kas 2022. gadā būtiski paplašinājās, daļēji kalpos par amortizatoru šo izmaksu pārnesei vidējā termiņā. Turklāt nākamo gadu gaitā monetārajai politikai vēl vairāk vajadzētu mazināt pamatinflāciju. Paredzams, ka kopējā inflācija samazināsies no 8.4 % 2022. gadā līdz vidēji 5.4 % 2023. gadā, 3.0 % 2024. gadā un 2.2 % 2025. gadā. Salīdzinājumā ar 2023. gada marta iespēju aplēsēm vidējā inflācija ir mazliet paaugstināta visā aplēšu periodā. Tas pamatā ir saistīts ar būtisku augšupvērstu SPCI inflācijas (neietverot enerģijas un pārtikas cenas) korekciju, atspoguļojot korekcijas saistībā ar sekām, ko radījusi augstāka inflācija, nekā gaidīts, un nedaudz augstākas vienības darbaspēka izmaksas, kas ar uzviju kompensē zemākas enerģijas cenas ietekmes pieņēmumus un stingrākus finansēšanas nosacījumus.

Risku novērtējums

Padome uzskata, ka tautsaimniecības izaugsmes un inflācijas perspektīva joprojām ir ļoti nenoteikta. Izaugsmes lejupvērstie riski ietver Krievijas neattaisnojamo karu pret Ukrainu un plašākas ģeopolitiskās spriedzes saasinājumu, kas varētu izraisīt

globālās tirdzniecības fragmentāciju un tādējādi nelabvēlīgi ietekmēt euro zonas tautsaimniecību. Izaugsmes temps arī varētu būt lēnāks, ja monetārās politikas ietekme būs spēcīgāka par prognozēto. Atjaunojušās finanšu tirgus spriedzes dēļ finansēšanas nosacījumi varētu kļūt vēl stingrāki, nekā gaidīts, un tādējādi mazināt konfidenci. Arī vājāka pasaules tautsaimniecības izaugsme varētu vēl vairāk apslāpēt ekonomisko aktivitāti euro zonā. Taču izaugsme varētu būt lielāka par prognozēto, ja spēcīgais darba tirgus un gaistošā nenoteiktība nozīmē to, ka pieaug iedzīvotāju un uzņēmumu konfidence un palielinās tēriņi.

Inflācijas augšupvēršie riski ietver iespējamu augšupvērsta spiediena atjaunošanos uz enerģijas un pārtikas izmaksām (arī saistībā ar Krievijas karu pret Ukrainu). Ilgstoša inflācijas gaidu paaugstināšanās virs Padomes mērķrādītāja vai spēcīgāks darba samaksas vai peļņas maržu kāpums, nekā paredzēts, varētu paaugstināt arī inflāciju, t. sk. vidējā termiņā. Nesenās vienošanās par darba samaksu vairākās valstīs ir vairojušas augšupvērstos inflācijas riskus. Pretēji tam finanšu tirgu spriedzes atjaunošanās varētu izraisīt straujāku inflācijas kritumu, nekā prognozēts. Vājāks pieprasījums, piemēram, sakarā ar spēcīgāku monetārās politikas transmisiju, arī varētu veicināt vājāku cenu spiediena veidošanos, īpaši vidējā termiņā. Turklāt inflācija pazeminātos ātrāk, ja krītošo enerģijas cenu un zemāka pārtikas cenu kāpuma transmisija uz citām precēm un pakalpojumiem notiktu ātrāk, nekā šobrīd gaidāms.

Finanšu un monetārie nosacījumi

Arvien stingrāka monetārā politika turpina atspoguļoties bezriskā procentu likmēs un plašākos finansēšanas nosacījumos. Bankām ir stingrāki finansēšanas nosacījumi, un kredīti uzņēmumiem un mājsaimniecībām sadārdzinās. Aprīlī aizdevumu procentu likmes sasniedza augstāko līmeni vairāk nekā 10 gadu laikā, proti, 4.4 % uzņēmumiem izsniegtajiem aizdevumiem un 3.4 % hipotekārajiem kredītiem.

Šādas augstākas aizņēmumu procentu likmes kopā ar stingrākiem kredītu piedāvājuma nosacījumiem un zemāku kredītu pieprasījumu ir vēl vairāk vājinājušas kredīšanas dinamiku. Uzņēmumiem izsniegto aizdevumu gada pieaugums aprīlī atkal samazinājās (līdz 4.6 %). Mēneša vidējās pārmaiņas kopš 2022. gada novembra ir bijušas negatīvas. Mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu gada pieauguma temps aprīlī bija 2.5 % un salīdzinājumā ar iepriekšējo mēnesi palielinājās tikai nedaudz. Vāja banku veikta kredīšana un Eurosistēmas bilances samazinājums noteica turpmāku plašās naudas rādītāja gada pieauguma tempa kritumu (aprīlī – 1.9 %). Plašās naudas rādītāja pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējo mēnesi ir bijušas negatīvas kopš decembra.

Atbilstoši savai monetārās politikas stratēģijai Padome padziļināti novērtēja saikni starp monetāro politiku un finanšu stabilitāti. Finanšu stabilitātes perspektīva ir saglabājusies problemātiska kopš pēdējās pārskatīšanas 2022. gada decembrī. Stingrāki finansēšanas nosacījumi paaugstina banku finansēšanas izmaksas un neatmaksāto aizdevumu kredītrisku. Kontekstā ar neseno spriedzi ASV banku sistēmā šie faktori varētu izraisīt sistēmisku stresu un īstermiņā apslāpēt

tautsaimniecības izaugsmi. Vēl viens faktors, kas ietekmē finanšu nozares noturību, ir nekustamā īpašuma tirgu sarukšana, ko varētu pastiprināt augstākas aizņemšanās izmaksas un bezdarba pieaugums. Vienlaikus euro zonas bankām ir spēcīgas kapitāla un likviditātes pozīcijas, kas mazina šos finanšu stabilitātes riskus. Makrouzraudzības politika joprojām ir pirmā aizsardzības līnija pret finanšu ievainojamības pastiprināšanos.

Monetārās politikas lēmumi

Padome 2023. gada 15. jūnija sanāksmē nolēma paaugstināt trīs galvenās ECB procentu likmes par 25 bāzes punktiem. Tādējādi galveno refinansēšanas operāciju procentu likme, aizdevumu iespējas uz nakti procentu likme un noguldījumu iespējas procentu likme tika paaugstinātas attiecīgi līdz 4.00 %, 4.25 % un 3.50 %, sākot ar 2023. gada 21. jūniju.

AIP portfelis samazinās mērenā un prognozējamā tempā, jo Eurosistēma pilnībā atkārtoti neiegulda dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumus. Līdz 2023. gada jūnija beigām samazinājums būs vidēji 15 mljrd. euro mēnesī. Padome pārtrauks atkārtotu ieguldīšanu AIP ietvaros ar 2023. gada jūliju.

Attiecībā uz pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmu (PĀAIP) Padome paredz atkārtoti ieguldīt šīs programmas ietvaros iegādāto un dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumus vismaz līdz 2024. gada beigām. Jebkurā gadījumā PĀAIP portfelis turpmāk tiks pārvaldīts tā, lai netraucētu īstenot atbilstīgo monetārās politikas nostāju.

Padome turpinās atkārtoti ieguldīt no PĀAIP portfeļa vērtspapīru dzēšanas iegūtos līdzekļus, izmantojot elastīgu pieeju, lai novērstu ar pandēmiju saistītos monetārās politikas transmisijas mehānismu apdraudošos riskus.

Tā kā bankas atmaksā summas, kuras tās aizņēmušās ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperācijās, Padome regulāri novērtēs, kā aizdevumu mērķoperācijas un to kārtējie maksājumi palīdz uzturēt tās monetārās politikas nostāju.

Secinājums

Inflācija ir sākusi pazemināties, taču tiek prognozēts, ka tā pārlietu ilgi saglabāsies pārāk augsta. Tāpēc Padome 2023. gada 15. jūnija sanāksmē nolēma paaugstināt trīs galvenās ECB procentu likmes par 25 bāzes punktiem, ņemot vērā savu apņemšanos panākt savlaicīgu inflācijas atgriešanos 2 % vidējā termiņa mērķrādītāja līmenī.

Padomes turpmākie lēmumi nodrošinās, ka galvenās ECB procentu likmes tiks noteiktas pietiekami ierobežojošā līmenī, lai laikus panāktu inflācijas atbilstību 2 % vidējā termiņa mērķrādītājam, un tiks noturētas šajā līmenī tik ilgi, kamēr tas būs nepieciešams. Ierobežojumu atbilstīgo apmēru un ilgumu Padome arī turpmāk

noteiks, balstoties uz datiem. Konkrētāk, lēmumi par procentu likmēm arī turpmāk būs atkarīgi no Padomes veiktā inflācijas perspektīvas novērtējuma, ņemot vērā saņemtos tautsaimniecības un finanšu datus, pamatinflācijas dinamiku un monetārās politikas transmisijas spēku.

Jebkurā gadījumā Padome ir gatava atbilstoši savām pilnvarām koriģēt visus instrumentus, lai nodrošinātu, ka inflācija atgriežas vidējā termiņa mērķrādītāja līmenī, un saglabātu raitu monetārās politikas transmisijas darbību.

1. Ārējā vide

Pasaules tautsaimniecības attīstības bāze šā gada sākumā bija spēcīgāka nekā 2022. gada 4. ceturksnī. To nodrošināja Ķīnas tautsaimniecības atkalatvēršanās un Amerikas Savienoto Valstu darba tirgu noturība. Globālo aktivitāti galvenokārt virzīja pakalpojumu sektors, savukārt apstrādes rūpniecības izlaide joprojām bija samērā vāja. ASV banku sektora nedienų blakusefekti marta sākumā izraisīja īsu akūta stresa periodu pasaules finanšu tirgos. Kopš tā laika vairākums aktīvu cenu ir atguvušās no zaudējumiem, kas tika reģistrēti šajā periodā, savukārt finanšu tirgus dalībnieki arī samazināja gaidas attiecībā uz stingrāku Federālās Rezervju sistēmas monetāro politiku. Tomēr pastāvīgā nenoteiktība vēl vairāk saasina globālās izaugsmes šķēršļus, t. sk. augsto inflāciju, globālo finanšu nosacījumu stingrības palielināšanos un ģeopolitisko spriedzi. Šajos apstākļos Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskās iespēju aplēses par globālo izaugsmi un inflāciju pamatā saglabājas tādas pašas kā ECB speciālistu 2023. gada marta makroekonomiskās iespēju aplēses. Neliela 2023. gada globālās izaugsmes palielināšana pamatā ir saistīta ar Ķīnas pieprasījuma spēcīgāku atgūšanos, nekā gaidīts, 1. ceturksnī. To daļēji kompensē stingrāku finanšu un kredīta nosacījumu nelabvēlīgā ietekme Amerikas Savienotajās Valstīs un citās attīstītajās valstīs. Inflācijas perspektīva 2024. gadam tika mazliet augšupvērsti koriģēta saistībā ar ierobežotā darba tirgus piedāvājuma un joprojām augstā darba samaksas kāpuma radīto nelabvēlīgo situāciju attīstītajās valstīs, savukārt 2023. gadam prognozētās inflācijas lejupvērsta korekcija skaidrojama ar zemākām patēriņa preču cenām. Gaidāms, ka pasaules tirdzniecības izaugsme šogad būs daudz lēnāka par reālo IKP, jo globālā pieprasījuma sastāvā ir mazāks tirdzniecības īpatsvars. 2023. gada pasaules tirdzniecības perspektīva tika koriģēta uz leju, lai gan lielā mērā tas notika saistībā ar ļoti negatīvu pārnesto 2022. gada 4. ceturkšņa ietekmi un vājajiem rezultātiem lielākajās tautsaimniecībās 1. ceturksnī.

Pasaules tautsaimniecības attīstības bāze šā gada sākumā bija spēcīgāka nekā 2022. gada 4. ceturksnī. To nodrošināja Ķīnas tautsaimniecības atkalatvēršanās un Amerikas Savienoto Valstu darba tirgu noturība.

No šīm valstīm saņemtie dati kopš gada sākuma bijuši pārsteidzoši augsti. Šie pārsteigumi ir saistīti ar agrāku un spēcīgāku, nekā gaidīts, pieprasījuma atveseļošanos Ķīnā, jo ar pandēmiju saistītie pārtraukumi tomēr bija īslaicīgi. ASV darba tirgus noturība būtiski stingrākas monetārās politikas apstākļos ietekmē patērētāju pieprasījumu. Aktivitāti galvenokārt virzīja pakalpojumu nozare, savukārt apstrādes rūpniecības izlaide joprojām bija samērā vāja (1. att.). Tiek lēsts, ka globālā izaugsme 1. ceturksnī ir palielinājusies līdz 0.9 % (iepriekšējā ceturksnī 0.5 %) un bija par 0.2 procentu punktiem augstāka, nekā paredzēts marta iespēju aplēsēs.¹

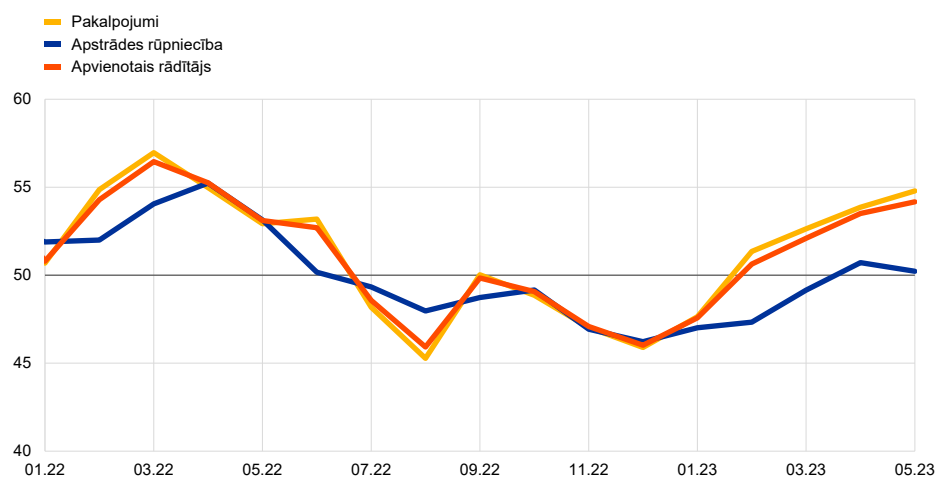
¹ Ņemot vērā to, ka šajā iedaļā galvenā uzmanība pievērsta norisēm globālajā vidē, visās atsauces uz pasaules un/vai globālajiem kopējiem tautsaimniecības rādītājiem nav ietverta euro zona.

1. attēls

Produkcijas izlaides iepirkumu vadītāju indekss (IVI) nozaru dalījumā attīstītajās un jaunajās tirgus ekonomikas valstīs

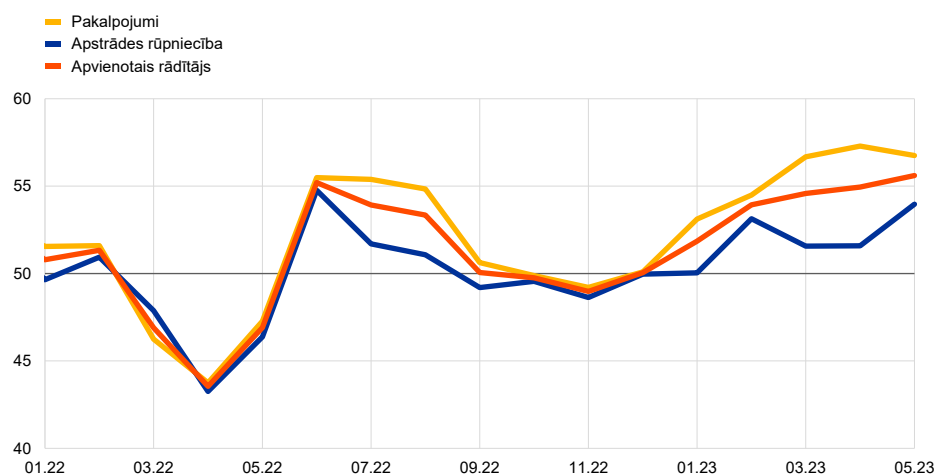
a) Attīstītās valstis (neietverot euro zonu)

(difūzijas indeksi)



b) Jaunās tirgus ekonomikas valstis

(difūzijas indeksi)



Avoti: S&P Global Market Intelligence un ECB speciālistu aprēķini.
Piezīme: Jaunākie novērojumi atbilst stāvoklim 2023. gada maijā.

Lai gan akūtā finansiālā spriedze pasaules finanšu tirgos, ko izraisīja banku sektora stress Amerikas Savienotajās Valstīs, ir mazinājusies, joprojām saglabājas augsta nenoteiktība. ASV banku sektora nedienas blakusefekti izraisīja īsu akūta stresa periodu globālajos finanšu tirgos. Kopš tā laika vairākums aktīvu grupu, izņemot finanšu uzņēmumu akcijas, ir atguvušās no zaudējumiem, kas tika reģistrēti šajā periodā, savukārt finanšu tirgus dalībnieki arī samazināja gaidas attiecībā uz stingrāku Federālās Rezervju sistēmas monetāro politiku. Augsta nenoteiktība saistībā ar norisēm ASV banku sektorā dod spēku globālās izaugsmes pretsparam, t. sk. augstajai inflācijai, finansēšanas nosacījumu stingrības palielināšanai un paaugstinātai ģeopolitiskajai nenoteiktībai. Jaunāki dati liecina, ka globālā izaugsme pēdējā laikā ir sākusi zaudēt dinamiku.

Globālās izaugsmes un inflācijas perspektīva salīdzinājumā ar speciālistu

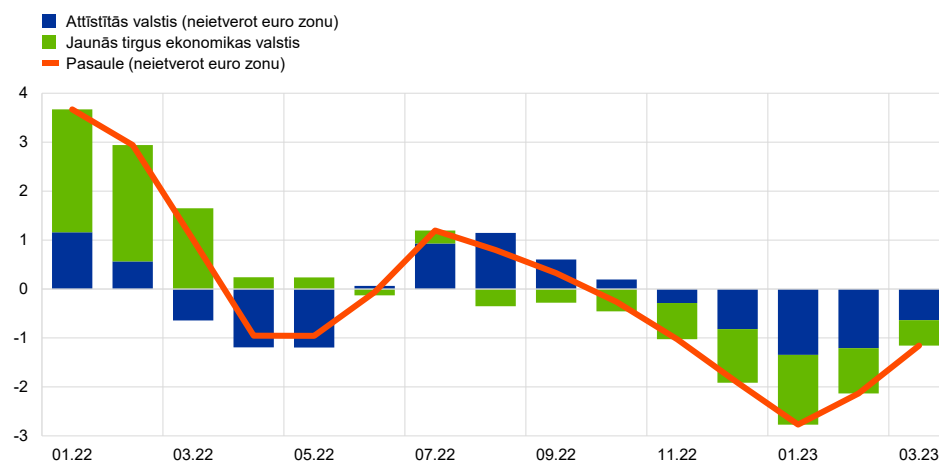
2023. gada marta iespēju aplēsēm lielā mērā saglabājas nemainīga. Saskaņā ar prognozēm pasaules tautsaimniecības izaugsme gan šogad, gan nākamgad gaidāma 3.1 % apmērā, bet 2025. gadā tā mazliet paātrināsies un sasniegs 3.3 %. Izaugsme ir mazliet paaugstināta 2023. gadam (par 0.1 procentu punktu), un mazliet pazemināta 2024. gadam (par 0.1 procentu punktu), bet 2025. gadam nav mainīta. Gada 1. ceturksnī Ķīnas pieprasījums atveseļojās ātrāk, nekā cerēts, un tas ir galvenais faktors, ar kuru skaidrojama globālās izaugsmes augšupvērstā korekcija 2023. gadam, globālās izaugsmes iespēju aplēses īstermiņā mazliet pazeminot. Globālā izaugsme 2024. gadā ir nedaudz lēnāka, nekā iepriekš prognozēts, un tas ir saistīts ar stingrākiem finanšu un kredītēšanas nosacījumiem ASV un citās attīstītajās valstīs.

Tā kā globālo aktivitāti pārsvarā virza pakalpojumu nozare, kurā tirdzniecības īpatsvars ir mazāks nekā apstrādes rūpniecības nozarē, pasaules tirdzniecība joprojām ir vāja. Atšķirību starp aktivitāti un tirdzniecību var skaidrot ar triju veidu kombinētu strukturālo ietekmi, jo aktivitāti nosaka tās ģeogrāfiskās zonas, kurās tirdzniecības īpatsvars ir mazāks (jaunās tirgus ekonomikas valstis), pieprasījuma komponenti (patēriņš) un produkti (pakalpojumi). Gaidāms, ka negatīvie strukturālie faktori īstermiņā nelabvēlīgi ietekmēs pasaules tirdzniecību, taču paredzams, ka to ietekme pēc tam izzudīs. Vienlaikus gaidāmais pieaugums pieprasījumā pēc starptautiski tirgojamiem pakalpojumiem, piemēram, tūrisma, kas turpina atgūties pēc pandēmijas, piegādes problēmu pakāpeniska atrisināšana un globālā krājumu cikla normalizācija ir uzskatāmi par pasaules tirdzniecību atbalstošiem faktoriem. Jaunākie dati un aplēses tiešām liecina, ka izaugsmes dinamika pasaules preču tirdzniecībā vairs nav tik negatīva, un ir gaidāma pakāpeniska uzlabošanās nākotnē (2. att.).

2. attēls

Preču tirdzniecības dinamika

(reālais imports, triju mēnešu pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējiem trim mēnešiem (%))



Avoti: CPB un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada martā.

Gaidāms, ka pasaules tirdzniecības izaugsme šogad būs daudz lēnāka par reālā IKP kāpumu, jo globālā pieprasījuma sastāvā vairs nav tik liels

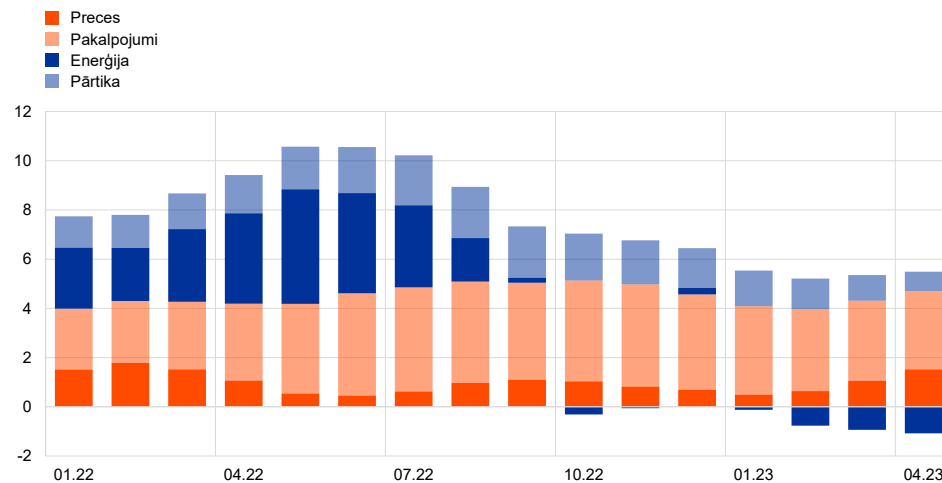
tirdzniecības īpatsvars. Prognozes paredz pasaules importa pieaugumu 2023. gadā par 1.3 % – tas ir ļoti lēns temps salīdzinājumā ar ilgtermiņa vidējo līmeni (4.8 %) un arī attiecībā uz globālo izaugsmi. Turpmāk pasaules tirdzniecībai tiek prognozēts pieaugums par 3.4 % gan 2024., gan 2025. gadā. Netiešā tirdzniecības elastība – pasaules reālā importa pieauguma attiecība pret pasaules reālā IKP kāpumu – visā aplēšu periodā ir ļoti līdzsvarota. Tas atbilst tirdzniecības elastībai, kas bija vērojama 10 gados pirms pandēmijas, tomēr tā ir daudz zemāka nekā pandēmijas laikā. Euro zonas ārējais pieprasījums attīstās līdzīgi – palielinoties par 0.5 % šogad un pakāpjoties līdz 3.1 % gan 2024., gan 2025. gadā. Gan pasaules tirdzniecības, gan euro zonas ārējā pieprasījuma prognozes šim gadam tika koriģētas uz leju, galvenokārt vērā ņemamas negatīvas pārneses ietekmes dēļ no 2022. gada 4. ceturkšņa tirdzniecības rādītājiem, kas bija vājāki, nekā iepriekš aplēsts, un arī vājākiem rezultātiem šā gada 1. ceturksnī lielākajās tautsaimniecībās. Iespēju aplēses attiecībā uz tirdzniecību pārējam aplēšu periodam pārsvarā atbilst 2023. gada marta iespēju aplēsēm.

Pamatinflācijas spiediens uz pasaules tautsaimniecību joprojām ir spēcīgs, savukārt enerģijas un pārtikas komponenti turpina pazemināt kopējo inflāciju. Kopējā patēriņa cenu indeksa (PCI) inflācija OECD zonā aprīlī samazinājās līdz 7.4% (iepriekšējā mēnesī – 7.7 %). Lai gan kopējā inflācija turpina kristies zemākas enerģijas un pārtikas cenu inflācijas ietekmē, pamatinflācija lielākoties stabili turējās 7.1 % līmenī un tās dinamika, izsakot gada procentuālajās pārmaiņās trijos mēnešos salīdzinājumā ar iepriekšējiem trim mēnešiem, turpināja paātrināties (3. att., sarkanā un oranžā josla). Tas liecina, ka pamatā esošais cenu spiediens pasaules tautsaimniecībā joprojām ir spēcīgs. Pat ja tirgojamo preču cenas turpina normalizēties piegādes pārtraukumu mazināšanās un piegādes cenu pazemināšanās dēļ, visticamāk, inflācija saglabāsies augsta noturīgāka pakalpojumu komponenta dēļ, kas atspoguļo ierobežoto darbaspēka piedāvājumu un lielo darba samaksas pieaugumu, sevišķi attīstītajās valstīs. Euro zonas konkurentu eksporta cenu pieaugums (nacionālajās valūtās) ir strauji krities kopš 2022. gada 2. ceturksnī pieredzētā augstākā punkta izejvielu cenu negatīvās bāzes ietekmes dēļ, un gaidāms, ka tuvākajā laikā tas turpinās kristies, atspoguļojot tehnisko pieņēmumu jauninājumus. Atlikušajā aplēšu periodā gaidāms konkurentu cenu pieaugums tuvāk vēsturiskajam vidējam līmenim, jo spēcīgā iekšzemes un ārējā cenu spiediena pārnese sāks mazināties.

3. attēls

OECD kopējās inflācijas dinamika

(triju mēnešu gada pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējiem trim mēnešiem; %)



Avoti: OECD un ECB aprēķini.

Piezīmes. Attiecīgās OECD kopējās inflācijas komponentu dinamikas ietekme, kas parādīta attēlā, ir veidota pēc augšupējas pieejas, izmantojot pieejamos valstu datus, kas kopā veido 84 % no OECD zonas kopējā rādītāja. Preču cenu inflāciju aprēķina kā kopējā preču devuma, no kura atņemts enerģijas un pārtikas devums, atlikušo vērtību. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada aprīlī.

Jēlnaftas cenas ir zemākas nekā marta iespēju aplēsēs minētās, jo bažas par globālo izaugsmi bija spēcīgākas par OPEC+ piegādes pārtraukuma ietekmi.

Naftas pieprasījums OECD valstīs 1. ceturksnī izrādījās vājāks nekā Starptautiskās Enerģētikas aģentūras (SEA) prognozētais gada sākumā. Turklāt Krievijas naftas produkcija ienāca lielākos apjomos, nekā gaidīts. Lai gan lielākā daļa Krievijas jēlnaftas eksporta devās uz Ķīnu, Indiju un Turciju, tas palīdzēja amortizēt spēcīgāka Ķīnas pieprasījuma ietekmi uz globālajām cenām pēc tās tautsaimniecības atkalatvēršanās. Turklāt bažas par globālās izaugsmes perspektīvām Amerikas Savienoto Valstu banku sektora nedienas kontekstā turpināja nelabvēlīgi ietekmēt naftas cenas. Eiropas gāzes cenas turpināja kāpt līdz vidējam līmenim, kāds bija pirms pandēmijas. Pastāvīgi zemais patēriņa līmenis un veiksmīga Krievijas gāzes aizstāšana noteica to, ka Eiropas Savienība (ES) sāka gāzes krājumu atjaunošanu ar vēsturiski augstu krājumu līmeni (55 %). Tā arī pagarināja gāzes taupības plāna termiņu līdz 2024. gada marta beigām, liekot dalībvalstīm samazināt gāzes patēriņu par 15 % salīdzinājumā ar 2017.–2021. gada vidējo rādītāju. Tas netieši norāda, ka pat bez gāzes importa no Krievijas ES šķiet drošticami sasniegt 90 % krājumu mērķrādītāju vēl pirms nākamās apkures sezonas sākuma novembrī un ka importam no citiem gāzes piegādātājiem vairs nevajadzētu būt tik lielam kā pagājušajā gadā.

Globālie finanšu nosacījumi attīstītajās un jaunajās tirgus ekonomikas valstīs kļuvuši mazliet stingrāki.

Lai gan globālā riska noskaņojums pēdējā laikā ir stabilizējies pēc neliela akūta spriedzes posma, ko izraisīja *Silicon Valley Bank* nedienas marta sākumā, nenoteiktība joprojām ir augsta. Kopš marta iespēju aplēsēm ASV finansēšanas nosacījumi ir kļuvuši stingrāki, un tas pārsvarā atspoguļo uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību palielināšanos, taču rādītājus ir ietekmējusi arī augstāka īstermiņa peļņa. Kopumā ņemot, globālie finanšu tirgi šķiet piesardzīgi optimistiski, neraugoties uz nepārejošo nenoteiktību. Vienlaikus tirgus gaidas par stingrāku ASV monetāro politiku nedaudz paaugstinājās līdz ar ASV

banku sektora akūtās spriedzes mazināšanos, lai gan tās joprojām ir zemākas par marta sākuma rādītājiem.

Gaidāms, ka ASV reālā IKP kāpuma temps 1. pusgadā saruks un pēc tam mēreni atgūsies. Paredzams, ka noturīgā darba tirgus ietekmē mājāsaimniecību patēriņa pieaugums saglabāsies pozitīvs. Stingrāki finansēšanas nosacījumi izraisījuši nemājokļu ieguldījumu lejupslīdi, kas, paredzams, turpināsies visu 2023. gadu, savukārt ieilgusī nenoteiktība varētu izraisīt vēl stingrāku kreditēšanas standartu ieviešanu, kas attālinās izaugsmi. Vienošanās nepiemērot ASV parāda griestus līdz 2025. gada janvārim ir mazinājusi finanšu tirgus nenoteiktību. Šī vienošanās mēreni samazina ar aizsardzību nesaistītus tēriņus, atstājot neskartu aizsardzību un obligātas valsts sociālās apdrošināšanas un veselības jomas. Kopējā PCI inflācija aprīlī bija 4.9 %, bet pamatinflācija (5.5 %) paliek pastāvīgi augsta. Pakalpojumi ir galvenais inflācijas noturības avots, jo mājokļu pakalpojumu cenas ir noturīgas un augstais darba samaksas kāpums mazinās lēnām. Turklāt preču cenu inflācijas kāpums atkal bija vērojams jau otro mēnesi pēc kārtas papildus citam būtiskam cenu palielinājumam jauno automobiļu tirgū un mazākai negatīvai ietekmei no lietoto vieglo un smago transportlīdzekļu tirgus.

Ķīnā turpinās patēriņa virzīta atveseļošanās, taču šķiet, ka mazinās tās temps. Pēc straujas patērētāju izdevumu atgūšanās saistībā ar tautsaimniecības atkalatvēršanos 2. ceturksnī atveseļošanās dinamika pamazām zaudē tempu, un pakalpojumu un patēriņa virzītā atveseļošanās nav spējusi skart ražošanu. Pakalpojumu nozares IVI norāda uz spēcīgu izaugsmi, savukārt apstrādes rūpniecības IVI mazliet pazeminājies līdz sarukuma zonai. Aprīlā mazumtirdzniecības apjoms spēcīgi pieauga gada izteiksmē, taču šis palielinājums galvenokārt atspoguļo zemo salīdzinājuma bāzi Šanhajā pagājušajā gadā noteikto plašo pārvietošanās ierobežojumu dēļ. Mazumtirdzniecības apjoma izaugsmes dinamika palēninājās, un augstas regularitātes dati liecina par tendences turpināšanos maijā. Pēc atveseļošanās sākuma pazīmēm mājokļu tirgus aktivitāte ir spērusi soli atpakaļ. Sevišķi būtiski ir mazinājušies ieguldījumi mājokļos, savukārt mājokļu pārdošanas rādītāji, kuru lejupslīde martā gandrīz beidzās, salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu atkal samazinājās. Pastāvīgi vājais mājokļu tirgus turpina kavēt tautsaimniecības attīstību. Mājokļu cenu pieaugums aprīlī palēninājās, mazinot patērētāju noskaņojumu. Gada kopējā PCI inflācija aprīlī palēninājās līdz 0.1 %, kas ir divu gadu zemākais rādītājs, un to ietekmēja pārtikas un enerģijas komponentu spēcīgais sarukums. Pamatinflācija (neietverot pārtikas un enerģijas cenas) palika nemainīga – 0.7 %.

Gaidāms, ka Japānā ekonomiskā aktivitāte turpinās mēreni paplašināties, un to veicinās atliktais pieprasījums un pastāvīgs politikas atbalsts. Reālais IKP 2023. gada 1. ceturksnī palielinājās, atspoguļojot atkalatvēršanās dinamiku, un gaidāms, ka kāpums turpināsies mērenā tempā. Pakalpojumu nozares IVI turpināja palielināties, sasniedzot ļoti augstu līmeni maijā, uzņēmumiem mazinot ar koronavīrusu (Covid-19) saistītos pārtraukumus un atjaunojoties iekšzemes un ārvalstu tūrismam, kas ir galvenie spēcīgās izaugsmes dinamikas dzinuli nozarē, savukārt apstrādes rūpniecības aktivitāte saglabājas gausa. Inflācija aprīlī joprojām bija samērā augsta, un kopējā PCI inflācija palielinājās līdz 3.5 %. PCI pamatinflācija

(neietverot pārtikas un enerģijas cenas) arī turpināja kāpt un sasniedza 2.5 %. Jaunākie rādītāji par gadskārtējām pavasara pārrunām par darba samaksas paaugstināšanu joprojām liecina par būtiskiem darba samaksas paaugstinājumiem salīdzinājumā ar vēsturisko vidējo rādītāju.

Gaidāms, ka Apvienotā Karaliste 2023. gadā spēs izvairīties no recesijas, neraugoties uz joprojām esošajiem izaugsmes šķēršļiem. Tas ir saistīts ar vēl arvien augsto patēriņa cenu inflāciju, kas nelabvēlīgi ietekmē rīcībā esošos ienākumus, palielina aizņemšanās izmaksas un mājokļu tirgus korekcijas. Lai gan izaugsmes iespēju aplēses īstermiņā nav tik sliktas, kā gaidīts, paredzams, ka ekonomiskā aktivitāte būs horizontāla. Kopējā PCI inflācija 2022. gada 4. ceturksnī sasniedza augstāko līmeni, un salīdzinājumā ar 2023. gada marta iespēju aplēsēm šim gadam tā tika būtiski pazemināta saistībā ar enerģijas cenu garantijas pagarinājumu, kas tika ieviests pavasara budžetā. Tomēr gaidāms, ka kopējā inflācija saglabāsies augsta, jo ierobežotais darbaspēka piedāvājums un spēcīgais darba samaksas spiediens veicina iekšzemes inflācijas noturību.

2. Ekonomiskā aktivitāte

Euro zonas tautsaimniecība pēdējos mēnešus stagnēja. Kopš pagājušā gada 4. ceturkšņa tā samazinājās par 0.1 % (2023. gada 1. ceturksnī), krītoties privātajam un valdības patēriņam. Ekonomiskā izaugsme, visticamāk, tuvākajā laikā saglabāsies zemā līmenī, bet gada laikā palielināsies, sarūkot inflācijai un turpinot mazināties piegādes pārrāvumiem. Apstākļi dažādos tautsaimniecības sektoros ir nevienlīdzīgi. Ražošana kļūst arvien vājāka daļēji mazāka globālā pieprasījuma un stingrāku euro zonas finansēšanas nosacījumu dēļ, saglabājoties pakalpojumu jomas noturīgai izaugsmei. Darba tirgus joprojām ir spēcīgs. Šā gada 1. ceturksnī darba tirgus tika papildināts ar gandrīz miljonu jauno darbvietu, un bezdarba līmenis aprīlī bija vēsturiski zemākajā līmenī (6.5 %). Palielinājās arī vidējais nostrādāto stundu skaits, lai gan tas joprojām nedaudz atpaliek no līmeņa, kāds bija pirms pandēmijas.

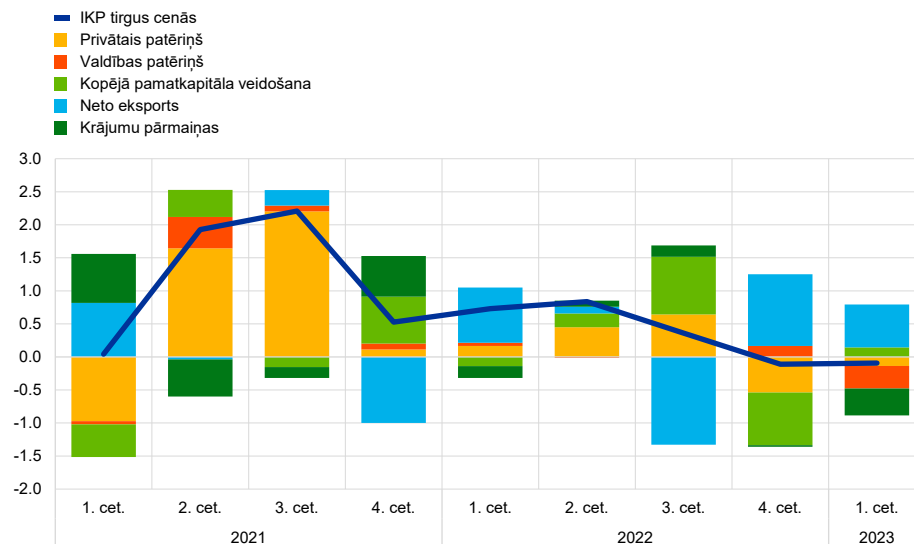
Šī perspektīva plaši atspoguļota arī Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskajās iespēju aplēsēs euro zonai, kurās šogad paredzēts, ka reālā IKP gada pieaugums palēnināsies līdz 0.9 %, bet pēc tam 2024. gadā palielināsies līdz 1.5 % un 2025. gadā – līdz 1.6 %. Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2023. gada marta makroekonomiskajām iespēju aplēsēm izaugsmes iespēju aplēse tika koriģēta un pazemināta par 0.1 procentu punktu 2023. gadam un 2024. gadam, savukārt 2025. gadam tā nav koriģēta. Tautsaimniecības izaugsmes perspektīvas joprojām ir ļoti nenoteiktas.

Euro zonas tautsaimniecība 2023. gada 1. ceturksnī nedaudz saruka. Pēc Eurostat datiem euro zonas reālais IKP 2023. gada 1. ceturksnī samazinājās par 0.1 % un tikpat daudz 2022. gada 4. ceturksnī. Tas notika, lai gan reālo IKP veicināja zemākas enerģijas cenas, piegādes problēmu mazināšanās un fiskālā politika. Izdevumu dalījuma redzams neto tirdzniecības un ieguldījumu pozitīvais devums (4. att.). Tomēr to kompensēja privātā un valdības patēriņa un krājumu pārmaiņu negatīvais devums. Salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni IKP palielinājās par 0.6 % Itālijā, 0.5 % Spānijā un 0.2 % Francijā, bet samazinājās par 0.3 % Vācijā un 0.7 % Nīderlandē. Vājos rezultātus euro zonā daļēji izskaidro arī īpaši spēcīgs Īrijas IKP (–4.6 %) kritums, kas kārtējo reizi saistīts ar notikumiem nozarēs, kurās lielākoties darbojas starptautiskie uzņēmumi. Kopējā bruto pievienotā vērtība 1. ceturksnī turpināja augt (par 0.2 %), atspoguļojot stabili izlaides pieaugumu būvniecībā, kā arī pakalpojumu nozarē līdzās pievienotās vērtības kritumam rūpniecībā. Šo manāmo starpību starp IKP un pievienotās vērtības pieaugumu noteica būtiskais tīro nodokļu ieņēmumu samazinājums, kura pamatā lielākoties bija enerģijas subsīdiu kāpums.

4. attēls

Euro zonas reālais IKP un tā sastāvdaļas

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni; %; devums; procentu punktos)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī.

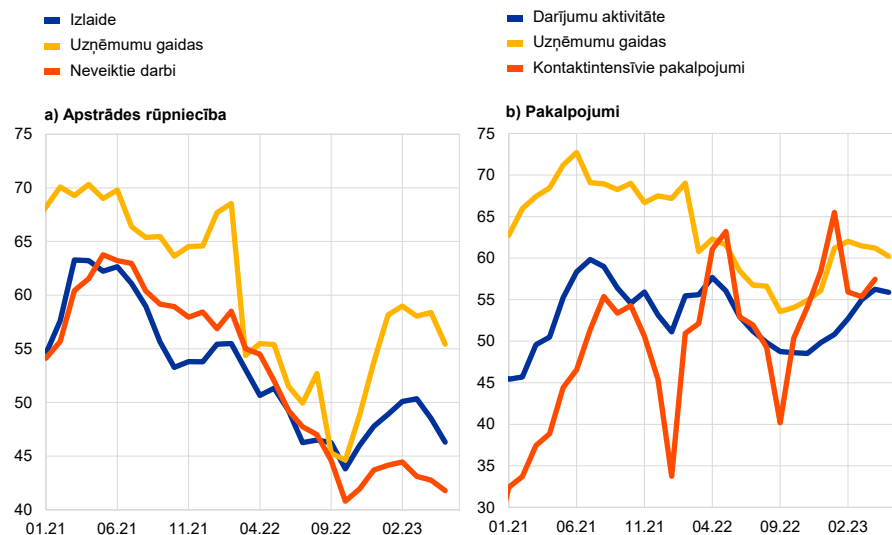
Gaidāms, ka euro zonas izlaidē 2023. gada 2. ceturksnī būs vērojams mērens kāpums, ko galvenokārt veicinās pakalpojumu nozare.

Saņemtie jaunākie apsekojumu dati liecina, ka euro zonas tautsaimniecības izaugsmes temps šā gada 2. ceturksnī varētu būt nedaudz palielinājies. Apvienotais produkcijas izlaides iepirkumu vadītāju indekss (IVI) euro zonai maijā bija 52.8, kas pārsniedz 1. ceturkšņa un ilgtermiņa vidējo rādītāju. Tomēr šī izaugsmes dinamika neatklāj divu ātrumu atveseļošanos. Rūpniecības produkcijas izlaides indekss, kas divos pēdējos mēnešos samazinājās, maijā bija 46.4, liecinot par iespējamu turpmāku izlaides kritumu (5. att. a) panelis). Jaunākie IVI rezultāti liecina arī par mazākām gaidām saistībā ar turpmāko ražošanu un uzkrājušos pasūtījumu mazināšanos. Tikmēr pakalpojumu uzņēmējdarbības aktivitātes indekss saglabājās 55.1 līmenī (1. ceturksnī – 52.8), norādot uz tālāku izlaides pieaugumu (5. att. b) panelis). Šo uzlabojumu daļēji izskaidro pieprasījuma pēc kontaktintensīviem pakalpojumiem pieaugums pēc Covid-19 ierobežojumu atvieglošanas. Nozarē palielinās arī jauno pasūtījumu skaits, un tiek sagaidīta pastāvīga izaugsme, lai gan lēnākā tempā.

5. attēls

Dažādu tautsaimniecības nozaru IVI rādītāji

(difūzijas indeksi)



Avots: S&P Global.

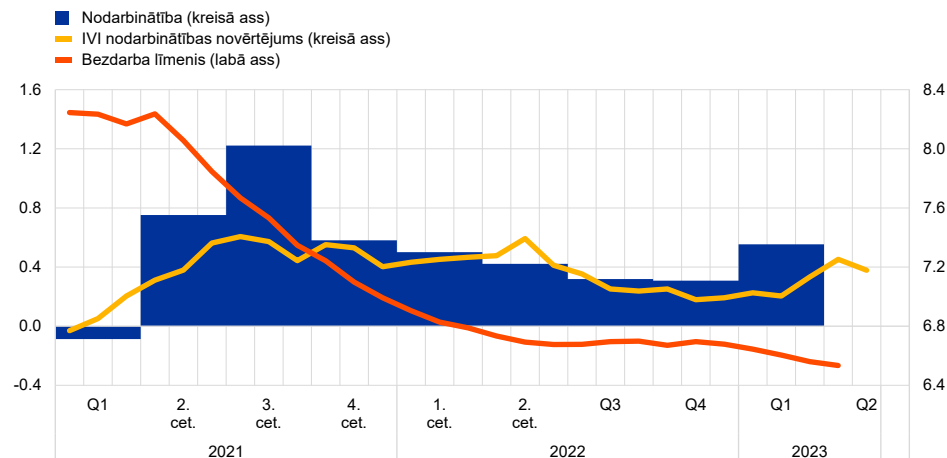
Piezīme. Jaunākie dati par kontaktintensīviem pakalpojumiem atbilst stāvoklim 2023. gada aprīlī, bet par visiem pārējiem posteņiem – stāvoklim 2023. gada maijā.

Darba tirgus 2023. gada 1. ceturksnī turpināja paplašināties un joprojām bija noturīgs pret IKP sarukumu. Nodarbinātība un kopējo nostrādāto stundu skaits 2023. gada 1. ceturksnī palielinājās par 0.6 %. Kopš 2019. gada 4. ceturkšņa nodarbinātība pieaugusi par 2.9 % un kopējais nostrādāto stundu skaits – par 1.5 % (6. att.). Tas nozīmē, ka vidējais nostrādāto stundu skaits sarucis par 1.6 %. Šis kritums ir daļēji saistīts ar liela skaita jaunu darbvieta radīšanu valsts sektorā, kas kopumā atspoguļo mazāku vidējo nostrādāto stundu skaitu salīdzinājumā ar kopējo tautsaimniecību, un ar lielāku slimības atvaļinājumu apjomu. Darba tirgus ir turpinājis augt, un tas joprojām ir galvenais darbvieta skaita palielināšanās avots. Pēc ļoti nelielu kritumu posmiem pēdējos ceturkšņos bezdarba rādītājs aprīlī bija 6.5 % (samazinājums kopš 2022. gada aprīļa par 0.2 procentu punktiem). Darbaspēka pieprasījums joprojām ir spēcīgs, un brīvo darbvieta īpatsvars stabili turas 3.0 % līmenī. Tas ir tuvu augstākajam līmenim kopš datu laikrindu apkopošanas sākuma.

6. attēls

Euro zonas nodarbinātība, IVI nodarbinātības novērtējums un bezdarba līmenis

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



Avoti: Eurostat, S&P Global Market Intelligence un ECB aprēķini.

Piezīmes. Abas līnijas atspoguļo mēneša norises, savukārt stabiņi – ceturkšņa datus. IVI izteikts kā novirze no 50, dalīta ar 10.

Jaunākie nodarbinātības dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī, IVI nodarbinātības novērtējums – stāvoklim 2023. gada maijā un bezdarba līmeņa dati – stāvoklim 2023. gada aprīlī.

Īstermiņa darba tirgus rādītāji liecina par pastāvīgu nodarbinātības kāpumu

2023. gada 2. ceturksnī. Mēneša apvienotais IVI nodarbinātības rādītājs aprīlī saruka līdz 53.8 (maijā – 54.5), bet tas joprojām bija augstāks par robežvērtību (50), kas liecina par nodarbinātības pieaugumu. Šis rādītājs kopš 2021. gada februāra ir palielinājies, sasniedzot augstāko punktu 2022. gada maijā. Kopējā tempa samazinājums norāda uz mērenu nodarbinātības izaugsmes tempu. Aplūkojot norises dažādās nozarēs, rādītājs liecina par pastāvīgu nodarbinātības kāpumu rūpniecības un īpaši pakalpojumu nozarē un par vispārēju samazinājumu būvniecības nozarē.

Privātais patēriņš 2023. gada 1. ceturksnī saruka, samazinoties tēriņiem preču iegādei.

Augsta inflācija un ilgstoša nenoteiktība 2023. gada sākumā turpināja mazināt rīcībā esošos ienākumus un rosināja uzkrājumu veidošanu. Šādos apstākļos privātais patēriņš 1. ceturksnī saruka par 0.3 %, ko vēl vairāk veicināja tēriņu samazinājums preču iegādei (7. att., a) panelis). Salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni mazumtirdzniecības apjoms 2023. gada 1. ceturksnī samazinājās par 0.2 % un saglabājās nemainīgs 2023. gada aprīlī, savukārt jaunu automobiļu reģistrācija 2023. gada pirmajos trijos mēnešos samazinājās par 3.8 % un pēc tam vēl par 1.1 % aprīlī. Turpretī mājāsaimniecību tēriņi pakalpojumu iegādei palielinājās. To joprojām labvēlīgi ietekmēja tautsaimniecības atkalatvēršanās ilgstošā ietekme.

Saņemtie dati liecina par patērētāju tēriņu mērenu palielināšanos.

Eiropas Komisijas patērētāju konfidences rādītājs aprīlī uzlabojās. To galvenokārt veicināja gaidu uzlabošanās saistībā ar vispārējo tautsaimniecības perspektīvu un mājāsaimniecību finansiālo stāvokli. Tomēr maijā tas nav mainījies, saglabājoties zemā līmenī. Patērētāju pakalpojumu nozares perspektīva saglabājas spēcīgāka nekā preču ražošanas nozarei, Komisijas paredzamā pieprasījuma pēc kontaktintensīviem pakalpojumiem rādītājam saglabājoties virs vēsturiskā vidējā līmeņa aprīlī un maijā, neraugoties uz nelielo lejupslīdi. Turpretim gaidītie patērētāju

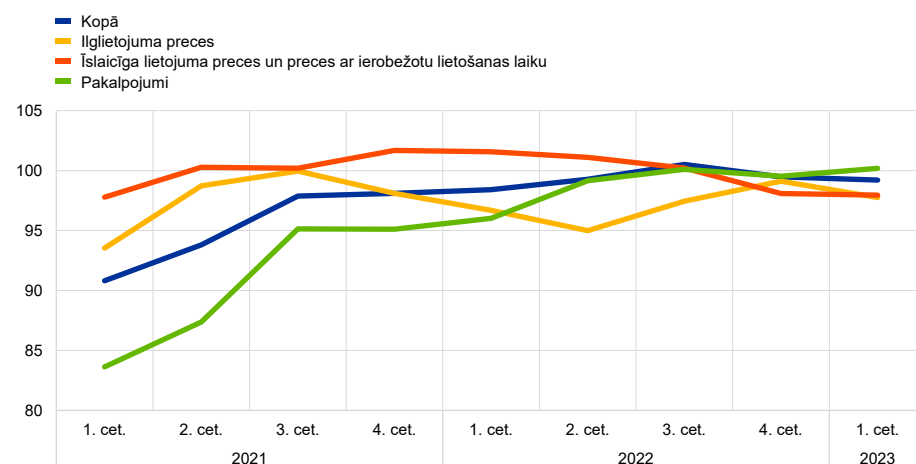
veiktie lielie pirkumi un gaidāmā mazumtirdzniecības aktivitāte maijā samazinājās un saglabājās zem vēsturiskiem vidējiem rādītājiem (7. att., b) panelis). Aprīlī veiktā ECB "Apsekojuma par patērētāju gaidām" (CES) dati liecina par plānoto brīvdienu ceļojumu rezervāciju pieaugumu, nemainoties plānotajiem sadzīves iekārtu pirkumiem – tie saglabājas zemā līmenī un apstiprināja pakalpojumu pieprasījuma un preču pieprasījuma pastāvīgi divejādo dabu. Stingrāku finansēšanas apstākļu pārņemšana uz reālo tautsaimniecību, visticamāk, samazinātu mājsaimniecību aizņēmumus, palielinātu uzkrājumus un vājinātu patēriņa izdevumus. Pēdējie CES dati liecina, ka arvien lielāks skaits mājsaimniecību ar hipotēku kredītiem ar mainīgu procentu likmi varētu kavēt parāda atmaksu.

7. attēls

Reālā privātā patēriņa rādītāji

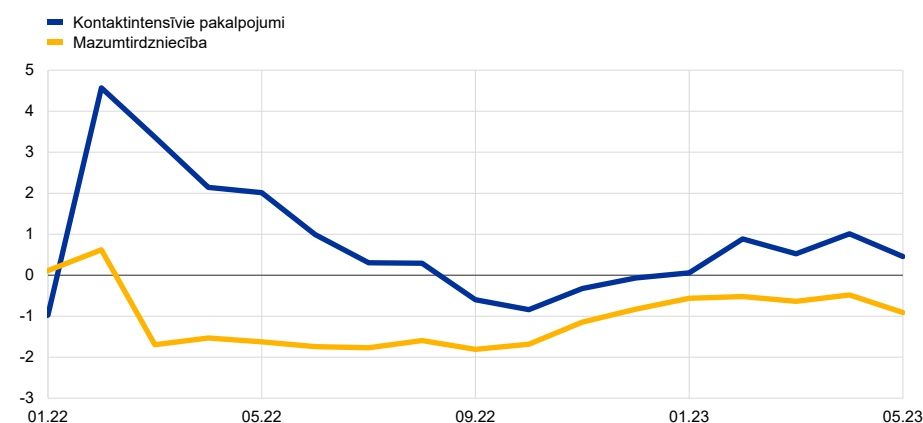
a) Reālā privātā patēriņa komponenti

(rādītāji: 2019. gada 4. ceturksnis = 100)



b) Uzņēmumu gaidas par pieprasījumu un darbību aktivitāti

(standartizēti procentuālie rādītāji)



Avoti: Eurostat, Eiropas Komisija (Ekonomikas un finanšu lietu ģenerāldirektorāts) un ECB aprēķini.

Piezīmes. b) panelī gaidāmais pieprasījums pēc kontaktintensīviem pakalpojumiem nākamo trīs mēnešu laikā ir standartizēts 2005.–2019. gada periodam, savukārt gaidāmā mazumtirdzniecības uzņēmumu situācija nākamajos trīs mēnešos ir standartizēta 1985.–2019. gada periodam. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī (a) panelis) un 2023. gada maijam (b) panelis).

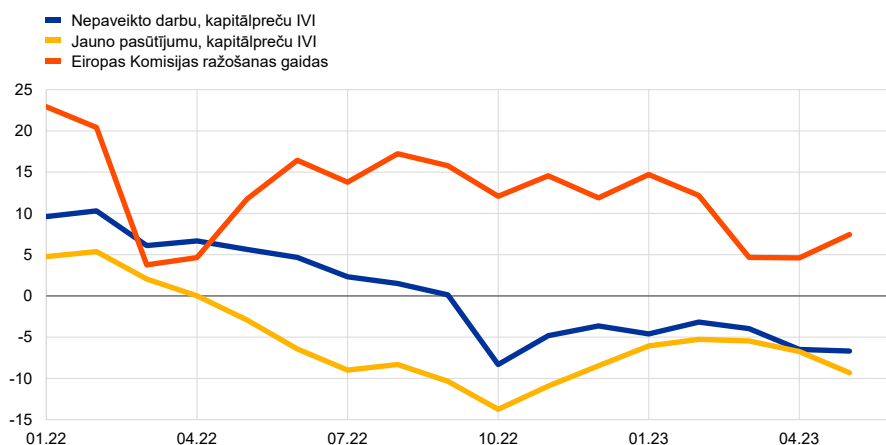
Pēc samazinājuma 2022. gada 4. ceturksnī ieguldījumi uzņēmējdarbībā

2023. gadā iezīmēja augšupvērstu dinamiku. Ar būvniecību nesaistīti ieguldījumi 2023. gada 1. ceturksnī palielinājās par 0.1 %. Šis rādītājs tomēr būtu augstāks, ja tiktu izslēgts Īrijas nemateriālo ieguldījumu svārstīgais devums. Gaidāms, ka ieguldījumi uzņēmējdarbībā šajā ceturksnī turpinās samazināties. Kapitālpreču ražošana martā strauji samazinājās, liecinot par negatīvo pārnesto ietekmi otrajā ceturksnī. Pasūtījumi, apstrādes rūpniecības konfidence un nepiepildītās darījumu un ražošanas gaidas kapitālpreču ražošanas nozarē 2. ceturksnī kopumā mazinājās (8. att.). Jauns uzņēmumu noskaņojuma indekss attiecībā uz uzņēmumu finanšu rezultātiem, kura pamatā ir dati no lielo euro zonas uzņēmumu telekonferencēm par uzņēmumu finanšu rezultātiem, liecina, ka, neraugoties uz lejupslīdi pēc iepriekšējos gados sasniegtā augstā līmeņa, uzņēmumu peļņa joprojām ir samērā noturīga.² Tam vajadzētu mazināt arvien pieaugošo ietekmi, ko rada aizņemšanās izmaksu kāpums un stingrāki uzņēmumu ieguldījumu kreditēšanas standarti. Eiropas Komisijas divreiz gadā veiktais ieguldījumu apskats, kas tika publicēts 2023. gada 27. aprīlī, norāda uz labāku viedokļu līdzsvaru (kas noteikts, no pozitīvo atbilžu skaita atņemot negatīvo atbilžu skaitu) nekā 2022. gada oktobra apsekojumā. Apskatā sniegtie rezultāti liecina par pozitīvu ieguldījumu plānu kāpumu 2023. gadā gan apstrādes rūpniecības nozarē, gan pakalpojumu nozarē. Vislabākais līdzsvars ir reģistrēts pakalpojumu nozarēs, piemēram, telekomunikācijās un infrastruktūrā, kurām ir raksturīgas ilgtermiņa ieguldījumu vajadzības, kas saistītas ar enerģētikas pārkārtošanas digitalizāciju un ko atbalsta "Nākamās paaudzes ES" programma. Apskatā norādīts arī uz mehānismu un nemateriālo ieguldījumu plašo kāpumu, kas varētu vēl būt vērojams šogad.

8. attēls

Kapitālpreču nozares īstermiņa rādītāji

(novirzes no vidējiem rādītājiem)



Avoti: Markit, Eiropas Komisija un ECB aprēķini.

Piezīmes. IVI rādītāji ir parādīti kā novirzes no izaugsmes apstāšanās robežvērtības (50). Eiropas Komisijas ražošanas gaidu rādītājs tiek aprēķināts kā novirze no ilgtermiņa vidējā līmeņa. Jaunākie novērojumi atbilst stāvoklim 2023. gada maijā.

² Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu "Telekonferences par uzņēmuma finanšu rezultātiem: jauni dati par uzņēmumu peļņu, ieguldījumiem un finansēšanas nosacījumiem".

leguldījumi mājokļos 2023. gada 1. ceturksnī palielinājās, bet īstermiņā tie, visticamāk, samazināsies.

leguldījumi mājoklī 2023. gada 1. ceturksnī palielinājās par 1.3 % pēc 1.6 % krituma 2022. gada 4. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni. Šo palielinājumu, visticamāk, izraisīja labvēlīgi laikapstākļi, kā arī uzņēmumu ienesīgo pasūtījumu lielais skaits. Par to liecina tas, ka laiks, kas jāveltī uzkrāto darbu izpildīšanai, no janvāra līdz aprīlim bija tuvu vēsturiski augstākajam rādītājam, kā minēts Eiropas Komisijas ceturkšņa apsekojumā. Ēku būvniecības izlaide 1. ceturksnī vidēji ievērojami palielinājās, bet martā tā krasi samazinājās, liecinot par vāju 2023. gada 2. ceturkšņa sākumpunktu. Turklāt Komisijas ēku būvniecības aktivitātes rādītājs pēdējos trijos mēnešos vidēji būtiski samazinājās aprīlī un maijā salīdzinājumā ar 1. ceturkšņa vidējo rādītāju. Papildus tam dzīvojamu māju būvniecības IVI turpināja vēl vairāk samazināties. Pieprasījumam sarūkot, būtiski samazinās piedāvājuma puses sarežģītumi, piemēram, materiālu trūkums un ilgāki piegādes laiki, un darījumu skaits ar mājokļu nekustamo īpašumu daudzās valstīs 2022. gada 4. ceturksnī ir samazinājies par divciparu skaitli salīdzinājumā ar iepriekšējo gadu. Komisijas ceturkšņa apsekojums liecina, ka mājsaimniecību noskaņojums attiecībā uz nodomu remontēt, iegādāties vai būvēt mājokli nedaudz uzlabojās no janvāra līdz aprīlim, tomēr tas joprojām bija nomākts. Pieprasījuma kritumu izraisīja hipotēku kredītu procentu likmju kāpums, kas kopā ar zemākiem reālajiem ienākumiem un augstajām mājokļu cenām ietekmē iegādes iespējas. Tas arī atspoguļojas pieprasījuma pēc aizdevumiem mājokļa iegādei būtiskā kritumā.

Euro zonas eksporta apjoma kāpums gada 1. ceturksnī joprojām bija ierobežots, ko noteica arvien vājāks globālais pieprasījums.

Ārējam pieprasījumam vājinoties, euro zonas preču eksports 1. ceturksnī nedaudz samazinājās. Rūpniecības preču eksportu veicināja piedāvājuma puses sarežģītumu mazināšanās, savukārt enerģijas piegādes šoka ilgstošā ietekme un euro kursa kāpums vēl vairāk vājināja eksportu. Pakalpojumu eksports veicināja euro zonas kopējo eksportu. Euro zonas imports 1. ceturksnī strauji kritās, atspoguļojot iekšzemes pieprasījuma samazināšanos un mazāku enerģijas importu maigās ziemas un krājumu dēļ. Importa apjomam sarūkot, neto tirdzniecība 1. ceturksnī pozitīvi ietekmēja IKP izaugsmi, neraugoties uz gauso eksporta izaugsmi. Euro zonas tirdzniecības nosacījumi turpināja uzlaboties, samazinoties enerģijas importa cenām, kas ātri palīdzēja panākt pārpalikuma izveidošanos tekošajā kontā 2023. gada 1. ceturksnī. Uz nākotni vērstie rādītāji liecina par turpmāku euro zonas eksporta apjoma samazināšanos īstermiņā. Piegādātāju piegādes laiki maijā turpināja samazināties, un dažās galvenajās nozarēs joprojām lielā esošo pasūtījumu skaita izpildei vajadzētu veicināt eksporta rādītājus. Tomēr jauno apstrādes rūpniecības eksporta pasūtījumu apjoms atkal samazinājās, liecinot par vēl arvien zemo pieprasījumu pēc euro zonas preču eksporta. Vienlaikus jauno pakalpojumu eksporta pasūtījumu kāpums norāda uz pozitīvu virzību šajā nozarē ar spēcīgu aktivitāti ceļojumu un transporta pakalpojumu, kā arī citu tirgojamo pakalpojumu jomās, piemēram, informācijas un komunikāciju tehnoloģiju jomā.

Tālākā nākotnē gaidāma IKP izaugsmes pakāpeniska nostiprināšanās.

Paredzams, ka turpmākajos ceturkšņos tautsaimniecība atkal piedzīvos izaugsmi, enerģijas cenām kļūstot mērenākām, ārvalstu pieprasījumam pieņemoties spēkā, atrisinoties piegādes problēmām, bet nenoteiktībai – t. sk. tai, kas saistīta ar neseno

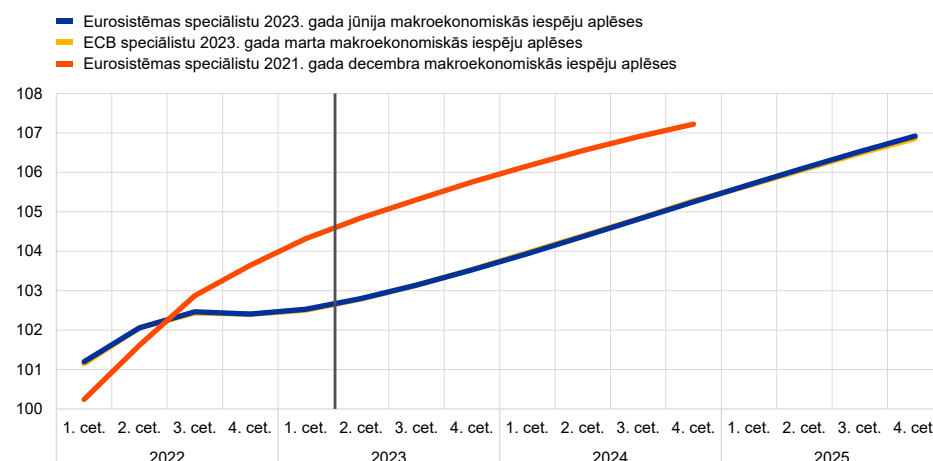
spriedzi banku sektorā, – pakāpeniski sarūkot. Turklāt reālie ienākumi pieaugs, ko sekmēs stabils darba tirgus un vēsturiski zemākā bezdarba līmeņa sasniegšana. Lai gan stingrāka ECB monetārā politika arvien vairāk ietekmēs reālo ekonomiku, gaidāms, ka kredītu piedāvājuma nosacījumu stingrības palielināšanas radītā negatīvā ietekme būs ierobežota. Kopā ar pakāpenisku fiskālā atbalsta mazināšanu tas ietekmēs ekonomisko izaugsmi vidējā termiņā.

Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskajās iespēju aplēsēs euro zonai paredzēts, ka reālā IKP gada pieaugums 2023. gadā palēnināsies līdz 0.9 % (no 3.5 % 2022. gadā), bet pēc tam 2024. gadā palielināsies līdz 1.5 % un 2025. gadā līdz 1.6 % (9. att.). Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2023. gada marta iespēju aplēsēm IKP izaugsmes perspektīva 2023. gadam un 2024. gadam samazināta par 0.1 procentu punktu, galvenokārt atspoguļojot stingrākus finansēšanas nosacījumus. Prognozētā IKP izaugsme 2025. gadā saglabāsies nemainīga, jo sagaidāms, ka stingrāku finansēšanas noteikumu ietekmi daļēji kompensēs lielāki reālie rīcībā esošie ienākumi un mazāka nenoteiktība.

9. attēls

Euro zonas reālais IKP (t. sk. aplēses)

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



Avoti: Eurostat un Eurosistēmas speciālistu makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai; 2023. gada jūnijs.

Piezīme. Vertikālā līnija apzīmē Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomisko iespēju aplēšu sākumu.

3. Cenas un izmaksas

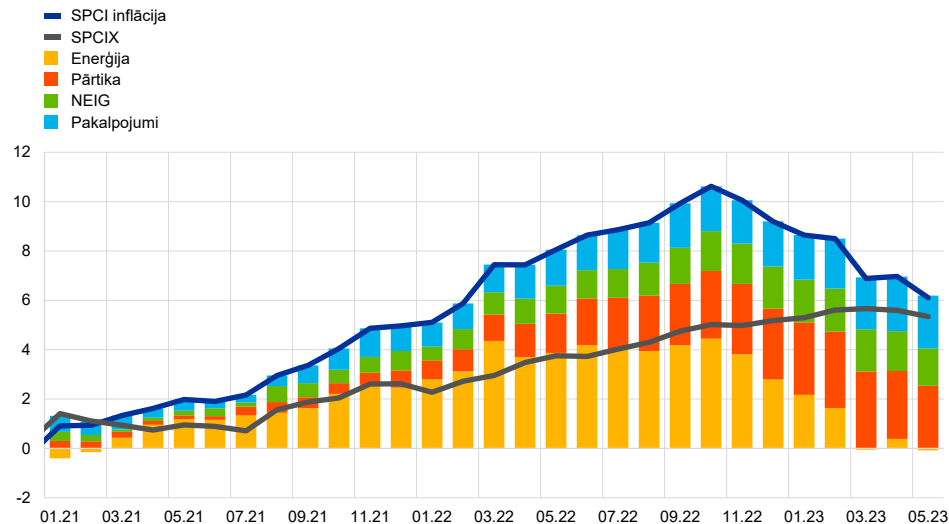
Saskaņā ar Eurostat ātro aplēsi inflācija euro zonā 2023. gada maijā bija 6.1 %, atsākot lejupslīdi, kas sākās 2022. gada oktobrī. Kopējās inflācijas samazināšanos veicināja visi apakškomponenti – enerģija, pārtika, pakalpojumi un neenerģijas rūpniecības preces (NEIG). Cenu spiediens joprojām bija spēcīgs, taču dažos gadījumos bija vērojamas pirmās tā samazināšanās pazīmes, pamazām izzūdot augsto enerģijas izmaksu, piegādes problēmu un tautsaimniecības atkalatvēršanās ietekmei. Darba samaksas spiediens ir kļuvis par arvien nozīmīgāku inflācijas avotu, savukārt nozarēs ar pieprasījuma un piedāvājuma nelīdzsvarotību peļņa saglabājās samērā augstā līmenī. Jaunākie pieejamie dati par pamatinflācijas rādītājiem uzrādīja pirmās izlīdzināšanās pazīmes, lai gan tie joprojām ir paaugstināti. Lai gan vairākums ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāju saglabājās aptuveni 2 % līmenī, daži rādītāji joprojām bija paaugstināti, un tie nepārtraukti jāmonitorē. Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskajās iespēju aplēsēs ir paredzēts, ka kopējā inflācija turpinās samazināties, 2023. gadā sasniedzot vidēji 5.4 %, 2024. gadā – 3.0 % un 2025. gadā – 2.2 %.

Saskaņā ar Eurostat ātro aplēsi SPCI inflācija maijā turpināja sarukt (līdz 6.1 %), atsākot lejupslīdi pēc nelielā kāpuma aprīlī (līdz 7.0 %) un atspoguļojot enerģijas inflācijas augšupvērsto bāzes efektu (10. att.). Samazinājumu maijā noteica zemāks inflācijas līmenis visos galvenajos SPCI komponentos (enerģija, pārtika, NEIG un pakalpojumi). Enerģijas cenu inflācija maijā saruka līdz –1.7 %, tādējādi atsākot lejupejošu tendenci pēc pieauguma aprīlī līdz 2.4 % (martā – 0.9 %). Kopējais enerģijas cenu inflācijas samazinājums pēdējo mēnešu laikā ir saistīts ar gāzes un elektroenerģijas vairumtirdzniecības cenu kritumu. Pārtikas cenu inflācija turpināja samazināties (no 13.5 % aprīlī līdz 12.5 % maijā). To noteica zemāks pieauguma temps gan neapstrādātās, gan apstrādātās pārtikas komponentiem. Tas atbilst cenu spiediena pārneses sarukumam, jo samazinās enerģijas un citu izmaksu šoku netiešā ietekme. SPCI inflācija (neietverot enerģijas un pārtikas cenas; SPCIX), bija sarukusi līdz 5.3 % (aprīlī – 5.6 %), tādējādi samazinoties otro mēnesi pēc kārtas. Šo kritumu izraisīja zemāks inflācijas pieauguma temps gan pakalpojumiem, gan NEIG. NEIG cenu inflācija maijā turpināja samazināties (5.8 %; aprīlī – 6.2 %), iespējams, lielā mērā atspoguļojot agrākā augšupvērstā spiediena mazināšanos, ko izraisīja piegādes problēmas un enerģijas izmaksu šoks. Šis sarukums, iespējams, atspoguļo arī pieprasījuma maiņu pēc pandēmijas no precēm uz pakalpojumiem. Arī pakalpojumu cenu inflācija nedaudz samazinājās (no 5.2 % aprīlī līdz 5.0 % maijā).

10. attēls

Kopējā inflācija un tās galvenie komponenti

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



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada maijā (ātrā aplēse).

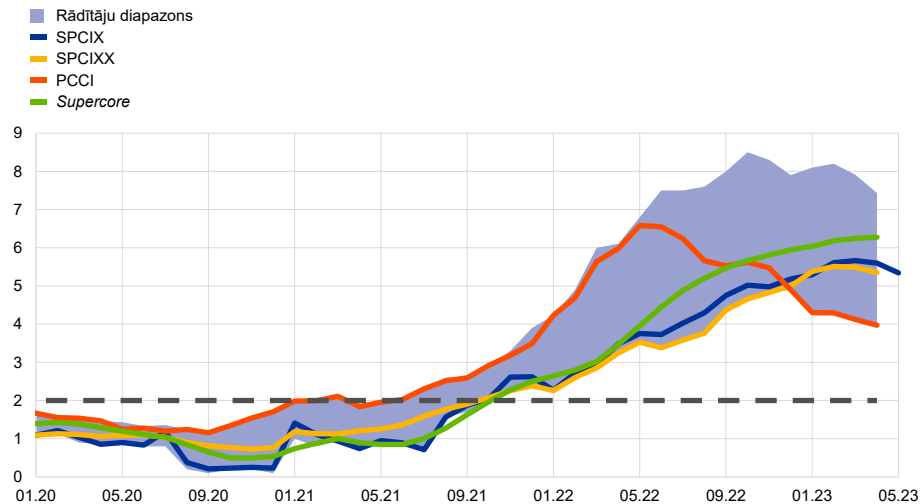
Vairākums euro zonas pamatinflācijas rādītāju liecina par pirmajām izlīdzināšanās pazīmēm, lai gan tie joprojām ir paaugstināti un saglabājas augsts nenoteiktības līmenis (11. att.).

Saskaņā ar jaunākajiem pieejamiem datiem vairākums pamatinflācijas rādītāju aprīlī uzrādīja nelielu gada kāpuma tempa samazināšanos. Turklāt SPCIX inflācija maijā turpināja sarukt (līdz 5.3 %; ātrā aplēse), pamatojot cerības uz pamatinflācijas lejupslīdi. Salīdzinājumā ar iepriekšējo mēnesi vienīgie pamatinflācijas rādītāji, kas aprīlī vēl turpināja pieaugt, bija *Supercore* rādītājs (kas ietver pret ekonomiskās attīstības cikla norisēm jutīgus SPCI posteņus) un iekšzemes inflācijas rādītājs (izņemot posteņus ar augstu importa īpatsvaru). Tas norāda uz dažu noturīgāku iekšzemes cenu spiedienu dominanci. Apvienojumā ar dažu iepriekšējo šoku ietekmes novēlotu pārnesei uz enerģijas izmaksām un piegādes ķēdēm tādējādi ir saglabājies paaugstināts pamatinflācijas līmenis. Monitorēto rādītāju klāsts aprīlī samazinājās, bet saskaņā ar vēsturiskiem standartiem joprojām bija plašs, norādot, ka saglabājas paaugstināts nenoteiktības līmenis.

11. attēls

Pamatinflācijas rādītāji

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Pamatinflācijas rādītāju diapazons ietver SPCI (neietverot enerģijas cenas), SPCI (neietverot enerģijas un neapstrādātās pārtikas cenas), SPCIX, SPCIXX, 10 % un 30 % apgrieztos vidējos rādītājus, PCCI un svērto mediānu. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē ECB inflācijas mērķrādītāju 2 % vidējā termiņā. Jaunākie dati par SPCIX attiecas uz 2023. gada maiju (ātrā aplēse), un jaunākie dati par pārējiem posteņiem – uz 2023. gada aprīli.

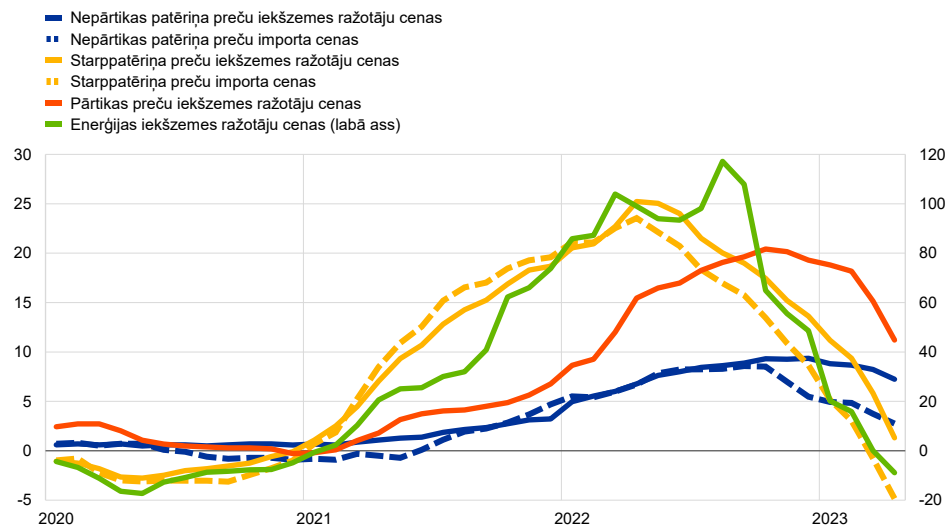
Cenu spiediena pārnese turpināja mazināties, bet daži rādītāji joprojām ir vēsturiski augsti, īpaši cenu noteikšanas ķēdes vēlākajos posmos (12. att.).

Cenu noteikšanas ķēdes sākumposmā cenu spiediens aprīlī turpināja būtiski samazināties, iekšzemes ražotāju cenu inflācijai starppatēriņa precēm sarūkot līdz 1.3 % (martā – 5.8 %). Starppatēriņa preču importa cenu gada kāpuma temps kļuva negatīvāks, samazinoties no –0.8 % martā līdz –4.8 % aprīlī. To daļēji noteica euro kursa paaugstināšanās 2022. gada rudenī. Enerģijas cenu šoka ietekmes mazināšanās atspoguļojās arī enerģijas ražotāju cenu inflācijā, kas aprīlī kļuva negatīva. Aplūkojot cenu noteikšanas ķēdes vēlākos posmus, iekšzemes ražotāju cenu inflācija nepārtikas patēriņa precēm turpināja samazināties – no 8.2 % martā līdz 7.2 % aprīlī. Tomēr tā joprojām ir ārkārtīgi augsta. Tajā pašā periodā nepārtikas patēriņa preču importa cenu gada pieauguma temps no 3.7 % samazinājās līdz 2.8 %. Nepārtrauktā cenu spiediena pārnese mazināšanās liecina, ka pagātnes cenu šoku kumulatīvā ietekme sarūk. Samazinājās arī pārtikas produktu ražotāju cenu gada kāpuma temps, aprīlī pārtikas patēriņa preču iekšzemes ražotāju cenu inflācijai sasniedzot 11.2 %, bet līdzvērtīgai importa cenu inflācijai – 3.5 %.

12. attēls

Cenu spiediena pārnese rādītāji

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme: Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada aprīlī.

Iekšzemes izmaksu spiediens, ko mēra ar IKP deflatoru, 2023. gada

1. ceturksnī turpināja palielināties vienības darbaspēka izmaksu un vienības peļņas pieauguma rezultātā (13. att.).

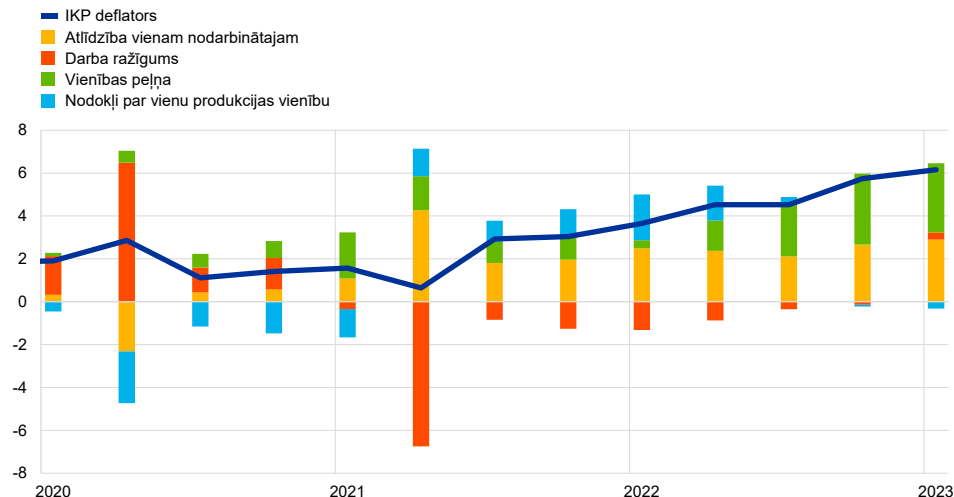
IKP deflatora pieauguma temps salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu 2023. gada 1. ceturksnī palielinājās līdz 6.2 % (2022. gada 4. ceturksnī – 5.8 %), tādējādi pārspējot SPCIX inflāciju. Vienības peļņa un vienības darbaspēka izmaksas veidoja aptuveni pusi no IKP deflatora kopējā pieauguma tempa, savukārt nodokļiem par vienu produkcijas vienību bija neliela lejupvērsta ietekme. Vienības peļņas ieguldījums IKP deflatorā no vēsturiskā viedokļa saglabājās augsts.³ Tas nozīmē, ka piedāvājuma un pieprasījuma nelīdzsvarotība dažās nozarēs vēl nav pilnībā izzudusi un ka uzņēmumi ir guvuši labumu no labvēlīgas cenu noteikšanas vides, kurā izejvielu cenu pieaugumu varēja pārnest uz pārdošanas cenām. Vienības darbaspēka izmaksu kāpuma cēlonis galvenokārt bija darba ražīguma samazināšanās – tas saruka no 0.3 % 2022. gada pēdējā ceturksnī līdz –0.6 % 2023. gada 1. ceturksnī. Pozitīvu ieguldījumu sniedza arī atlīdzības vienam nodarbinātajam pieaugums, kas tajā pašā periodā palielinājās no 4.8 % līdz 5.2 %. Darba samaksas spiediena pastiprināšanās vērojama arī vienošanās ceļā noteiktās darba samaksas pieauguma tempā, kas 2023. gada 1. ceturksnī palielinājās par 4.3 % salīdzinājumā ar 3.1 % iepriekšējā ceturksnī. Turklāt uz nākotni vērsta informācija, ko sniedz nesen noslēgtās vienošanās par darba samaksu, liecina, ka nominālās darba samaksas spiediens joprojām ir spēcīgs, īpaši ņemot vērā vienreizējos maksājumus, kas dominēja nesen noslēgtajās vienošanās dažās euro zonas valstīs.

³ Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu "Kā vienības peļņa ir veicinājusi euro zonas iekšzemes cenu spiediena neseno pastiprināšanos?".

13. attēls

IKP deflatora dalījums

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



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī. Gan attīdītība vienam nodarbinātajam, gan darba ražīgums veicina vienības darbaspēka izmaksu pārmaiņas.

Vairākums uz apsekojumiem balstīto ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāju euro zonā saglabājas aptuveni 2 % līmenī, savukārt uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji ir nedaudz palielinājušies.

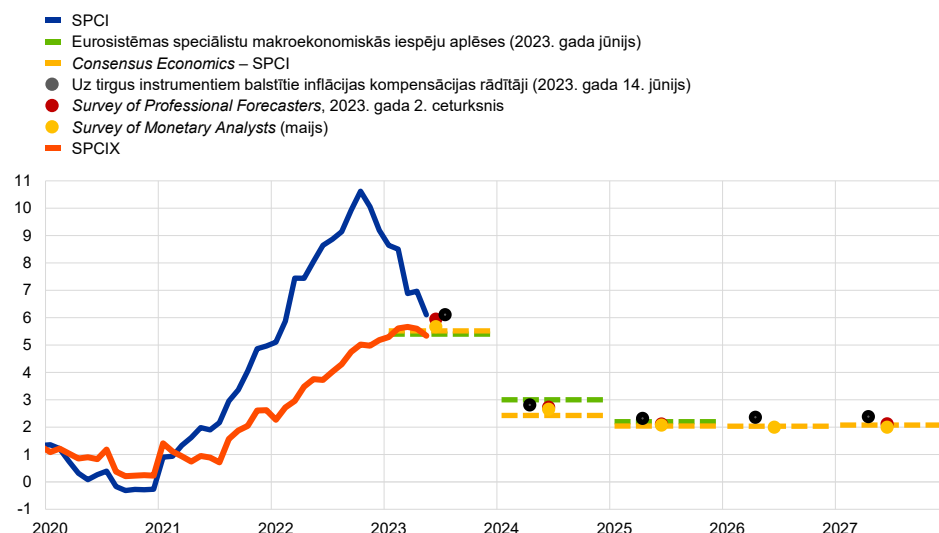
Profesionālu prognozētāju uz apsekojumiem balstītie ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāji joprojām ir aptuveni ECB 2 % mērkrādītāja līmenī. ECB *Survey of Professional Forecasters* 2023. gada 2. ceturksnim vidējās ilgāka termiņa inflācijas gaidas (kas attiecas uz 2027. gadu) palika nemainīgas 2.1 % līmenī, savukārt ECB *Survey of Monetary Analysts* 2023. gada maijā sniedza ilgāka termiņa prognozes 2.0 % līmenī, kas bija nemainīgas salīdzinājumā ar marta izdevumu. Uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji (pamatojoties uz SPCI, neietverot tabakas cenas) pārskata periodā, kas beidzās jūnija vidū, nedaudz palielinājās visiem termiņiem, tirgus dalībniekiem arvien vairāk koncentrējoties uz to, vai ir pierādījumi par pamatinflācijas noturību euro zonā un citur. Maija beigās publicētie dati par euro zonas pamatinflāciju un kopējo inflāciju, kas bija zemāki, nekā gaidīts, šo cenu noteikšanu nākotnes darījumu tirgos būtiski nemainīja. Visīsākā termiņa 1 gada inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu procentu likme pēc 1 gada pārskata perioda beigās jūnija vidū bija 2.3 % – par 15 bāzes punktiem augstāka nekā pārskata perioda sākumā marta vidū. Arī ilgākā termiņa 5 gadu inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu procentu likme pēc 5 gadiem pārskata perioda beigās bija gandrīz par 15 bāzes punktiem augstāka un svārstās 2.5 % līmenī. Tomēr jāņem vērā, ka uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji nav tiešs tirgus dalībnieku patieso inflācijas gaidu mērs, jo šie rādītāji ietver arī inflācijas riska prēmijas, kas kompensē inflācijas riskus. Attiecībā uz patērētājiem jaunākais ECB Apsekojums par patērētāju gaidām (2023. gada aprīlis) rāda, ka kopējās inflācijas mediānās gaidas trim turpmākajiem gadiem būtiski samazinājās (no 2.9 % līdz 2.5 %), savukārt gaidu mediāna nākamajam gadam

saruka no 5.0 % līdz 4.1 %.⁴ Rezultātā martā novērotais triju gadu inflācijas gaidu pieaugums kopumā ir mainījies, norādot, ka šo īslaicīgo pieaugumu varētu saistīt ar nenoteiktību un bažām par finanšu tirgus satricinājumiem Eiropā.

14. attēls

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

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters, ECB speciālistu makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai (2023. gada jūnijs) un ECB aprēķini.
Piezīmes. Uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju lairkirdu pamatā ir tagadnes inflācija viena gada periodam, inflācija viena gada periodam pēc viena gada, inflācija viena gada periodam pēc diviem gadiem un inflācija viena gada periodam pēc trim gadiem. Uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju dati atbilst stāvoklim 2023. gada 14. jūnijā. ECB 2023. gada 2. ceturkšņa aptauja Survey of Professional Forecasters tika veikta no 2023. gada 31. marta līdz 5. aprīlim. Consensus Economics ilgtermiņa prognozē ietvertie dati atbilst stāvoklim 2023. gada aprīlī, bet īstermiņa prognozē (2023. un 2024. gadam) – stāvoklim 2023. gada maijā. ECB speciālistu makroekonomiskajās iespēju aplēsēs ietvertie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 31. maijā. Jaunākie dati par SPCIX attiecas uz 2023. gada maiju (ātrā aplēse).

Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskajās iespēju aplēsēs ir paredzēts, ka kopējā inflācija turpinās samazināties, 2023. gadā sasniedzot vidēji 5.4 %, 2024. gadā – 3.0 % un 2025. gadā – 2.2 % (15. att.).

Kopējā inflācija ir sarukusi kopš pagājušā gada oktobra, lai gan izrādās, ka tā ir noturīgāka, nekā iepriekš prognozēts, neraugoties uz sākotnējām pazīmēm, kas liecina par pamatā esošā cenu spiediena mazināšanos. Gaidāms, ka enerģijas inflācija 2023. gadā kļūs arvien negatīvāka, jo enerģijas preču cenas turpina samazināties, un pārtikas produktu inflācija sasniegs mērenu līmeni. Paredzams, ka šie faktori kopā ar piegādes problēmu mazināšanos 2023. gada pēdējā ceturksnī vēl vairāk pazeminās kopējo inflāciju līdz 3.0 %. Gaidāms, ka 2024. gadā, kad paredzama fiskālo pasākumu atcelšana, inflācija svārstīsies ap šo līmeni, bet 2025. gadā tā pakāpeniski samazināsies. 2023. gada laikā SPCIX pakāpeniski saruks, 2023. gadā sasniedzot vidēji 5.1 %, 2024. gadā – 3.0 % un 2025. gadā – 2.3 %. Paredzams, ka cenu spiediena pārneses mazināšanās atsvērs darbaspēka izmaksu spiediena pastiprināšanos, jo darba samaksas pieaugums joprojām pārsniedz vēsturiskos vidējos rādītājus kompensācijas par pirkjspējas samazināšanos un ierobežotā darbaspēka piedāvājuma dēļ. Paredzams, ka vienības

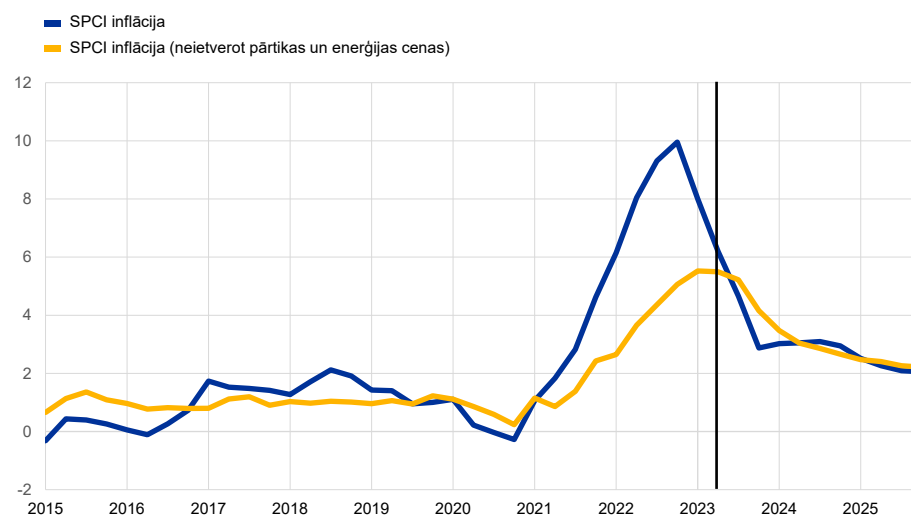
⁴ Sk. ECB 2023. gada 6. jūnija paziņojumu presei "ECB Consumer Expectations Survey results – April 2023".

peļņas samazināšanās nedaudz stabilizēs spēcīgāku darbaspēka izmaksu dinamiku. Enerģijas cenu netiešās ietekmes izžušanai, piegādes problēmu samazinājumam un monetārās politikas mazinošajai ietekmei aplēšu periodā vajadzētu veicināt inflācijas samazināšanos. Salīdzinājumā ar speciālistu 2023. gada marta iespēju aplēsēm kopējās inflācijas profils pamatā ir palicis nemainīgs, katru gadu palielinoties par 0.1 procentu punktu. SPCIX ir palielināts iepriekšējo augšupvērsto pārsteigumu un vienības darbaspēka izmaksu pieauguma radītā spiediena dēļ.

15. attēls

Euro zonas SPCI un SPCIX inflācija

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un Eurosistēmas speciālistu makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai (2023. gada jūnijs).
Piezīmes. SPCI ir saskaņotais patēriņa cenu indekss. SPCIX ir SPCI inflācija (neietverot enerģijas un pārtikas cenas). Vertikālā līnija norāda uz iespēju aplēšu perioda sākumu. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī (dati) un stāvoklim 2025. gada 4. ceturksnī (aplēses). Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai tika pabeigtas maija beigās, un pēdējais datu aktualizēšanas termiņš attiecībā uz tehniskajiem pieņēmumiem bija 2023. gada 23. maijs. Vēsturiskie dati par SPCI un SPCIX inflāciju tiek apkopoti reizi ceturksnī. Prognožu dati reizi ceturksnī tiek apkopoti par SPCI inflāciju un reizi gadā – par SPCIX inflāciju.

4. Finanšu tirgus norises

Pārskata periodā (2023. gada 16. marts–2023. gada 14. jūnijs) euro zonas finanšu tirgi stabilizējās pēc banku sektora satricinājuma, ar kuru ASV un Šveice saskārās marta sākumā. Pakāpeniski mazinoties bažām par krīzes ekonomisko ietekmi, tirgus dalībnieki pārvērtēja savas cerības attiecībā uz augstākām politikas procentu likmēm, samazinājās likmju svārstīgums, auga kapitāla vērtspapīru cenas un saruka uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpība. Maija beigās bezriskā procentu likmes visos termiņos nedaudz samazinājās. To daļēji noteica pamatinflācija un kopējā inflācija euro zonā, kas bija zemāka, nekā gaidīts. Kopumā euro īstermiņa procentu likmes (€STR) nākotnes līkne pieauga attiecībā uz visīsākā termiņa likmēm un līdz pārskata perioda beigām jūnija vidū sasniedza augstāko punktu – aptuveni 3.8 %, lai gan šis līmenis joprojām bija zemāks nekā marta sākumā pirms banku krīzes iestāšanās. Euro zonas ilgtermiņa bezriskā procentu likmes tikai daļēji atspoguļoja ASV un Apvienotās Karalistes ekvivalento likmju kāpumu un stabilizējās nedaudz augstākā punktā nekā marta vidū. Valdības obligāciju tirgi lielā mērā bija izolēti no notikumiem banku sektorā, un procentu likmju starpības nereaģēja uz Padomes maija sanāksmē izteikto paziņojumu, ka tā paredz ar 2023. gada jūliju pārtraukt atkārtotu ieguldīšanu saskaņā ar aktīvu iegādes programmu (AIP). Euro zonas kopējie kapitāla vērtspapīru cenu indeksi pārskata periodā pieauga mazāk nekā ASV, savukārt euro zonas banku sektors pārspēja ASV ekvivalentu. Ar politisko nenoteiktību attiecībā uz ASV parādsaistību maksimālo robežvērtību saistītās ASV finanšu tirgus nestabilitātes ietekme uz euro zonu lielā mērā tika ierobežota. Visbeidzot, valūtas tirgos euro kursa ar tirdzniecības apjomu svērtā izteiksmē palielinājās.

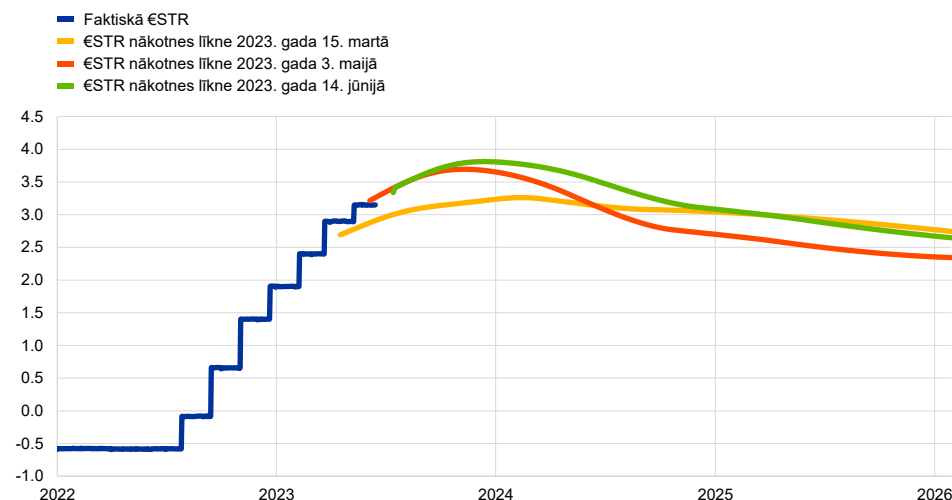
Uz nakti izsniegto kredītu indeksa mijmaiņas darījumu (OIS) nākotnes līkne pieauga attiecībā uz visīsākā termiņa likmēm, un €STR nākotnes līkne pieauga līdz aptuveni 3.8 % (16. att.). Etalonlikme (€STR) cieši sekoja noguldījumu iespējas procentu likmes pārmaiņām, kuru ECB Padome savā monetārās politikas sanāksmē 2023. gada 16. martā palielināja par 50 bāzes punktiem (no 2.5 % uz 3 %, bet 4. maija sanāksmē – par 25 bāzes punktiem (no 3 % uz 3.25 %). Marta sākumā OIS nākotnes līknes procentu likmē, balstoties uz €STR, tika iecenots augstākais līmenis (4 %), ko tā sasniegtu 2023. gada decembrī, taču pēc tam tas samazināts līdz 3.3 %, kas būtu jāsasniedz līdz 2023. gada oktobrim, ņemot vērā tirgus dalībnieku augošās bažas par banku sektora satricinājumu. Marta otrajā pusē Padomes lēmums paaugstināt noguldījumu iespējas procentu likmi un skaidrs paziņojums par euro zonas banku sektora noturību lika tirgus dalībniekiem augšupvērsti koriģēt savas monetārās politikas gaidas. Padomes maijā pieņemtais lēmums par procentu likmi būtiski neietekmēja politikas procentu likmju kursu, ko tirgus dalībnieki bija iecenojuši OIS nākotnes līknē. Tomēr maija beigās publicētie dati par euro zonas pamatinflāciju un kopējo inflāciju, kas bija zemāki, nekā gaidīts, nedaudz mazināja politikas procentu likmju gaidas. Kopumā OIS nākotnes līkne pārskata periodā pieauga attiecībā uz visīsākā termiņa likmēm un 2023. gada oktobrī sasniedza maksimālo punktu (3.8 %). Salīdzinājumā ar OIS nākotnes līkni, kura dominēja pirms Padomes

maija sanāksmes, jūnija vidū nākotnes līknē vērojams līdzīgs kāpums, bet pēc tam mērenāks nākotnes procentu likmju kritums.

16. attēls

€STR nākotnes procentu likmes

(gadā; %)



Avoti: Thomson Reuters un ECB aprēķini.

Piezīme. Nākotnes līkni aprēķina, izmantojot tagadnes OIS (€STR) procentu likmes.

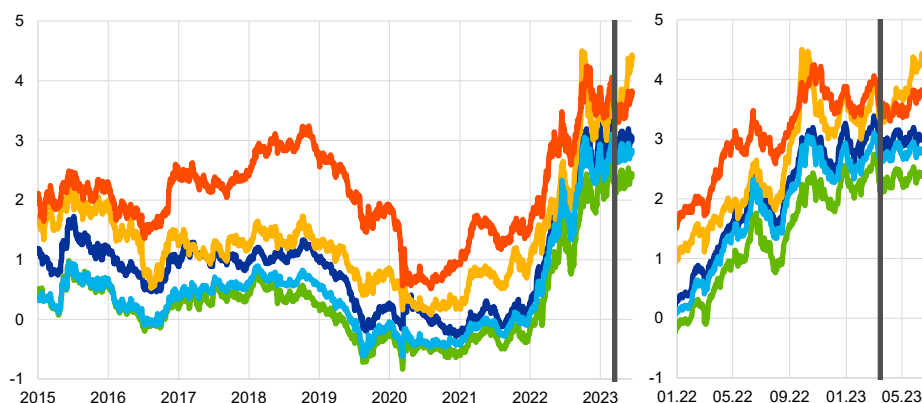
Euro zonas ilgtermiņa bezriskā procentu likmes tikai daļēji atspoguļoja ASV un Apvienotās Karalistes ekvivalento likmju kāpumu un stabilizējās nedaudz augstākā punktā nekā pārskata perioda sākumā (17. att.). Ilgtermiņa bezriskā procentu likmes euro zonā pārskata perioda sākumā (marta vidū) būtiski samazinājās, jo finanšu tirgus dalībnieki pēc banku satricinājuma pārvērtēja savas politikas procentu likmju gaidas. Ar IKP svērtā euro zonas valstu valdības 10 gadu obligāciju ienesīguma likme marta vidū bija 3 %. Pēc tam tā svārstījās aptuveni 40 bāzes punktu diapazonā un pārskata perioda beigās jūnija vidū bija par 10 bāzes punktiem augstāka – 3.1 %, esot krasā pretrunā ar nozīmīgo Apvienotās Karalistes ilgtermiņa bezriskā likmju kāpumu. Debates par ASV parādsaistību maksimālo robežvērtību, par ko 31. maijā Kongresa Pārstāvju palātā tika panākta vienošanās, apvienojumā ar riska noskaņojuma uzlabošanos un Anglijas Bankas pašreizējo stingrāko nostāju bija galvenie stimuli ASV un Apvienotās Karalistes 10 gadu valdības obligāciju ienesīguma likmju kāpumam, tām pieaugot attiecīgi par 20 bāzes punktiem un 100 bāzes punktiem un jūnija vidū sasniedzot attiecīgi 3.8 % un 4.4 %.

17. attēls

10 gadu valdības obligāciju ienesīguma likmes un 10 gadu OIS procentu likme, pamatojoties uz €STR

(gadā; %)

- Ar IKP svētais euro zonas vidējais rādītājs
- Apvienotā Karaliste
- ASV
- Vācija
- Euro zonas 10 gadu OIS procentu likme



Avoti: Refinitiv un ECB aprēķini.

Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2023. gada 16. martā). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 14. jūnijā.

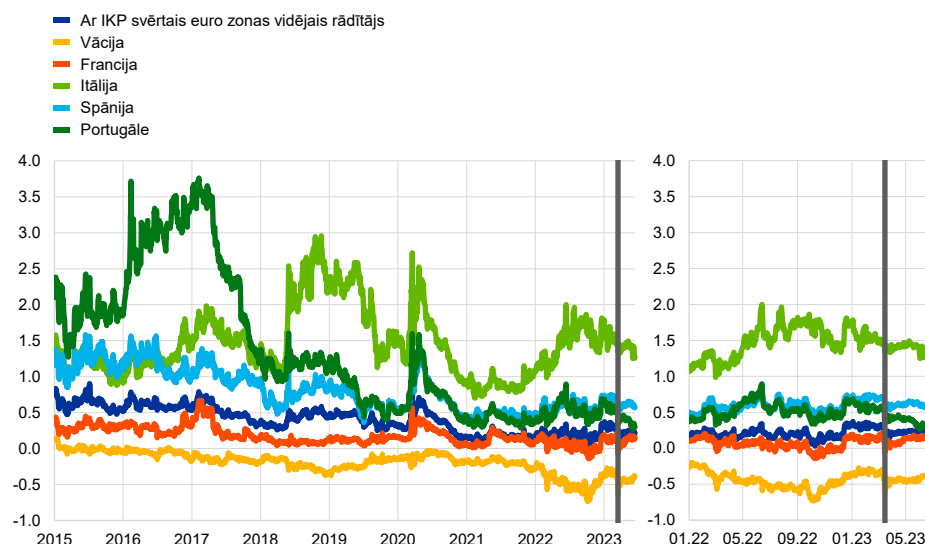
Euro zonas valstu valdības obligāciju ienesīguma likmes kopumā mainījās atbilstoši bezrisku likmju norisēm, jo valdības obligāciju ienesīguma likmju starpības joprojām neskāra bažas par banku sektoru (18. att.). Ar IKP svērtā

euro zonas valstu vidējā valdības obligāciju ienesīguma likmju starpība salīdzinājumā ar OIS likmi, pamatojoties uz €STR, pārskata periodā palielinājās tikai nedaudz, atspoguļojot valdības obligāciju ienesīguma likmju starpības lielākajā daļā jurisdikciju, kur tās kopumā saglabājās stabilā līmenī. Galvenais pieauguma virzītājspēks bija Vācijas valdības 10 gadu obligāciju ienesīguma likmju starpības pieaugums, kas palielinājās par 12 bāzes punktiem, lai kļūtu mazāk negatīvs, daļēji atspoguļojot banku sektora satricinājuma izraisītās līdzekļu pārvirzīšanas uz drošākiem aktīviem apvērsi. Padomes paziņojums maijā, kurā paredzēts, ka ar 2023. gada jūliju tiks pārtraukta atkārtota ieguldīšana saskaņā ar AIP, neizraisīja redzamu starpību palielināšanos. Ievērojama svārstība pārskata periodā bija Grieķijas valdības obligāciju starpības samazināšanās pēc parlamenta vēlēšanu pirmās kārtas 21. maijā. Tas vairoja tirgus dalībnieku cerības par iespējamu obligāciju statusa paaugstināšanu līdz investīciju kategorijai nākamo mēnešu laikā. Pārskata periodā Grieķijas valdības 10 gadu obligāciju ienesīguma likmju starpība pieauga par 60 bāzes punktiem.

18. attēls

Euro zonas valstu valdības 10 gadu obligāciju peļņas likmju starpības salīdzinājumā ar OIS 10 gadu procentu likmi, pamatojoties uz €STR

(procentu punktos)



Avoti: Refinitiv un ECB aprēķini.

Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2023. gada 16. martā). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 14. jūnijā.

Nefinanšu sabiedrību obligāciju ienesīguma likmju starpības saruka sakarā ar riska noskaņojuma uzlabošanos.

Augsta ienesīguma un investīciju kategorijas uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības saruka attiecīgi par 77 bāzes punktiem un 13 bāzes punktiem, gandrīz koriģējot starpības pieaugumu, kas bija vērojams banku sektora krīzes laikā pirms pārskata perioda. Lai gan ienesīguma likmju starpības bija nedaudz augstākas nekā pirms banku satricinājuma, nefinanšu sabiedrību (NFS) bruto emisijas atbilda vēsturiskajām likumsakarībām. Bruto emisija 2023. gada sākumā bija lielāka par vidējo bruto emisiju pēdējo 10 gadu laikā, taču, sākoties banku sektora krīzei, tā gandrīz apstājās, un ienesīguma likmju starpības būtiski palielinājās, bet pēc tam atkal atjaunojās, samazinoties ienesīguma likmju starpībām un izzūdot svārstīgumam. NFS spēja pielāgoties dominējošajiem tirgus apstākļiem un emitēt mazāk parāda vērtspapīru, kad uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības palielinājās, iespējams, novērsa starpību tālāku pieaugumu satricinājuma laikā.

Euro zonas kapitāla vērtspapīru cenas pārskata periodā palielinājās, samazinoties svārstībām akciju tirgos (19. att.).

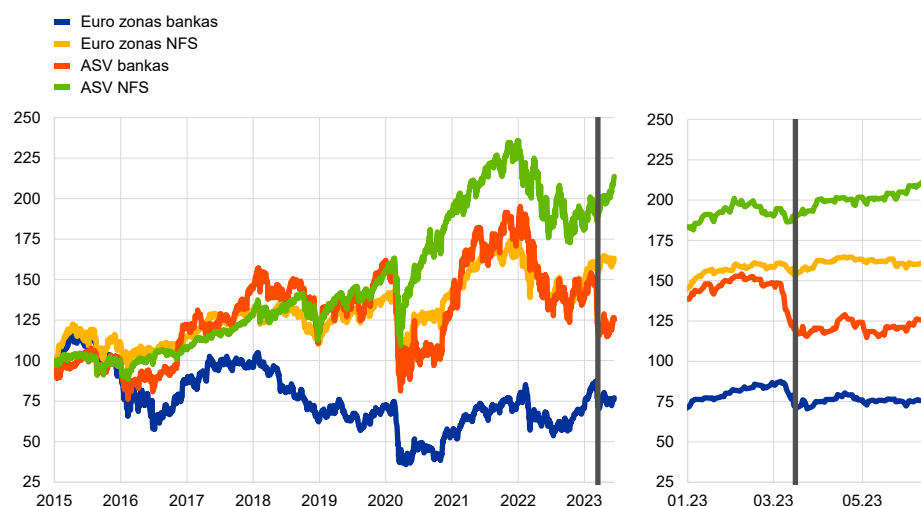
Euro zonas akciju tirgus indeksi pārskata periodā kopumā pieauga par 5 %, lielā mērā kompensējot banku sektora krīzes laikā ciestos zaudējumus, lai gan banku kapitāla vērtspapīru cenas vēl nav pilnībā atguvušas zaudēto vērtību. Tuvojoties ASV parāda maksimālās robežvērtības noteikšanas termiņam, kapitāla vērtspapīru tirgū abās Atlantijas okeāna pusēs bija samērā mierīga atmosfēra. Neraugoties uz ASV banku kapitāla vērtspapīru cenu kāpumu pastāvīgi kavējošajiem faktoriem, kopējiem kapitāla vērtspapīru indeksiem ASV klājās labāk nekā euro zonā. Tos stimulēja NFS kopumā labākie rezultāti (īpaši tehnoloģiju nozarē), kuriem ir relatīvi lielāks svērumas ASV indeksos nekā euro zonā. NFS kapitāla vērtspapīru cenas euro zonā pieauga par 4.5 %. To noteica lielākas

dividendes, nekā gaidīts, un akciju atpirkšana, kā arī augstākas īstermiņa peļņas gaidas, ko daļēji kompensēja ilgāka termiņa peļņas perspektīvas pasliktināšanās, un par 11 % Amerikas Savienotajās Valstīs pārskata periodā kopumā. Banku kapitāla vērtspapīru cenas pieauga par 5.7 % euro zonā un par 1.9 % – ASV.

19. attēls

Euro zonas un ASV kapitāla vērtspapīru cenu indeksi

(indekss: 2015. gada 1. janvāris = 100)



Avoti: Refinitiv un ECB aprēķini.

Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2023. gada 16. martā). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 14. jūnijā.

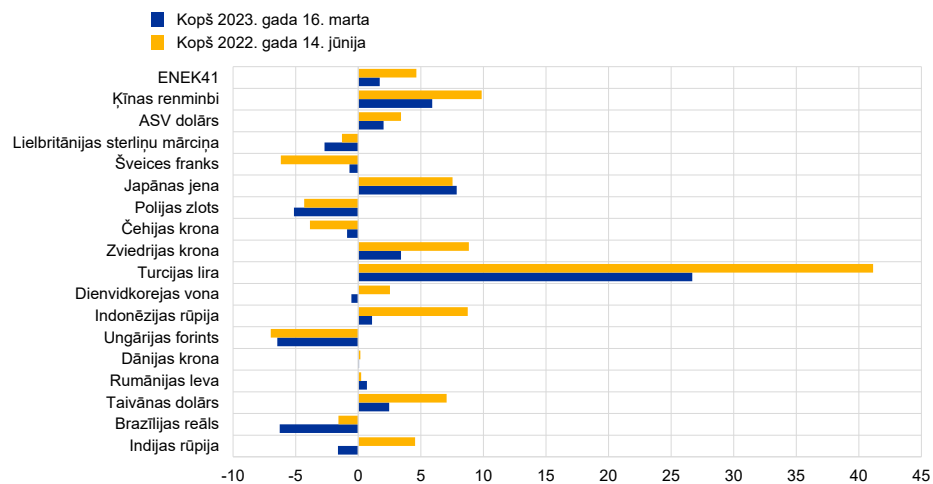
Valūtas tirgos euro kurss ar tirdzniecības apjomu svērtā izteiksmē palielinājās

(sk. 20. att.). Euro nominālais efektīvais kurss, ko mēra attiecībā pret euro zonas 41 nozīmīgāko tirdzniecības partnervalstu valūtām, aplūkojamā periodā pieauga par 1.7 %. Runājot par divpusējām valūtas kursa svārstībām attiecībā pret galvenajām valūtām, euro kurss pieauga attiecībā pret ASV dolāru (par 2.0 %), neraugoties uz procentu likmju starpību palielināšanos, kā arī attiecībā pret Ķīnas renminbi (par 5.9 %) un Japānas jenu (par 7.9 %), savukārt tas samazinājās attiecībā pret sterliņu mārciņu (par 2.7 %) un Šveices franku (par 0.7 %). Tas nostiprinājās arī attiecībā pret vairākuma lielāko Āzijas attīstības valstu valūtām, kā arī Turcijas liru (par 26.7 %), bet vājinājās attiecībā pret Brazīlijas reālu (par 6.3 %) un vairākuma Centrāleiropas un Austrumeiropas valstu, kuras nav euro zonas ES dalībvalstis, valūtām.

20. attēls

Euro kursa pārmaiņas attiecībā pret atsevišķām valūtām

(pārmaiņas, %)



Avots: ECB.

Piezīmes. ENEK-41 ir euro nominālais efektīvais kurss attiecībā pret euro zonas 41 nozīmīgākās tirdzniecības partnervalsts valūtām. Pozitīvas (negatīvas) pārmaiņas liecina par euro kursa kāpumu (kritumu). Visas pārmaiņas aprēķinātas, izmantojot valūtu 2023. gada 14. jūnija kursus.

5. Finansēšanas nosacījumi un kreditēšanas dinamika

Banku aizdevumu procentu likmes 2023. gada aprīlī turpināja palielināties, atspoguļojot galveno ECB procentu likmju vēl lielāku pieaugumu. Lai gan lēnāk nekā iepriekšējos mēnešos, turpināja pieaugt arī uzņēmumiem un mājāsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu procentu likmes. Kapitāla vērtspapīru finansējuma un uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksas no 2023. gada 15. marta līdz 14. jūnijam palielinājās tikai nedaudz. Aprīlī augstāku procentu likmju, vājāka pieprasījuma un stingrāku kreditēšanas standartu piemērošanas apstākļos turpināja samazināties arī uzņēmumiem un mājāsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu atlikums. Monetāro rādītāju dinamikas palēnināšanās turpinājās, un to noteica naudas turēšanas augstās izvēles izmaksas, kreditēšanas dinamikas pasliktināšanās un Eurosistēmas bilances samazināšanās.

Euro zonas banku aizdevumu procentu likmes aprīlī turpināja palielināties, atspoguļojot galveno ECB procentu likmju un noguldījumu likmju pieaugumu.

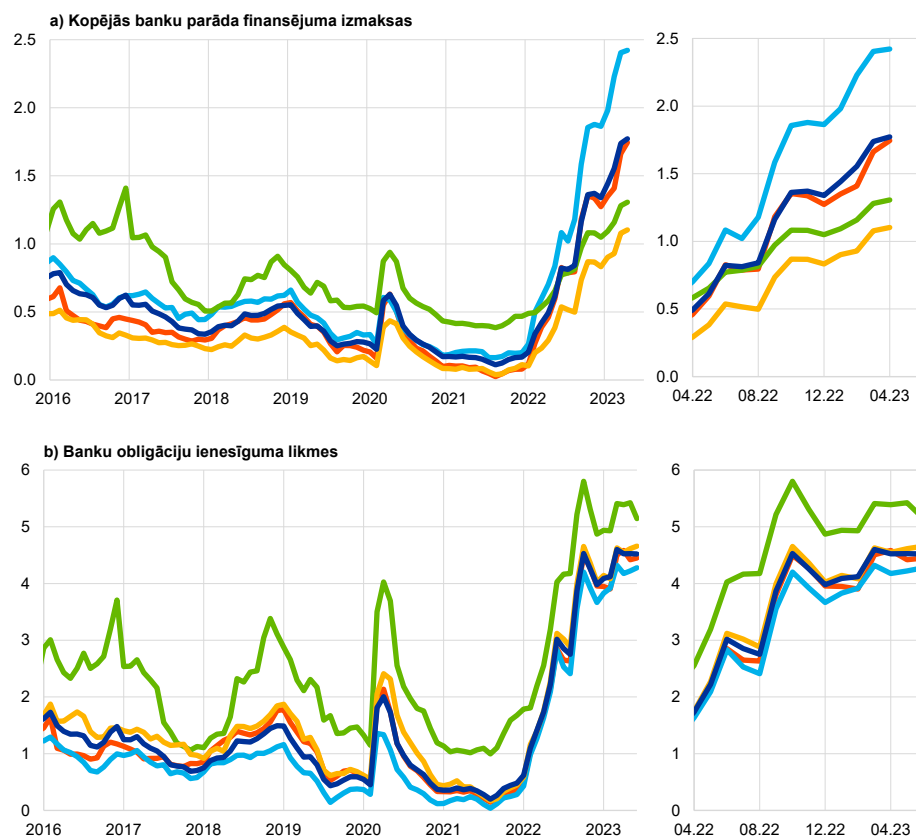
Euro zonas banku kopējās parāda finansējuma izmaksas aprīļa beigās nedaudz palielinājās, tādējādi stabilizējoties aptuveni augstākajā līmeni vairāk nekā 10 gadu laikā (21. att., a) panelis). Nesenais kāpums galvenokārt atspoguļo augstākas noguldījumu procentu likmes, savukārt banku obligāciju ienesīguma likmes kopumā bija stabilas (22. att. b) panelis). Noguldījumu procentu likmes turpināja stabili pieaugt, bija vērojamas nelielas dažādu instrumentu atšķirības. Noguldītāji reaģē uz termiņnoguldījumu procentu likmju un procentu likmju noguldījumiem uz nakti starpības palielināšanos, pārvirzot savus naudas līdzekļus no noguldījumiem uz nakti uz termiņnoguldījumiem un uz citiem instrumentiem ar lielāku atlīdzību. Galveno ECB procentu likmju palielināšanas ietekme uz noguldījumu procentu likmēm dažādās bankās būtiski atšķīrusies, un tai seko noguldījumu apjomu pārdale banku starpā. Noguldītāji ir pārvirzījuši savus noguldījumus no bankām ar mazāk pievilcīgu atlīdzību uz bankām, kuras noguldījumu procentu likmes ir paaugstinājušas straujāka tempā.

21. attēls

Banku finansējuma kopējās procentu likmes atsevišķās euro zonas valstīs

(gada dati; %)

— Euro zona
— Vācija
— Francija
— Itālija
— Spānija



Avoti: ECB, IHS Markit iBoxx un ECB aprēķini.

Piezīmes. Banku finansējuma kopējās procentu likmes ir noguldījumu un uz nenodrošinātiem tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma kopējo izmaksu vidējais svērtais rādītājs. 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 svērtas ar to attiecīgajiem atlikumiem, vidējo rādītāju. Banku obligāciju ienesīguma likmes attiecas uz augstākās prioritātes laidiena obligāciju mēneša vidējiem rādītājiem. Jaunākie banku finansējuma kopējo procentu likmju dati atbilst stāvoklim 2023. gada aprīlī un banku obligāciju ienesīguma likmju dati – stāvoklim 2023. gada 14. jūnijā.

Banku veiktā trešā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopuma (TLTRO III) ietvaros aizņemto līdzekļu atmaksa veicināja likviditātes pārpalikuma samazinājumu un banku finansējuma izmaksu kāpumu.

Kopš ITRMO III noteikumu pārkalibrēšanas, kas stājās spēkā ar 2022. gada 23. novembri, bankas veica programmas ietvaros aizņemto līdzekļu apjomīgas atmaksas. Jūnijā kopumā būs atmaksāti 1.5 triljoni euro (obligātās un brīvprātīgās atmaksas), tādējādi līdzekļu atlikums tiks samazināts aptuveni par 72 % (salīdzinājumā ar līmeni pirms pārkalibrēšanas).⁵ Bankas kopš 2022. gada septembra palielinājušas obligāciju emisijas apjomu, kuru atlīdzības likme pārsniedz noguldījumu procentu likmes un

⁵ Sk. ECB paziņojumu presei "[ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#)", 2022. gada 27. oktobris.

galvenās ECB procentu likmes, ņemot vērā ITRMO pārtraukšanu un noguldījumu apjoma samazināšanos.

Bankas kopumā joprojām ir labi kapitalizētas, lai gan finansēšanas nosacījumu, procentu likmju riska un aktīvu kvalitātes norises, visticamāk, arvien vairāk ietekmēs to kredītēšanas spēju. Bankas 2023. gada 1. ceturksnī turpināja palielināt savu rentabilitāti. To galvenokārt noteica banku bezprocentu ienākumu avoti, savukārt neto procentu ienākumu pieaugums, kas pieredzēts 2022. gadā, apstājās vājā kredītēšanas pieauguma un kopumā stabilas neto procentu likmju starpības apstākļos. Banku nozares satricinājums martā izraisīja banku akciju cenu samazinājumu un riskantāku banku obligāciju, piemēram, subordinēto obligāciju un pirmā līmeņa papildu kapitāla (AT1) instrumentu, starpības palielināšanos. Palielinātais ar finansējumu saistītais spiediens, ko izraisīja augstākas noguldījumu procentu likmes un apjomīgās ITRMO atmaksas, šobrīd negatīvi ietekmē banku pelnītspēju. Banku bilanču aktīvu kvalitātes ziņā ienākumus nenesošo aizdevumu rādītāji turpināja samazināties, bet parādījās augstāka kredītriska pazīmes, jo ir palielinājies to aizdevumu īpatsvars, kuriem ir neliels maksājumu kavējuma termiņš, īpaši attiecībā uz riska darījumiem tādās nozarēs kā komerciālais nekustamais īpašums, kuras vairāk ietekmē stingrākas monetārās politikas cikls. Runājot par banku pakļautību procentu likmju riskam, līdz termiņa beigām turēto vērtspapīru nerealizētie zaudējumi pašlaik tiek pakļauti būtiskai tirgus kontrolei, lai gan līdz šim tie ir bijuši salīdzinoši ierobežoti.

Uzņēmumiem un māsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu procentu likmes 2023. gada aprīlī palielinājās vēl vairāk, lai gan lēnāk nekā iepriekšējos mēnešos. ECB monetārās politikas stingrības palielināšana tiek pārnesta uz banku kredītēšanas nosacījumiem, tām palielinot aizdevumu procentu likmes un nosakot stingrākus kredītēšanas standartus. Nefinanšu sabiedrībām (NFS) izsniegto banku aizdevumu procentu likmes aprīlī palielinājās līdz 4.38 %, kas ir augstākais līmenis kopš 2008. gada beigām. Salīdzinājumam – 4.22 % 2023. gada martā un 1.83 % 2022. gada jūnijā (pirms stingrākas politikas cikla sākuma). Neseno pieaugumu noteica augstākas procentu likmes aizdevumiem ar procentu likmes darbības sākotnējo periodu līdz vienam gadam, savukārt aizdevumiem ar ilgāku procentu likmes darbības periodu tās samazinājās. Arī māsaimniecībām mājokļa iegādei izsniegto banku aizdevumu procentu likmes aprīlī palielinājās līdz 3.44 % (no 3.37 % martā un 1.97 % 2022. gada jūnijā). Pieaugumu aprīlī noteica augstākas elastīgās procentu likmes hipotekārajiem aizdevumiem, savukārt fiksētās procentu likmes hipotekārajiem aizdevumiem samazinājās pirmo reizi kopš pieauguma tendences sākuma 2021. gada decembrī. Kopumā aizdevuma procentu likmes pieaugušas straujāk nekā iepriekšējos pieauguma ciklos, galvenokārt atspoguļojot monetārās politikas procentu likmju pieauguma tempa palielināšanos. ECB 2023. gada aprīlī veiktā [Apsekojuma par patērētāju gaidām](#) rezultāti liecina, ka patērētāji prognozē hipotekāro aizdevumu procentu likmju stabilizēšanās sākumu nākamajos 12 mēnešos. Tomēr neto izteiksmē liela daļa aptaujāto patērētāju gaidīja, ka būs grūtāk saņemt aizdevumus mājokļa iegādei. Neliela un liela apjoma banku aizdevumu procentu likmju starpība aprīlī saglabājās stabila un vēsturiskā kontekstā bija zema, lai gan dažādās valstīs tā bijusi nedaudz atšķirīga. Uzņēmumiem un

mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu procentu likmju dispersija dažādās valstīs saglabājas zema (22. att. a) un b) panelis).

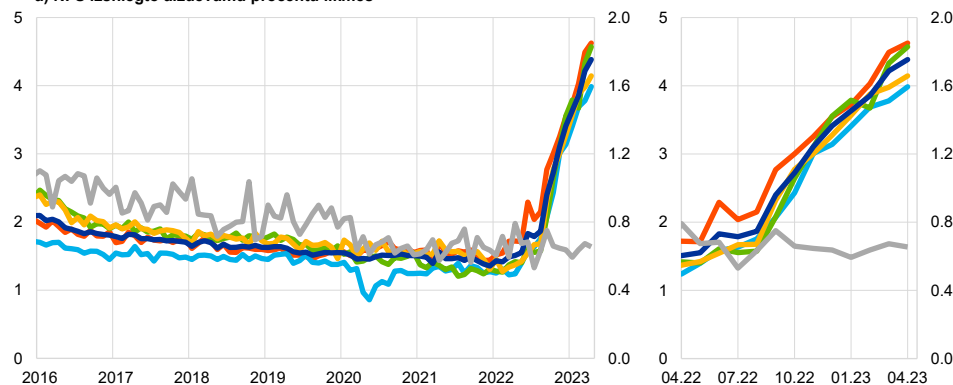
22. attēls

NFS un mājsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu kopējās procentu likmes atsevišķās valstīs

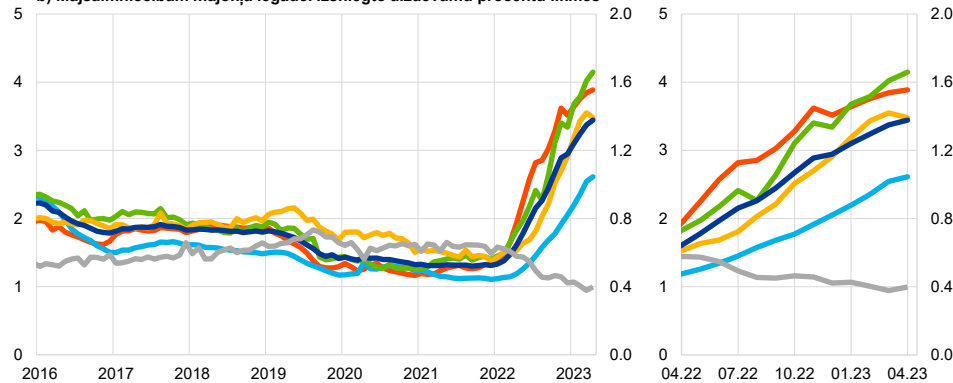
(gadā; %, standartnovirze)

■ Euro zona
 ■ Vācija
 ■ Francija
 ■ Itālija
 ■ Spānija
 ■ Dažādu valstu standartnovirze (labā ass)

a) NFS izsniegto aizdevumu procentu likmes



b) Mājsaimniecībām mājokļa iegādei izsniegto aizdevumu procentu likmes



Avots: ECB.

Piezīmes. Banku aizdevumu kopējās procentu likmes aprēķina, nosakot īstermiņa un ilgtermiņa procentu likmes, izmantojot jauno darījumu apjoma 24 mēnešu slidošo vidējo rādītāju. Dažādu valstu standartnovirzi aprēķina, izmantojot fiksētu 12 euro zonas valstu izlasi. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada aprīlī.

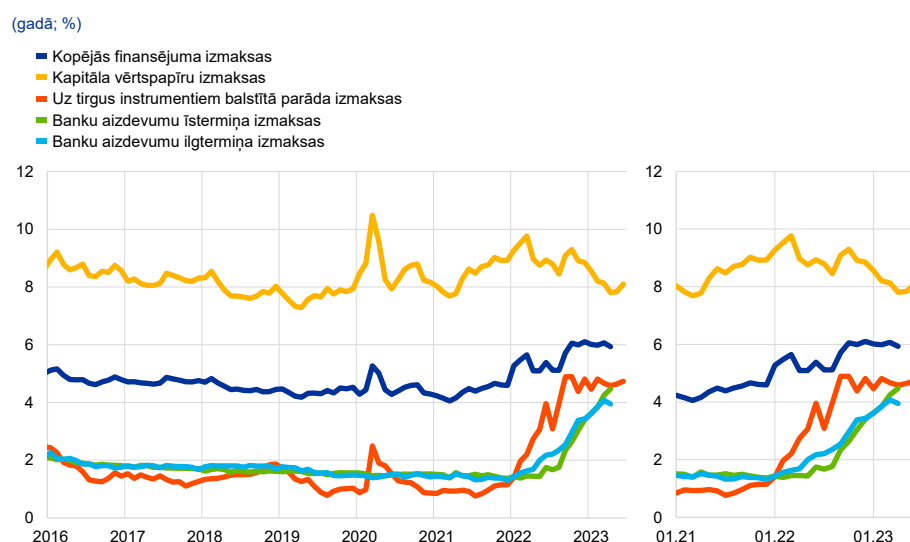
NFS kapitāla vērtspapīru finansējuma un uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksas no 2023. gada 16. marta līdz 14. jūnijam palielinājās tikai nedaudz.

Ņemot vērā banku aizdevumu izmaksu datu pieejamības termiņa nobīdi, NFS kopējās finansējuma izmaksas, t. i., banku aizdevumu izmaksas, uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksas un kapitāla vērtspapīru kopējās izmaksas, sākot ar 14. jūniju, var aprēķināt tikai līdz 2023. gada aprīlim, kad tās bija 5.9 % (tikai nedaudz zemākas par iepriekšējā mēneša līmeni (23. att.)). To noteica visu NFS finansējuma komponentu izmaksu samazinājums aprīlī, izņemot banku izsniegtos īstermiņa aizdevumus, kuru apjoms būtiski pieauga. Lai gan kopējās finansējuma izmaksas nedaudz samazinājās

salīdzinājumā ar 2022. gada oktobrī sasniegto augsto rādītāju, 2023. gada aprīlī tās saglabājās tuvu augstajam līmenim, kāds tika sasniegts 2022. gada septembrī un iepriekš reģistrēts 2011. gada beigās. Aplūkojamā periodā no 16. marta līdz 14. jūnijam nedaudz pieauga gan uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksas, gan kapitāla vērtspapīru izmaksas. Uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksu pieaugumu noteica augstāku bezrisku procentu likmju ietekme, ko daļēji kompensēja nefinanšu sabiedrību emitēto obligāciju starpības samazināšanās gan investīciju kategorijas, gan, vēl straujāk, augsta ienesīguma segmentā. Arī kapitāla vērtspapīru izmaksu nelielais kāpums atspoguļoja bezrisku procentu likmju pieaugumu, jo kapitāla vērtspapīru riska prēmija pārskata periodā palika nemainīga.

23. attēls

Euro zonas NFS ārējā finansējuma nominālās izmaksas komponenta dalījuma



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

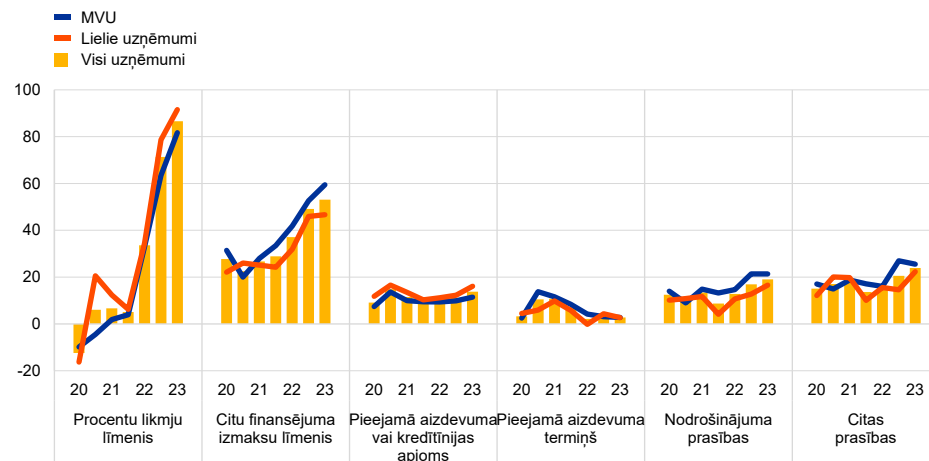
Piezīmes. NFS kopējās finansējuma izmaksas aprēķina kā banku aizdevumu izmaksu, uz tirgus instrumentiem balstītā parāda izmaksu un kapitāla vērtspapīru izmaksu vidējo svēto rādītāju, pamatojoties uz to attiecīgajiem atlikumiem. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 14. jūnijā uz tirgus instrumentiem balstītā parāda izmaksām (dienas datu mēneša vidējais rādītājs), 2023. gada 9. jūnijā kapitāla vērtspapīru izmaksām (nedēļas dati) un 2023. gada aprīlī kopējām finansējuma izmaksām un banku aizdevumu izmaksām (mēneša dati).

"Apsekojumā par finansēšanas nosacījumu piemērošanu uzņēmumiem" (SAFE), kas tika veikts no 2022. gada oktobra līdz 2023. gada martam, visu lieluma grupu uzņēmumi norādīja uz arvien stingrākiem finansēšanas nosacījumiem.

To uzņēmumu neto īpatsvars, kuri ziņoja par augstākām banku likmēm, pieauga līdz 87 % (iepriekšējā apsekojuma kārtā – 71 %) (24. att.). Tas ir lielākais pieaugums kopš apsekojuma sākuma 2009. gadā, kas atspoguļo stingrākas monetārās politikas pakāpenisku transmisiju uz uzņēmumu aizņemšanās izmaksām. Turklāt 53 % uzņēmumu neto izteiksmē (pieaugums no 49 %) norādīja uz citu finansējuma izmaksu (maksu, nodevu un komisijas maksu) pieaugumu. Šķiet, ka banku procentu likmju un citu izmaksu būtiskais kāpums līdzīgi skar mazos un vidējos uzņēmumus (MVU) un lielos uzņēmumus. Neto izteiksmē uzņēmumi ziņoja arī par stingrākām nodrošinājuma prasībām un aizdevumu termiņa pagarināšanu un to apjoma palielināšanu. Tikai neliels skaits uzņēmumu ziņoja par šķēršļiem banku aizdevumu saņemšanai (7 % tāpat kā iepriekšējā apsekojuma kārtā).

24. attēls

Euro zonas uzņēmumiem izsniegtā banku finansējuma nosacījumu pārmaiņas
(respondentu neto īpatsvars)



Avoti: ECB "Apskojums par finansējuma pieejamību uzņēmumiem".

Piezīmes. Skaitļu pamatā ir uzņēmumi, kuri pieteikušies banku aizdevumiem (t. sk. subsidētiem banku aizdevumiem), kredītlīnijām vai bankas kartes vai kredītkartes atlikuma pārsnieguma kredītiem. Neto procentuālā izteiksme ir par attiecīgā faktora kāpumu ziņojušo uzņēmumu un par attiecīgā faktora samazināšanos ziņojušo uzņēmumu procentuālā īpatsvara starpība. Skaitļi attiecas uz datiem, kas saņemti no apsekojuma 20. kārtas (2018. gada oktobris–2019. gada marts) līdz 28. kārtai (2022. gada oktobris–2023. gada marts).

Uzņēmumi ziņoja, ka to finansējuma deficīts turpināja palielināties, un tie paredz, ka lielākās daļas ārējā finansējuma avotu pieejamība nākotnē kļūs ierobežotāka. To euro zonas uzņēmumu neto īpatsvars, kuri ziņoja par ārējā

finansējuma starpības, t. i., ārējā finansējuma pieprasījuma pārmaiņu un tā piedāvājuma pārmaiņu starpības, palielināšanos, bija 6 % (samazinājums no 9 % iepriekšējā apsekojuma kārtā). Neietverot iepriekšējo apsekojuma kārtu, šis bija lielākais finansējuma starpības pieaugums kopš 2013. gada. Pieaugums atspoguļoja finansējuma vajadzību pieaugumu, par kuru ziņoja uzņēmumi, kā arī finansējuma avotu lielākās daļas pieejamības pasliktināšanos. Raugoties nākotnē, 17 % (neto izteiksmē) uzņēmumu gaida, ka no 2023. gada aprīļa līdz septembrim banku aizdevumu pieejamība turpinās samazināties. Uzņēmumi arī gaida, ka turpmākajos 6 mēnešos kredītlīniju un tirdzniecības kredītu pieejamība vēl vairāk pasliktināsies, savukārt uz tirgus instrumentiem balstītā finansējuma pieejamība nākotnē kopumā nemainīsies.

Arī uzņēmumiem un mājāsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu atlikums augstāku procentu likmju, vājāka pieprasījuma un stingrāku kredītēšanas standartu piemērošanas apstākļos aprīlī turpināja samazināties. NFS izsniegto

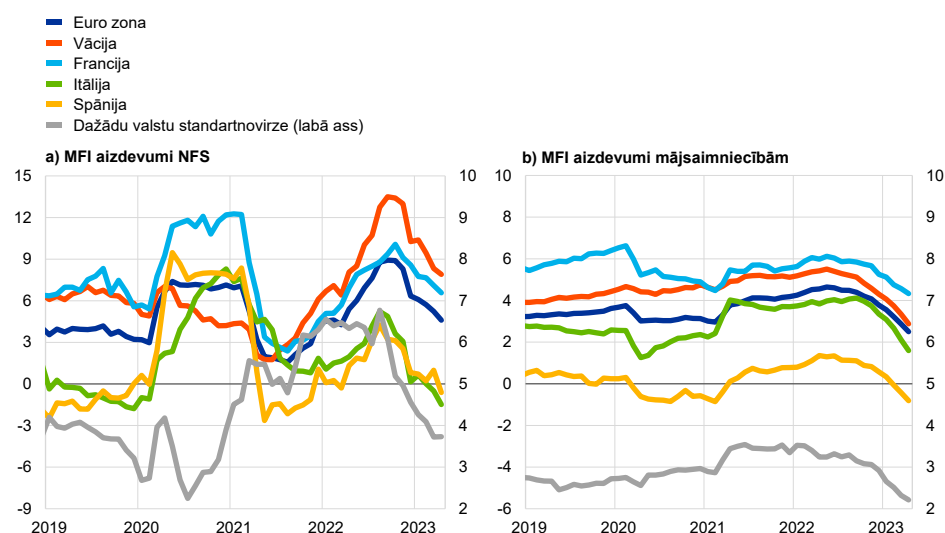
aizdevumu atlikuma gada kāpuma temps aprīlī saruka līdz 4.6 % (martā – 5.2 %; 25. att. a) panelis)). NFS izsniegto aizdevumu mēneša plūsmas kopš 2022. gada novembra vidēji bija nedaudz negatīvas. Lielākajās tautsaimniecībās bija vērojama palēnināšanās, kas atspoguļo būtisku aizdevumu pieprasījuma sarukumu, ko daļēji izraisīja aizdevumu procentu likmju kāpums, kā arī turpmāka būtiska kredītēšanas standartu pastiprināšana. Mājāsaimniecībām izsniegto aizdevumu atlikuma gada pieauguma temps samazinājās no 2.9 % martā līdz 2.5 % aprīlī (25. att., b) panelis), pasliktinoties mājokļu tirgus perspektīvām, banku kredītēšanas standartiem kļūstot stingrākiem un paaugstinoties aizdevumu procentu likmēm. Samazinājumu galvenokārt noteica pastāvīga mājokļu iegādei izsniegto aizdevumu pieauguma

samazināšanās. Tomēr kopš 2023. gada sākuma citu mājsaimniecībām, īpaši individuālajiem komersantiem (t. i., maziem uzņēmumiem bez juridiskas personas statusa), izsniegto aizdevumu apjoms katru mēnesi samazinājās un tādējādi arī veicināja aktivitātes vājināšanos.

25. attēls

MFI aizdevumi atsevišķās euro zonas valstīs

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



Avots: ECB.

Piezīmes. Monetāro finanšu iestāžu (MFI) izsniegto aizdevumu atlikumi koriģēti atbilstoši aizdevumu pārdošanas un vērtspapīrošanas darījumu ietekmei; 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 2023. gada aprīlī.

Euro zonas uzņēmumu neto ārējā finansējuma pieaugums 2023. gada

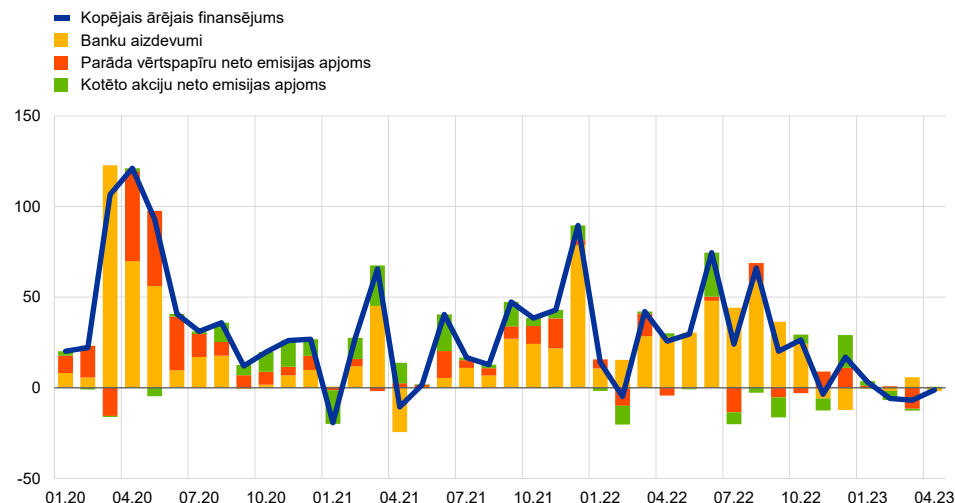
1. ceturksnī un aprīlī bija mērens, atspoguļojot zemo parāda finansējuma

līmeni. Neto ārējā vidējā gada pieauguma temps samazinājās no 2.2 % 2023. gada janvārī līdz 1.7 % aprīlī (26. att.). Aizdevumu plūsmas absolūtās vērtībās salīdzinājumā ar iepriekšējiem gadiem bija vājas. Šī dinamika atspoguļo uzņēmumu mazāku vajadzību pēc finansējuma, jo ekonomiskā aktivitāte joprojām ir zema, ir pieaugušas aizdevumu procentu likmes un noteikti stingrāki kredītēšanas standarti. Parāda vērtspapīru neto emisijas apjoms samazinājās. To noteica vērtspapīru dzēšana lielākā apjomā un mazāka bruto emisija. Kotēto akciju emisijas apjoms kopumā bija neliels, lai gan uzņēmumu kapitāla vērtspapīru izmaksas samazinājās, ņemot vērā zemo aktivitāti sākotnējo publisko piedāvājumu un uzņēmumu apvienošanās un pārņemšanas darījumu jomā, savukārt daži starptautiski uzņēmumi atpaka akcijas un dividendu izmaksas bija lielākas.

26. attēls

Euro zonas NFS ārējā finansējuma neto plūsmas

(mēneša plūsmas; miljrd. euro)



Avoti: ECB, Eurostat, Dealogic un ECB aprēķini.

Piezīmes. Neto ārējais finansējums definēts kā banku aizdevumu (MFI aizdevumu), parāda vērtspapīru neto emisijas apjoma un kotēto akciju neto emisijas apjoma summa. MFI aizdevumi koriģēti atbilstoši aizdevumu pārdošanas, vērtspapīrošanas darījumu un naudas līdzekļu apvienošanas virtuālā grupas kontā ietekmei. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada aprīlī.

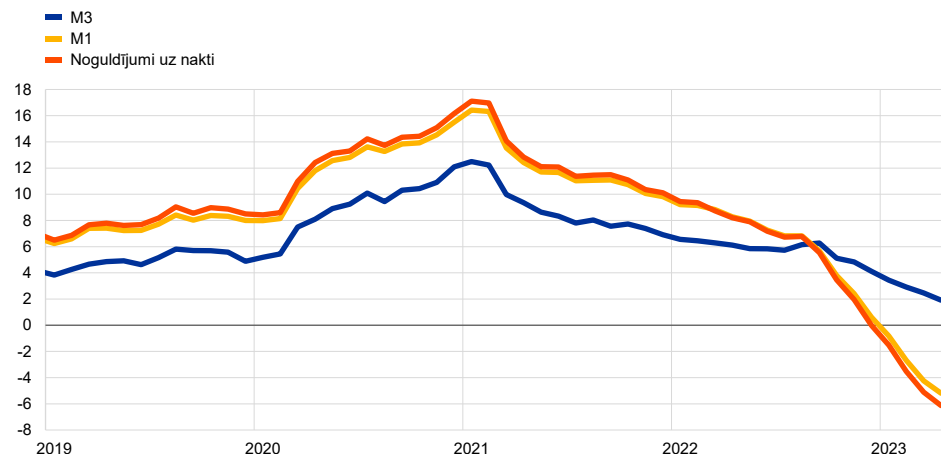
Noguldījumu uz nakti atlikums aprīlī turpināja sarukt. To noteica līdzekļu pārvirzīšana uz instrumentiem ar augstāku atlīdzību.

Pēc krituma (salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu) martā par 5.1 % noguldījumu uz nakti atlikums aprīlī saruka vēl par 6.1 %, kas ir spēcīgākais kritums kopš Ekonomikas un monetārās savienības izveides 1999. gadā (27. att.). Šīs norises īpaši noteica noguldījumu uz nakti vērienīgā aizstāšana ar termiņnoguldījumiem, kā arī citiem augstākas atlīdzības instrumentiem, piemēram, naudas tirgus fondu akcijām un obligācijām. Tas atspoguļo to, ka noguldījumu uz nakti procentu likmes reaģē uz politikas procentu likmju pārmaiņām lēnāk nekā termiņnoguldījumu procentu likmes. Neparasti lielo pārvirzīto līdzekļu apjomu izskaidro tas, ka ECB politikas stingrības palielināšanās bijusi straujāka nekā iepriekšējos ciklos.

27. attēls

M3, M1 un noguldījumi uz nakti

(gada pieauguma temps, sezonāli un ar kalendāro ietekmi izlīdzināti dati)



Avots: ECB.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada aprīlī.

Monetāro rādītāju dinamikas palēnināšanās turpinājās, un to noteica augstās naudas turēšanas alternatīvās izmaksas, kreditēšanas tempa sarukums un Eurosistēmas bilances samazināšanās. Plašās naudas (M3) gada pieauguma temps samazinājās no 2.5 % martā līdz 1.9 % aprīlī, kas bija zemākais rādītājs kopš 2014. gada jūlija (27. att.). Plašās naudas mēneša pārmaiņas kopš 2022. gada decembra bijušas negatīvas. Šaurās naudas (M1) rādītājs aprīlī saruka par 5.2 % (martā – 4.2 %). Notiekošais naudas pieauguma tempa samazinājums skaidrojams ar naudas līdzekļu turēšanas izvēles izmaksu pieaugumu un aizdevumu atlikuma dinamikas palēnināšanos. Politikas likmju pieauguma transmisija uz finanšu nosacījumiem stimulē naudas turētājus novirzīt līdzekļus no noguldījumiem uz nakti uz termiņnoguldījumiem un – mazākā mērā – uz banku obligācijām, naudas tirgus fondiem un valdības vērtspapīriem. Turklāt, 2023. gada martā beidzoties dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumu pilnai atkārtotai ieguldīšanai saskaņā ar aktīvu iegādes programmu, ir samazinājies Eurosistēmas aktīvu portfelis, notiekot mehāniskai likviditātes izņemšanai no finanšu sistēmas. Visbeidzot, monetārās dinamikas vājināšanos veicina arī ITRMO atmaksas, stimulējot bankas emitēt obligācijas ar ilgāku termiņu, kas nav iekļautas M3.

6. Fiskālās norises

Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskajām iespēju aplēsēm euro zonas fiskālā perspektīva turpina uzlaboties, jo fiskālā atbalsta sniegšana pakāpeniski tiek pārtraukta. Neraugoties uz uzlabojumu valsts finanšu jomā, gaidāms, ka deficīta un parāda rādītāji visā aplēšu periodā saglabāsies krietni virs līmeņa, kas novērots pirms pandēmijas. Paredzams, ka 2023. gadā euro zonas valstu valdības budžeta deficīta rādītājs samazināsies līdz 3.2 % no IKP, un 2024. un 2025. gadā nostabilizēsies 2.5 % līmenī. Gaidāms, ka euro zonas fiskālā nostāja 2023. gadā būs kopumā neitrāla un 2024. gadā kļūs daudz stingrāka, bet 2025. gadā atkal kopumā kļūs neitrāla. Kopumā aplēšu periodā būs vērojama nedaudz stingrāka fiskālā politika, taču tā joprojām būs samērā labvēlīga, ņemot vērā pandēmijas laikā ieviestos apjomīgos fiskālos pasākumus un tai sekojošo enerģijas izmaksu pieauguma radīto krīzi. Prognozēts, ka euro zonas parāda attiecība pret IKP samazināsies no 91 % 2022. gadā līdz aptuveni 87 % 2025. gadā. No politikas viedokļa enerģijas šokam pakāpeniski izzūdot, valdībām bez kavēšanās un saskaņoti būtu jāierobežo attiecīgie atbalsta pasākumi, lai izvairītos no spēcīgāka vidēja termiņa inflācijas spiediena, kas radītu nepieciešamību pēc spēcīgākas monetārās politikas reakcijas. Fiskālajai politikai vajadzētu būt vērstai uz euro zonas tautsaimniecības produktivitātes uzlabošanu un pakāpenisku augstā valsts parāda līmeņa samazināšanu. Būtu ātri jāpabeidz ES ekonomiskās pārvaldības regulējuma reformas īstenošana, un ECB atbilstoši savām kompetencēm pašlaik gatavo atzinumu par Komisijas tiesību aktu priekšlikumiem, kas tika laisti klajā 2023. gada 26. aprīlī.

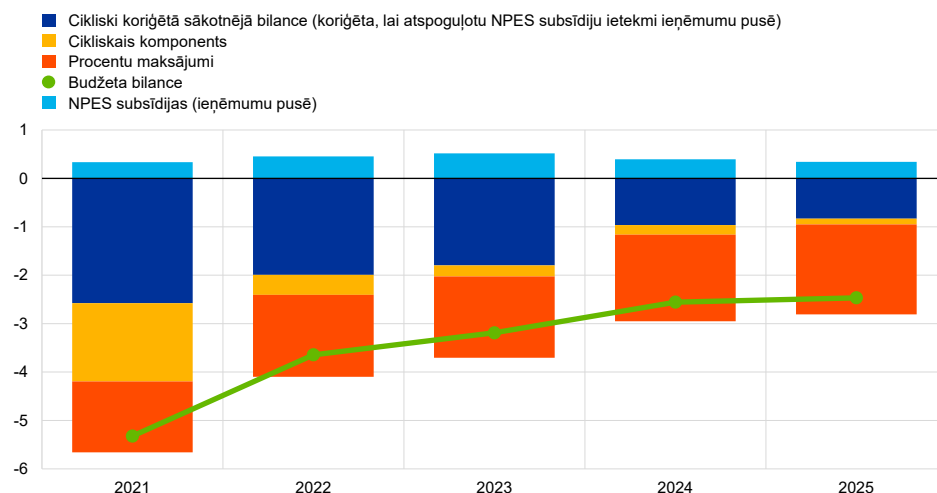
Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskajām iespēju aplēsēm euro zonas valstu valdības budžeta balance iespēju aplēšu periodā nedaudz uzlabosies.⁶ Paredzams, ka euro zonas budžeta deficīts 2023. gadā samazināsies līdz 3.2 % no IKP un 2024. un 2025. gadā – attiecīgi līdz 2.6 % un 2.5 % (28. att.). Šo kritumu galvenokārt noteiks mazāks cikliski koriģētais sākotnējais deficīts un – mazākā mērā – cikliskās komponentes uzlabošanās. Tajā pašā laikā procentu maksājumi pakāpeniski pieaugs kā daļa no IKP. Euro zonas sākotnējo deficītu galvenokārt ietekmē to fiskālā atbalsta pasākumu apjoma lejupvērstā korekcija, kurus valdības īsteno, reaģējot uz enerģijas krīzi un augstu inflāciju. Tagad tiek lēsts, ka šie pasākumi euro zonas līmenī 2023. gadā būs 1.6 % no IKP un 2024. gadā – 0.5 % no IKP pirms samazināšanās līdz aptuveni 0.2 % no IKP 2025. gadā.

⁶ Sk. "Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai", kas publicētas ECB tīmekļvietnē 2023. gada 15. jūnijā.

28. attēls

Budžeta balance un tās komponenti

(% no IKP)



Avoti: ECB aprēķini un Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskās iespēju aplēses.

Piezīmes. NPES nozīmē "Nākamās paaudzes ES". Dati attiecas uz visu 20 euro zonas valstu (t. sk. Horvātijas) vispārējās valdības sektoru.

Gaidāms, ka euro zonas fiskālā nostāja⁷ 2023. gadā būs kopumā neitrāla un 2024. gadā kļūs daudz stingrāka, bet 2025. gadā atkal kļūs kopumā neitrāla.

Gandrīz neitrālo fiskālo nostāju 2023. gadā var skaidrot ar 2021.–2022. gadā gūto lielo papildu ieņēmumu prognozēto daļējo kritumu, kas galvenokārt radās, augstai inflācijai pozitīvi ietekmējot valsts finanses, un ko kopumā kompensē nedaudz stingrāku diskrecionāro pasākumu īstenošana. Šī stingrāku pasākumu īstenošana atspoguļo to stimulējošo pasākumu daļējo atcelšanu, kurus valdības īstenojušas, reaģējot uz pandēmijas krīzi, un statistisko pārklasificēšanu Itālijā. Paredzams, ka fiskālā nostāja 2024. gadā kļūs būtiski stingrāka, un to galvenokārt noteiks aptuveni 70 % no euro zonas valstu valdību 2023. gadā īstenoto ar enerģiju un inflāciju saistīto fiskālā atbalsta pasākumu pārtraukšana. Prognozēts, ka arī "Nākamās paaudzes ES" (NPES) programmas ietvaros piešķirtā atbalsta apjoms pēc 2023. gada tiks samazināts, un vienlaikus gaidāms, ka turpmākais lielo papildu ieņēmumu kritums 2024.–2025. gadā mazinās fiskālās nostājas stingrību.

Prognozēts, ka euro zonas valdības parāda attiecība pret IKP līdz 2025. gadam turpinās samazināties līdz nedaudz vairāk par 87 % no IKP. Pēc 2020. gadā

vērotā parāda rādītāja kāpuma aptuveni par 13 procentu punktiem (līdz aptuveni 97 %), ko noteica euro zonas valstu valdību reakcija uz Covid-19 pandēmijas izraisīto krīzi, tā 2022. gadā sasniedza 91 % no IKP, un paredzams, ka 2023. gadā tā saruks aptuveni līdz 89 % no IKP pirms vēl lielākas samazināšanās aptuveni līdz 87 % no IKP 2025. gadā. Šo sarukumu galvenokārt nosaka negatīva procentu likmju

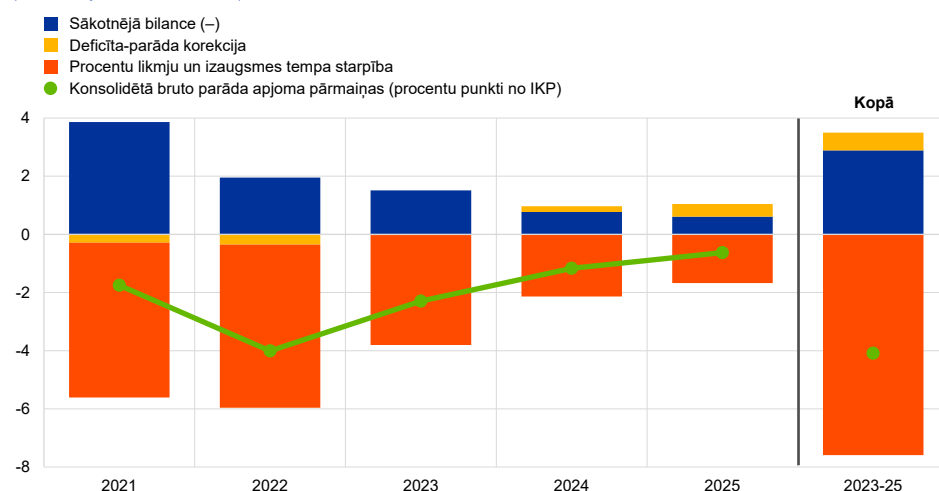
⁷ Fiskālā nostāja atspoguļo uz tautsaimniecību vērsto fiskālās politikas stimulu virzienu un apjomu papildus valsts finanšu automātiskajai reakcijai uz ekonomiskās attīstības ciklu. To mēra kā cikliski koriģētas sākotnējās bilances rādītāja pārmaiņas, neietverot valdības atbalstu finanšu sektoram. Ņemot vērā to, ka lielākiem budžeta ieņēmumiem, kas saistīti ar "Nākamās paaudzes ES" subsīdijām no ES budžeta, nav samazinošas ietekmes uz pieprasījumu, cikliski koriģētā sākotnējā bilance tādējādi tiek koriģēta, lai izslēgtu šos ieņēmumus. Sīkāk par euro zonas fiskālo nostāju sk. ECB 2016. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 rakstā [The euro area fiscal stance](#) ("Euro zonas fiskālā nostāja").

un nominālā IKP pieauguma tempa starpību, un paredzams, ka, neraugoties uz samazināšanos pēc 2022. gada, tā turpinās ar uzviju kompensēt sākotnējo deficītu (29. att.). Deficīta-parāda korekcijas ietekmei 2023. gadā vajadzētu būt neitrālai, tomēr tā mēreni palielinās bruto parādu divos pēdējos prognozes gados. Neraugoties uz pakāpenisko euro zonas kopējā parāda rādītāja sarukumu, gaidāms, ka līdz 2025. gadam tas joprojām pārsniegs pirms pandēmijas vēroto līmeni (aptuveni par 3 procentu punktiem).

29. attēls

Euro zonas valstu valdības parāda pārmaiņas noteicošie faktori

(% no IKP, ja nav norādīts citādi)



Avoti: ECB aprēķini un Eurosistēmas speciālistu 2023. gada jūnija makroekonomiskās iespēju aplēses.
Piezīme. Dati attiecas uz visu 20 euro zonas valstu (t. sk. Horvātijas) vispārējās valdības sektoru.

Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2023. gada marta makroekonomiskajām iespēju aplēsēm euro zonas budžeta bilance 2023. gadam ir nedaudz paaugstināta, bet 2024. gadam – atkal samazināta līdzīgā apmērā. Šīs korekcijas pamatā galvenokārt ir pārmaiņas sākotnējā bilanci, lai gan arī 2023. gada augšupvērstā korekcija ir balstīta uz aplēsi, ka procentu izdevumi kā daļa no IKP būs nedaudz mazāki, nekā iepriekš tika gaidīts. Sākotnējās bilances izredzes kopumā atspoguļos diskrecionāro fiskālo pasākumu līmeņa korekcijas.

Enerģijas šokam pakāpeniski izzūdot, valdībām bez kavēšanās un saskaņoti būtu jāierobežo attiecīgie atbalsta pasākumi. Tas novērstu vidējā termiņa inflācijas spiediena pastiprināšanos, kas radītu nepieciešamību pēc spēcīgākas monetārās politikas reakcijas. Fiskālajai politikai vajadzētu būt vērstai uz euro zonas tautsaimniecības produktivitātes uzlabošanu un pakāpenisku augstā valsts parāda līmeņa samazināšanu. Līdzīgi kā Eiropas Komisijas ikgadējā **Eiropas semestra pavasara paketē**, kas publicēta 2023. gada 24. maijā un kurā atspoguļotas tās **Fiskālās politikas vadlīnijās 2024. gadam** iekļautās vispārējās pamatnostādnes, valdībām tika ieteikts līdz šā gada beigām atcelt savus fiskālā atbalsta pasākumus. Komisija arī norādīja, ka Stabilitātes un izaugsmes pakta vispārējā izņēmuma klauzula tiks deaktivēta 2023. gada beigās Stabilitātes un izaugsmes pakta vispārējā izņēmuma klauzula. Turklāt tā apstiprināja, ka 2024. gada pavasarī ierosinās uzsākt

pārmērīga budžeta deficīta novēršanas procedūras, pamatojoties uz 2023. gada budžeta izlietojuma datiem.

Attiecībā uz 2023. gada 26. aprīlī publicētajiem Eiropas Komisijas [tiesību aktu priekšlikumiem](#) ES ekonomikas pārvaldības regulējuma reformai ECB pašlaik gatavo atzinumu atbilstoši savai kompetencei.⁸

⁸ Pēc Eiropas Komisijas 2022. gada 9. novembra [paziņojuma](#) un [Padomes secinājumu par ES ekonomikas pārvaldības sistēmas reformas ievirzēm](#) publicēšanas.

Ielikumi

1. Pandēmijas laikā veidoto uzkrājumu patēriņa impulss – vai sastāvam ir nozīme?

Sagatavojuši Nikolo Batistīni (*Niccolò Battistini*), Virdžīnija di Nino (*Virginia Di Nino*) un Johanness Gareiss (*Johannes Gareis*)

Pēc pandēmijas sākuma euro zonas un ASV mājsaimniecības izveidoja lielus uzkrājumus, pārsniedzot pirms pandēmijas vēroto tendenci.¹ No 2020. gada 1. ceturkšņa līdz 2022. gada 4. ceturksnim izveidotie papildu uzkrājumi stabili pieauga, sasniedzot 11.3 % no bruto rīcībā esošiem ienākumiem euro zonā. Izveidotie papildu uzkrājumi ASV 2021. gada 3. ceturksnī sasniedza 13.2 %, bet pēc tam 2022. gada 4. ceturksnī tie samazinājās līdz 7.9 %.² Faktiski lielie papildu uzkrājumi abās tautsaimniecībās liecina par iespējamu būtisku patēriņa impulsu, ko definē kā tūlītēju šo uzkrājumu radītās iespējamās izmantošanas patēriņa stimulu. Turklāt tas norāda uz lielāku atlikušo patēriņa impulsu euro zonā salīdzinājumā ar ASV, kur patēriņš periodā pēc pandēmijas pieaudzis daudz vairāk. Paredzamā patēriņa impulsa noteikšanā būtiska nozīme ir ne tikai uzkrājumu apjomam, bet arī papildu uzkrājumu sastāvam. Šajā ielikumā izvērtēts papildu uzkrājumu sastāvs, un pēc tam vispārējā līdzsvara modelis kalibrēts ar heterogēniem aģentiem, balstoties uz Auclert *et al.* izmantoto metodoloģiju patēriņa impulsa novērtēšanai abās jurisdikcijās.³

Papildus pandēmijas laikā izveidotajiem uzkrājumiem šo papildu uzkrājumu sastāvs ir svarīgs divu iemeslu dēļ. Pirmkārt, papildu uzkrājumi tiek izvietoti dažādas likviditātes pakāpes aktīvos, kas ir pirmais to patēriņa (daļēja līdzsvara) impulsa priekšnosacījums. Otrkārt, papildu uzkrājumu ietekme uz patēriņa impulsu atkarīga arī no plašākas (vispārējā līdzsvara) dinamikas: no vienas puses, dažu

¹ Attiecīgās diskusijas sk. ECB 2020. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 ielikumā [Covid-19 un mājsaimniecību uzkrājumu pieaugums: piesardzības nolūkā vai piespiedu kārtā?](#); ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 5 ielikumā [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#) ("Covid-19 un mājsaimniecību uzkrājumu pieaugums: aktualizēta informācija"); ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 5 ielikumā [The implications of savings accumulated during the pandemic for the global economic outlook](#) ("Pandēmijas laikā izveidoto uzkrājumu ietekme uz globālo tautsaimniecības perspektīvu"); ECB 2022. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 3 ielikumā [The recent drivers of household savings across the wealth distribution](#) ("Jaunākie mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas noteicošie faktori bagātības sadalījumā"); ECB 2022. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 5 ielikumā [Household saving during the COVID-19 pandemic and implications for the recovery of consumption](#) ("Mājsaimniecību uzkrājumi Covid-19 pandēmijas laikā un to ietekme uz patēriņa pieaugumu"). Patēriņa pieprasījuma noteicējfaktoru pārskatu sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" rakstā [The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area](#) ("Piedāvājuma un pieprasījuma nozīme euro zonas atveseļošanās procesā pēc pandēmijas").

² Papildu uzkrājumu apjomu var noteikt kā uzkrāto starpību starp faktiskajiem uzkrājumiem un to ekstrapolēto tendenci pirms pandēmijas (2015–2019). To pašu metodoloģiju ASV datiem izmantoja Aladangady, A., Cho, D., Feiveson, L. and Pinto, E., [Excess Savings during the COVID-19 Pandemic](#), *FEDS Notes*, 21 October 2022. Lai gan papildu uzkrājumu apjoma noteikšana atšķiras atkarībā no konkrētās izmantotās metodoloģijas, šajā ielikumā ietvertie kvalitatīvie rezultāti, kas iegūti, salīdzinot euro zonu ar ASV, nemainās, izmantojot alternatīvas metodes (piemēram, nosakot papildu uzkrājumu apjomu kā kumulēto starpību starp esošo uzkrājumu veidošanas tempu un to, kāds tas bija pirms pandēmijas).

³ Sk. Auclert, A., Rognlie, M. and Straub, L., ["The Trickle Up of Excess Savings"](#), *NBER Working Paper Series*, No 30900, January 2023.

mājsaimniecību iztērēto uzkrājumu dinamiskā pārdale citām mājsaimniecībām pagarina patēriņa impulsa ilgumu; no otras puses, mājsaimniecību paļaušanās uz šo gaidāmo pārdali samazina patēriņa impulsu, jo laika gaitā mājsaimniecības izlīdzina patēriņa tendences. Empīriskie dati liecina, ka euro zonā un ASV šī daļējā un vispārējā līdzsvara ietekme var izpausties atšķirīgi.

Euro zonā no 2020. gada līdz 2022. gadam papildu uzkrājumi tika veidoti kā nelikvidie aktīvi, bet ASV – galvenokārt kā likvidie aktīvi.

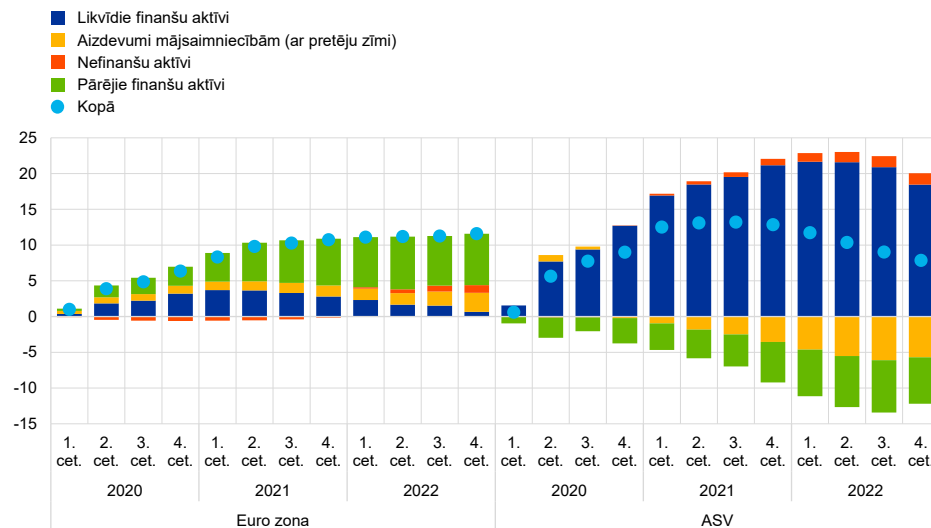
No 2020. gada 1. ceturkšņa līdz 2022. gada 4. ceturksnim papildu uzkrājumi euro zonā tika ieguldīti nefinanšu aktīvos (piemēram, mājoklī) un samērā nelikvidos finanšu aktīvos (piemēram, akcijās un obligācijās) un tika izmantoti arī aizdevumu atmaksai. Kopumā šie uzkrātie papildu uzkrājumi stabili palielinājās, 2022. gada 4. ceturksnī sasniedzot 10.8 % no bruto rīcībā esošajiem ienākumiem (A att.). Turpretī uzkrātie papildu uzkrājumi (vis)likvidākajos finanšu aktīvos (piemēram, valūtā un noguldījumos) 2021. gada 1. ceturksnī sasniedza 3.7 % no bruto rīcībā esošajiem ienākumiem un pēc tam 2022. gada 4. ceturksnī būtiski saruka līdz 0.6 %. Uzkrāto papildu uzkrājumu sastāvs ASV 2022. gada beigās būtiski atšķīrās. Likvidie finanšu aktīvi bija 18.5 % no bruto rīcībā esošajiem ienākumiem, bet nelikvidie aktīvi samazinājās par 10.6 % salīdzinājumā ar tendenci pirms pandēmijas, tādējādi atspoguļojot arī ievērojamu jaunu aizdevumu uzkrāšanos.⁴

⁴ ASV mājsaimniecību izvēli turēt savus pandēmijas laikā izveidotos uzkrājumus likvidos aktīvos apstiprina Abdelrahman H. and Oliveira L. E., "[The Rise and Fall of Pandemic Excess Savings](#)", *Economic Letter*, FRBSF, 8 May 2023. Atsauces periodā mājsaimniecību kredītešanas norises, iespējams, slēpj ASV fiskālo pasākumu pakotnes (*Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security Act*) ietekmi. Tajā bija ietverti atvieglojumi konkrētu veidu aizdevumu (studentu kredītu un konkrētu hipotekāro kredītu) piešķiršanai, un aizdevēji šos atvieglojumus pēc savas iniciatīvas piedāvāja arī citu veidu aizdevumiem. Turklāt daļa kavēto aizdevumu tika pārklassificēti atvieglojumos, fiktīvi palielinot aizdevumu mājsaimniecībām plūsmas. Sk. Dettling, L. and Lambie-Hanson, L. "[Why is the Default Rate So Low? How Economic Conditions and Public Policies Have Shaped Mortgage and Auto Delinquencies During the COVID-19 Pandemic](#)", *FEDS Notes*, 4 March 2021.

A attēls

Uzkrāto papildu uzkrājumu izvietošana aktīvos

(novirzes no tendences, kas bija vērojama pirms pandēmijas; bruto rīcībā esošie ienākumi; %)



Avoti: Eurostat, ECB, Federālo rezervju sistēmas Valde un ECB aprēķini.

Piezīmes. Katrs ieraksts nozīmē uzkrāto vērtību, kas pārsniedz tās noteikto tendenci laikposmā no 2015. gada līdz 2019. gadam. Likvidie finanšu aktīvi attiecas uz valūtu un noguldījumiem. Nefinanšu aktīvi attiecas uz kopējā kapitāla veidošanu. Pārējie finanšu aktīvi aprēķināti kā atlikums, kas galvenokārt attiecas uz akcijām un obligācijām.

Pēdējos trijos gados papildu uzkrājumi abpus Atlantijas okeānam vairāk koncentrējās turīgajās mājsaimniecībās.

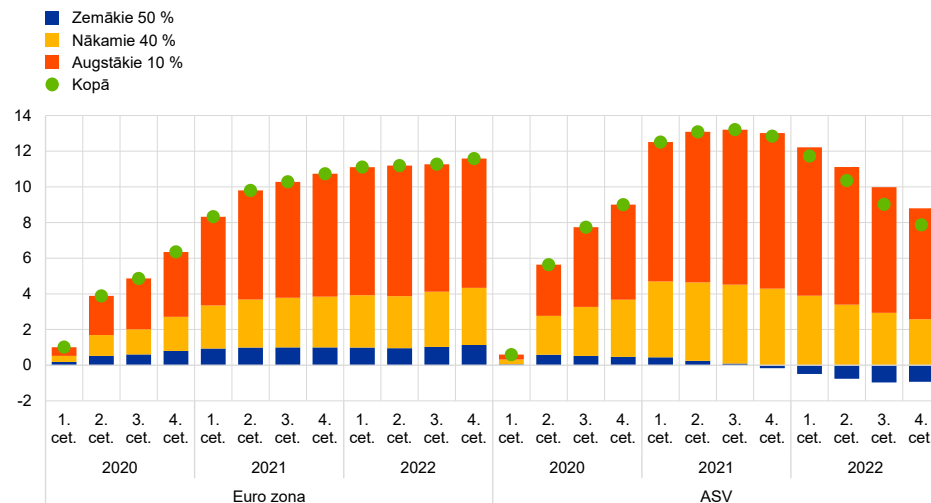
Analīzē par papildu uzkrājumu sadalījumu dažādās mājsaimniecībās apvienots lēstais papildu uzkrājumu izvietojums aktīvos (iztīrīts iepriekš) un apsekojumu informācija par mājsaimniecību portfeļu struktūru līdz ar bagātības sadalījumu.⁵ Papildu uzkrājumu implicētais sadalījums liecina par arvien lielāku to koncentrāciju ļoti turīgās mājsaimniecībās, īpaši ASV (B att.). To mājsaimniecību, kas atrodas sadalījuma augstākajos 10 %, uzkrāto papildu uzkrājumu daļa abās tautsaimniecībās palielinājās no mazāk nekā puses 2020. gada 1. ceturksnī līdz gandrīz divām trešdaļām euro zonā un vairāk nekā trim ceturtdaļām ASV 2022. gada 4. ceturksnī. Tomēr relatīvi lielāks papildu uzkrājumu īpatsvars euro zonas mazturīgajās mājsaimniecībās nenožīmē lielāku patēriņa impulsu salīdzinājumā ar ASV. Tas tāpēc, ka papildu uzkrājumi euro zonā galvenokārt ietver samērā nelikvidus aktīvus, t. sk. nekustamos aktīvus un aizdevumu atmaksu, kas veido būtisku to mājsaimniecību portfeļu īpatsvaru, kuras atrodas sadalījuma apakšā.

⁵ Euro zonā papildu uzkrājumu sadalījumu dažādās mājsaimniecībās nosaka, izmantojot ECB eksperimentālos *Distributional Wealth Accounts*, kuri apvieno ceturksņa norises kopējos aktīvu turējumus un mājsaimniecību aktīvu turējumus, kas fiksēti Mājsaimniecību finanšu un patēriņa apsekojumā (MFPA). ASV to nosaka, izmantojot *Federal Reserve Board Distributional Financial Accounts* (DFA), kuros izmantota līdzīga metodoloģija attiecībā uz kopējiem aktīvu turējumiem un mājsaimniecību aktīvu turējumiem, kas ietverti *Survey of Consumer Finances* (SCF). Jaunākie pieejamie MFPA un SCF dati ir attiecīgi par 2017. un 2019. gadu.

B attēls

Uzkrāto papildu uzkrājumu sadalījums mājsaimniecību grupās

(novirzes no tendences, kas bija vērojama pirms pandēmijas; bruto rīcībā esošie ienākumi; %)



Avoti: Eurostat, ECB (t. sk. eksperimentālie *Distributional Wealth Accounts*), ASV Ekonomiskās analīzes birojs, Federālo rezervju sistēmas Valde (t. sk. *Distributional Financial Accounts*) un ECB aprēķini.

Piezīmes. Modelī ietvertas trīs mājsaimniecību grupas, kas atbilst papildu uzkrājumu sadalījuma apakšējiem 50 %, nākamajiem 40 % un augstākajiem 10 %. Papildu uzkrājumu sadalījumu dažādās mājsaimniecībās iegūst, reizinot katras mājsaimniecību grupas portfeli esošo aktīvu īpatsvaru (sadales konti) ar katrā aktīvu kategorijā esošajiem lēstajiem papildu uzkrājumiem.

Heterogēno aģentu modeli izmanto noteiktā papildu uzkrājumu sadalījuma dažādos aktīvos un mājsaimniecībās sasaistei ar patēriņa impulsu, ņemot vērā daļējā un vispārējā līdzsvara ietekmi. Modelī ietvertas trīs mājsaimniecību grupas, kas atbilst papildu uzkrājumu sadalījuma apakšējiem 50 %, nākamajiem 40 % un augstākajiem 10 %. Daļējā līdzsvara gadījumā katrā grupā lemj par to, cik lielu papildu uzkrājumu daļu tā patērēs vai uzkrās katrā periodā, balstoties uz patēriņa robežtieksmi (PRT), kura, kā tiek pieņemts, atkarīga no papildu uzkrājumu aktīvu sastāva. Vispārējā līdzsvara gadījumā patēriņa lēmumi atspoguļo vēl divus mehānismus. Pirmkārt, dažu mājsaimniecību iztērētie uzkrājumi kļūst par ienākumiem citu mājsaimniecību patēriņa finansēšanai. Tādējādi patēriņa impulss tiek pagarināts, un tas izzūd tikai lēnām, jo ļoti turīgu mājsaimniecību ar augstiem ienākumiem, kurām ir mazāka PRT, papildu uzkrājumi pieaug. Otrkārt, mājsaimniecības gaida turpmāku kopējā pieprasījuma kāpumu un izlīdzina patēriņu atbilstoši tā ietekmei, bet implicētā sarūkošā ietekme ir proporcionāla katras mājsaimniecību grupas PRT.⁶ Tas stimulē uzkrājumu veidošanu un ierobežo ienākumu pārdali, tādējādi veicinot papildu uzkrājumu palielināšanos un patēriņa impulsa mazināšanos.⁷ Abos scenārijos centrālā banka nereaģē uz pieprasījuma kāpumu, tādējādi saglabājot noteikto procentu likmi. Kopumā papildu uzkrājumu izmantošanas radītais potenciālais modeļa implicētais patēriņa impulss atkarīgs no abu parametru kopu kalibrēšanas: 1) katras aktīvu grupas PRT un 2) katras mājsaimniecību grupas kopējo ienākumu īpatsvara (C att.). PRT likvidajiem finanšu

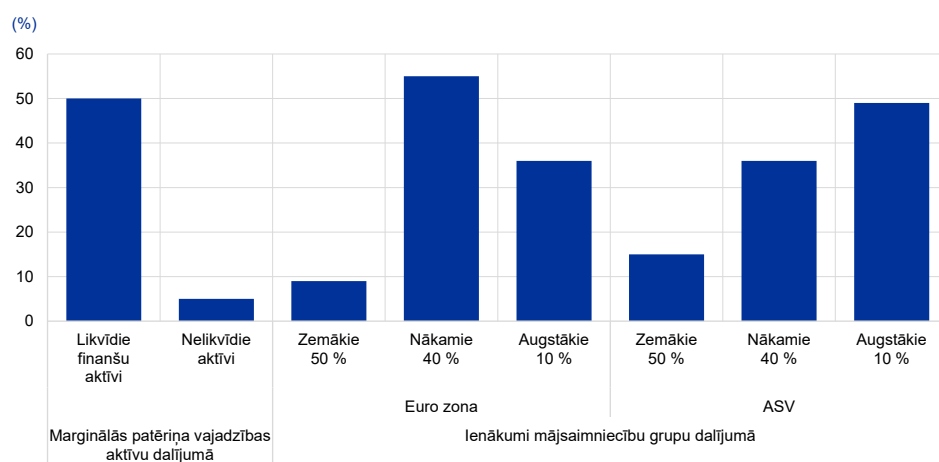
⁶ Šajā modelī katras mājsaimniecību grupas patēriņa summa vienāda ar kopējo pieprasījumu un kopējiem ienākumiem.

⁷ Vispārējā līdzsvara gadījumā šajā ielikumā ietvertajā modelī aplūkots "racionālo gaidu" gadījums, ko apraksta *Auclert et al., op. cit.* Šajā gadījumā mājsaimniecības gaida turpmākas pārmaiņas, kas skar kopējos ienākumus.

aktīviem ir 50 % un nelikvidajiem aktīviem – 5 %.⁸ Apakšējiem 50 %, nākamajiem 40 % un augstākajiem 10 % papildu ienākumu sadalījuma euro zonā ienākumu īpatsvars kalibrēts attiecīgi 9 %, 55 % un 36 %, bet ASV – 15 %, 36 % un 49 % līmenī.

C attēls

Patēriņa robežtieksme aktīvu dalījumā un ienākumi mājsaimniecību grupu dalījumā



Avoti: 2017. gada Mājsaimniecību finanšu un patēriņa apsekojums, 2019. gada *Survey of Consumer Finances*, Slacalek et al., op. cit., un ECB aprēķini.

Piezīme. Likvidie finanšu aktīvi attiecas uz noguldījumiem un valūtu, nelikvidie aktīvi ietver nefinanšu un citus finanšu aktīvus, kā arī aizdevumus mājsaimniecībām (ar pretēju zīmi).

Pandēmijas laikā veidoto uzkrājumu impulss abās tautsaimniecībās ir mazinājies, un euro zonā salīdzinājumā ar ASV tas bijis mazāks.

Daļēja līdzsvara gadījumā modelī pieņemts, ka mājsaimniecību lēmumos nav ņemta vērā ienākumu pārdale un procentu likmju reakcija, lai patēriņa impulsu katrai mājsaimniecību grupai noteiktu tikai PRT. To aprēķina kā aktīvam raksturīgo PRT vidējo svērto rādītāju, svaru noteikšanai katrā periodā izmantojot grupām raksturīgos portfeļus. Šajā scenārijā patēriņa impulss abās tautsaimniecībās būtiski samazinājās salīdzinājumā ar 2021. gada 2. ceturksnī sasniegto rekordaugsto līmeni, un saskaņā ar vājo patēriņa dinamiku tas euro zonā salīdzinājumā ar ASV iepriekšējos trijos gados bija samērā neliels (D att.).⁹ Vispārējā līdzsvara gadījumā modeļa simulācijas liecina, ka patēriņa izlīdzināšanai ir spēcīgāka mazinoša ietekme ASV, atspoguļojot valsts lielāku vidējo PRT (salīdzinājumā ar euro zonu). Šajā scenārijā patēriņa impulss abās tautsaimniecībās 2022. gada beigās bija mērens.

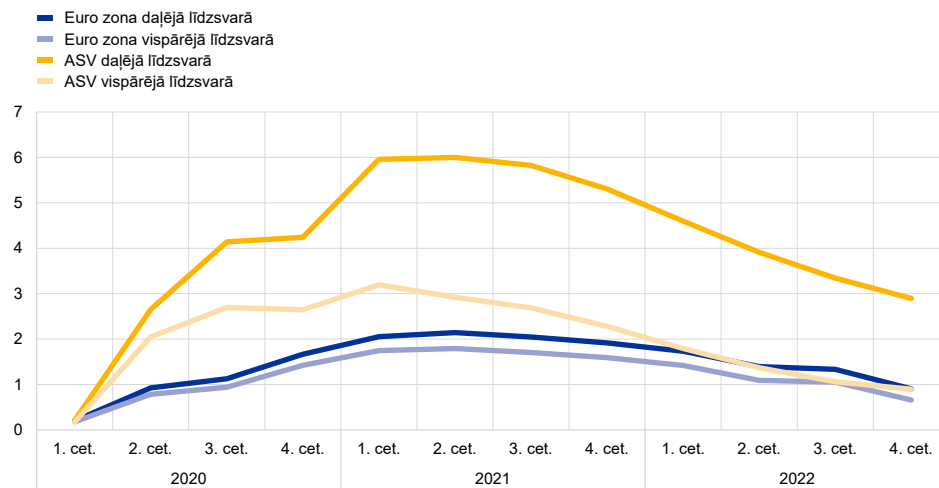
⁸ Attiecībā uz PRT jaunākie empīriskie dati liecina, ka: 1) vidējai PRT parasti ir lielas vērtības un 2) likvidu aktīvu turējumu īpatsvars mājsaimniecību portfeļos ir viens no galvenajiem virzītājspēkiem, kas nosaka PRT šķērsgriezuma būtisku nevienādību. Konkrētās vērtības, kas pieņemtas šajā ielikumā, iegūtas no Slacalek, J., Tristani, O. and Violante, G., "Household balance sheet channels of monetary policy: A back of the envelope calculation for the euro area", *Journal of Economics Dynamics and Controls*, Vol. 115, No 103879, June 2020. Attiecībā uz ienākumu īpatsvaru šajā ielikumā izmantotās vērtības kalibrētas, balstoties uz 2017. gadā euro zonā veikto MFPA (pilnīgs sadalījums) un uz 2019. gadā ASV veikto SCF (mediānas vērtības).

⁹ Sk. Filipa Leina (*Philip Lane*) 2023. gada maija runu *Inflation and monetary policy* un ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 8 ielikumu "Inflācijas norises euro zonā un ASV".

D attēls

Pandēmijas laikā veidoto uzkrājumu patēriņa impulss

(novirzes no tendences, kas bija vērojama pirms pandēmijas; bruto rīcībā esošie ienākumi; %)



Avots: ECB aprēķini.

Piezīme. Simulācijas balstītas uz Auclert et al., op. cit.

Turpmākie apsvērumi papildina modeļa implicētos rezultātus par papildu uzkrājumu radītā privātā patēriņa mērenu atlikušo papildu stimulu. Pirmkārt, dažādā papildu uzkrājumu izcelsme palīdz skaidrot, kāpēc patēriņa impulss euro zonā ir mazāks nekā ASV. Euro zonā papildu uzkrājumu veidošanos galvenokārt noteica patēriņu mazinošie mobilitātes ierobežojumi, īpaši attiecībā uz pakalpojumiem ar ciešiem klātienes kontaktiem. Turīgās mājsaimniecības, kurām ir zema PRT, šādiem pakalpojumiem kopumā tērē lielāku savu ienākumu daļu. Papildu uzkrājumu veidošanos ASV galvenokārt noteica lielas stimulu pakotnes, kas veicināja ienākumus, īpaši (augstas PRT) mājsaimniecībām, kas atrodas bagātības sadalījuma zemākajā daļā.¹⁰ Otrkārt, nesenās cenu norises apstiprina uzskatu, ka papildu uzkrājumi radījuši nelielu atlikušo patēriņa impulsu abās tautsaimniecībās. Pēdējos ceturkšņos vērojamais patēriņa cenu kāpums un aktīvu cenu kritums, ko pastiprinājusi ierobežojošāka monetārā politika un finansēšanas nosacījumu pasliktināšanās, tiešām turpina mazināt atlikušo patēriņa impulsu.

¹⁰ ASV valdība maksāja konkrētu summu tiem iedzīvotājiem, kuru ienākumi bija mazāki par 75 000 ASV dolāru. Tas nozīmē, ka mazturīgo iedzīvotāju guvums proporcionāli viņu ienākumiem bija lielāks. Sk., piemēram, ASV Valsts kases sniegtos aprakstus [Unemployment Compensation](#) un [Economic Impact Payments](#).

2. Telekonferences par uzņēmuma finanšu rezultātiem: jauni dati par uzņēmumu peļņu, ieguldījumiem un finansēšanas nosacījumiem

Sagatavojuši Mālina Andersone (*Malin Andersson*), Pedru Nevišs (*Pedro Neves*) un Karolīna Nunesa (*Carolina Nunes*)

Telekonferences par uzņēmuma finanšu rezultātiem var laikus sniegt noderīgu informāciju par uzņēmumu noskaņojumu. Telekonference par uzņēmuma finanšu rezultātiem ir konferences zvans starp biržā kotēta uzņēmuma vadību, investoriem, analītiķiem un mediju pārstāvjiem, lai apspriestu uzņēmuma finanšu rezultātus. Šādas telekonferences parasti tiek veiktas reizi ceturksnī.¹ *NL Analytics* programmatūra ir automatizējusi telekonferenču par uzņēmuma finanšu rezultātiem stenogrammās angļu valodā pieejamās informācijas ieguves procesu.² Koncentrējoties uz nozīmīgāko nefinanšu sektoru euro zonas uzņēmumiem, šis ielikums sagatavots, pamatojoties uz tekstuālo sakritību ar vairākiem sinonīmiem meklējumiem. Tā mērķis ir noteikt ceturkšņa noskaņojuma un riska indeksus, kuri ir pieejami īpaši savlaicīgi, jo datubāzes dati par kārtējo ceturksni tiek aktualizēti reizi divās nedēļās.

Teksta analīze palīdz noskaidrot uzņēmumu vērtējumus. Noskaņojuma indekss atspoguļo to telekonferencē par uzņēmuma finanšu rezultātiem izteikto teikumu skaitu, kuros ietverts kāds specifisks vārds, kurš visos teikumos atbilst konkrētai tēmai, un tas izteikts tīrā izteiksmē, t. i., labas ziņas pretstatā sliktām ziņām. Riska indekss parāda, cik reižu kāda tēma teikumā ir pieminēta vienlaikus ar tādiem atslēgvārdiem kā "risks" un "nenoteiktība".³ Lielais stenogrammu apjoms kopā ar tekstuālajiem meklējumiem nodrošina uzņēmuma līmeņa noskaņojuma un riska indeksu augstas frekvences datu kopu. Dati tiek vidējoti un konvertēti strukturētos ceturkšņa datus par laikposmu no 2002. gada 1. ceturkšņa līdz 2023. gada 1. ceturksnim. Attiecīgajiem indeksiem raksturīgs tas, ka to dinamika pēdējos 20 gados bijusi līdzīga ekonomiskās attīstības cikla dinamikai un tie korelējuši ar attiecīgo mainīgo standarta rādītājiem. No telekonferencēm par uzņēmuma finanšu rezultātiem iespējams arī iegūt atziņas, kas ietver ar indeksu konkrētu un būtisku attīstības tendenci saistīto līdzšinējo skaidrojumu.

Euro zonas valstu uzņēmumu noskaņojuma rādītāji attiecībā uz to peļņu 2023. gada 2. ceturksnī turpināja pārsniegt reģistrētos vēsturiskos vidējos rādītājus. Pēdējo 20 gadu laikā pastāvējusi spēcīga korelācija starp peļņas

¹ Tomēr atsevišķos gadījumos telekonference par uzņēmuma finanšu rezultātiem tiek veikta reizi sešos mēnešos vai reizi gadā. Telekonferences precīzais laiks ceturkšņa ietvaros atšķiras atkarībā no ceturkšņa.

² *NL Analytics* datubāzē pieejamas aptuveni 82 valstu 14 000 biržā kotētu uzņēmumu telekonferenču par uzņēmuma finanšu rezultātiem stenogrammas – vairākuma uzņēmumu galvenā mītne atrodas ASV, Apvienotajā Karalistē un citās anglofoniskajās valstīs. Katru ceturksni datus sniedz vidēji 600 euro zonas uzņēmumu. Izlases perioda pirmajos gados (sākot ar 2002. gadu) ceturksnī veikto novērojumu skaits bija aptuveni viena ceturtdaļa no pašreizējo novērojumu skaita.

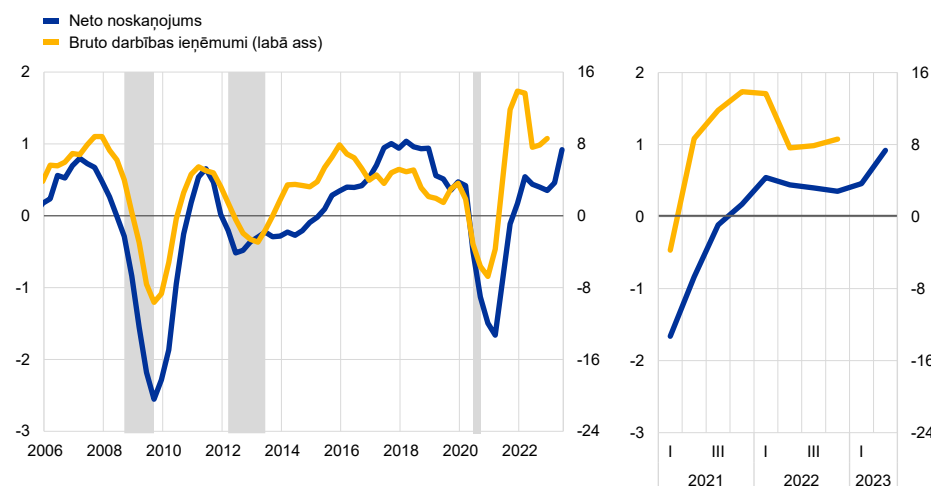
³ Papildu tāda riska indeksa piemēru, kuru aprēķina, izmantojot telekonferenču par uzņēmuma finanšu rezultātiem stenogrammu teksta analīzi, sk. Hassan, T.A., Schreger, J., Schwedeler, M., Tahoun, A., "Sources and Transmission of Country Risk", *NBER Working Paper*, No 29526, November 2021.

noskaņojuma indeksu, kurš iegūts no telekonferenču par uzņēmuma finanšu rezultātiem transkripcijas, un sektora kontu datiem par bruto darbības ieņēmumiem euro zonas nefinanšu sabiedrību (NFS) sektorā (A att., kreisais panelis). Korelācijas koeficients attiecībā uz peļņas noskaņojuma indeksu apstiprina bruto darbības ieņēmumus par līdz pat četriem ceturkšņiem un sasniedz augstāko punktu (aptuveni 0.6). Indekss liecina par skaidru ekonomiskās attīstības cikla tendenci – globālās finanšu krīzes, valsts parāda krīzes un Covid-19 pandēmijas laikā tika sasniegts zemākais līmenis – un tādas varētu būt arī gaidas, ņemot vērā peļņas cikliskumu. Neto noskaņojums pēc būtiskas uzlabošanās 2021. gadā zināmā mērā 2022. gadā stabilizējās un 2023. gada 2. ceturksnī turpināja uzlaboties. Bruto darbības ieņēmumu pieauguma temps NFS sektorā nedaudz samazinājās un 2022. gada 2. pusgadā saglabājās stabils, neraugoties uz stingrākiem finansēšanas nosacījumiem un pieprasījuma kritumu (A att., labais panelis). Tas atbilst tirgus un apsekojuma peļņas datiem, kas liecina, ka peļņas kāpums 2022. gada laikā samazinājies, joprojām pārsniedzot vēsturiskos vidējos rādītājus. Euro zonas NFS bruto darbības ieņēmumi pārsnieguši 2019. gada 4. ceturksnī reģistrēto līmeni, un pašlaik to pieauguma temps pārsniedz pirms pandēmijas vēroto rādītāju. Tas liecina, ka, raugoties no šā aspekta, peļņas pieauguma process nav nepieciešams (B attēls). Kopš 2021. gada sākuma novēroto peļņas kāpuma pieaugumu, iespējams, noteicis ietilpīgais pēc pandēmijas reģistrētais atliktais pieprasījums, piegādes problēmu mazināšanās un ražošanas izejvielu aizstājamības nepilnības.

A attēls

Euro zonas valstu peļņas noskaņojums un NFS bruto darbības ieņēmumi

(Z rādītājs; pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu, %)



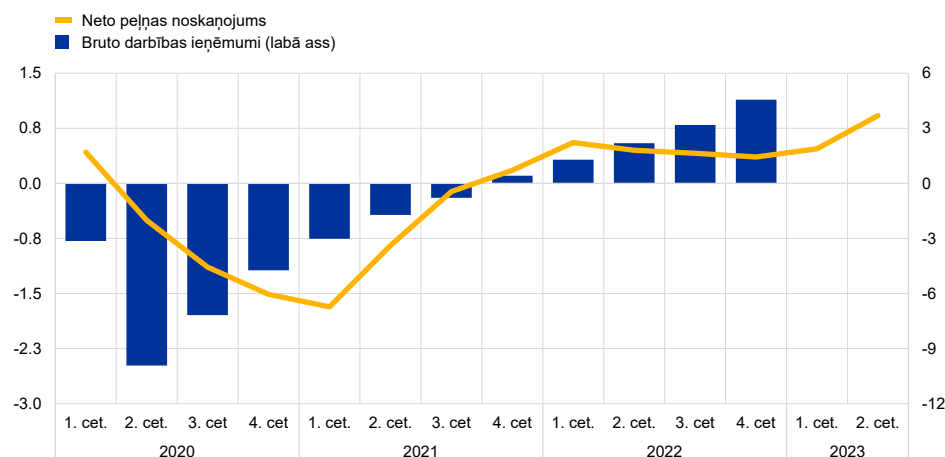
Avoti: NL Analytics, ECB un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Neto noskaņojums atspoguļo vārda "peļņa" ("ieņēmumi" u.c.) sinonīmu atkārtošanās biežumu uzņēmumu telekonferencēs par uzņēmuma finanšu rezultātiem. Z rādītāju aprēķina, atņemot vēsturiski vidējo rādītāju no katra datu punkta un dāļot šīs vidējotās laikrindas ar standartnovirzi. Recesijas periodi iekrāsoti pelēkā krāsā. Jaunākie neto noskaņojuma dati (iegūti no telekonferencēm, kas veiktas līdz 12. jūnijam) atbilst stāvoklim 2023. gada 2. ceturksnī, un jaunākie bruto darbības ieņēmumu dati atbilst stāvoklim 2022. gada 4. ceturksnī.

B attēls

Euro zonas valstu peļņas noskaņojums un NFS bruto darbības ieņēmumi (bez tendences)

(Z rādītājs; kumulatīvais pieauguma temps (bez tendences))



Avoti: NL Analytics, ECB un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Bruto darbības ieņēmumu kumulatīvais kāpuma temps (bez tendences) tika aprēķināts, nosakot kumulēto starpību starp faktiskajām laikrindām un pirms pandēmijas (2002.–2019. gadā) novēroto rādītāju un tad dalot tās ar kumulēto pirms pandēmijas novēroto rādītāju. Jaunākie neto noskaņojuma dati (iegūti no telekonferencēm, kas veiktas līdz 12. jūnijam) atbilst stāvoklim 2023. gada 2. ceturksnī, un jaunākie bruto darbības ieņēmumu dati atbilst stāvoklim 2022. gada 4. ceturksnī.

Uzņēmumu ieguldījumu noskaņojums 2023. gada 2. ceturksnī turpināja

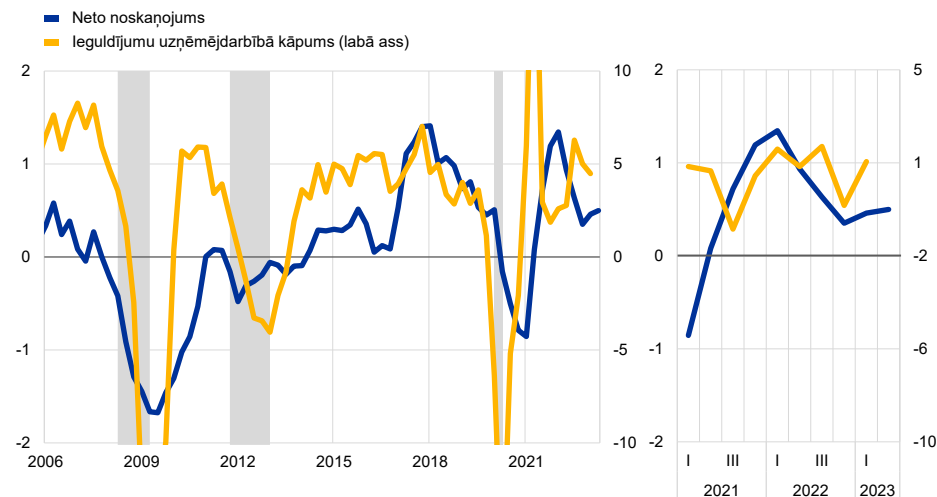
nedaudz uzlaboties.

Neto ieguldījumu noskaņojums pēdējo 20 gadu laikā ir labi korelējis ar uzņēmējdarbībā veikto ieguldījumu kāpumu (neietverot ieguldījumu intelektuālā īpašuma produktos svārstīgo komponentu Īrijā un Nīderlandē; C att., kreisais panelis). Maksimālā korelācija ir tad, kad noskaņojuma indekss apstiprina ieguldījumu kāpumu par diviem ceturkšņiem un korelācijas koeficients ir 0.5. Tautsaimniecībai atveseļojoties, ieguldījumu noskaņojums 2021. gadā un 2022. gada sākumā turpināja uzlaboties, pārsniedzot vēsturiski vidējo rādītāju, un vienlaikus ceturkšņa izteiksmē bija vērojams arī kopumā stabils uzņēmējdarbībā veikto ieguldījumu kāpums (C att., labais panelis). Pēc tam 2022. gadā tas nedaudz pasliktinājās, atspoguļojot pieprasījuma kritumu, enerģijas izmaksu kāpumu un paaugstinātu nenoteiktību. 2023. gada 2. ceturksnī tas atbilstoši piedāvājuma apstākļu uzlabošanās tendencei un enerģijas izmaksu kritumam turpināja palielināties, pārsniedzot tā ilgtermiņa vidējo rādītāju.

C attēls

Euro zonas valstu ieguldījumu noskaņojums

(Z rādītājs, kreisā panela labā ass: pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu, %; labā panela labā ass: ceturksņa procentuālās pārmaiņas)



Avoti: NL Analytics, Eurostat un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Neto ieguldījumu noskaņojums atspoguļo uzņēmumu telekonferenču par uzņēmuma finanšu rezultātiem laikā lietotā vārda "ieguldījumi" ("ieguldījumi", "kapitāla ieguldījumi", "ieguldījumu plāni" u.c.) sinonīmu atkārtotās biežuma. Z rādītāju aprēķina, atņemot vēsturiski vidējo rādītāju no katra datu punkta un dāļot šīs vidējotās laukrindas ar standartnovirzi. Recesijas periodi iekrāsoti pelēkā krāsā. Uzņēmējdarbībā veikto ieguldījumu kāpums neietver ieguldījumus intelektuālā īpašuma produktos Īrijā un Nīderlandē. Jaunākie neto noskaņojuma dati (iegūti no telekonferencēm, kas veiktas līdz 12. jūnijam) atbilst stāvoklim 2023. gada 2. ceturksnī, un jaunākie uzņēmējdarbībā veikto ieguldījumu dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī.

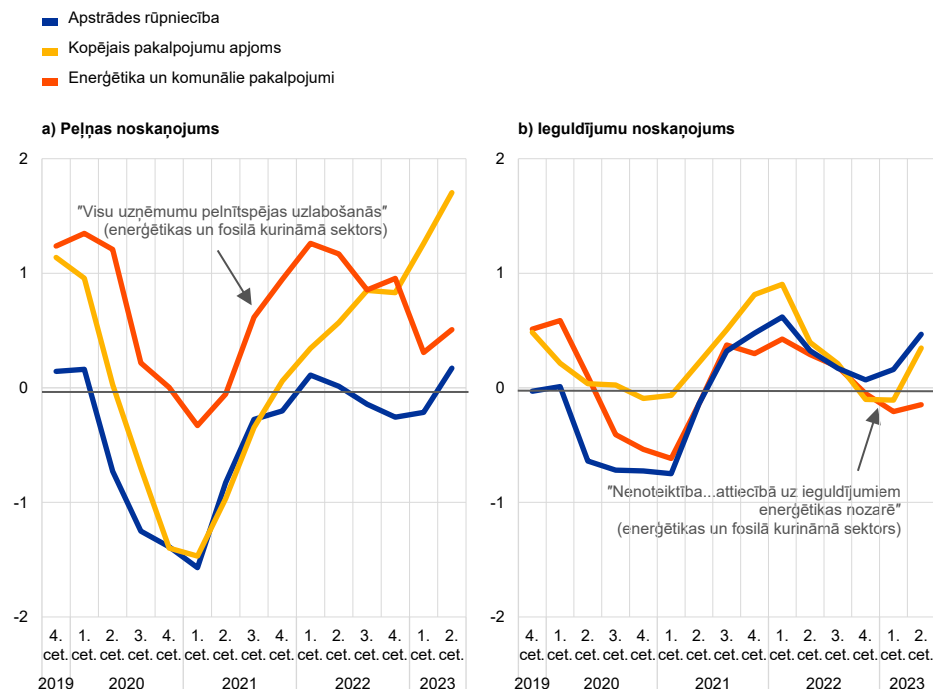
Aplūkojot atsevišķas nozares, līdz šim 2023. gadā visstabilākais peļņas noskaņojums valdīja pakalpojumu nozarē, savukārt vispozitīvākais ieguldījumu noskaņojums bija vērojams apstrādes rūpniecības nozarē.

Pandēmijas laikā peļņas noskaņojums vairāk pasliktinājās pakalpojumu nozares nekā apstrādes rūpniecības nozarē. Tomēr atveseļošanās posmā pēc pandēmijas un atkal 2023. gada 1. pusgadā tas būtiskāk uzlabojās pakalpojumu nozarē nekā apstrādes rūpniecības nozarē (D att., a) panelis). Šāda dinamika atbilst arī citiem noskaņojuma rādītājiem, piemēram, iepirkumu vadītāju indeksam. Tomēr kopš 2022. gada sākuma dažādās nozarēs strauji pasliktinājies ieguldījumu noskaņojums, lai gan, šķiet, ka līdz šim 2023. gadā tas bija vairāk uzlabojies apstrādes rūpniecības nozarē nekā pakalpojumu nozarē. Pēdējos trijos gados enerģijas un komunālo pakalpojumu nozarē peļņas noskaņojums bijis pozitīvāks nekā pārējās nozarēs, taču pēdējā laikā tas pasliktinājies, atspoguļojot enerģijas cenu dinamiku. Kā norādījis viens šīs nozares uzņēmums, ieguldījumu noskaņojums nozarē bijis samērā negatīvs, un to, iespējams, noteikusi nenoteiktība saistībā ar ieguldījumiem enerģētikas nozarē, kā arī pāreja uz zaļo saimniekošanu (D att., b) panelis).

D attēls

Euro zonas valstu peļņas un ieguldījumu noskaņojums atsevišķās nozarēs

(Z rādītājs)



Avoti: NL Analytics un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Laikrindas nav kopējo laikrindu vidējais rādītājs, jo atsevišķi uzņēmumi nav ietverti nozaru klasifikācijā. Jaunākie dati (iegūti no telekonferencēm, kas veiktas līdz 12. jūnijam) atbilst stāvoklim 2023. gada 2. ceturksnī.

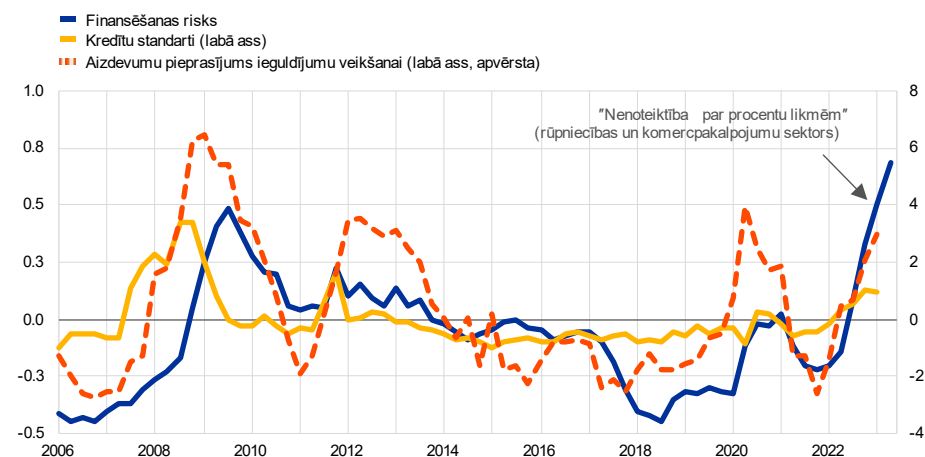
Uzņēmumi pašlaik uzskata, ka finansēšanas nosacījumi saistīti ar būtisku

risku. Šā ielikuma kontekstā izveidots arī finansēšanas riska rādītājs, meklējot tādus atslēgvārdus kā "procentu likme", "finansēšanas nosacījumi" un "aizņemšanās izmaksas" kopā ar vārdiem "nenoteiktība" un "risks". Finansēšanas nosacījumi globālās finanšu krīzes laikā tika uzskatīti par paaugstinātu risku sakarā ar stingrākiem kredītu standartiem un mazāku izsniegto kredītu apjomu ieguldījumu veikšanai, kā uzsvērts 2023. gada aprīļa banku kreditēšanas apsekojumā (E attēls). Izlases uzņēmumi, šķiet, arī valsts parāda krīzes laikā uzskatījuši finansēšanas nosacījumus par paaugstinātu risku. Atveseļošanās posmā no 2015. gada līdz 2019. gadam ar finansēšanas nosacījumiem saistītā riska uztvere kopumā samazinājās līdz līmenim, kāds bija vērojams pirms globālās finanšu krīzes. Līdz šim uzņēmumi pēc neliela pandēmijas laikā novērota kāpuma 2023. gadā strauji augošo procentu likmju un nesenās finanšu tirgus spriedzes apstākļos finansēšanas nosacījumus vērtējuši kā augstu un augošu risku – vērtējums pēdējos ceturkšņos sasniedzis līmeni, kāds nebija pieredzēts kopš globālās finanšu krīzes. Lai gan rādītāji nav tieši salīdzināmi, jo finansēšanas riska rādītājs ir plašāks, to dinamikai ir zināma līdzība ar kredītu standartu dinamiku. Saskaņā ar banku veiktās kreditēšanas apsekojumu arī augstāka finansēšanas riska uztvere sakrīt ar aizdevumu pieprasījuma ieguldījumu veikšanai kritumu.

E attēls

Euro zonas valstu finansēšanas risks, kredītu standarti un aizdevumu pieprasījums ieguldījumu veikšanai pamatlīdzekļos

(Z rādītājs, negatīvo un pozitīvo atbilstību starpība)



Avoti: NL Analytics, euro zonas banku veiktās kredītēšanas apsekojums un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Tekstuālie vārdu savienojuma "finansēšanas riska rādītājs" meklējumi ietver tādus atslēgvārdus kā "procentu likmes", "finansēšanas nosacījumi" un "aizņemšanās izmaksas". Jaunākie kredītu standartu un aizdevumu pieprasījuma dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī, un jaunākie finansēšanas riska dati (iegūti no telekonferencēm, kas veiktas līdz 12. jūnijam) atbilst stāvoklim 2023. gada 2. ceturksnī.

3. Kā vienības peļņa ir veicinājusi euro zonas iekšzemes cenu spiediena neseno pastiprināšanos?

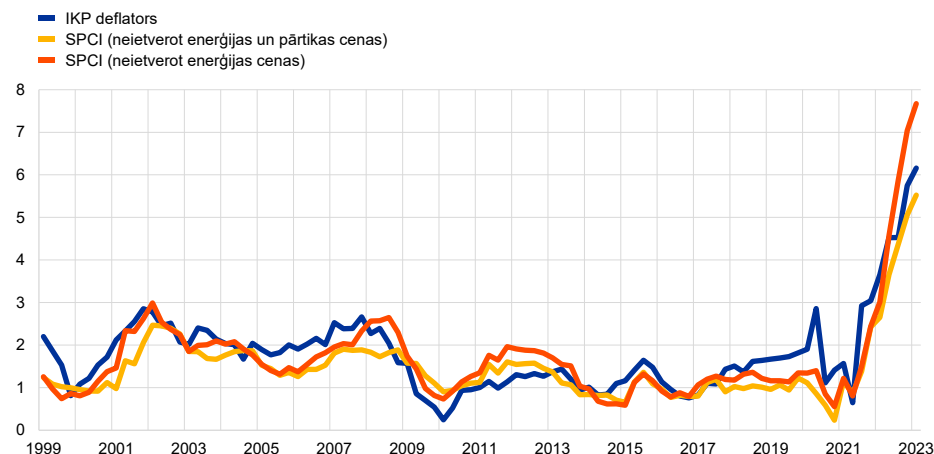
Sagatavojusi Elke Hāna (*Elke Hahn*)

Tāpat kā ražošanas izmaksas, piemēram, darba samaksa vai starppatēriņa resursu izmaksas, arī peļņa ir būtisks izlaides cenu komponents. Uzņēmumi nosaka vēlamā peļņu, nosakot cenas konkrētā līmenī, kurš pārsniedz izmaksas, ar mērķi iegūt atlīdzību par savu kapitālu. Peļņas un darba samaksas pārmaiņas, kuras atspoguļo IKP deflators, ir nozīmīgi pamatinflācijas noteicējkatori. Par to liecina IKP deflatora un pamatinflācijas rādītāju spēcīgā savstarpējā dinamika, piemēram, saskaņotais patēriņa cenu indekss (SPCI), neietverot enerģijas un pārtikas cenas, vai SPCI, neietverot enerģijas cenas (A att.).¹ Šajā ielikumā analizēta peļņas ietekme uz iekšzemes inflāciju, balstoties uz vienības peļņu, kas atvasināta no nacionālajiem kontiem.^{2,3} Tajā arī aplūkots, kā uzņēmēja peļņai tuvāki peļņas rādītāji, kuri atvasināti no nacionālajiem kontiem, ir veicinājuši iekšzemes inflāciju un kā pašreizējie signāli no vienības peļņas, kas balstīti uz nacionālajiem kontiem, sader ar signāliem no uzcenojumiem un peļņas maržas rādītājiem, kuri atvasināti no uzņēmumu kontiem.

A attēls

Iekšzemes cenu spiediens un atsevišķi pamatinflācijas rādītāji

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %; ceturksņa dati)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī.

¹ Minētais ir piemērojams, neraugoties uz abu rādītāja veidu konceptuālajām atšķirībām. Cenu spiediena aptvērumā pastāv konceptuālas atšķirības, piemēram, tāpēc, ka IKP deflators aptver tikai pievienotās vērtības komponentus, savukārt pamatinflācijas rādītāji ietver visus izlaides cenas komponentus. Līdzīgi IKP deflators atspoguļo cenu spiedienu iekšzemes tautsaimniecībā, bet tādi rādītāji kā SPCI (neietverot enerģijas un pārtikas cenas) attiecas uz cenu dinamiku attiecīgajos patēriņa preču sektoros neatkarīgi no tā, vai šīs preces vai pakalpojumus ražo vai sniedz iekšzēmē vai importē.

² Būtu jāņem vērā, ka vienības peļņa un uzņēmēja peļņa konceptuāli atšķiras, kā skaidrots turpmāk ielikumā.

³ Sk. arī Arce, Ó., Hahn, E., Koester, G. "How tit-for-tat inflation can make everyone poorer", *The ECB Blog*, ECB, 30 March 2023.

Peļņas rādītāji atšķiras to tvēruma un mērķu ziņā. Nacionālajos kontos peļņas nozīmi iekšzemes cenu spiedienā analizē, izmantojot vienības peļņu, ko definē kā bruto darbības ieņēmumus (BDI) un jauktos ienākumus uz reālā IKP vienību. ECB aprēķini ļauj iegūt šo rādītāju arī par nefinanšu sabiedrību (NFS) sektoru. Papildu peļņas rādītājs, kas nacionālajos kontos ir pieejams inflācijas analīzei, ir tā dēvētais peļņas maržas rādītājs, kuru aprēķina kā pamatcenās izteikta IKP deflatora attiecību pret vienības darbaspēka izmaksām. Ar to vērtē, kādā apmērā peļņas dinamika ir veicinājusi vai mazinājusi vienības darbaspēka izmaksu dinamiku, skaidrojot iekšzemes cenu spiedienu. Divi peļņas rādītāji, kurus var atvasināt no uzņēmumu kontiem, ir uzcenojums un peļņas marža. Uzcenojumu definē kā cenu attiecību pret robežizmaksām, un robežizmaksas parasti praksē nosaka, izmantojot vidējās izmaksas. Šo rādītāju var izmantot, lai novērtētu uzņēmumu cenu noteikšanas stratēģijas. Plaši izmantots peļņas maržas rādītājs, kas atvasināts no uzņēmumu peļņas un zaudējumu aprēķina shēmām pārdoto preču un sniegto pakalpojumu izmaksu metodes kontekstā, ir bruto peļņas marža. To aprēķina, bruto peļņu dalot ar apgrozījumu, kur bruto peļņa tiek noteikta, no apgrozījuma atņemot pārdoto preču izmaksas (t. i., citstarp atņemot materiālu un darbaspēka izmaksas).

Vienības peļņu var ietekmēt starppatēriņa attīstība. IKP ir balstīts uz pievienotās vērtības jēdzienu. Tas ietver devumu, ko nodrošina peļņa (definēta kā BDI un jauktie ienākumi) un darbinieku atalgojums, kā arī ražošanai piemērotos nodokļus (neietverot subsīdijas), taču salīdzinājumā ar bruto izlaidi tas neietver starppatēriņu (piemēram, enerģijas vai materiālu patēriņu).⁴ Tomēr, tā kā starppatēriņš jau ir pilnībā atskaitīts no IKP, peļņas dinamika var norādīt, ciktāl starppatēriņa izmaksu pārmaiņas ir atspoguļotas izlaides cenā. Neņemot vērā citu ietekmi uz vienības peļņu, situācija, kad starppatēriņa izmaksas būtiski pieaug (kā vērojams pēdējos divos gados) un vienības peļņas dinamika vājinās, liecina par to, ka peļņa (daļēji vai pilnībā) ir ierobežojusi izmaksu kāpumu, lai tas neatspoguļotos (vai neatspoguļotos pilnībā) izlaides cenā. Turpretī, ja vienības peļņas dinamika šādā situācijā kopumā nemainās vai pat pastiprinās, tas nozīmē, ka izlaides cena ir pieaugusi tādā pašā apmērā kā izmaksas vai pat vairāk.

Iekšzemes cenu spiediens, ko mēra ar IKP deflatoru, kopš 2021. gada vidus ir spēcīgi pieaudzis. To būtiski veicinājušas gan vienības darbaspēka izmaksas, gan vienības peļņa. 2023. gada 1. ceturksnī euro zonas IKP deflatora gada pieauguma temps sasniedza rekordaugstu līmeni – 6.2 % (iepriekšējā ceturksnī – 5.7 %; 2021. gada 2. ceturksnī – 0.6 %) (B att.). Tā vidējais rādītājs no 1999. gada līdz 2019. gadam (t. i., periodā pirms koronavīrusa (Covid-19) krīzes) bija 1.6 %. Kā redzams B attēlā, gan vienības darbaspēka izmaksas, gan vienības peļņa pēdējā pusotra gada laikā veicinājušas IKP deflatora kāpumu. Vienības peļņas devums pēdējos trijos ceturkšņos bijis īpaši liels, veidojot aptuveni 60 % no IKP deflatora kopējā pieauguma (šis rādītājs ir augstāks par BDI un jaukto ienākumu daļu no nominālā IKP – 42 %).⁵ Subsīdiju devums IKP deflatorā bija īpaši būtisks

⁴ Bruto izlaides rādītājs ir pieejams ielaides un izlaides statistiskajos datos. Tomēr, tā kā šie dati netiek publicēti noteiktā laikā, to piemērošana politikas analīzē ir ierobežota.

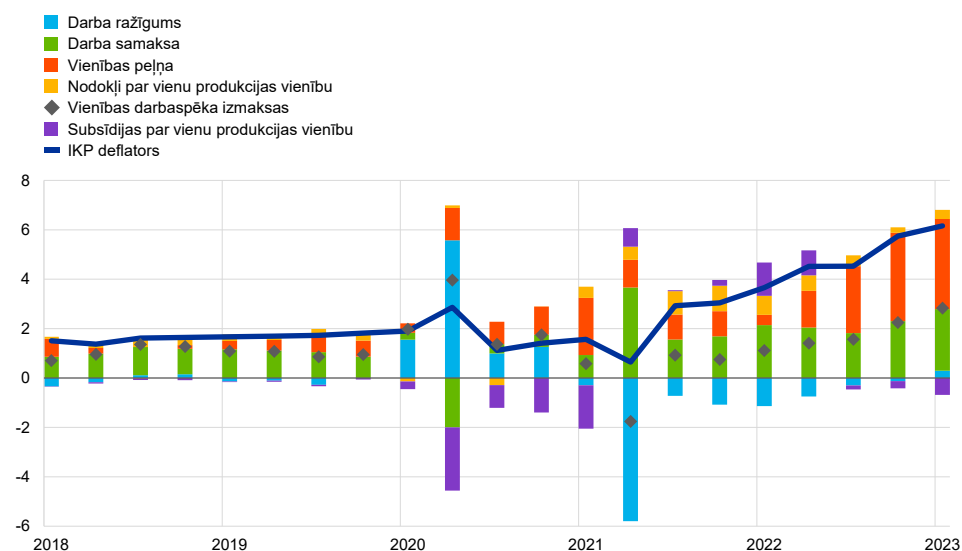
⁵ Pretstatā B attēlam 1. attēls, kas pieejams *Arce et al., op. cit.*, atspoguļo IKP deflatora dalījumu, ietverot pašnodarbināto personu ienākumu korekciju. Jāņem vērā, ka abu dalījumu atšķirības attiecībā uz vienības peļņas devumu ir nelielas.

Covid-19 krīzes laikā ar darbvieta saglabāšanas programmu saistītā valdības atbalsta ietekmē, taču arī nesen enerģijas krīzes laikā sniegtā valdības atbalsta ietekmē vērojams neparasti liels devums.

B attēls

IKP deflators un devums

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



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme: Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī.

Vienības peļņas rādītājā izmantotie BDI un jauktie ienākumi atspoguļo plašu peļņas jēdzienu.

BDI aptver visus institucionālos sektorus, savukārt jauktie ienākumi attiecas uz mājāsaimniecību sektoru (kas ietver arī sabiedrības, kuras nav juridiskās personas). Jauktos ienākumus var uzskatīt par pašnodarbināto personu vai sabiedrību, kuras nav juridiskās personas, peļņu pēc dažādajām izmaksām, kuras tām radušās. Tomēr šī peļņa joprojām ietver atlīdzību par pašnodarbināto personu darbaspēka izlietojumu. Ierasts veids, kā koriģēt jauktajos ienākumos iekļautos darba ienākumus, ir pieņemt, ka pašnodarbināto personu vidējā darba samaksa ir tāda pati kā darba ņēmējiem, un atņemt šos piedēvētos darba ienākumus no BDI un jaukto ienākumu komponenta.⁶ BDI un jauktie ienākumi ietver arī ienākumus no mājokļu pakalpojumiem (t. i., īres maksām, kas ietekmē visus tautsaimniecības institucionālos sektorus, kā arī īpašnieka apdzīvotajiem mājokļiem piedēvētajām īres maksām, kuras ietekmē tikai mājāsaimniecību sektoru). No pašnodarbinātības un mājokļiem gūtie ienākumi parasti netiek uzskatīti par uzņēmēja peļņas daļu.⁷ Vēl viens BDI un jaukto ienākumu komponenta elements, ko vērts pieminēt šajā kontekstā, ir pamatlīdzekļu patēriņš. Tas atspoguļo gūtos kapitāla ienākumus, taču var tikt uzskatīts arī par izmaksām, kuras uzņēmumiem rodas, kad jāaizstāj amortizētais kapitāls. Tādējādi labāks uzņēmēja peļņas aizstājējs ir NFS

⁶ Šo pašnodarbināto personu ienākumu korekciju parasti piemēro, atvasinot peļņas standarta devumu euro zonas IKP deflatorā. Sk., piemēram, 1. attēlu, kas pieejams *Arce et al., op. cit.*

⁷ Jaunāko detalizēto diskusiju sk. Dž. Haskela (*J. Haskel*) runā *What's driving inflation: wages, profits, or energy prices?*, kas sniegta Vašingtonas Pītersona Starptautiskās ekonomikas institūtā 2023. gada 25. maijā.

bruto vai neto darbības ieņēmumi sektora kontos, kur neto rādītāju aprēķina, no NFS bruto darbības ieņēmumiem atņemot pamatlīdzekļu patēriņu. Nosakot to, kas veido peļņu, pēdējais punkts ir saistīts ar subsīdiju ietekmi (saskaņā ar IKP komponentu "nodokļi mīnus subsīdijas"). Atkarībā no adresāta šādas subsīdijas ir iekļautas peļņā vai darba ienākumos un neto izteiksmē norādītas IKP deflatora subsīdiju komponentā. Covid-19 un enerģijas krīzes ietekmē dažos pēdējos gados subsīdijas bijušas īpaši lielas, jo valdības atbalsts ar darbvietu saglabāšanas programmu starpniecību un saistībā ar enerģijas krīzi daļēji ticis sniegts ar subsīdijām. Tādējādi subsīdijām dažos pēdējos gados bijusi redzama ietekme uz darba un peļņas komponentiem.⁸ Šādas subsīdijas, kas izmaksātas uzņēmumiem, nepārprotami jānošķir no uzņēmēja peļņas. Tomēr jebkāds papildu finansējums ar subsīdijām principā varētu ietekmēt uzņēmumu plānus koriģēt cenas.

Sektoru dati liecina, ka NFS bruto un neto darbības ieņēmumu dinamika bijusi svarīgs kopējās vienības peļņas nesenās stiprības noteicējfaktors. Kā izklāstīts iepriekš, NFS bruto un neto darbības ieņēmumi ir uzņēmēja peļņai tuvāki nekā BDI un jaukto ienākumu komponents, kurš attiecas uz visu tautsaimniecību. C attēlā redzams NFS neto darbības ieņēmumu, NFS pamatlīdzekļu patēriņa un citu ienākumu devums visas tautsaimniecības vienības peļņā, kā atspoguļots B attēlā. Šis dalījums liecina, ka, lai gan visi trīs komponenti dažu pēdējo ceturkšņu laikā kļuvuši spēcīgāki, NFS bruto un neto darbības ieņēmumi pēdējā laikā bijuši dinamiskāki par kopējo vienības peļņu un bijuši būtiski vienības peļņas kāpuma noteicējfaktori.⁹ To devums arvien spēcīgākajā IKP deflatora pieaugumā 2022. gada 2. pusgadā bija nozīmīgs. Tas parāda, ka uzņēmumi kopumā nav ierobežojusi izmaksu palielināšanos; tas patiešām liecina, ka cenu pieaugums ir pārsniedzis izmaksu kāpumu, tādējādi veicinot iekšzemes inflācijas kāpumu.

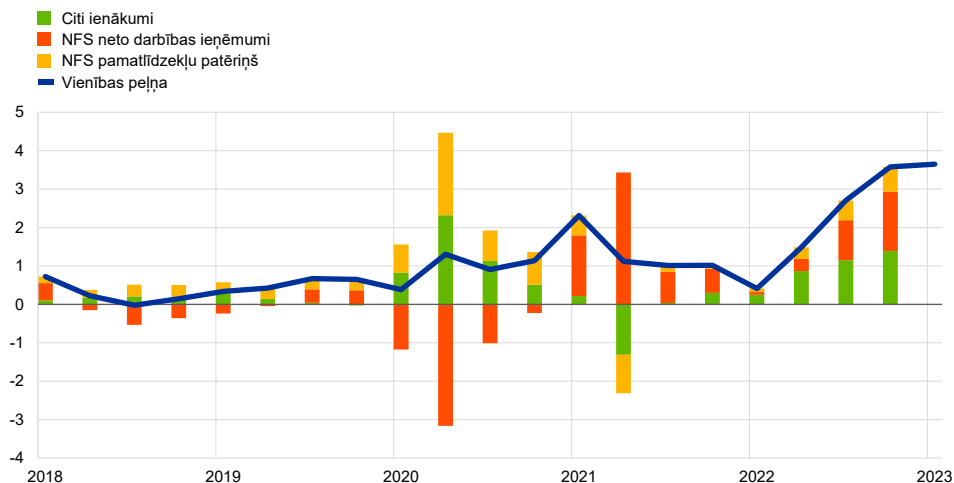
⁸ Lai gan ar darbvietu saglabāšanas programmām saistītās subsīdijas Covid-19 izraisītās recesijas laikā galvenokārt bija vērstas uz darba ienākumu stabilizāciju un tika tieši atspoguļotas šo ienākumu komponentā, tām arī bija redzama ietekme uz vienības peļņas komponentu, kas bija daudz noturīgāks nekā iepriekšējo recesiju laikā. Lai gan lejupslīdes agrīnajos posmos uzņēmumi parasti cenšas noturēt darbiniekus, neraugoties uz vienības peļņu, šo lejupvērsto spiedienu uz vienības peļņu, šķiet, mazinājusi daudz plašākā darbvietu saglabāšanas programmu izmantošana Covid-19 izraisītās recesijas kontekstā. Sk. ECB 2021. gada marta "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 2 ielikumu "[Peļņas maržu nozīme, pielāgojoties Covid-19 šoka radītajiem apstākļiem](#)".

⁹ Lai gan NFS bruto un neto darbības ieņēmumi veido attiecīgi 54 % un 28 % no kopējiem visas tautsaimniecības BDI un jauktajiem ienākumiem, 2022. gada 2. pusgadā tie veidoja lielāku daļu (attiecīgi gandrīz 60 % un vairāk nekā 40 %) vienības peļņas devuma. NFS bruto un neto darbības ieņēmumi veidoja attiecīgi aptuveni 23 % un 12 % no nominālā IKP un attiecīgi aptuveni 36 % un 25 % no IKP deflatora kopējā pieauguma.

C attēls

Vienības peļņas devuma dalījums

(devums; procentu punktos)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie vienības peļņas dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī un tās komponentu dati – stāvoklim 2022. gada 4. ceturksnī.

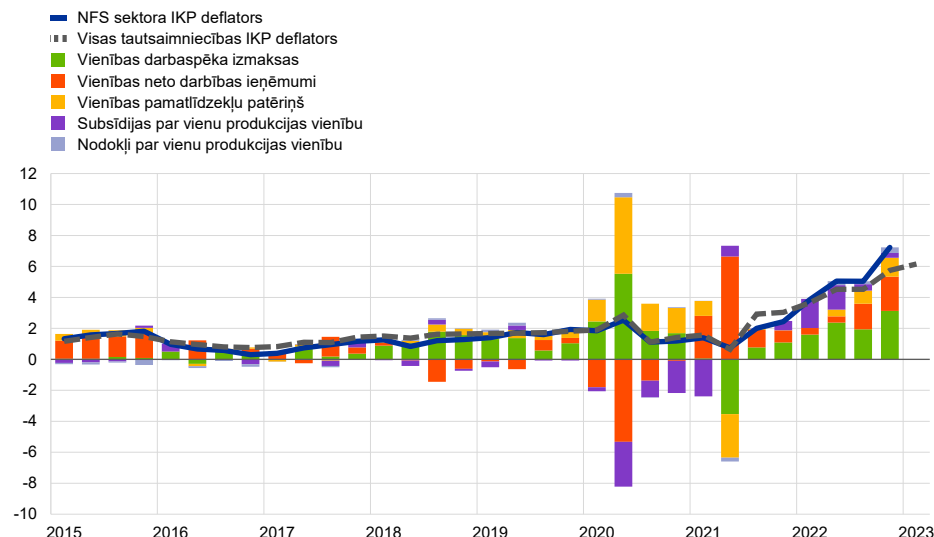
Iekšzemes cenu spiediens NFS sektorā ir pārsniedzis pēdējos ceturkšņos vēroto iekšzemes cenu spiedienu visā tautsaimniecībā, atspoguļojot vienības darbaspēka izmaksu spēcīgu pieaugumu, kā arī vienības darbības ieņēmumu nesamērīgi lielu devumu (D att.). IKP deflatora gada pieauguma temps NFS sektorā 2022. gada 4. ceturksnī pieauga līdz 7.2 %, tādējādi pārsniedzot visas tautsaimniecības iekšzemes cenu spiedienu par 1.5 procentu punktiem. Tas liecina par novirzi no vēsturiskajām tendencēm, jo IKP deflatora pieauguma temps NFS sektorā parasti bijis zemāks par līdzvērtīgo rādītāju visai tautsaimniecībai.¹⁰ Nesena spēcīgā IKP deflatora kāpums NFS sektorā daļēji atspoguļojis vienības darbaspēka izmaksu spēcīgo pieaugumu šajā sektorā; šo izmaksu gada pieauguma temps 2022. gada 4. ceturksnī bija 5.1 % (0.6 procentu punkti virs līdzvērtīgā rādītāja visai tautsaimniecībai). Neskarot šīs norises, bruto un neto darbības ieņēmumu devums NFS sektora iekšzemes cenu spiedienā 2022. gada 2. pusgadā bija nesamērīgi liels, veidojot teju 50 % no iekšzemes cenu spiediena bruto izteiksmē un nedaudz vairāk par 30 % neto izteiksmē, tādējādi nepārprotami pārsniedzot attiecīgās nominālā IKP daļas (attiecīgi aptuveni 40 % un 20 %).

¹⁰ Laikposmā no 2002. gada līdz 2021. gadam (t. i., pirms nesena spēcīgā kāpuma) IKP deflatora vidējais pieauguma temps NFS sektorā bija 1.1 % (visā tautsaimniecībā – 1.6 %). Jāņem vērā, ka NFS sektora IKP deflators ir balstīts uz ECB iekšējiem aprēķiniem un dati par to ir pieejami tikai kopš 2002. gada.

D attēls

NFS sektora IKP deflators un devums

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



Avoti: Eurostat, ECB un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie visas tautsaimniecības IKP deflators dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī un visi pārējie dati – stāvoklim 2022. gada 4. ceturksnī.

Tradicionālie makroekonomiskie noteicējfaktori būtu norādījuši uz daudz vājāku vienības peļņas attīstību. Tas liecina, ka tās neseno pieaugumu galvenokārt sekmējuši mazāk ierasti faktori.

Parasti vienības peļņu īpaši ietekmē ekonomiskās attīstības cikls un tirdzniecības nosacījumi.¹¹ Varētu gaidīt, ka ekonomiskās aktivitātes cikliskais sarukums līdz 2023. gada 1. ceturksnim un nelabvēlīgā tirdzniecības nosacījumu dinamika 2022. gadā būtu mazinājusi vienības peļņas dinamiku. Pirmais vienības peļņas neierastās stiprības iemesls ir tas, ka pieprasījums daudzās nozarēs līdz ar pandēmijas radītajiem plašajiem piegādes ierobežojumiem un pēc tam izveidojušos atlikto pieprasījumu ir pārsniedzis piedāvājumu. Otrais iemesls ir tas, ka augstā resursu cenu dinamika (piemēram, enerģijai) uzņēmumiem atviegloja cenu paaugstināšanu, jo šādā situācijā ir grūtāk konstatēt, vai cenu pieaugumu izraisījušas augstākas izmaksas vai lielāka vienības peļņa.¹² Arī resursu cenu turpmāku spēcīgu pieaugumu gaidas varēja motivēt uzņēmumus paaugstināt cenas, lai laika gaitā izlīdzinātu cenu pārmaiņas.¹³ Vēl viens potenciāls iemesls ir tas, ka tirdzniecības nosacījumu šoka izraisītā augstās inflācijas vide radījusi reālo ienākumu būtisku samazinājumu iekšzemes tautsaimniecībā. Darbinieku un uzņēmumu mērķis varētu būt šo zudumu kompensēšana.

¹¹ Sk. ECB 2019. gada septembra "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 ielikumu "Kā peļņa ietekmē iekšzemes cenu spiedienu euro zonā?"; ECB 2021. gada marta "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 2 ielikumu "Peļņas maržu nozīme, pielāgojoties Covid-19 šoka radītajiem apstākļiem".

¹² Inflācijas un peļņas pieauguma saistības pierādījumus sk. Andler, M., Kovner, A. "Do corporate profits increase when inflation increases?", *Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, 13 July 2022.

¹³ Sk. Glover, A., Muñrú-del-Río, J., von Ende-Becker, A. "How Much Have Record Corporate Profits Contributed to Recent Inflation?", *Economic Review*, Vol. 108, No 1, Federal Reserve Bank of Kansas City, first quarter of 2023.

Peļņas (uzņēmēja peļņas) nozīme inflācijā nesen arī novērtēta, balstoties uz aprēķinātajiem uzcenojumiem un peļņas maržām, kas atvasinātas no uzņēmumu kontiem. Lai gan citi pētījumi, kuru pamatā ir peļņas un vienības peļņas dati, kas iegūti no nacionālajiem kontiem, apstiprina šajā ielikumā iekļautos konstatējumus¹⁴, faktu, ka aprēķinātie uzcenojumi un peļņas maržas, kuras atvasinātas no uzņēmumu kontiem, kopumā nav mainījušās, bieži interpretē kā tādu, kas liecina, ka peļņas nozīme attiecībā uz inflāciju nav tik skaidra.¹⁵ Tomēr salīdzinājumi starp pamatā esošajiem jēdzieniem un stilizētiem piemēriem par veidiem, kādos šie atšķirīgie rādītāji reaģē uz starppatēriņa resursu izmaksu izraisītu šoku, rāda, ka to attiecīgās pārmaiņas faktiski sniedz konsekventu priekšstatu.

Situācijā, kuru raksturo liels starppatēriņa izmaksu kāpums, novērotie kopumā nemainīgie uzcenojumi faktiski atbilst vienības peļņas radītajam paaugstinātajam inflācijas spiedienam. Peļņas nozīme attiecībā uz inflāciju pēdējā laikā ir piesaistījusi uzmanību ekonomikas literatūrā, pievēršoties jautājumam par to, vai no nacionālo kontu datiem ir iespējams gūt priekšstatu par uzņēmumu rīcību. Saskaņā ar mikroekonomikas teoriju uzņēmumi parasti nosaka cenas kā robežizmaksu uzcenojumu. Tādējādi cenu spiedienu var radīt gan robežizmaksas, gan uzcenojums. Uzcenojumu parasti izmanto, lai novērtētu uzņēmumu cenu noteikšanas stratēģijas, kuras tiek uzskatītas par nemainīgām, ja arī uzcenojums nemainās. Spēcīga izmaksu kāpuma apstākļos nemainīgs uzcenojums ietver tikpat spēcīgu vienības peļņas pieaugumu. No uzņēmuma viedokļa šo nemainīgo uzcenojumu var uzskatīt par nemainīgu cenu noteikšanas stratēģiju un šajā ziņā neuzskatīt par tādu, kas aktīvi veicina inflācijas spiedienu, jo peļņa vienkārši demonstrē to pašu spēcīgo dinamiku, kāda raksturīga kopējām izmaksām. Tomēr no makroekonomiskās un inflācijas analīzes viedokļa jebkāds cenas komponenta pieaugums veicina inflāciju neatkarīgi no pamatā esošās cenu noteikšanas pārmaiņām.¹⁶

A tabula sniedz stilizētus piemērus par uzcenojumu un vienības peļņas dinamiku, reaģējot uz starppatēriņa resursu izmaksu izraisīto šoku.

Pamatojoties uz hipotētisku izmaksu struktūru, tabulā izšķir situāciju (1. gadījums), kurā kopējo izmaksu uzcenojums pēc starppatēriņa resursu izmaksu izraisīta šoka nemainās, un situāciju (2. gadījums), kurā izlaides cenā atspoguļojas tikai tīro resursu izmaksu kāpums (rezultātā mainoties uzcenojumam). 1. gadījumā resursu izmaksu pieaugums par 67 % T1 periodā norāda uz kopējo izmaksu kāpumu 33 % apmērā. Ja papildus kopējām izmaksām piemēro nemainīgu uzcenojumu 20 % apmērā, uzņēmuma peļņa un vienības peļņa arī pieaug par 33 %, tādējādi līdz ar sākotnējo resursu izmaksu izraisīto šoku palielinot inflāciju. 2. gadījumā resursu

¹⁴ Sk., piemēram, Ragnitz, J. "[Gewinninflation und Inflationsgewinner](#)", *ifo Institute*, 7 December 2022; Capolongo, A., Kühl, M., Skovorodov, V. "[Firms' profits: cure or curse?](#)", *ESM Blog*, 12 May 2023; European Commission, "[Spring 2023 Economic Forecast: an improved outlook amid persistent challenges](#)", 15 May 2023.

¹⁵ Sk., piemēram, Colonna, F., Torrini, R., Viviano, E. "[The profit share and firm mark-up: how to interpret them?](#)", *Occasional Paper No 770*, Banca d'Italia, May 2023 par uzcenojumu jautājumu; Schlautmann, C., "[Inflation oder 'Gierflation' – Was sich von Grosskonzernen lernen lässt](#)", *Handelsblatt*, 11 May 2023 par peļņas maržām, kas atvasinātas no uzņēmumu kontiem.

¹⁶ Colonna et al., *op. cit.* arī rāda, ka peļņas daļas pārmaiņas ne vienmēr atbilst uzcenojuma pārmaiņām un ka peļņas daļu, tāpat kā vienības peļņu, nevar uzskatīt par cenu noteikšanas pārmaiņu nepārprotamu rādītāju.

izmaksas un kopējās izmaksas pieaug tādā pašā apjomā kā 1. gadījumā, taču cenā atspoguļojas tikai tīrais izmaksu kāpums, savukārt peļņa, reaģējot uz resursu izmaksu izraisīto šoku, netiek koriģēta. Šajā situācijā cenas pieaugums ir mazāks nekā 1. gadījumā (28 %), norādot uz uzcenojuma samazināšanos. Peļņa un vienības peļņa nemainās, tātad tās nepalielina inflāciju. Tāpēc šie piemēri liecina, ka resursu izmaksu izraisīta šoka apstākļos vienības peļņas pieaugums un tās devums inflācijā var atbilst nemainīgam uzcenojumam un tādējādi nemainīgai cenu noteikšanai. Tie arī rāda, ka, ja vienības peļņa resursu izmaksu izraisīta šoka gadījumā saglabāsies nemainīga, uzcenojumam jāsamazinās.

A tabula

Stilizēts piemērs par peļņas rādītāju dinamiku, reaģējot uz resursu izmaksu izraisītu šoku

Nacionālo kontu rādītāji	Sākotnējais periods (T0)	1. gadījums		2. gadījums	
		Nemainīga uzcenojuma pieņēmums		Nav nemainīga uzcenojuma pieņēmuma	
		T1	Pārmaiņas, % T0 pret T1	T1	Pārmaiņas, % T0 pret T1
Kopējo izmaksu uzcenojums	20 %	20 %	0 %	15 %	-25 %
Reālās vienības	100	100	0 %	100	0 %
Starppatēriņa izmaksas	6 000	10 000	67 %	10 000	67 %
Darbspēka izmaksas	6 000	6 000	0 %	6 000	0 %
Kopējās izmaksas = starppatēriņa izmaksas + darbspēka izmaksas	12 000	16 000	33 %	16 000	33 %
Peļņa	2 400	3 200	33 %	2 400	0 %
Nominālā bruto izlaide = kopējās izmaksas + peļņa	14 400	19 200	33 %	18 400	28 %
Vienības peļņa = peļņa / reālās vienības	24	32	33 %	24	0 %
Cena = nominālā bruto izlaide / reālās vienības	144	192	33 %	184	28 %
Peļņas daļa = peļņa / (peļņa + darbspēka izmaksas)	29 %	35 %	22 %	29 %	0 %
Peļņas daļa = peļņa / nominālā bruto izlaide	17 %	17 %	0 %	13 %	-22 %

Avots: ECB.

Piezīme. 1. gadījumā pieņemts, ka kopējo izmaksu uzcenojums saglabājas nemainīgs; 2. gadījumā uzcenojuma aprēķina pamatā ir pieņēmums, ka cena atspoguļo vien papildu resursu izmaksas, nevis papildu peļņu.

Līdzīgi situācijā, kuru raksturo strauji augošas resursu izmaksas, nemainīgās bruto peļņas maržas uzņēmumu kontos arī var atbilst peļņas radītam paaugstinātam inflācijas spiedienam. Kā norādīts iepriekš, plaši izmantots peļņas maržas rādītājs, kuru var atvasināt no uzņēmumu kontiem, ir bruto peļņas marža, ko nosaka, bruto peļņu dalot ar apgrozījumu. Neskarot pamatā esošā jēdziena un datu avotu atšķirības, bruto peļņas maržu kopumā var uzskatīt par rādītāju, kas ir līdzīgs peļņas daļai (nosaka kā peļņas un nominālās bruto izlaides attiecību) nacionālajos kontos. Balstoties uz minēto, saskaņā ar A tabulu var secināt, ka bruto peļņas marža ir nemainīga 1. gadījumā (kurā arī uzcenojums nemainās), un šī nemainīgā bruto peļņas marža atbilst augošai vienības peļņai un inflācijas spiedienam, kuru radījusi peļņa. 2. gadījumā (kurā cenā atspoguļots tikai resursu izmaksu kāpums un vienības peļņa saglabājas nemainīga) bruto peļņas marža samazinās, jo bruto peļņa nemainās, savukārt apgrozījums palielinās.

Kopumā vienības peļņa pēdējos ceturkšņos ir būtiski pieaugusi un manāmi veicinājusi iekšzemes cenu spiedienu euro zonā, taču paredzams, ka tā ierobežos daļu darbaspēka izmaksu pieauguma ietekmes. Spēcīgu pieaugumu piedzīvojis ne vien plašais vienības peļņas rādītājs, kura pamatā ir BDI un jauktie ienākumi, bet arī šaurāk definētie peļņas rādītāji, kas pieejami nacionālajos kontos un ir ciešāk saistīti ar uzņēmēja peļņu. Strauji augušo starppatēriņa resursu izmaksu kontekstā šīs vienības peļņas dinamiskās norises un inflācijas pieaugums atbilst kopumā nemainīgajiem uzcenojumiem un bruto peļņas maržām uzņēmumu kontos. Nākotnē ar pandēmiju saistītā atliktā pieprasījuma apmierināšanai, mazākām piegādes problēmām un ierobežojošākas monetārās politikas lejuvērstajai ietekmei vajadzētu nozīmēt, ka uzņēmumi ir pakļauti spiedienam absorbēt spēcīgo darba samaksas pieaugumu un no tā izrietošo vienības darbaspēka izmaksu kāpumu, izmantojot vienības peļņu.

4. Algu īpatsvara attīstība euro zonā kopš pandēmijas sākuma

Sagatavojuši Katalina Bodnāre (*Katalin Bodnar*) un Matias Mors (*Matthias Mohr*)

Nesenās ekonomiskās aktivitātes norises un straujšais inflācijas kāpums radījis jautājumus par ienākumu sadalījumu starp ražošanas faktoriem, t. i., darbaspēku un kapitālu. Algu īpatsvars (jeb darbaspēka īpatsvars) ir rādītājs, ar kura palīdzību var uztvert dažus no šiem sadalījuma aspektiem. Tas norāda darbaspēkam piešķirtā nominālā iekšzemes ienākuma daļu. Šajā ielikumā tas aprēķināts kā kopējā atlīdzība nodarbinātajiem, kas koriģēta atbilstoši pašnodarbināto īpatsvaram un dalīta ar bruto nominālo pievienoto vērtību.¹ Algu īpatsvars cieši saistīts ar peļņas maržām.² Tas atspoguļo gan ilgtermiņa strukturālos virzītājspēkus, piemēram, tehnoloģiskas pārmaiņas, globalizāciju, pārdali starp nozarēm un institucionālās iezīmes (t. sk. pārmaiņas darba un produktu tirgus regulējumā un (minimālās) algas noteikšanas ietvaros), gan vairākus vidēja termiņa ekonomikas attīstības cikla virzītājspēkus, piemēram, darbaspēka piedāvājuma ierobežotību un nodarbināto vienošanās spējas.³ Algu īpatsvars var būt nozīmīgs inflācijas spiediena, kas izpaužas kā sekundāra ietekme uz cenām, rādītājs.

Euro zonā algu īpatsvars kopš Krievijas īstenotā agresijas kara Ukrainā, kas sākās pēc koronavīrusa (Covid-19) pandēmijas laikā vērotā nelielā svārstīguma, ir sarucis (A att.). 2019. gada beigās algu īpatsvars nedaudz pārsniedza 62 %, kas bija tuvu ilgtermiņa vidējam rādītājam. Sākoties pandēmijai, tas 2020. gada 2. ceturksnī strauji palielinājās, pārsniedzot 65 %. Tas atspoguļoja pievienotās vērtības un atlīdzības kāpuma atdalīšanos, ko noteica plašā darbvietu saglabāšanas programmu izmantošana. Pandēmijas ierobežojumu laikā izlaide samazinājās, un nodarbinātie strādāja mazāk stundu nekā parasti. Tomēr darbvietu saglabāšanas programmas ļāva viņiem saglabāt darba attiecības un saņemt daļēju valdības vai darba devēju kompensāciju par darba ienākumu zaudēšanu. Būtiska šo

¹ Skaitlītājā veiktajā pašnodarbināto korekcijā pieņemts, ka viņi uz vienu cilvēku gūst vidēji tādus pašus darba ienākumus kā attiecīgajā nozarē nodarbinātie. Saucējā "bruto nominālā pievienotā vērtība" ietverta iekšzemes faktora ienākumu summa (atlīdzība nodarbinātajiem, bruto darbības ieņēmumi un jauktie ienākumi), pamatlīdzekļu patēriņš (jeb amortizācija) un "pārējie nodokļi mīnus ražošanas subsīdijas". Tas ir identisks "iekšzemes kopproduktam bāzes cenās". Atsauces uz uzņēmējdarbības nozarēm attiecas uz visām NACE nozarēm, t. sk. sabiedrisko pakalpojumu nozari, kas ietver valsts pārvaldi, aizsardzību, izglītību un veselību. Saskaņā ar definīciju algas īpatsvars institucionālajā valdības sektorā ir 100 %. Tas ir tāpēc, ka valdības pakalpojumi netiek vai tikai minimāli tiek pārdoti tirgos, tādējādi nav iespējams aprēķināt institucionālā valdības sektora algu īpatsvaru.

² Jaunākās peļņas maržu norises sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumā "[Kā peļņa veicinājusi euro zonas iekšzemes cenu spiediena neseno nostiprināšanos?](#)"

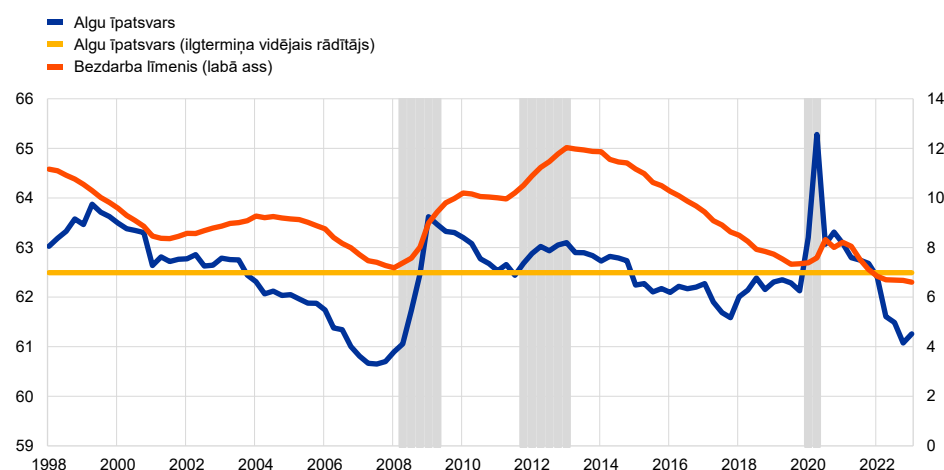
³ Sk., piemēram, Guschanski, A. and Onaran, Ö., "The decline in the wage share: falling bargaining power of labour or technological progress? Industry-level evidence from the OECD", *Socio-Economic Review*, Vol. 20, Issue 3, July 2022, pp. 1091–1124; Velasquez, A. "[Production Technology, Market Power, and the Decline of the Labor Share](#)", *IMF Working Paper*, No 23/32, International Monetary Fund, February 2023.

maksājumu daļa tika ierakstīta nacionālajos kontos kā algas ienākumi.⁴ Tādējādi kopējā atlīdzība nodarbinātajiem saruka mazāk nekā bruto pievienotā vērtība. Ekonomiskajai aktivitātei palielinoties un algu īpatsvaram samazinoties tuvu līmenim, kāds bija sasniegts pirms pandēmijas, darbvietu saglabāšanas programmas līdz 2022. gada sākumam lielākoties bija izzudušas. Līdz 2022. gada beigām algu īpatsvars turpināja sarukt, un 2022. gada pēdējā ceturksnī tas nedaudz pārsniedza 61 %. 2023. gada 1. ceturksnī tas nedaudz palielinājās, bet joprojām bija mazāks nekā ilgtermiņa vidējais rādītājs un aptuveni par 0.9 procentu punktiem zemāks nekā 2019. gada 4. ceturksnī.

A attēls

Algu īpatsvars un bezdarba līmenis euro zonā

(kreisā ass: bruto nominālā pievienotā vērtība; %, labā ass: darbaspēks; %)



Algu īpatsvaram kā skaidram specifiskam faktam raksturīga pretcikliska tendence: recesiju sākumā tas palielinās, bet atveseļošanās sākumā samazinās.

Tas atspoguļots A attēlā, kurā bezdarba līmenis (kas arī ir pretciklisks) redzams kā ekonomiskās attīstības cikla rādītājs. Attēlā parādītas arī euro zonas recesijas. Algu īpatsvara pretcikliskumu nosaka dažādi atpaliekošie rādītāji, peļņai un algām reaģējot uz ekonomiskiem šokiem. Recesiju sākumā peļņa parasti visvairāk veicina ienākumu samazināšanos, tādējādi palielinot algas īpatsvaru. Atveseļošanās sākumā peļņa strauji kāpj, samazinot algu īpatsvaru.⁵ Finanšu krīzes laikā 2008. gadā un euro zonas krīzes laikā no 2012. gada līdz 2012. gadam algu īpatsvars pārkarsušajā tautsaimniecībā tiešām bija zems, un pēc tam abās lejupslīdes fāzēs periodā pirms pandēmijas tas nozīmīgi palielinājās, atspoguļojot sarūkošo peļņu un darbaspēka saglabāšanu, bet vēlāk atveseļošanās laikā tas atkal samazinājās. Tas pieauga arī Covid-19 krīzes sākumā un sekojošajā enerģijas cenu

⁴ Sk. ECB 2022. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 8 rakstu [Wage developments and their determinants since the start of the pandemic](#) ("Darba samaksas dinamika un to noteicošie faktori kopš pandēmijas sākuma"); ECB 2020. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 8 raksta [The impact of the COVID-19 pandemic on the euro area labour market](#) ("Covid-19 pandēmijas ietekme uz euro zonas darba tirgu") ielikumu *Developments in compensation per hour and per employee since the start of the COVID-19 pandemic* ("Atlīdzības par vienu nostrādāto stundu un atlīdzības vienam nodarbinātajam dinamika kopš Covid-19 pandēmijas sākuma") un ECB 2020. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 ielikumu [Saīsinātā darba laika programmas un to ietekme uz algām un rīcībā esošajiem ienākumiem](#).

⁵ Sk. "The Labor Share in Europe and the United States during and after the Great Recession", [World Economic Outlook](#), International Monetary Fund, April 2012, pp. 36–37.

straujā kāpuma periodā, bet šīs epizodes bija atšķirīgas: lai gan finanšu krīzes laikā primārie šoki galvenokārt bija saistīti ar pieprasījumu, mazinot peļņu, tagad tautsaimniecību skāra virkne piedāvājuma šoku. Lai gan pašlaik darbaspēka piedāvājums ir ierobežotāks un bezdarba līmenis zemāks nekā iepriekš un finanšu krīzes laikā (kas varētu stiprināt nodarbināto vienošanās spējas), pašreizējie apstākļi ir labvēlīgāki peļņas maržu pieaugumam.

Kopš 2022. gada sākuma algu īpatsvars visvairāk samazinājies rūpniecības nozarē un būvniecības nozarē, savukārt mazāk kontaktintensīvajā privāto pakalpojumu nozarē un sabiedrisko pakalpojumu nozarē tas pieaudzis.

Neraugoties uz pandēmijas radīto svārstīgumu, algu īpatsvars abās pēdējās nozarēs palielinājās, pārsniedzot līmeni, kādu varēja paredzēt, pamatojoties uz augšupvērstajām tendencēm, kas bija vērojamas pirms pandēmijas (B att.).⁶ Abās nozarēs tas, iespējams, atspoguļo neseno spēcīgo algu pieaugumu. Mazāk kontaktintensīvās tirgus nozares sniedz pakalpojumus galvenokārt citiem uzņēmumiem, t. sk. rūpniecības nozarei. Algu īpatsvara kāpums šajās nozarēs (gan pirms, gan pēc pandēmijas) varētu būt daļēji saistīts ar sarūkošo algu īpatsvaru rūpniecības nozarē un varētu atspoguļot ārpalpojumu izmantošanas procesu īpaši augstu atalgotu profesionālo pakalpojumu nodrošināšanai (piemēram, grāmatvedības un juridiskie pakalpojumi) specializētākiem pakalpojumu uzņēmumiem. Kopš pandēmijas sākuma vērojamā digitalizācijas paātrināšanās, kas prasa vairāk augsti kvalificētu un labāk atalgotu darbinieku, šīs norises varēja vēl vairāk paātrināt.⁷ Kontaktintensīvāki pakalpojumi, ko sniedz galvenokārt tirdzniecības, transporta un izmitināšanas nozare, 2022. gada sākumā saskārās ar algu īpatsvara samazināšanos, bet nesen tas ir palielinājies. Savukārt rūpniecības nozarē un būvniecības nozarē vērojama skaidrāka pastāvīga lejupvērstā virzība. Dažas nesenās samazināšanās tendences var atspoguļot pēc pandēmijas radušos darbaspēka trūkumu. Darba devējiem, iespējams, vajadzēs reaģēt uz šo situāciju, aizpildot brīvās darbvietas ar mazāk kvalificētiem, zemāk atalgotiem darbiniekiem. Imigrējušu darba ņēmēju (kuru algas parasti ir mazāka nekā vietējiem darbiniekiem) īpatsvara pieaugums euro zonas nodarbinātībā (no 7.9 % 2019. gada 4. ceturksnī līdz 8.6 % 2022. gada 4. ceturksnī) arī, iespējams, veicināja vispārējo algu īpatsvara sarukumu.

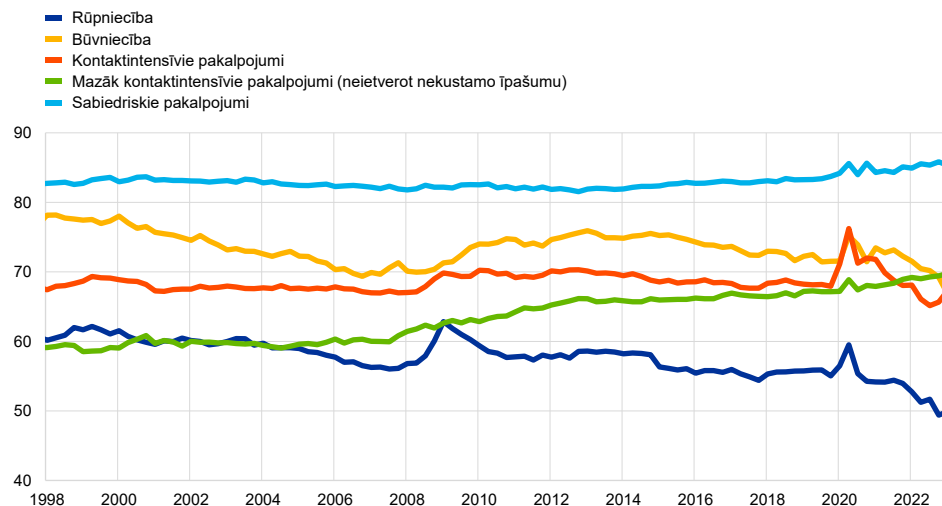
⁶ Algu īpatsvars tirgus ekonomikā vien, t. i., neietverot sabiedriskos pakalpojumus, kopš 2019. gada 4. ceturkšņa samazinājies par 1.2 procentu punktiem. No 2019. gada 4. ceturkšņa līdz 2023. gada 1. ceturksnim, atlīdzība vienam darbiniekam valsts sektorā un mazāk kontaktintensīvās nozarēs palielinājās attiecīgi par 9.5 % un 12.4 %, savukārt tautsaimniecībā kopumā tā pieauga par 11.3 %. Šajās plašajās nozarēs nozīmīgi palielinājās arī darbinieku skaits (attiecīgi par 4.8 % un 6.1 %), bet tautsaimniecībā kopumā tas pieauga par 3.1 %.

⁷ Ārpakalpojumu izmantošanas empīriskos datus sk.: Baker, P., Foster-McGregor, N., Koenen, J., Leitner, S.M., Schricker, J., Stehrer, R., Strobel, T., Vermeulen, J., Vieweg, H.-G. and Yagafarova, A., "The Relation between Industry and Services in Terms of Productivity and Value Creation", *wiiw Research Report*, No 404, The Vienna Institute for International Economic Studies, July 2015; Falk, M. and Peng, F., "The increasing service intensity of European manufacturing", *The Service Industries Journal*, Vol. 33(15-16), 2013, pp. 1686–1706; and Schettkat, R. and Yocarini, L., "The shift to services employment: A review of the literature", *Structural Change and Economic Dynamics* 17(2) 2006, pp. 127–147. Vispārējos jauktos empīriskos datus par digitalizācijas un automatizācijas ilgtermiņa ietekmi uz algām un algu īpatsvaru, kuras, šķiet, galvenokārt nosaka tautsaimniecības struktūra un darba tirgus institūcijas, sk. Work stream on digitalisation, "Digitalisation: channels, impacts and implications for monetary policy in the euro area", *Occasional Paper Series*, No 266, ECB, September 2021.

B attēls

Algu īpatsvars euro zonas galvenajās tautsaimniecības apakšnozarēs

(% no bruto pievienotās vērtības)



Avoti: Eurostat un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī. Kontaktietilpīgāki pakalpojumi ietver tirdzniecības, transporta, izmīnāšanas un citus pakalpojumus. Mazāk kontaktintensīvas pakalpojumu nozares ietver informācijas un komunikācijas, finanšu un apdrošināšanas, kā arī profesionālos un administratīvos pakalpojumus.

Nozarēs notiekošās ekonomiskās aktivitātes pārbīdes neietekmēja euro zonā vēroto iepriekšējo kopējā algu īpatsvara kritumu.

Kopējā algu īpatsvara pārmaiņas var izraisīt nozaru pārmaiņas, ja nozares ar ierasti zemāku (vai augstāku) algu īpatsvaru dod lielāku pienesumu kopējai pievienotajai vērtībai. Tomēr pārbīžu un īpatsvara analīze liecina, ka galvenajās nozarēs notiekošā pievienotās vērtības svaru pārbīde uz nozarēm, kurās ir zemāks algu īpatsvars, tikai nedaudz (par –0.1 procentu punktu) ietekmēja algu īpatsvara samazināšanos. Šis sarukums galvenokārt skaidrojams ar kritumu apakšnozarēs, kuru devums kopējā algu īpatsvara sarukumā kopš 2019. gada pēdējā ceturkšņa bija –0.6 %.⁸

Sarūkošās reālās patērētāju algas atspoguļo mazāku algu īpatsvaru un tirdzniecības nosacījumu pasliktināšanos, bet fiskālā atbalsta pasākumi daļēji mazinājuši reālās algas zaudēšanas ietekmi uz mājāsaimniecību ienākumiem.

Reālās patērētāju algas kopš kara sākuma Ukrainā sarukušas – tas nozīmē, ka strādājošie absorbē daļu no nesenā tirdzniecības nosacījumu radītā šoka un tā ietekmi uz patēriņa cenu inflāciju (C att.). 2023. gada 1. ceturksnī reālās algas daļēji atguvās. Lai gan reālo algu dekompozīcija algu īpatsvarā, tirdzniecības nosacījumos un ražīguma kāpumā ir mehāniska un tajā nevar ņemt vērā šo norišu endogenitāti (piemēram, starp algu īpatsvaru un ražīguma palielināšanos), tā joprojām atspoguļo pēdējos ceturkšņos vērojamo algu īpatsvara un reālo algu kāpuma norišu kopumu. No vienas puses, tā atspoguļo pakāpeniskas vienošanās ceļā noteiktās algas, kas nozīmē, ka algas pieaug lēnāk nekā cenas un peļņa. No otras puses, daži valdības

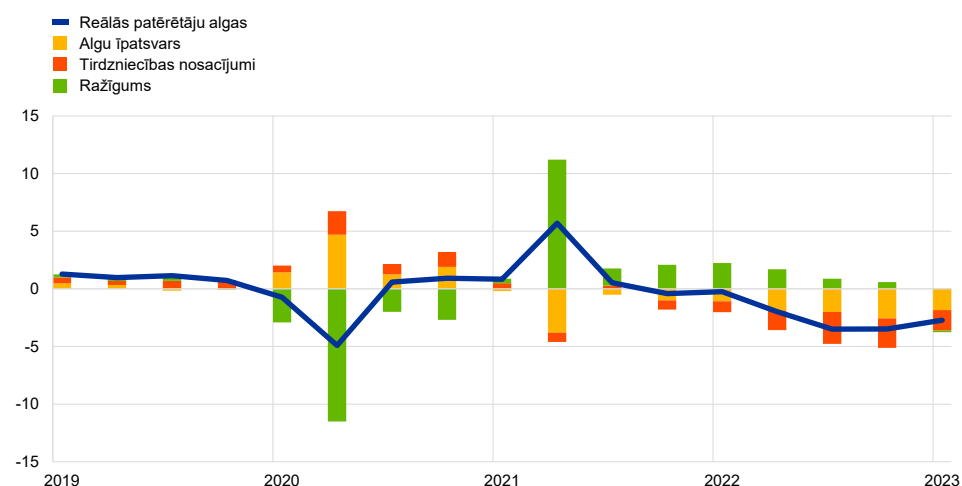
⁸ Turpmāku negatīvu devumu (aptuveni –0.2 procentu punktus) sniedza atlikušais komponents, atspoguļojot algu īpatsvara nozaru līmeņu un to attiecīgo pārmaiņu negatīvo korelāciju. Aprēķinā izmantota produktivitātes pārbīžu un īpatsvara analīze, kas lietota Denis, C., McMorrow, K. and Röger, W., "An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)", *European Economy – Economic Papers*, No 208, European Commission, July 2004, p. 78.

atbalsta pasākumi (2022. gadā euro zonā tie sasniedza 1.9 % no IKP) ierobežoja augstas (galvenokārt enerģijas) inflācijas ietekmi uz mazturīgām mājāsaimniecībām un mazināja reālās algas zaudēšanas ietekmi uz ienākumiem.⁹ Šis atbalsts, iespējams, palīdzēja mazināt gan reālās tautsaimniecības svārstīgumu, gan augstās inflācijas ietekmi. Tādējādi algu īpatsvara sarukums, visticamāk, norāda uz lielākām faktiskajām pārmaiņām ienākumu sadalījumā, nekā tas ir patiesībā. Mazinoties kopējai inflācijai, nominālās algas pieaugums pastiprinās un paredzams, ka peļņa absorbēs no tā izrietošo vienības darbaspēka izmaksu kāpumu, algu īpatsvars turpinās palielināties līdz vērtībai, kas tuvāka ilgāka termiņa vidējam rādītājam, kāds bija pirms pandēmijas.¹⁰

C attēls

Algu īpatsvars un reālās patērētāju algas euro zonā

(gada pieauguma temps; %, devums; procentu punktos)



Avoti: Eurostat un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 1. ceturksnī. "Tirdzniecības nosacījumi" šeit definēti kā pievienotās vērtības deflatora un privātā patēriņa deflatora attiecība. Privātā patēriņa deflatorā ietvertas importēto preču un pakalpojumu cenas, savukārt pievienotās vērtības deflatorā tās nav iekļautas.

⁹ Sk. ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 2 ielikumu "Kas maksā rēķinu? Nesenā enerģijas cenu šoka nevienmērīgā ietekme" un ielikumu "Aktualizēta informācija par euro zonas valstu fiskālās politikas reakciju uz enerģijas krīzi un augstu inflāciju".

¹⁰ Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu "Kā peļņa veicinājusi euro zonas iekšzemes cenu spiediena neseno nostiprināšanos?"

5. Uzņēmumu pārdošanas cenu gaidas – SAFE liecības

Sagatavojuši Annalīsa Ferrando (*Annalisa Ferrando*), Asgers Munks Gronlunds (*Asger Munch Gronlund*) un Eržēbete Judīte Rariga (*Erzsebet Judit Rariga*)

Šajā ielikumā aplūkotas uzņēmumu pārdošanas cenu gaidas laikposmam no 2023. gada aprīļa līdz 2024. gada aprīlim, galveno uzmanību pievēršot mazumtirdzniecības un vairumtirdzniecības nozarē vērojamām atšķirībām.

Jaunākajā "Apsekojumā par finansējuma pieejamību uzņēmumiem" (SAFE), kas tika veikts laikposmā no 2023. gada 6. marta līdz 14. aprīlim, ietverti divi *ad hoc* jautājumi par uzņēmumu subjektīvajām gaidām par 1) to pārdošanas cenu pārmaiņām un 2) pašreizējo darbinieku algu pārmaiņām nākamajos 12 mēnešos.¹ Šajā ielikumā lielāka uzmanība pievērsta tikai uzņēmumu pārdošanas cenu gaidām. Tā kā SAFE apsekojumā ietverti uzņēmumi, kuri pārdod gan citiem uzņēmumiem, gan patērētājiem, to vidējās nākotnes pārdošanas cenu gaidas attiecas uz dažādām ražotāju un patēriņa cenām. Tāpēc saskaņā ar NACE nozaru klasifikāciju uzņēmumi iedalīti divās plašās kategorijās – mazumtirdzniecības un vairumtirdzniecības nozares uzņēmumos.² Tas tiek darīts, lai nodalītu uzņēmumus, kuri pārdod starppatēriņa preces un galapreces un pakalpojumus citiem uzņēmumiem, un uzņēmumus, kuri pārdod tieši galapatērētājiem.³

Euro zonas uzņēmumi prognozē, ka to pārdošanas cenas nākamajos 12 mēnešos vidēji pieaugs par 6.1 %, un vislielākais kāpums būs vērojams mazumtirdzniecības nozarē (A att.).⁴ Saskaņā ar NACE klasifikāciju mazumtirdzniecības un citu nozaru uzņēmumi, kuri galvenokārt pārdod galapatērētājiem, ziņoja, ka prognozētās pārdošanas cenas salīdzinājumā ar vairumtirdzniecības nozaru uzņēmumu prognozētajām pārdošanas cenām (4.9 %)

¹ Stikāku informāciju par uzņēmumu gaidām attiecībā uz algām sk. [pārskatā](#) par SAFE apsekojuma 28. kārtu (2022. gada oktobris–2023. gada marts) ietverto 1. ielikumu "Ad hoc jautājumi – uzņēmumu gaidas attiecībā uz pārdošanas cenām un algām".

² Saimniecisko darbību statistiskā klasifikācija Eiropas Kopienā (NACE) ir saimniecisko darbību klasifikācija Eiropas Savienībā.

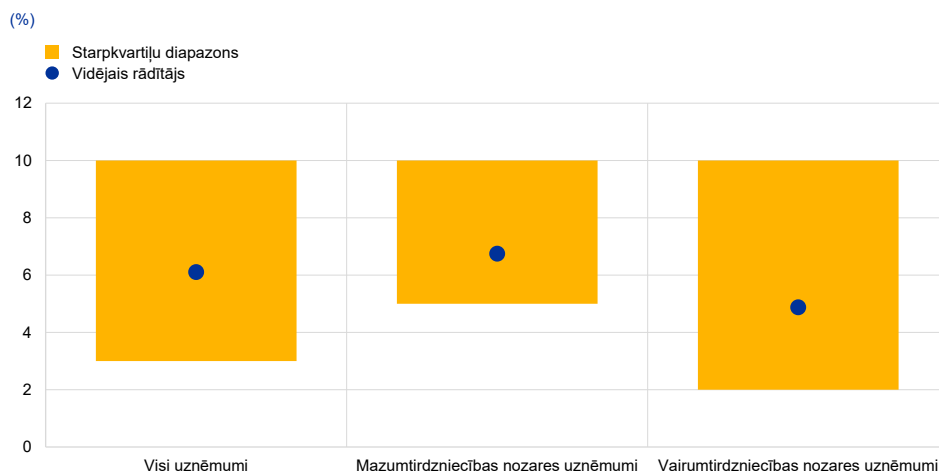
³ Grupā "mazumtirdzniecības nozares uzņēmumi" ietilpst uzņēmumi, kas galvenokārt darbojas mazumtirdzniecības, automobiļu tirdzniecības, pasažieru pārvadājumu, ēdināšanas un izmīnāšanas pakalpojumu nozarē, kuras tieši iekļautas saskaņotajā patēriņa cenu indeksā (SPCI). "Vairumtirdzniecības nozares" grupā iekļautie uzņēmumi galvenokārt darbojas apstrādes rūpniecības un būvniecības nozarē. Šī grupa detalizētāk atspoguļo starppatēriņa preces vai galapreces, kas ir mazāk tiešā veidā saistītas ar patērētāju/mazumtirdzniecību. Lai gan datu vākšanas ietvaros galvenā uzmanība pievērsta SPCI nozīmīgu nozaru uzņēmumiem, izlases dati var neatpoguļot SPCI groza kopējo struktūru. Tādējādi šādas uzņēmumu nākotnes pārdošanas cenu gaidas nevar tieši salīdzināt ar visbiežāk izmantotajiem patēriņa cenu inflācijas gaidu rādītājiem triju iemeslu dēļ. Pirmkārt, lai gan mazumtirdzniecības nozares uzņēmumi tiek izdalīti kā uzņēmumi, kurus ņem vērā, aprēķinot SPCI, nevar izslēgt, ka šādi uzņēmumi var darboties arī vairumtirdzniecībā, un tāpēc to cenas drīzāk atspoguļotu ražotāju cenas. Otrkārt, vairāki uzņēmumi drīzāk pārdod starppatēriņa preces nekā galapreces, savukārt SPCI tiek atspoguļotas tikai galapreces. Treškārt, atbildes attiecas uz uzņēmumu pašu cenām, nevis uz agregētu cenu indeksu. Tā kā detalizētus nozaru datus iegūst, saskaņojot atsevišķu uzņēmumu sniegtās atbildes ar *Bureau Van Dijk Orbis* datubāzē pieejamiem uzņēmumu finanšu pārskatu datiem, tiek izmantota 5829 aptaujāto uzņēmumu (no 10 983 aptaujātajiem uzņēmumiem) apakškopa.

⁴ Vidējos svērtos rādītājus aprēķina pēc novērojumu samazināšanas zem valstu sadalījuma 1. procentiles un virs 99. procentiles. Cenu un algu pārmaiņu gaidu mediānas ir tieši 5 % visās uzņēmumu lieluma grupās.

nākamajos 12 mēnešos vidēji būtiski palielināsies (6.8 %), kā arī par mazāku sadalījuma dispersiju.

A attēls

Vidējās prognozētās pārdošanas cenas pārmaiņas nākamajos 12 mēnešos



Avoti: ECB un Eiropas Komisija (SAFE).

Piezīmes. Kā norādījuši euro zonas uzņēmumi, vidējās pārdošanas cenas gaidas nākamajiem 12 mēnešiem vienlaikus ar starpkvartīļu diapazonu, izmantojot apsekojuma svarus. Statistiskie dati aprēķināti pēc datu samazināšanas konkrētas valsts 1.–99. percentiles diapazonā. Kategorijā "Visi uzņēmumi" ietvertas visu SAFE apsekojumā iekļauto uzņēmumu atbildes (10 983). Sīkāku informāciju par uzņēmumu iedalījumu "mazumtirdzniecības nozares" un "vairumtirdzniecības nozares" uzņēmumos sk. attiecīgajā zemsvītras piezīmē. Vidējās prognozētās pārdošanas cenas pārmaiņas attiecībā uz mazumtirdzniecības un vairumtirdzniecības uzņēmumu apakšizlasi apvienojumā ar *Bureau Van Dijk's Orbis* datubāzē iegūto datu kopu ir 5.6 %. Skaitļi attiecas uz SAFE apsekojuma 28. kārtas datiem (2022. gada oktobris–2023. gada marts).

Uzņēmumi, kuri ziņojuši par resursu un finansējuma izmaksu neseno pieaugumu, prognozē pārdošanas cenu kāpumu (B att.). SAFE ziņojumā

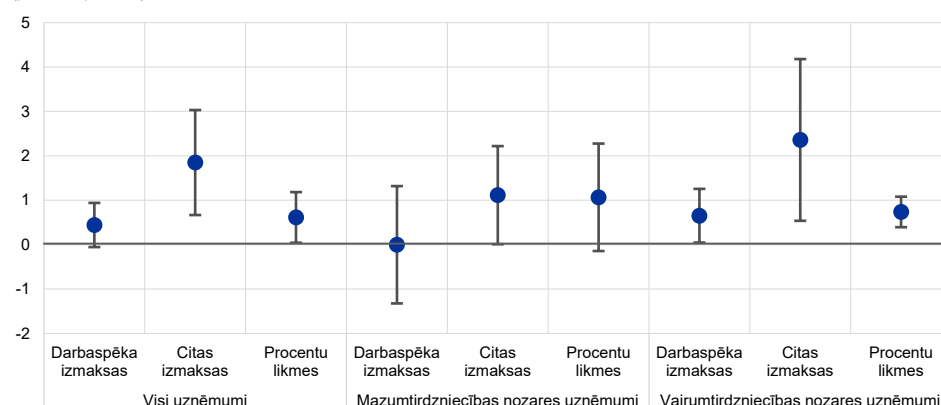
ietvertie uzņēmumi informē par to, vai to darbaspēka izmaksas, citu resursu (galvenokārt materiālu un enerģijas) izmaksas un no bankām saņemto aizdevumu izmaksas pēdējo sešu mēnešu laikā ir palielinājušās, nav mainījušās vai samazinājušās. Ņemot vērā šādu ražošanas un finansējuma izmaksu kopīgo ietekmi, reducētas formas regresijas liecina, ka uzņēmumi, kuri ziņoja par materiālu un enerģijas cenu kāpuma izraisīto izmaksu pieaugumu laikposmā no 2022. gada oktobra līdz 2023. gada martam, gaida, ka to pārdošanas cenas nākamajos 12 mēnešos palielināsies aptuveni par 2 procentu punktiem vairāk, nekā to uzņēmumu pārdošanas cenas, kuri norādīja, ka ar darbaspēku nesaistītās izmaksas nemainīsies vai samazināsies. Iepriekšējais enerģijas un materiālu izmaksu kāpums ietekmē mazumtirdzniecības un vairumtirdzniecības uzņēmumu nākotnes pārdošanas cenas, lai gan ietekme uz vairumtirdzniecības uzņēmumu pārdošanas cenām ir lielāka. Viens no skaidrojumiem varētu būt šāds: ar vairumtirdzniecību galvenokārt nodarbojas apstrādes rūpniecības nozares uzņēmumi – šajā nozarē enerģijas un citu resursu izmaksu īpatsvars kopējās izmaksās ir lielāks nekā mazumtirdzniecības nozarē. Turklāt vairumtirdzniecības nozares uzņēmumi, kuri ziņojuši par darbaspēka izmaksu un procentu izdevumu iepriekšējo kāpumu, nākamajā gadā prognozē pārdošanas cenu pieaugumu. Reducētās formas novērtējums par procentu likmju ietekmi izvērtējums saskan ar tāda monetārās transmisijas izmaksu kanāla rašanos, pa kuru procentu likmju pārmaiņas ietekmē cenu noteikšanas mehānismu un inflācijas dinamiku, palielinot faktiskās

robežizmaksas.⁵ Vienlaikus reducētās formas uzņēmumu līmeņa regresijās nav ietverta procentu likmju kāpuma vispārējā samazinošā ietekme uz inflāciju pa monetārās transmisijas tradicionālo kopējā pieprasījuma kanālu.

B attēls

Prognozētās pārdošanas cenas un agrākās ražošanas un finansējuma izmaksas

(procentu punktos)



Avoti: ECB, Eiropas Komisija (SAFE) un ECB aprēķini.

Piezīmes. Attēlā parādīti koeficienti, kas iegūti, veicot prognozēto cenu pārmaiņu regresiju uz darbaspēka izmaksu, citu (materiālu un enerģijas) izmaksu un procentu likmju līmeņa pārmaiņām. Regresijas vienādojuma labās puses mainīgajiem tiek piešķirta vērtība 1, ja uzņēmumi norādījuši uz darbaspēka izmaksu, citu izmaksu vai procentu likmju līmeņa kāpumu laikposmā no 2022. gada oktobra līdz 2023. gada martam. Regresijās ietverta valsts un uzņēmumu lieluma fiksētā ietekme. Nogriežņi atspoguļo 90 % konfidences intervālus, balstoties uz klasterī apvienotām standartā kļūdām valstu dalījumā. Sīkāku informāciju par kategorijām "Visi uzņēmumi", "Mazumtirdzniecības nozares uzņēmumi" un "Nozares uzņēmumi" sk. attiecīgajā zemsvītras piezīmē. Skaitļi attiecas uz SAFE apsekojuma 28. kārtas datiem (2022. gada oktobris–2023. gada marts).

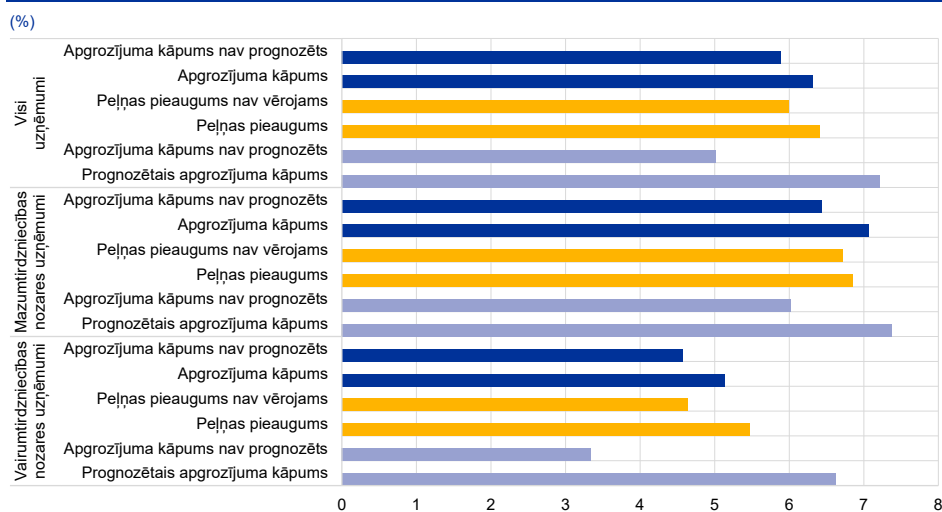
Lielāku pārdošanas cenu kāpumu gaida tie mazumtirdzniecības un vairumtirdzniecības nozares uzņēmumi, kuri prognozē apgrozījuma pieaugumu (C att.). SAFE apsekojuma atbildēs uzņēmumi ziņo arī par to, vai to apgrozījums un peļņa pēdējo sešu mēnešu laikā ir palielinājušies, saglabājušies nemainīgi vai samazinājušies un vai nākamajos sešos mēnešos prognozētais apgrozījums būs palielinājies, saglabājies nemainīgs vai samazinājies. Visu izlases uzņēmumu iepriekšējais apgrozījuma un peļņas kāpums, kā arī iepriekšējais apgrozījuma un peļņas kāpums uzņēmumu nozaru dalījumā nav saistīts ar uzņēmumiem, kuri ziņo par būtiskām prognozēto pārdošanas cenu atšķirībām.

Mazumtirdzniecības un vairumtirdzniecības uzņēmumi norādīja uz prognozēto pārdošanas cenu būtisku kāpumu, ja tie bija ziņojuši arī par nākamajos sešos mēnešos prognozēto apgrozījuma pieaugumu. Tas varētu atspoguļot to, ka uzņēmumi, kuri pēc tautsaimniecības atkalatvēršanās prognozē to preču un pakalpojumu pieprasījuma kāpumu, visticamāk, nākotnē palielinās cenas. Prognozēto turpmāko pārdošanas cenu un apgrozījuma pieaugumu varētu veicināt arī resursu izmaksu kāpums, kas bija lielāks, nekā gaidīts.

⁵ Sk., piemēram, Ravenna, F., Walsch, C.E., "Optimal Monetary Policy with the Cost Channel", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 53, No 2, March 2006, pp. 199-216).

C attēls

Pārdošanas cenu gaidas apgrozījuma un peļņas dalījumā



Avoti: ECB un Eiropas Komisija (SAFE).

Piezīmes. Kā norādījuši euro zonas uzņēmumi, to uzņēmumu vidējās pārdošanas cenas gaidas nākamajiem 12 mēnešiem, kuri ziņo par apgrozījuma/peļņas palielināšanos vai apgrozījuma/peļņas samazināšanos/saglabāšanos līdzšinējā līmenī pēdējo sešu mēnešu laikā, un kuri norāda uz nākamajos sešos mēnešos prognozēto apgrozījuma pieaugumu vai sarukumu/saglabāšanos līdzšinējā līmenī, izmantojot apsekojuma svarus. Vidējās pārdošanas cenas gaidas aprēķina pēc datu samazināšanas konkrētas valsts 1.–99. percentiles diapazonā. Kategorijā "Visi uzņēmumi" ietvertas visu SAFE apsekojumā iekļauto uzņēmumu atbildes (10 983). Sīkāku informāciju par uzņēmumu iedalījumu "Mazumtirdzniecības nozares" un "Vairumtirdzniecības nozares" uzņēmumos sk. attiecīgajā zemsvītras piezīmē. Skaitļi attiecas uz SAFE apsekojuma 28. kārtas datiem (2022. gada oktobris–2023. gada marts).

Tādu nozaru un valstu apstrādes rūpniecības uzņēmumi, kuras ziņoja par ražotāju cenu iepriekšējā kāpuma pieaugumu, prognozē pārdošanas cenu kāpuma nelielu samazināšanos nākamajos 12 mēnešos (D att.). Apstrādes rūpniecības nozares uzņēmumi (par kuriem ražotāju cenu dati pieejami valsts un nozares līmenī) norāda uz būtiskām prognozēto pārdošanas cenu atšķirībām. Tie uzņēmumi, kuru ražotāju cenas 2022. gada 3. ceturksnī palielinājās (pārsniedzot mediānas vērtību), prognozē aptuveni 3.4 % pieaugumu (ražotāju cenu inflācijas sadalījuma 3. kvartilei) un 2 % kāpumu (4. kvartilei), un tas ir daudz zemāks līmenis par prognozēto pārdošanas cenu vidējo rādītāju.⁶ Nozaru uzņēmumi, kuri iepriekš ziņoja par ražotāju cenu kāpumu (zem mediānas vērtības), nākamajā gadā prognozē pārdošanas cenu kāpumu (aptuveni par 5.5 %). Tā kā apstrādes rūpniecības nozares galvenokārt pārdod starppatēriņa preču izejmateriālus citām nozarēm, šāda dažādība varētu palīdzēt saprast ražotāju cenu ietekmi uz patēriņa cenām.⁷ Novērotās cenu noteikšanas tendences, iespējams, atbilst ekonomiskā stāvokļa noteiktiem cenu veidošanas modeļiem, kur līdz ar cenu novirzēm pieaug cenu korekciju varbūtība.⁸

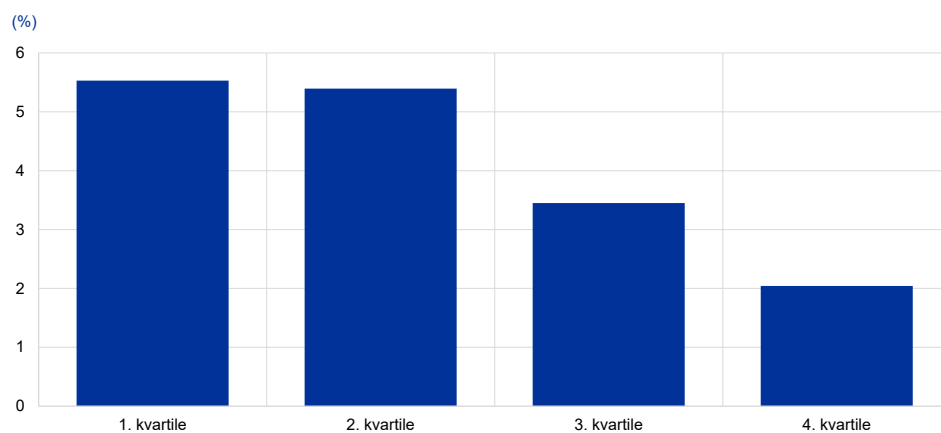
⁶ Balstoties uz NACE 2. red. divciparu valstu līmeņa ceturkšņa datiem, mediānas ražotāju cenu indekss 2022. gada 3. ceturksnī ir aptuveni 13 %.

⁷ Turpmāku vienības peļņas ietekmes uz iekšzemes cenu spiedienu euro zonā analīzi sk. arī šā "Tautsaimniecības Biļetena" izdevuma 3. ielikumā "[Kā vienības peļņa ir veicinājusi euro zonas iekšzemes cenu spiediena neseno pastiprināšanos?](#)".

⁸ Karadi, P., Schoenle, R., Wursten, J., Measuring price selection in microdata: it's not there, *Working Paper Series*, No 2566, ECB, 2021. gada jūnijs.

D attēls

Pārdošanas cenu gaidas ražotāju cenu iepriekšējā kāpuma kvartīļu dalījumā



Avoti: ECB, Eiropas Komisija (SAFE), *Eurostat* un ECB aprēķini.

Piezīmes. Apstrādes rūpniecības uzņēmumu pārdošanas cenu gaidāmās pārmaiņas. Attēlā parādītas vidējās gaidāmās pārdošanas cenas nākamajos 12 mēnešos ražotāju cenu kāpuma kvartīļu dalījumā. Ražotāju cenu indeksu definē kā procentuālās pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu. 1. kvartilē iekļautajiem uzņēmumiem NACE 2. red. valstu līmeņa RCI ir -4.4%–8%, 2. kvartilē iekļautajiem uzņēmumiem – 8%–13%, 3. kvartilē iekļautajiem uzņēmumiem – 13%–18% un 4. kvartilē iekļautajiem uzņēmumiem – 18%–80%. Skaitļi attiecas uz SAFE 28. kārtas datiem (2022. gada oktobris–2023. gada marts).

6. Euro zonas ārējo finanšu plūsmu lielais sarukums 2022. gadā: uz detalizētāku maksājumu bilances statistiku balstītas atziņas

Sagatavojuši Lorencs Emters (*Lorenz Emter*), Marijadoloresa Skjavone (*Mariadolores Schiavone*) un Martins Šmics (*Martin Schmitz*)

Šajā ielikumā sniegta analīze par euro zonas ārējo finanšu plūsmu sarukumu 2022. gadā – lielāko kopš pasaules finanšu krīzes –, izmantojot jaunus euro zonas maksājumu bilances un starptautisko investīciju bilances statistikas dalījumus.¹ Nozīmīgs pavērsiens 2022. gadā bija euro zonas tekošā konta bilances maiņa uz negatīvu saldo (137 mljrd. euro; –1.0 % no IKP) salīdzinājumā ar pozitīvu saldo (285 mljrd. euro; 2.3 % no IKP) 2021. gadā. Tās bija euro zonas tekošā konta bilances līdz šim nozīmīgākās gada pārmaiņas.² Tajā pašā periodā, euro zonas finanšu plūsmām krasi sarūkot gan aktīvu, gan pasīvu pusē, finanšu konta pārpalikums samazinājās no 312 mljrd. euro līdz 14 mljrd. euro. Finanšu konta analīze pēdējos gados kļuvusi arvien sarežģītāka; to nosaka starptautisko finanšu starpniecības ķēžu paplašināšanās, kas bieži ietver starptautiskos finanšu centros esošas nebanku iestādes.³ Lai sekmētu riska darījumu un risku savstarpējās saistības pastiprinātu analīzi, ECB atbilstoši starptautisko statistikas rokasgrāmatu ieteikumiem ir izstrādājusi jaunus euro zonas maksājumu bilances un starptautisko investīciju bilances statistikas dalījumus.⁴

Euro zonas ārējo finanšu plūsmu kraso sarukumu 2022. gadā galvenokārt noteica norises portfeļieguldījumu un ārvalstu tiešo investīciju jomā (A att.).

2022. gadā euro zonas investoru neto darījumi ārpus euro zonas esošo valstu aktīvos no 2021. gadā reģistrētā daudzgadu augstākā līmeņa (neto izteiksmē pozitīviem ieguldījumiem 1.4 trilj. euro apmērā) 2022. gadā samazinājās līdz neto izteiksmē negatīviem ieguldījumiem 0.3 trilj. euro apmērā. Šo finanšu plūsmu straujo sarukumu euro zonas aktīvu pusē galvenokārt izraisīja norises kapitāla vērtspapīru portfeļa (kotēto akciju un ieguldījumu fondu akciju) un parāda vērtspapīru portfeļa jomā. Turklāt sarukumu būtiski veicināja ārvalstu tiešo investīciju (ĀTI) plūsmas pēc

¹ Jaunie dati, kas sniegti saskaņā ar grozīto ECB Pamatnostādni par ārējo statistiku ([Pamatnostādni ECB/2018/19](#)), ietver papildu dalījumus atbilstoši rezidenta sektoram, darījuma partnera valstij un ārvalstu tiešo investīciju parāda instrumentiem. Jaunās laikrindas pašlaik pieejamas par datiem kopš 2019. gada 1. ceturkšņa, un papildu retrospektīvie dati kļūs pieejami 2024. gada laikā. Plašāka informācija par euro zonas maksājumu bilances un starptautisko investīciju bilances statistiku ir pieejama [ECB tīmekļvietnē](#).

² Sk. jaunāko ECB statistisko datu publikojumu [Euro area quarterly balance of payments and international investment position](#).

³ Filipa R. Leina (*Philip R. Lane*) ievadruna [The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges](#) Eiropas Centrālās bankas, Ērvinga Fišera komitejas un *Banco de Portugal* kopīgajā konferencē *Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?*, kas notika 2020. gada 17. februārī; Coppola, A., Maggiori, M., Neiman, B., Schreger, J. "Redrawing the Map of Global Capital Flows: The Role of Cross-Border Financing and Tax Havens", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 136(3), 2021, pp. 1499–1556.

⁴ Starptautiskā Valūtas fonda Maksājumu bilances un starptautisko investīciju bilances rokasgrāmata, 6. izdevums (BPM6). Jaunākos datus par euro zonas sektoru savstarpējiem finanšu darījumiem sk. jaunākajā ECB statistisko datu publikojumā [Euro area economic and financial developments by institutional sector](#) (īpaši 1. tabulā).

pēdējiem gadiem neraksturīgi augsta svārstīguma perioda.⁵ Arī pasīvu pusē ārpus euro zonas esošo valstu investori, kuri 2021. gadā neto izteiksmē bija euro zonas aktīvu pircēji, 2022. gadā neto izteiksmē kļuva par pārdevējiem. Lielākie neto izteiksmē negatīvie ieguldījumi bija vērojami ĀTI jomā, savukārt euro zonas kapitāla vērtspapīru neto iegādes pēc 2021. gadā sasniegta jauna augstākā līmeņa gandrīz pilnībā izsīka. Vienlaikus ārvalstu investoru veiktās euro zonas parāda vērtspapīru neto pārdošanas apjoms 2022. gadā pēc būtiskiem neto izteiksmē negatīviem ieguldījumiem vairāku gadu garumā samazinājās.⁶ Kopumā aktīvu un pasīvu neto pārdošanas un finanšu darījumu pārmaiņu rādītāji 2022. gadā bija spēcīgākie reģistrētie rādītāji kopš 2009. gada. Šā ielikuma atlikušajā daļā detalizētāka uzmanība veltīta sarukuma galvenajiem noteicējfaktoriem – portfeljieguldījumiem un ĀTI.

⁵ Ar ārvalstu tiešajām investīcijām saistītās plūsmas tradicionāli uzskatīja par starptautisko kapitāla plūsmu stabilāko kategoriju. Sk., piemēram, Eichengreen, B., Gupta, P., Masetti, O. "[Are Capital Flows Fickle? Increasingly? And Does the Answer Still Depend on Type?](#)", *Asian Economic Papers*, Vol. 17(1), 2018, pp. 22–41. Tomēr pēdējos gados daudznacionālo uzņēmumu spēcīgo lomu papildinājis paaugstināts svārstīgums, īpaši mazās atvērtās tautsaimniecībās. Sk., piemēram, ECB 2020. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 2 rakstu Di Nino, V., Habib, M., Schmitz, M. "[Multinational enterprises, financial centres and their implications for external imbalances: a euro area perspective](#)" ("Daudznacionālie uzņēmumi, finanšu centri un to ietekme uz ārējo nelīdzsvarotību: skatījums euro zonas kontekstā").

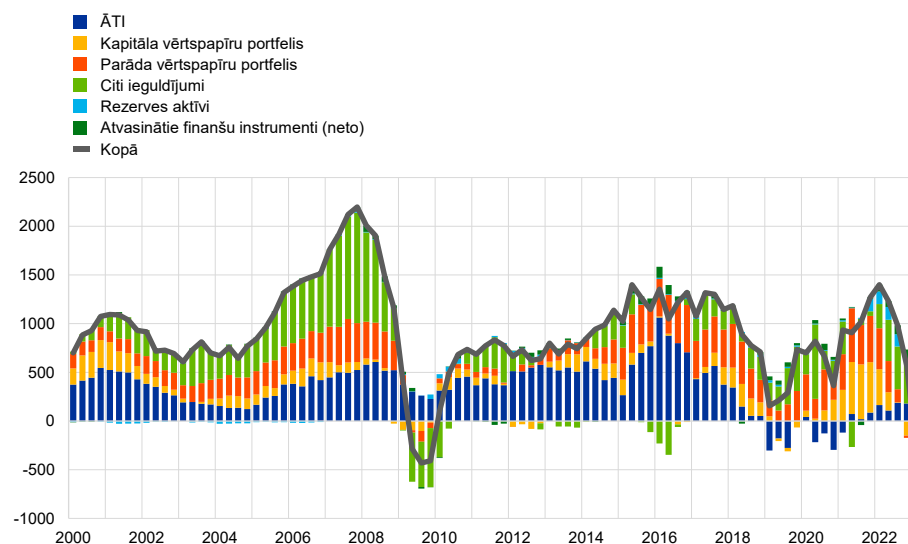
⁶ Darījumi "citu ieguldījumu" kategorijā arī piedzīvoja kritumu no augstām pozitīvām vērtībām 2022. gadā, īpaši pasīvu pusē; kritumu lielākoties izraisīja ārpus euro zonas esošo valstu rezidentu Eurosistēmā turēto noguldījumu samazināšanās.

A attēls

Euro zonas finanšu kots

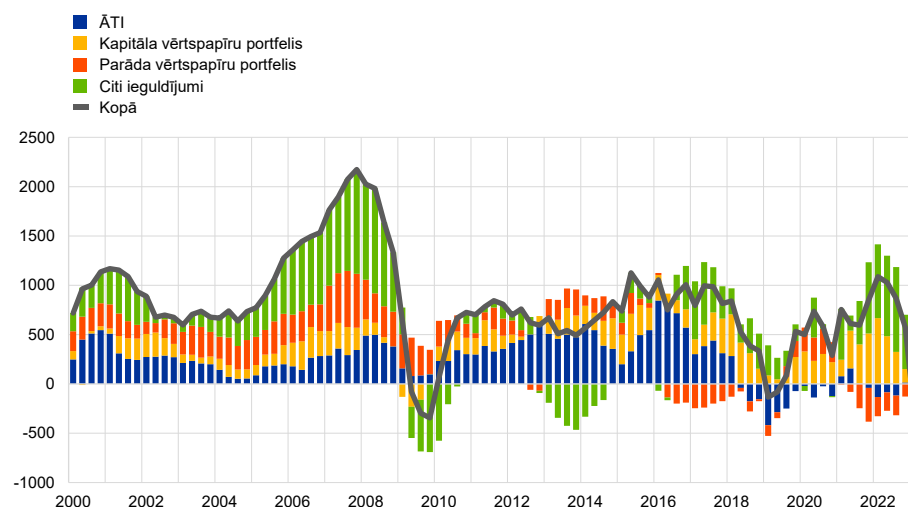
a) Aktīvi

(četrus ceturkšņus mainīgās summas, miljard. euro)



b) Pasīvi

(četrus ceturkšņus mainīgās summas, miljard. euro)



Avots: ECB.

Piezīmes. Attiecībā uz aktīviem pozitīvs (negatīvs) skaitlis norāda uz to, ka euro zonas investori neto izteiksmē bijuši ārpus euro zonas esošo valstu finanšu instrumentu pircēji (pārdevēji). Attiecībā uz pasīviem pozitīvs (negatīvs) skaitlis norāda uz to, ka ārpus euro zonas esošo valstu investori neto izteiksmē bijuši euro zonas finanšu instrumentu pircēji (pārdevēji). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 4. ceturksnī.

Euro zonas investoru ieguldījumu samazināšanos portfeļieguldījumu aktīvos 2022. gadā galvenokārt noteica ieguldījumu fondi, kas lielākoties ir procikliski investori, savukārt apdrošināšanas sabiedrības un pensiju fondi zināmā mērā kompensēja aizplūšanas tendences maiņu (B att.). Jaunās laikrindas, kas pieejamas par euro zonas maksājumu bilances un starptautisko investīciju bilances statistiku, sniedz nebanku finanšu starpnieku sektora dalījumu.⁷ Konkrētāk, dalījums

⁷ Jaunais nebanku finanšu starpnieku sektora dalījums ietver atsevišķus datus par ieguldījumu fondiem, apdrošināšanas sabiedrībām un pensiju fondiem, kā arī citām finanšu iestādēm.

atklāj euro zonas ieguldījumu fondu kā ārpus euro zonas esošo valstu rezidentu emitēto portfeļieguldījumu vērtspapīru turētāju nozīmīgumu (2022. gada beigās tie veidoja 59 % no kopējiem kapitāla un parāda vērtspapīru turējumiem).⁸ Saskaņā ar minēto euro zonas portfeļieguldījumu tendences pārmaiņas no parāda un kapitālu vērtspapīru iegādes neto izteiksmē (2021. gadā – 790 mljrd. euro) uz pārdošanu neto izteiksmē (2022. gadā – 235 mljrd. euro) lielā mērā noteica ieguldījumu fondu sektors. Kopumā ieguldījumu fondi mēdz būt procikliski investori, t. i., tie pārdod vērtspapīrus periodos, kad pastāv pastiprināta vēlme izvairīties no riska, tādējādi stimulējot finanšu plūsmu svārstīgumu, turpretī apdrošināšanas sabiedrības un pensiju fondi mēdz rīkoties pretcikliski saskaņā ar euro zonā 2022. gadā vērotajām tendencēm.⁹ Turklāt ieguldījumu tendenču pārmaiņas 2022. gadā iezīmēja beigas ilgstošam posmam, kurā notika plaša mēroga portfeļu sastāva pārbalansēšana par labu ārpus euro zonas esošās valstīs emitētiem vērtspapīriem un kurš sākās 2014. gadā, kad ECB ieviesa negatīvas procentu likmes un uzsāka aktīvu iegādes programmas.¹⁰

⁸ Euro zonas ieguldījumu fondu ieguldījumu tendences ir būtiskas, lai novērtētu šo fondu pamatā esošo investoru, īpaši pensiju fondu, apdrošināšanas sabiedrību un mājsaimniecību, riska darījumus. Sk. Carvalho, D., Schmitz, M. "Shifts in the portfolio holdings of euro area investors in the midst of COVID-19: looking through investment funds", *Review of International Economics*.

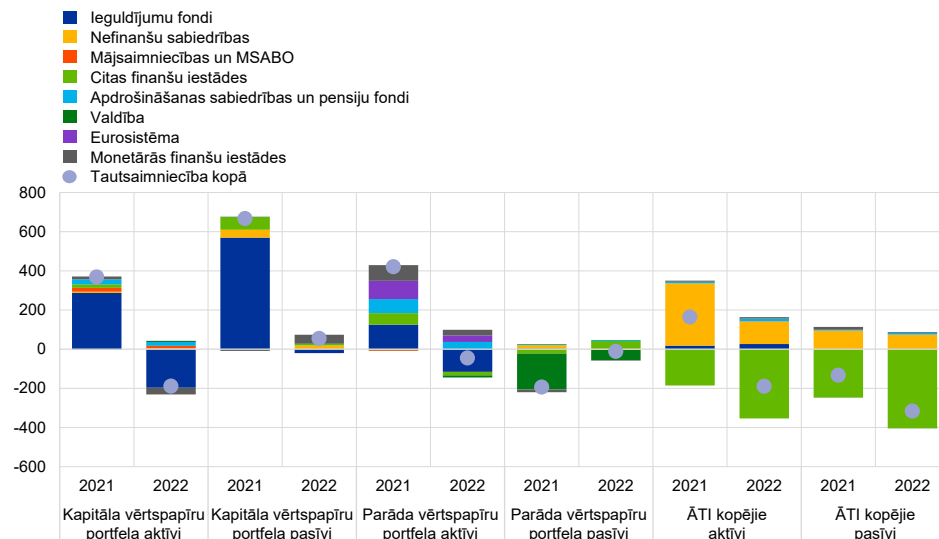
⁹ Sk. Timmer, Y. "Cyclical investment behavior across financial institutions", *Journal of Financial Economics*, Vol. 129, No 2, 2018, pp. 268–286.

¹⁰ ECB aktīvu iegādes programma tika uzsākta 2014. gada vidū, savukārt pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programma – 2020. gada martā. Neto aktīvu iegādes abās programmās tika pārtrauktas 2022. gadā. Sk. Benuā Kerē (Benoît Cœuré) runu [The international dimension of the ECB's asset purchase programme](#) Valūtas tirgus kontaktgrupas sanāksmē 2017. gada 11. jūlijā; Filipa R. Leina (Philip R. Lane) ievadrunu [The international transmission of monetary policy](#) CEPR Starptautiskās makroekonomikas un finanšu programmas sanāksmē 2019. gada 14. novembrī; Bergant, K., Fidora, M., Schmitz, M. [International capital flows at the security level: evidence from the ECB's Asset Purchase Programme](#), Working Paper Series, No 2388, ECB, Frankfurt am Main, April 2020.

B attēls

Euro zonas finanšu kots: atsevišķi posteņi rezidentu sektoru dalījumā

(četrus ceturkšņu summas, miljrd. euro)



Avots: ECB.

Piezīmes. Attiecībā uz aktīviem pozitīvs (negatīvs) skaitlis norāda uz to, ka euro zonas investori neto izteiksmē bijuši ārpus euro zonas esošo valstu finanšu instrumentu pircēji (pārdevēji). Attiecībā uz pasīviem pozitīvs (negatīvs) skaitlis norāda uz to, ka ārpus euro zonas esošo valstu investori neto izteiksmē bijuši euro zonas finanšu instrumentu pircēji (pārdevēji). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 4. ceturksnī. Saīsinājums "MSABO" apzīmē mājāsaimniecības apkalpojošās bezpeļņas organizācijas.

Ģeogrāfiski portfeļieguldījumu sarukums 2022. gadā kapitāla vērtspapīru

gadījumā galvenokārt bija vērsts uz attīstīto valstu emitētajiem vērtspapīriem, savukārt parāda vērtspapīru gadījumā sarukums bija visbūtiskākais attiecībā uz jauno tirgus ekonomikas valstu emitētajiem vērtspapīriem saskaņā ar globālā investoru noskaņojuma pasliktināšanos (C att.).

Jaunais euro zonas darījuma partneru valstu dalījums ļauj labāk aptvert gan attīstītās valstis (pievienojot Austrāliju, Norvēģiju un Dienvidkoreju), gan jaunās tirgus ekonomikas valstis (tagad ietverot arī Argentīnu, Indonēziju, Meksiku, Saūda Arābiju, Dienvidāfriku un Turciju). Šie jaunie statistiskie dati atklāj, ka euro zonas investori 2022. gadā samazināja Amerikas Savienoto Valstu, Apvienotās Karalistes un citu attīstīto valstu rezidentu emitēto kapitāla vērtspapīru īpatsvaru. Parāda vērtspapīru situācija nav tik vienkārša: euro zonas investori kopumā pārdeva būtisku apjomu jauno tirgus ekonomikas valstu, ārzonas finanšu centru un Apvienotās Karalistes rezidentu emitēto vērtspapīru. Jauno tirgus ekonomikas valstu vidū šo neto pārdošanu noteica Ķīnā, Meksikā un Krievijā emitēto vērtspapīru negatīvie ieguldījumi.¹¹ Turklāt ārzonas finanšu centru emitēto vērtspapīru neto pārdošana, visticamāk, lielākoties ietvers jaunajās tirgus ekonomikas valstīs, īpaši Ķīnā, dibinātu sabiedrību

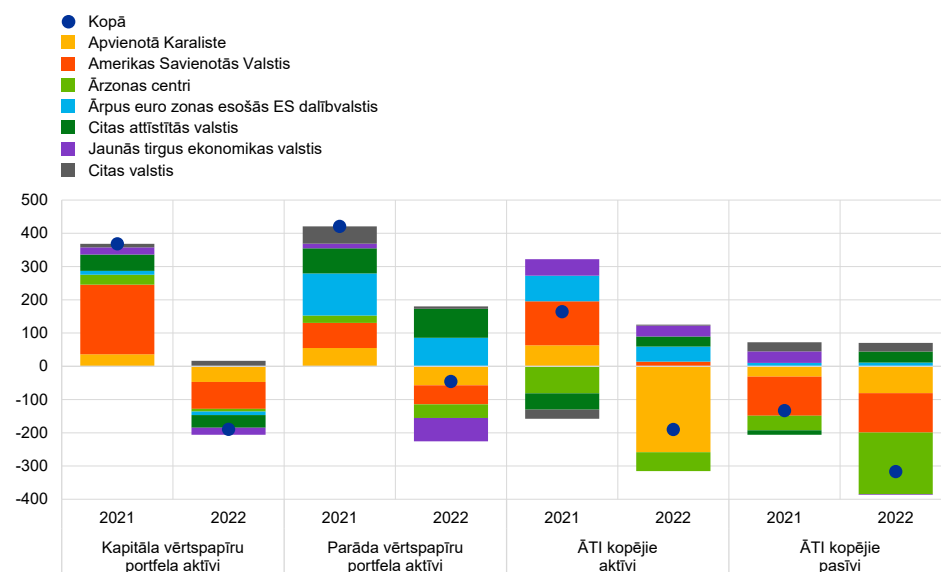
¹¹ Plašāku informāciju par to, kā mainījās euro zonas ieguldījumi Krievijā, sk. ECB 2022. gada "Tautsaimniecības Bilētena" Nr. 7 ielikumā Emter, L., Fidora, M., Pastoris, F., Schmitz, M. [Euro area linkages with Russia: latest insights from the balance of payments](#) ("Euro zonas saites ar Krieviju: jaunākās uz maksājumu bilanci balstītās atziņas").

meitasuzņēmumu emitētos vērtspapīrus.¹² Vienlaikus euro zonas investori neto izteiksmē iegādājās būtisku apjomu vērtspapīru, kurus bija emitējušas citas attīstītās valstis, īpaši Kanādas un Japānas rezidenti. To, iespējams noteica spēcīgāka vēlme iegūt drošus aktīvus.

C attēls

Euro zonas finanšu kants: atsevišķi posteņi darījuma partneru atrašanās vietu dalījumā

(četrus ceturkšņu summas, miljrd. euro)



Avots: ECB.

Piezīmes. Attiecībā uz aktīviem pozitīvs (negatīvs) skaitlis norāda uz to, ka euro zonas investori neto izteiksmē bijuši ārpus euro zonas esošo valstu finanšu instrumentu pircēji (pārdevēji). Attiecībā uz pasīviem pozitīvs (negatīvs) skaitlis norāda uz to, ka ārpus euro zonas esošo valstu investori neto izteiksmē bijuši euro zonas finanšu instrumentu pircēji (pārdevēji). "Ārpus euro zonas esošās ES dalībvalstis" ietver ārpus euro zonas esošās ES dalībvalstis un tās ES iestādes un struktūras, kuras statistikas mērķiem uzskatāmas par esošām ārpus euro zonas, piemēram, Eiropas Komisiju un Eiropas Investīciju banku. "Citas attīstītās valstis" ietver Austrāliju, Kanādu, Japānu, Norvēģiju, Dienvidkoreju un Šveici. "Jaunās tirgus ekonomikas valstis" ietver Argentīnu, Brazīliju, Ķīnu, Indiju, Indonēziju, Meksiku, Krieviju, Saūda Arābiju, Dienvidāfriku un Turciju. "Citas valstis" ietver visas attēlā neminētās valstis un valstu grupas, kā arī nesadalītos darījumus. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 4. ceturksnī.

Runājot par ārvalstu portfeļieguldījumiem euro zonā 2022. gadā, euro zonas ieguldījumu fondu akciju neto iegādes izsīka, savukārt līdz ar ierobežojošāku ECB monetārās politikas nostāju investoru interese par euro zonas parāda vērtspapīriem pieauga (B att.). Atspoguļojot pārmaiņas euro zonas ieguldījumu fondu aktīvu pusē, apstākļos, kad pasaules finanšu tirgos pēc kara sākšanās Ukrainā valdīja mazāka vēlme uzņemties risku, ārpus euro zonas esošo valstu investori neto izteiksmē kļuva par euro zonas ieguldījumu fondu emitēto akciju pārdevējiem. Lielā euro zonas ieguldījumu fondu nozare un spēcīgā ārpus euro zonas esošo valstu investoru bāze, īpaši Īrijā un Luksemburgā esošajiem fondiem, 2022. gadā būtiski ietekmēja euro zonas finanšu plūsmas.¹³ Vienlaikus ārvalstu

¹² Jaunākajos pētījumos konstatēts, ka euro zonas ieguldījumi jauno tirgus ekonomikas valstu uzņēmumu obligācijās ir daudz lielāki, ja ņem vērā ieguldījumus jauno tirgus ekonomikas valstu sabiedrību ārzonas meitasuzņēmumu veiktajā emisijā. Sk. Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M., Schreger, J. pētījumu *The Geography of Capital Allocation in the Euro Area*, pieejams SSRN; Bergant, K., Milesi-Ferretti, G. M., Schmitz, M. *Cross-Border Investment in Emerging Market Bonds: Stylized Facts and Security-Level Evidence from Europe*, CEPR Discussion Paper, No 17946, 2023.

¹³ Sk. Beck, R., Coppola, A., Lewis, A., Maggiori, M., Schmitz, M., Schreger, J. *The Geography of Capital Allocation in the Euro Area*; pētījums pieejams SSRN.

investoru noskaņojums saistībā ar euro zonas parāda vērtspapīriem 2022. gadā uzlabojās. Lai gan periodam kopš 2015. gada bija raksturīga euro zonas parāda vērtspapīru (īpaši valdības obligāciju, daļēji atspoguļojot nerezidentu kā Eurosistēmas aktīvu iegādes programmu darījumu partneru nozīmīgo lomu) neto pārdošana lielos apjomos, 2022. gadā, galvenajām ECB procentu likmēm sākot paaugstināties un Eurosistēmai pārtraucot neto aktīvu iegādes, neto pārdošanas apjoms samazinājās. Procentu likmju kāpuma apstākļos ārpus euro zonas esošo valstu investori neto izteiksmē kļuva par tādu parāda vērtspapīru pircējiem, kurus emitējuši citu euro zonas finanšu iestāžu sektora dalībnieki, t. sk. finanšu instrumentsabiedrības (iepriekšējos gados šie investori neto izteiksmē bija pārdevēji).

ĀTI sarukums galvenokārt atspoguļoja darījumus ar daudznacionāliem uzņēmumiem euro zonas finanšu centros, bieži saistībā ar īpašam nolūkam dibinātām sabiedrībām, savukārt nefinanšu sabiedrību sektorā ĀTI darījumi, kas ir ciešāk saistīti ar reālo tautsaimniecību, joprojām bija stabilāki (B att.).¹⁴

Euro zonas pasīvu pusē ārvalstu tiešo investoru negatīvie ieguldījumi 2022. gadā bija 317 mljrd. euro (2.4 % no euro zonas IKP). Šos negatīvos ieguldījumus noteica investori, kas bija Amerikas Savienoto Valstu un Apvienotās Karalistes rezidenti, kā arī investori ārzonas finanšu centros (C att.), un tie tika veikti tikai attiecībā uz citu finanšu iestāžu sektoru (403 mljrd. euro), t. sk. īpašam nolūkam dibinātām sabiedrībām, piemēram, pārvaldītājsabiedrībām.¹⁵ Pretstatā šīm svārstīgākajām "finansializētajām" ĀTI plūsmām ĀTI euro zonas nefinanšu sabiedrībās turpinājās stabilā tempā; tika reģistrēti neto ieguldījumi 74 mljrd. euro apmērā (B att.). Vērtējot ĀTI aktīvu neto iegādes, kuras veica euro zonas rezidenti, vērojamo sarukumu arī lielākoties noteica citu finanšu iestāžu sektors. Spēcīgā pozitīvā korelācija starp bruto ĀTI aktīvu un pasīvu darījumiem, kuri saistīti ar citām finanšu iestādēm, liecina, ka šīs plūsmas nereti "izplūst cauri" un netiek absorbētas iekšzemes tautsaimniecībā. ĀTI aktīvu sarukumu lielā mērā noteica darījumi attiecībā uz Apvienoto Karalisti saistībā ar atsevišķa daudznacionāla uzņēmuma reorganizāciju.¹⁶ Euro zonas maksājumu bilances un starptautisko investīciju bilances statistikā iekļautie papildu daļījumi uzsver šo ĀTI ieguvumu tautsaimniecības analīzi, detalizētāk nodalot "finansializētās" plūsmas.¹⁷

¹⁴ ĀTI jomā par parāda instrumentiem, kuri iedalīti parāda vērtspapīros, aizdevumos, kā arī tirdzniecības kredītos un avansos, tika publicēta papildu informācija, kas neattiecas uz šo lielumu.

¹⁵ Periodā pēc pasaules finanšu krīzes ieguldījumi (kurus lielākoties veica investori, kas ir Amerikas Savienoto Valstu rezidenti) pārvaldītājsabiedrībās (nereti īpašam nolūkam dibinātās sabiedrībās) euro zonas finanšu centros kļuva par arvien lielāku euro zonas ĀTI pasīvu plūsmu komponentu. Sk. Filipa R. Leina (*Philip R. Lane*) ievadrunu *The analytical contribution of external statistics: addressing the challenges* Eiropas Centrālās bankas, Ērvinga Fišera komitejas un *Banco de Portugal* kopīgajā konferencē *Bridging measurement challenges and analytical needs of external statistics: evolution or revolution?*, kas notika 2020. gada 17. februārī.

¹⁶ Šādi lieli darījumi bieži ir saistīti ar atsevišķu euro zonas finanšu centros klātesošu daudznacionālu uzņēmumu reorganizāciju, taču tie var būtiski ietekmēt globālās ĀTI plūsmas. Piemēram, globālās ĀTI plūsmas 2022. gadā salīdzinājumā ar iepriekšējo gadu saruka par 24 %, bet šis rādītājs ir tikai 5 %, ja netiek ietverti ar Luksemburgu saistītie darījumi. Saskaņā ar datiem no *FDI in Figures* (OECD, 2023. gada aprīlis) lielie negatīvie ieguldījumi Luksemburgā galvenokārt atspoguļoja atsevišķa daudznacionāla telesakaru uzņēmuma darbību.

¹⁷ Šādu analīzi vēl vairāk pastiprinās euro zonas maksājumu bilances un starptautisko investīciju bilances statistikas publicēšana ar atsevišķu daļījumu īpašam nolūkam dibinātām sabiedrībām. Pašlaik publicēšana plānota 2024. gada 1. pusgadā.

7. Likviditāte un monetārās politikas operācijas (2023. gada 8. februāris–9. maijs)

Sagatavojuši Jenss Bude (*Jens Budde*) un Vladimirs Cončevs (*Vladimir Tsonchev*)

Šajā ielikumā aplūkota likviditāte un Eirosistēmas monetārās politikas operācijas 2023. gada pirmajā un otrajā rezervju prasību izpildes periodā. Šie divi rezervju prasību izpildes periodi kopā ilga no 2023. gada 8. februāra līdz 9. maijam (aplūkojamais periods).

Aplūkojamā periodā turpinājās politikas stingrības palielināšana. ECB Padome katrā sanāsmē (2023. gada 2. februārī un 16. martā) paaugstināja trīs galvenās monetārās politikas procentu likmes par 50 bāzes punktiem. Šie paaugstinājumi stājās spēkā attiecīgi 2023. gada pirmajā un otrajā rezervju prasību izpildes periodā.

Euro zonas banku sistēmas likviditātes pārpalikums aplūkojamā periodā samazinājās. Šo samazinājumu lielākoties noteica pirmstermiņa atmaksas un dzēšana trešā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopuma (ITRMO III) ietvaros kopā ar aktīvu iegādes programmas (AIP) portfeļa apmēra pakāpenisku samazināšanos. Vienlaikus sistēmai likviditāti nodrošināja pastāvīgais neto autonomo faktoru apjoma sarukums. Neto autonomo faktoru apjoma sarukums turpinās kopš negatīvo procentu likmju vides beigām 2022. gada jūlijā.

Likviditātes vajadzības

Aplūkojamā periodā vidējais banku sistēmas dienas likviditātes vajadzību apjoms, ko definē kā neto autonomo faktoru un rezervju prasību summu, samazinājās par 220.4 mljrd. euro (līdz 2026.6 mljrd. euro). Salīdzinājumā ar 2022. gada septīto un astoto rezervju prasību izpildes periodu šo samazinājumu gandrīz pilnībā noteica neto autonomo faktoru apjoma kritums par 218.4 mljrd. euro (līdz 1861.3 mljrd. euro); to savukārt veicināja likviditāti samazinošo autonomo faktoru apjoma sarukums (sk. A tabulas iedaļu "Cita ar likviditāti saistīta informācija") un likviditāti palielinošo autonomo faktoru apjoma pieaugums. Obligāto rezervju prasības samazinājās tikai neliels daudzums (par 2 mljrd. euro; līdz 165.3 mljrd. euro).

Likviditāti samazinošo autonomo faktoru apjoms aplūkojamā periodā saruka par 136.5 mljrd. euro (līdz 2932 mljrd. euro). To galvenokārt noteica valdības noguldījumu un citu autonomo faktoru apjoma samazināšanās. Valdības noguldījumu apjoms (sk. A tabulas iedaļu "Pasīvi") aplūkojamā periodā saruka vidēji par 62.9 mljrd. euro (līdz 369.7 mljrd. euro); šis kritums galvenokārt bija vērojams otrajā rezervju prasību izpildes periodā. Minētais kritums atspoguļo valsts kasu rezervju normalizāciju un to naudas līdzekļu pārvaldības stratēģiju iespējamu pielāgošanu, gaidot zemāko maksimālo robežu valstu centrālo banku maksātajai atlīdzībai par valdības noguldījumiem, kas stājās spēkā 2023. gada 1. maijā. Pēc 1. maija valdības noguldījumu apjoms turpināja samazināties (līdz mazāk nekā

300 mljrd. euro), tuvojoties 2020. gada sākuma līmenim, kas bija vērojams pirms pandēmijas sākuma. Vidējā apgrozībā esošo banknošu vērtība aplūkojamā periodā samazinājās par 6.1 mljrd. euro (līdz 1557.1 mljrd. euro). Kopš negatīvo monetārās politikas procentu likmju vides beigām vērojamā banknošu turējumu un kredītiestāžu kasē esošās skaidrās naudas apjoma samazināšanās aplūkojamā periodā turpinājās, lai gan daudz lēnākā tempā.

Likviditāti palielinošo autonomo faktoru apjoms pieauga par 81.8 mljrd. euro (līdz 1071 mljrd. euro). Lai gan tiešie ārējie aktīvi samazinājās (par 18.5 mljrd. euro), tiešie aktīvi, kuri denominēti euro, aplūkojamā periodā pieauga par 100.3 mljrd. euro. Šo pieaugumu lielākoties noteica euro denominēto pasīvu attiecībā pret ārpus euro zonas esošo valstu rezidentiem kritums. Tas savukārt atspoguļo Eurosistēmas rezervju pārvaldīšanas pakalpojumu (ERPP) sistēmas kontu turētāju naudas līdzekļu pārvaldības stratēģiju pielāgošanu, jo atlīdzība par ERPP sistēmā turētajiem noguldījumiem tika koriģēta līdz ar atlīdzību par valdības noguldījumiem.

A tabulā sniegts apskats par minētajiem autonomajiem faktoriem un to pārmaiņām.¹

A tabula
Eurosistēmas likviditāte

Pasīvi

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2023. gada 8. februāris–2023. gada 9. maijs						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2022. gada 2. novembris– 2023. gada 7. februāris	
	Pirmais un otrais rezervju prasību izpildes periods		Pirmais rezervju prasību izpildes periods: 8. februāris– 21. marts		Otrais rezervju prasību izpildes periods: 22. marts–9. maijs		Septītais un astotais rezervju prasību izpildes periods	
Likviditāti samazinošie autonomie faktori	2 932.0	(–136.5)	2 936.8	(–44.8)	2 927.8	(–8.9)	3 068.5	(–211.5)
Banknotes apgrozībā	1 557.1	(–6.1)	1 553.9	(–11.6)	1 559.8	(+5.9)	1 563.2	(–11.3)
Valdības noguldījumi	369.7	(–62.9)	380.2	(+7.4)	360.6	(–19.6)	432.6	(–112.7)
Citi autonomie faktori (neto) ¹⁾	1 005.2	(–67.5)	1 002.6	(–40.6)	1 007.4	(+4.7)	1 072.7	(–87.5)
Pieprasījuma noguldījumu kontu atlikums, kas pārsniedz obligāto rezervju prasības	21.3	(–16.1)	26.4	(–1.2)	17.0	(–9.5)	37.4	(–1 933.8)
Obligāto rezervju prasības ²⁾	165.3	(–2.0)	164.6	(–3.3)	165.8	(+1.2)	167.3	(+4.4)
Noguldījumu iespēja	4 045.4	(–241.1)	4 103.0	(+51.4)	3 996.0	(–107.0)	4 286.5	(+1 688.0)
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.

¹ Sīkāku 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: 2023. gada 8. februāris–2023. gada 9. maijs						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2022. gada 2. novembris– 2023. gada 7. februāris	
	Pirmais un otrais rezervju prasību izpildes periods		Pirmais rezervju prasību izpildes periods: 8. februāris– 21. marts		Otrais rezervju prasību izpildes periods: 22. marts–9. maijs		Septītais un astotais rezervju prasību izpildes periods	
Likviditāti palielinošie autonomie faktori	1 071.0	(+81.8)	1 057.8	(+75.4)	1 082.3	(+24.5)	989.2	(+52.6)
Tīrie ārējie aktīvi	932.0	(–18.5)	916.8	(–23.6)	945.0	(+28.2)	950.4	(–2.5)
Euro denominētie tīrie aktīvi	139.0	(+100.3)	141.0	(+99.0)	137.4	(–3.6)	38.8	(+55.1)
Monetārās politikas instrumenti	6 093.4	(–477.6)	6 173.2	(–73.4)	6 024.9	(–148.3)	6 570.9	(–505.4)
Atklātā tirgus operācijas	6 093.3	(–477.6)	6 173.2	(–73.4)	6 024.8	(–148.4)	6 570.9	(–505.4)
Kredītooperācijas	1 172.3	(–454.5)	1 234.2	(–70.3)	1 119.2	(–115.1)	1 626.8	(–497.9)
GRO	1.2	(–0.4)	0.9	(–0.3)	1.4	(+0.5)	1.6	(–1.2)
ITRO ar termiņu 3 mēneši	2.5	(+0.1)	2.8	(+0.0)	2.2	(–0.6)	2.4	(+1.2)
ITRMO III operācijas	1 168.6	(–453.3)	1 230.5	(–69.2)	1 115.5	(–115.0)	1 621.9	(–496.8)
PĀITRO	0.0	(–0.9)	0.0	(–0.8)	0.0	(+0.0)	0.9	(–1.0)
Tiešo darījumu portfeļi ¹⁾	4 921.0	(–23.1)	4 939.0	(–3.1)	4 905.6	(–33.4)	4 944.1	(–7.5)
Aizdevumu iespēja uz nakti	0.1	(+0.0)	0.0	(–0.0)	0.1	(+0.1)	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. "GRO" apzīmē galvenās refinansēšanas operācijas, "ITRO" – ilgāka termiņa refinansēšanas operācijas, bet "PĀITRO" – pandēmijas ārkārtas ilgāka termiņa refinansēšanas operācijas.
1) Tā kā neto aktīvu iegādes ir pārtrauktas, tiešo darījumu portfeļu atsevišķais dalījums vairs netiek atspoguļots.

Cita ar likviditāti saistīta informācija

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2023. gada 8. februāris–2023. gada 9. maijs						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2022. gada 2. novembris– 2023. gada 7. februāris	
	Pirmais un otrais rezervju prasību izpildes periods		Pirmais rezervju prasību izpildes periods: 8. februāris– 21. marts		Otrais rezervju prasību izpildes periods: 22. marts–9. maijs		Septītais un astotais rezervju prasību izpildes periods	
Kopējās likviditātes vajadzības ¹⁾	2 026.6	(–220.4)	2 043.8	(–123.7)	2 011.8	(–32.0)	2 247.0	(–259.6)
Neto autonomie faktori ²⁾	1 861.3	(–218.4)	1 879.2	(–120.4)	1 846.0	(–33.2)	2 079.7	(–264.0)
Likviditātes pārpalikums ³⁾	4 066.7	(–257.2)	4 129.4	(+50.3)	4 012.9	(–116.5)	4 323.9	(–245.8)

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 pasīvu 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; % un procentu punktos)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2023. gada 8. februāris–2023. gada 9. maijs						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2022. gada 2. novembris– 2023. gada 7. februāris
	Pirmais un otrais rezervju prasību izpildes periods		Pirmais rezervju prasību izpildes periods: 8. februāris– 21. marts		Otrais rezervju prasību izpildes periods: 22. marts–9. maijs		Septītais un astotais rezervju prasību izpildes periods
GRO	3.27	(+1.02)	3.00	(+0.50)	3.50	(+0.50)	2.25 (+1.38)
Aizdevumu iespēja uz nakti	3.52	(+1.02)	3.25	(+0.50)	3.75	(+0.50)	2.50 (+1.38)
Noguldījumu iespēja	2.77	(+1.02)	2.50	(+0.50)	3.00	(+0.50)	1.75 (+1.38)
€STR	2.668	(+1.016)	2.400	(+0.498)	2.898	(+0.498)	1.652 (+1.366)
<i>RepoFunds Rate Euro Index</i>	2.660	(+1.175)	2.402	(+0.744)	2.881	(+0.480)	1.485 (+1.337)

Avots: ECB.

Piezīmes. Skaitļi iekavās norāda uz pārmaiņām procentu punktos salīdzinājumā ar iepriekšējo aplūkamo vai rezervju prasību izpildes periodu. €STR ir euro īstermiņa procentu likme.

Ar monetārās politikas instrumentiem nodrošinātā likviditāte

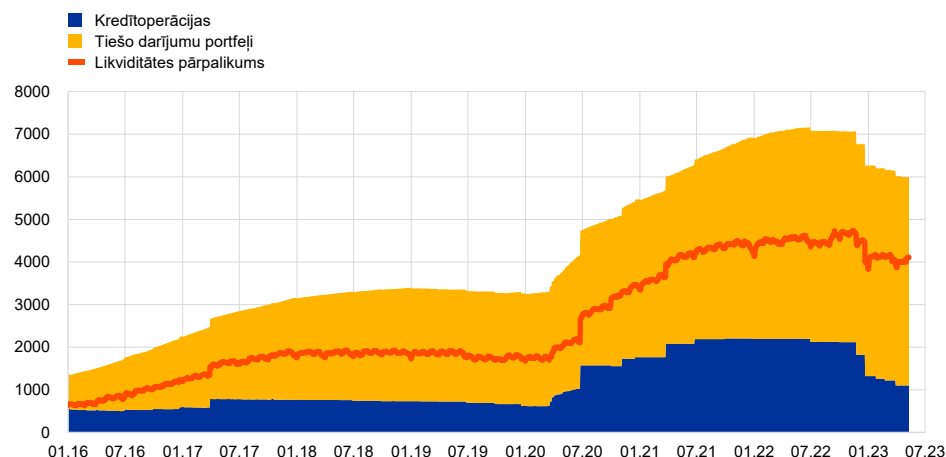
Vidējais likviditātes apjoms, kas nodrošināts ar monetārās politikas instrumentiem, samazinājās par 477.6 mljrd. euro, aplūkojamā periodā sasniedzot 6093.4 mljrd. euro (A att.). Likviditātes samazinājumu pamatā noteica kredītooperāciju kritums. Neto aktīvu iegādes ECB pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas ietvaros tika pārtrauktas 2022. gada marta beigās; kopš tā laika Eurosistēma pilnībā atkārtoti iegulda dzēšanas termiņu sasniegušās summas. Pievērsoties AIP, saskaņā ar ECB Padomes lēmumu ar 2023. gada 1. martu pilnībā atkārtoti neieguldīt dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumus, AIP turējumu apjoms ir pakāpeniski sācis sarukt vidējā tempā (par 15 mljrd. euro mēnesī).²

² Tiešo darījumu portfeļos turētie vērtspapīri tiek uzskaitīti saskaņā ar amortizētajām izmaksām un pārvērtēti katra ceturkšņa beigās. Arī tas ietekmē kopējos vidējos rādītājus un pārmaiņas tiešo darījumu portfeļos.

A attēls

Atklātā tirgus operācijās nodrošinātās likviditātes un likviditātes pārpalikuma pārmaiņas

(mljrd. euro)



Avots: ECB.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 9. maijā.

Ar kredītooperāciju starpniecību nodrošinātais vidējais likviditātes apjoms aplūkojamā periodā samazinājās par 454.5 mljrd. euro. Šis samazinājums lielākoties atspoguļo ITRMO III atlikuma sarukumu pirmstermiņa atmaksas un dzēšanas ietekmē. Brīvprātīgās pirmstermiņa atmaksas 2023. gada februārī un martā bija attiecīgi 36.6 mljrd. euro un 87.7 mljrd. euro, un ITRMO III summu dzēšanas termiņa iestāšanās martā izraisīja ITRMO III atlikuma turpmāku samazināšanos (par 32.2 mljrd. euro). ITRMO III atmaksas 499.4 mljrd. euro un 62.7 mljrd. euro apmērā attiecīgi 2022. gada decembrī un 2023. gada janvārī arī veicināja šo samazināšanos aplūkojamā periodā, jo to ietekme uz aplūkojamā perioda vidējo rādītāju pārmaiņām pilnībā jūtama tikai pašreizējā aplūkojamā periodā. Pārmaiņas citās kredītooperācijās bija nelielas.

Likviditātes pārpalikums

Vidējais likviditātes pārpalikums samazinājās par 257.2 mljrd. euro (līdz 4066.7 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. Pēc maksimālās vērtības (4.8 trilj. euro) sasniegšanas 2022. gada septembrī likviditātes pārpalikums galvenokārt pēc iepriekš minētajām ITRMO III pirmstermiņa atmaksām un dzēšanas ir pakāpeniski samazinājies, neietverot autonomo faktoru ietekmi.

Procentu likmju norises

Euro īstermiņa procentu likme (€STR) pieauga par 99.2 bāzes punktiem – no 1.90 % 7. februārī, iepriekšējā aplūkojamā perioda pēdējā dienā, līdz 2.89 % 9. maijā, šā aplūkojamā perioda pēdējā dienā –, atspoguļojot ierobežojošāku ECB monetāro politiku. 2023. gada februārī un martā vērojamā ECB monetārās politikas procentu likmju kāpuma ietekme uz nenodrošināto darījumu naudas tirgu bija pilnīga un tūlītēja. Pašreizējā aplūkojamā periodā €STR vidēji bija par 10 bāzes punktiem zemāka nekā noguldījumu iespējas procentu likme; 2022. gada septītajā un astotajā rezervju prasību izpildes periodā situācija bija līdzīga.

Euro zonas repo procentu likme, ko mēra ar *RepoFunds Rate Euro Index*, palielinājās par 98 bāzes punktiem – no 1.90 % 7. februārī līdz 2.88 % 16. martā. ECB monetārās politikas procentu likmju kāpuma ietekme uz nodrošināto darījumu naudas tirgu bija tūlītēja un pilnīga. Repo līgumu tirgus darbība saglabājās sakārtota vairāku faktoru ietekmē, ietverot dažu nacionālo parāda pārvaldības biroju īstenotos pasākumus 2022. gada beigās, vērtspapīru aizdevumu limitu paaugstināšanu, lielāku neto emisiju kopš 2023. gada sākuma un mobilizētā nodrošinājuma atbrīvošanu ITRMO dzēšanas termiņa iestāšanās apstākļos, kā arī AIP turējumu atlikuma sarukumu. Turklāt 2023. gada 7. februārī ECB paziņoja, ka ar 2023. gada 1. maiju Eurosistēmā turēto euro zonas valstu valdības noguldījumu atlīdzības maksimālā robeža tiks noteikta līmenī, kas ir 20 bāzes punktus zemāks par €STR, un ERPP sistēmā turēto noguldījumu atlīdzība arī tiks attiecīgi pielāgota. Paziņojums mazināja bažas par to, ka šī atlīdzības maksimālā robeža varētu atgriezties 0 % līmenī, kad 2023. gada 30. augustā beigtos pagaidu maksimālās robežas darbības laiks, tādējādi mazinot risku, ka tā varētu nelabvēlīgi ietekmēt tirgus darbību valstu kasu un ārvalstu centrālo banku naudas līdzekļu ieguldījumu pēkšņu pārmaiņu dēļ.

8. Inflācijas un konkurētspējas atšķirības euro zonas valstīs

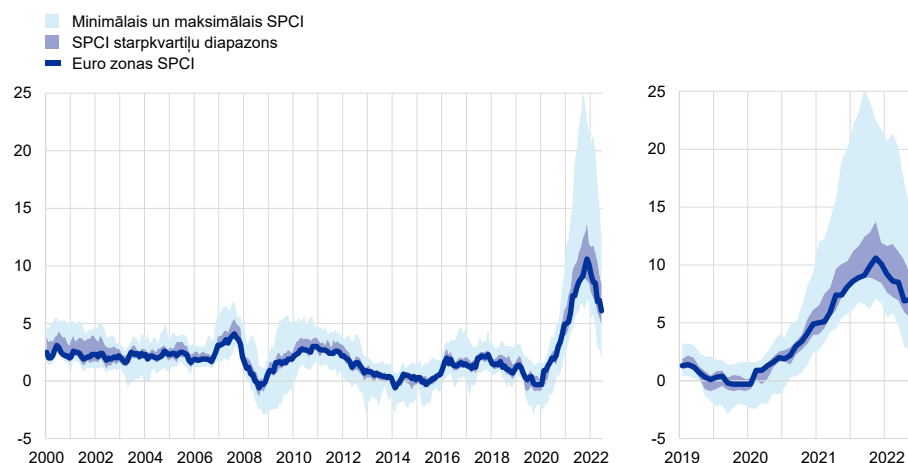
Sagatavojuši Elvīra Fjoreto (*Elvira Fioretto*) un Ross Džeimss Mērfijs (*Ross James Murphy*)

Augstas enerģijas un izejvielu cenas, kā arī piegādes problēmas noteikušas strauju inflācijas kāpumu euro zonā un inflācijas atšķirību palielināšanos euro zonas valstīs.¹ Inflācijas atšķirības dažādās valstīs (ko nosaka starpkvartīļu diapazona ietvaros) palielinājās no vēsturiski zemākā līmeņa periodā pirms pandēmijas līdz vēsturiski augstākajam līmenim 2022. gada beigās, un, lai gan kopš tā laika sarukušas, tās saglabājušās augstā līmenī. Inflācijas līmenis euro zonas valstīs 2023. gada maijā svārstījās diapazonā no 2.0 % Luksemburgā līdz 12.3 % Latvijā un Slovākijā (A att.). Pašreizējo inflācijas kāpumu galvenokārt noteikuši negatīvi ar enerģijas un izejvielu cenu pieaugumu, piegādes problēmām un tautsaimniecības atkalatvēršanās pēc pandēmijas ietekmi saistītie piedāvājuma šoki.

A attēls

SPCI inflācijas atšķirības euro zonas valstīs

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Starpkvartīļu diapazons attiecas uz 25.–75. percentiles starpību starp dažādām valstīm (euro zonas valstu sastāvs ir mainīgs). Minimuma–maksimuma diapazons atbilst katrā mēnesī novērotajam zemākajam/augstākajam inflācijas pieauguma tempam euro zonas valstīs. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada maijā (ātrā aplēse).

Pastāvīgas inflācijas atšķirības var izraisīt ārēju nelīdzsvarotību. Inflācijas atšķirības monetārā savienībā ir normāla parādība tiktāl, ciktāl tās atspoguļo īslaicīgu pielāgošanos šokiem vai ir saistītas ar konverģences procesu. Turklāt fiskālā politika ietekmē inflācijas atšķirības euro zonā, t. sk. nodokļu un valsts sektorā nodarbināto darba samaksas pārmaiņu veidā.² Taču, ja šādas atšķirības nav

¹ Stikāku informāciju sk. ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 3 ielikumā *The Energy shock, price competitiveness and euro area export performance* ("Enerģijas cenu šoks, cenu konkurētspēja un euro zonas eksporta rādītāji").

² Sk. Obstfeld, M., Rogoff, K., *The unsustainable US current account position revisited*, *NBER Working Paper*, No 10869, 2004, un Working Group on Econometric Modelling of the European System of Central Banks, *Competitiveness and external imbalances within the euro area*, *Occasional Paper Series*, No 139, ECB, 2012.

īslaicīgas vai neatspoguļo cenu līmeņa konvergenci, tās var liecināt par izmaksu attīstības tendenci atšķirībām vai strukturālo neefektivitāti, piemēram, nominālām vai reālām neelastībām preču un darba tirgos. Pastāvīgas inflācijas atšķirības varētu izraisīt ilgstošāku cenu konkurētspējas samazināšanos un tekošā konta bilances pasliktināšanos.³ Šādam cenu konkurētspējas kritumam var būt ļoti problemātiska negatīva ietekme, un galu galā tas būtu jāsamazina, īstenojot strukturālās politikas pasākumus.

Inflācijas kāpums daudzās euro zonas valstīs atspoguļojies vienības darbaspēka izmaksu (VDI) un vienības peļņas kāpumā.

Nominālo VDI pieaugumu (kas noteikts kā atlīdzība nodarbinātajiem uz reālā IKP vienību) pamatā uzskata par būtisku iekšzemes pamatinflācijas kāpuma saglabāšanos noteicošo faktoru. Lai gan pēdējos gados bijis grūti interpretēt VDI attīstības tendences saistībā ar dīkstāves pabalstu programmu uzskaiti un darbvieta pārvietošanos starp nozarēm, kas ietekmē VDI dinamiku, VID joprojām sniedz noderīgus signālus, kas ļauj novērtēt minētos cenu konkurētspējas atšķirību riskus euro zonas valstīs un darba tirgos radīto izmaksu spiedienu.⁴ Viena laiku ar enerģijas piegādes šoku, kas veicināja inflāciju kopš 2021. gada vidus, bija vērojams straujš VDI un vienības peļņas kāpuma tempa pieaugums. No vienas puses, VDI euro zonā no 2019. gada beigām līdz 2022. gada beigām palielinājās par 8 %, un to noteica būtisks atlīdzības vienam nodarbinātajam kāpums, savukārt produktivitāte saglabājās nemainīga. Atšķirības starp dažādām valstīm bijušas būtiskas. Straujākais VDI pieaugums tika reģistrēts Baltijas valstīs (līdz 28 % Lietuvā), Luksemburgā un Slovākijā. No otras puses, vienības peļņas kāpums (definēts kā bruto darbības ieņēmumi un jauktie ieņēmumi dalīti ar reālo IKP) pārsniedza VDI pieauguma līmeni. Tādējādi no uzskaites viedokļa un saskaņā ar IKP deflatoru vienības peļņas kāpuma ietekme uz iekšzemes inflāciju bija lielāka nekā VDI pieauguma ietekme.⁵ Šī starpība bija īpaši liela Grieķijā, Latvijā, Kiprā, Slovēnijā, Maltā, Vācijā un Igaunijā (B att.). Tas liecina, ka peļņa nekompensēja resursu, t. sk. importētās enerģijas un citu starppatēriņa preču, izmaksu kāpumu, un tam nebija negatīvas ietekmes uz vienības peļņu.⁶

³ Sk. Giordano, C., Zollino, F., [Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries](#), *Working Paper Series*, No 1789, ECB, 2015.

⁴ Sk. Giordano, C., Zollino, F., [Exploring price and non-price determinants of trade flows in the largest euro-area countries](#), *Working Paper Series*, No 1789, ECB, 2015.

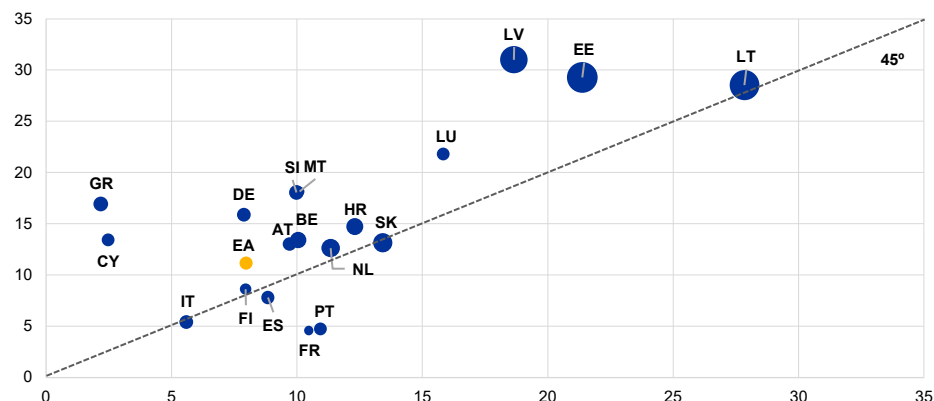
⁵ Sk. Arce, O., Hahn, E., Koester, G., [How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#), *The ECB Blog*, ECB, 2023. gada 30. marts.

⁶ Peļņas ietekmes uz inflāciju euro zonā analīzi sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" izdevuma 3. ielikumā [How have profits contributed to the recent pick-up in euro area price pressures?](#) ("Kā vienības peļņa ir veicinājusi euro zonas iekšzemes cenu spiediena neseno pastiprināšanos?").

B attēls

Vienības peļņas un VDI kāpums

(x ass: VDI kumulatīvās procentuālās pārmaiņas 2019.–2022. gadā; y ass: vienības peļņas kumulatīvās procentuālās pārmaiņas 2019.–2022. gadā; burbuļu izmērs: SPCI vidējais gada pārmaiņu temps 2022. gadā)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. VDI definētas kā atbilstība vienam nodarbinātajam, kas dalīta ar darba ražīgumu. Vienības peļņa definēta kā bruto darbības ieņēmumi un jauktie ienākumi, kas dalīti ar reālo IKP. Dati par Īriju nav iekļauti.

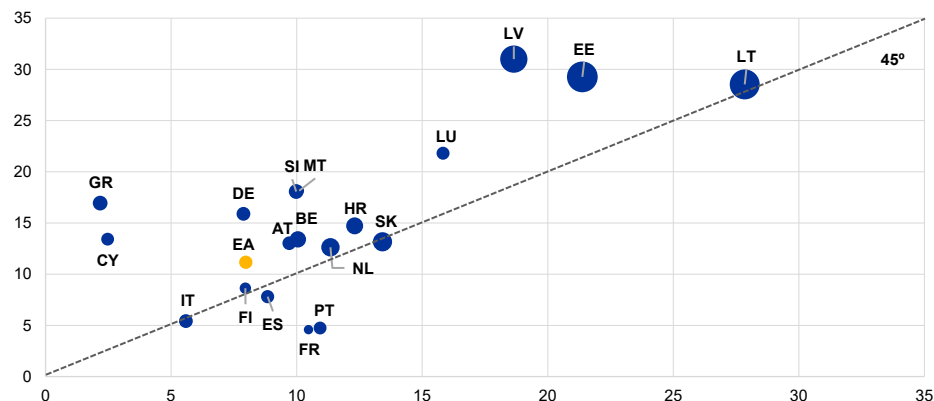
Tekošā konta norises liecina par nelielu progresu nelīdzsvarotības novēršanā.

Līdzsvara atjaunošanas process euro zonā gados pirms pandēmijas ietvēra būtisku VDI korekciju un tekošā konta bilances uzlabošanos valstīs ar sākotnēji zemu konkurētspēju un lielu neto ārējo saistību apjomu. Šis līdzsvara atjaunošanas process būtisku neelastību darba un preču tirgos dēļ tika īstenots daļēji, tad to 2020. un 2021. gadā pārtrauca pandēmija un pēc tam – globālo enerģijas cenu kāpums. Šīs norises noteikušas euro zonas tekošā konta bilances pasliktināšanos no 2.2 % no IKP 2019. gadā līdz 1.0 % no IKP 2022. gadā. Tas ietekmēja gan valstis ar budžeta deficītu, gan valstis ar budžeta pārpalikumu. Vairāku valstu ārējā pozīcija 2022. gada beigās bija zemāka par Eiropas Komisijas makroekonomiskās nelīdzsvarotības novēršanas procedūras (MNNP) rādītāju kopsavilkumā noteikto robežvērtību. Kipras un Grieķijas tīrās starptautisko investīciju bilances un tekošā konta bilances rādītājs joprojām bija zemāks par robežvērtību (attiecīgi –35% no IKP un –4% no IKP). Runājot par pārējām valstīm ar lielu ārējo saistību apjomu, tekošā konta bilance ir būtiski negatīva Slovākijā, nedaudz negatīva Portugālē un nedaudz pozitīva Spānijā. Vienlaikus to valstu tekošā konta bilance, kuras ir galvenie neto kreditori, ir saglabājusies būtiski pozitīva, lai gan Vācijā tās vērtība ir ievērojami samazinājusies (C att.).

C attēls

Tekošā konta balance un tīrā starptautisko investīciju balance

(x ass: tīrā starptautisko investīciju balance; % no IKP 2019. gada 4. ceturksnī; y ass: tekošā konta balance; % no IKP, triju gadu vidējais rādītājs (2020.–2022. gads))



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Saskaņotie konkurētspējas rādītāji (SKR), kas balstās uz IKP deflatoriem, kopumā raksturo to pašu valstu grupu, kurās kopš pandēmijas sākuma visbūtiskāk samazinājusies konkurētspēja. SKR plašāk atspoguļo cenu

konkurētspēju, jo, tos aprēķinot, tiek ņemtas vērā: 1) euro kursa norises attiecībā pret euro zonas valstu nozīmīgāko tirdzniecības partnervalstu valūtām, 2) izmaksu rādītāju relatīvā dinamika tirdzniecības partnervalstīs, un 3) tirgus daļu dinamika.⁷ Laikposmā no 2019. gada līdz 2022. gadam novērotās uz IKP deflatoru balstīto SKR pārmaiņas liecina par strauju cenu konkurētspējas samazināšanos Baltijas valstīs un Luksemburgā salīdzinājumā ar to konkurentiem. Baltijas valstīs ienākumu līmeņa izlīdzināšanās process, kas pazīstams kā Balasas–Samuelsona efekts, nebūtu uzskatāms par konkurētspējas zudumu un var daļēji izskaidrot reālā valūtas kursa kāpumu.⁸

Kopumā šķiet, ka cenu konkurētspējas pārmaiņas kopš pandēmijas nav veicinājušas ne ārējās nelīdzsvarotības palielināšanos, ne turpmāku samazināšanos. Jaunākie SKR dati (D att.) nesniedz skaidru norādi par to, vai

atsāksies pirms pandēmijas uzsāktais līdzsvara atjaunošanas process. Dažu euro zonas valstu lielais neto ārējo saistību apjoms kopš 2019. gada samazinājies nominālā IKP pieauguma kāpuma ietekmē. Tomēr sešās valstīs neto ārējo saistību apjoms 2022. gada pēdējā ceturksnī pārsniedza MNNP noteikto robežvērtību (35% no IKP).⁹ Lai nodrošinātu ilgtspējīgu līdzsvara atjaunošanas procesu, nepieciešamas turpmākas relatīvas cenu korekcijas. Lai to panāktu, euro zonas valstīm ar lielu neto

⁷ Euro zonas dalībvalstu SKR ir konceptuāli līdzvērtīgi reālajiem efektīvajiem valūtas kursiem. Sīkāku informāciju sk. šajā [ECB tīmekļvietnes lapā](#). Šajā ielikumā izmantots uz IKP deflatoru balstītais SKR, jo tas atspoguļo visu iekšzemē ražoto preču un pakalpojumu cenu, t. sk. resursu izmaksu (papildus darbaspēka izmaksām) ietekmi.

⁸ Sīkāku informāciju par Balasas–Samuelsona efekta ietekmi uz euro zonas valstīm sk. Diaz del Hoyo, J.L., Dorrucchi, E., Ferdinand Heinz, F., Muzikarova, S. [Real convergence in the euro area: a long-term perspective](#), Occasional Paper Series, No 203, ECB, 2017.

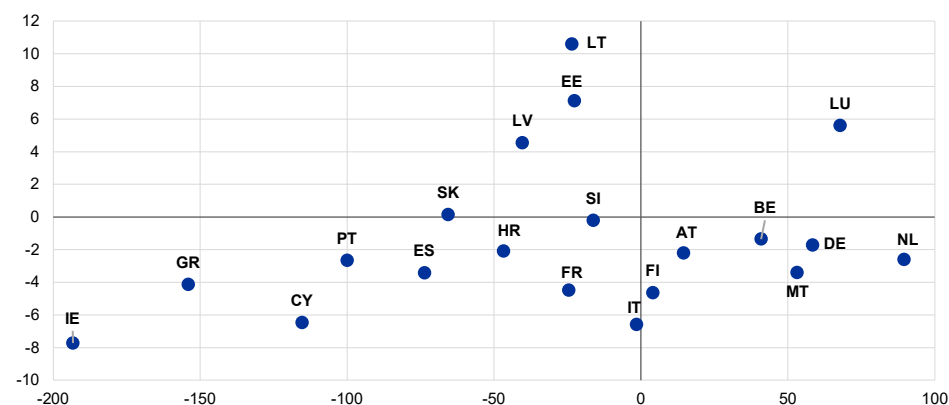
⁹ Īrijas un Kipras tīro starptautisko investīciju bilanci būtiski ietekmē daudznacionālu uzņēmumu un īpašam nolūkam dibinātu sabiedrību konkrētas darbības, kuras nav tiešā veidā saistītas ar iekšzemes tautsaimniecību. Izslēdzot šīs darbības no aprēķina, samazinātos neto ārējo saistību apjoms.

ārējo saistību apjomu jāuzlabo cenu konkurētspēja, samazinot VDI kāpumu un/vai vienības peļņas pieaugumu.

D attēls

Tirā starptautisko investīciju balance un SKR

(x ass: tirā starptautisko investīciju balance; % no IKP 2019. gada 4. ceturksnī; y ass: SKR (balstīts uz IKP deflatoriem) kumulatīvās procentuālās pārmaiņas (2019.–2022. gadā))



Avoti: Eurostat, ECB un ECB aprēķini.

Piezīmes. Uz IKP deflatoriem balstītie SKR sniedz pārskatu par katras euro zonas valsts cenu konkurētspēju salīdzinājumā ar tās galvenajiem konkurentiem starptautiskajos tirgos (20 euro zonas valstīm un efektīvo valūtas kursu attiecībā pret 41 tirdzniecības partnervalsts grupu). Tie aprēķināti, pamatojoties uz divpusējo valūtas kursu vidējiem svērtajiem rādītājiem attiecībā pret katras euro zonas valsts tirdzniecības partnervalstu valūtām, un deflēti, izmantojot IKP deflatorus, kurus atsevišķās valstīs ietekmē daudz nacionālu uzņēmumu (Īrijā) vai īpašiem mērķiem dibinātu uzņēmumu (Kiprā) darbība. Pozitīva SKR vērtība norāda uz cenu konkurētspējas mazināšanos; negatīva SKR vērtība norāda uz cenu konkurētspējas palielināšanos. Sīkāka informācija par SKR atrodama ECB tīmekļvietnē [Saskaņotie konkurētspējas rādītāji](#).

Statistika

Statistikas sadaļa
(kopš 2021. gada pieejama tikai angļu valodā)

© Eiropas Centrālā banka 2023

Pasta adrese 60640 Frankfurt am Main, Germany
Tālrunis +49 69 1344 0
Tīmekļvietne 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 2023. gada 14. jūnijā.

Konkrētu terminu skaidrojumu sk. ECB [Terminu vārdnīcā](#) (tikai angļu valodā).

ISSN 2363-3506 (PDF)

ES kataloga numurs QB-BP-23-010-LV-N (PDF)