

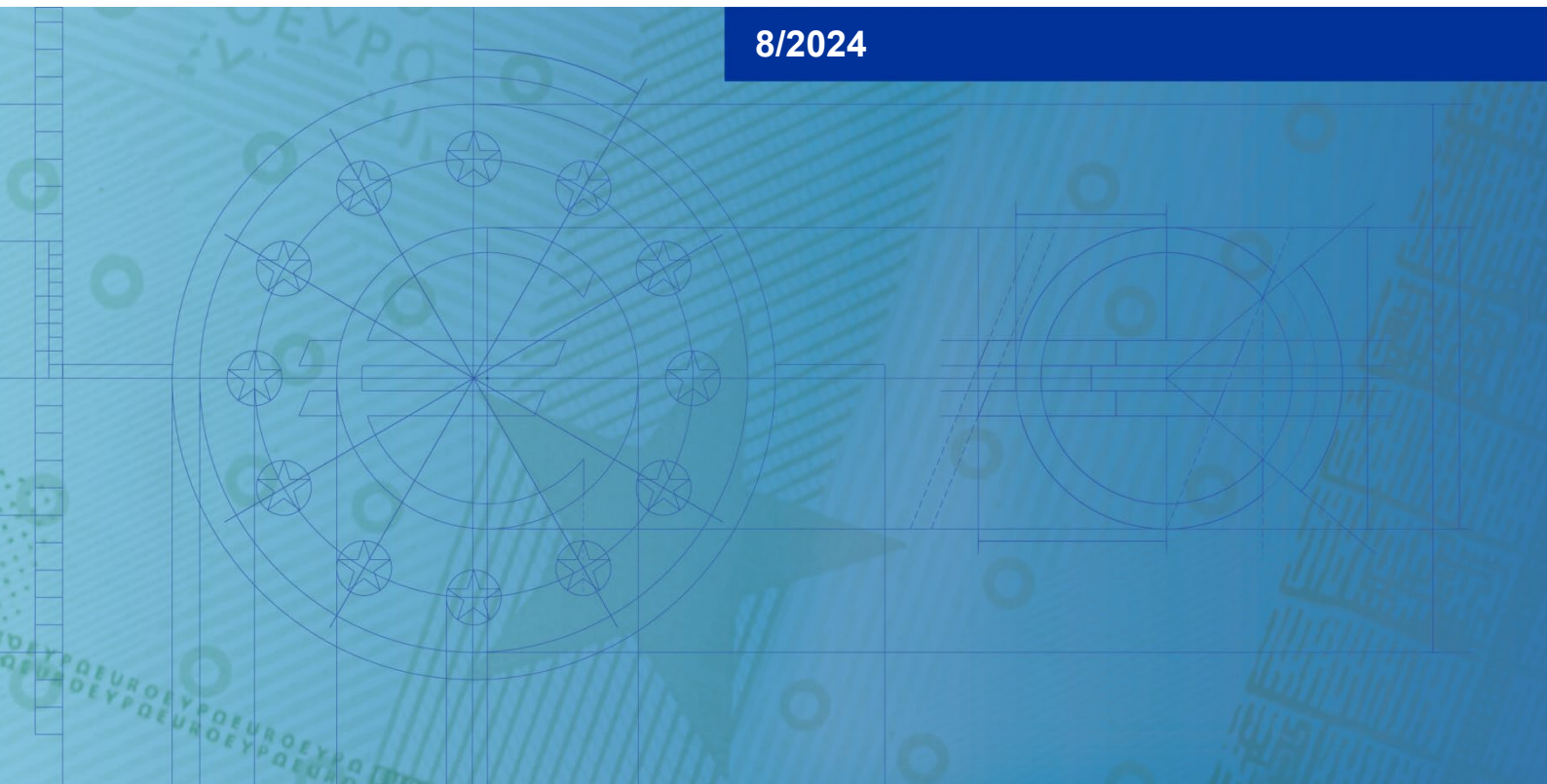


EIROPAS CENTRĀLĀ BANKA

EUROSISTĒMA

Tautsaimniecības Biļetens

8/2024



Saturs

Saturs	1
Tautsaimniecības, finansiālās un monetārās norises	2
Kopskats	2
1. Ārējā vide	8
2. Ekonomiskā aktivitāte	13
3. Cenas un izmaksas	20
4. Finanšu tirgus norises	27
5. Finansēšanas nosacījumi un kreditēšanas dinamika	33
6. Fiskālās norises	40
Ielikumi	44
1. Kas noteicis ASV kapitāla vērtspapīru cenu noturību – tirgus struktūra, peļņas gaidas vai šo vērtspapīru riska prēmijas?	44
2. Emisijas kvotu tirdzniecības sistēmas īstermiņa ietekme uz ieguldījumiem Eiropā	51
3. Kādi ir nenoteiktības rādītāju sniegtie ekonomiskie signāli?	56
4. Kā izskaidrot augsto mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas tempu eurozonā?	60
5. Monetārās politikas ietekme uz preču un pakalpojumu cenu inflāciju: detalizēts skatījums	66
6. Likviditāte un monetārās politikas operācijas (2024. gada 24. jūlijs–22. oktobris)	71
7. ITRMO III pakāpeniskā pārtraukšana un banku kreditēšanas nosacījumi	78
Statistika	84
Raksti*	
1. Enerģijas šoki, uzņēmumu ieguldījumi un potenciālā ietekme uz turpmāko ES konkurētspēju	
2. Skaidrojums par eurozonas darba tirgus noturību 2022.–2024. gadā	
1. ielikums Darba tirgus norises eurozonā salīdzinājumā ar citām attīstītajām valstīm	
3. Četri "Nākamās paaudzes ES" programmas gadi: aktualizēts sākotnējais novērtējums par tās ekonomisko ietekmi	

* Raksti pieejami šā izdevuma angļu valodas versijā ECB tīmekļvietnē.

Tautsaimniecības, finansiālās un monetārās norises

Kopskats

Padome 2024. gada 12. decembra sanāksmē nolēma pazemināt trīs galvenās ECB procentu likmes par 25 bāzes punktiem. Konkrētāk, lēmums pazemināt noguldījumu iespējas procentu likmi – likmi, ar kuras palīdzību Padome nosaka monetārās politikas nostājas virzību, – bija balstīts uz Padomes aktualizēto inflācijas perspektīvas, pamatinflācijas dinamikas un monetārās politikas transmisijas spēka novērtējumu.

Dezinflācijas process virzās atbilstoši gaidītajam. Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm eurozonai paredzams, ka kopējā inflācija 2024. gadā būs vidēji 2.4 %, 2025. gadā – 2.1 %, 2026. gadā – 1.9 % un 2027. gadā, kad darbību sāks paplašinātā ES emisijas kvotu tirdzniecības sistēma, – 2.1 %. Speciālisti prognozē, ka inflācija (neietverot enerģijas un pārtikas cenas) 2024. gadā būs vidēji 2.9 %, 2025. gadā – 2.3 % un 2026. un 2027. gadā – 1.9 %.

Vairākums pamatinflācijas rādītāju liecina, ka inflācija ilgtspējīgi stabilizēsies aptuveni Padomes noteiktā 2 % vidējā termiņa mērķrādītāja līmenī. Iekšzemes inflācijas rādītājs ir sarucis, taču joprojām ir augsts. To galvenokārt nosaka fakts, ka darba samaksa un cenas konkrētās nozarēs joprojām ar būtisku kavējumu pielāgojas agrākajam inflācijas kāpumam.

Tiek atviegloti finansēšanas nosacījumi, Padomes nesēn īstenotajai procentu likmju pazemināšanai pakāpeniski mazinot jaunu aizņēmumu dārdzību uzņēmumiem un mājsaimniecībām. Tomēr nosacījumi joprojām ir stingri, jo monetārā politika aizvien ir ierobežojoša un agrākais procentu likmju kāpums turpina ietekmēt neatmaksātos kredītus.

Speciālisti 2024. gada decembra iespēju aplēsēs uzskata, ka tautsaimniecības atveseļošanās būs lēnāka, nekā lēsts ECB speciālistu 2024. gada septembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs eurozonai. Lai gan izaugsmes temps 2024. gada 3. ceturksnī pieauga, apsekojumu rādītāji liecina, ka 4. ceturksnī tas sarucis. Speciālisti paredz, ka 2024. gadā tautsaimniecības izaugsme būs 0.7 %, 2025. gadā – 1.1 %, 2026. gadā – 1.4 % un 2027. gadā – 1.3 %. Paredzētās atveseļošanās pamatā galvenokārt ir reālo ienākumu pieaugums. Tam vajadzētu ļaut mājsaimniecībām patērēt vairāk un uzņēmumiem palielināt ieguldījumus. Laika gaitā ierobežojošās monetārās politikas ietekmes pakāpeniskai izzušanai vajadzētu veicināt iekšzemes pieprasījuma pieaugumu.

Padome ir apņēmusies nodrošināt ilgtspējīgu inflācijas stabilizēšanos tās noteiktā 2 % vidējā termiņa mērķrādītāja līmenī. Padomes pieeja, tai katrā sanāksmē nosakot atbilstošo monetārās politikas nostāju, arī turpmāk būs balstīta uz datiem.

Konkrētāk, Padomes lēmumi par procentu likmēm būs atkarīgi no inflācijas perspektīvas novērtējuma, un tajos tiks ņemti vērā saņemtie tautsaimniecības un finanšu dati, pamatinflācijas dinamika un monetārās politikas transmisijas spēks. Padome iepriekš neapņemas virzīt procentu likmes konkrētā virzienā.

Ekonomiskā aktivitāte

Tautsaimniecības izaugsme 2024. gada 3. ceturksnī palielinājusies par 0.4 %, pārsniedzot gaidīto. Izaugsmi galvenokārt noteica patēriņa pieaugums, kas daļēji atspoguļoja vienreizējos faktorus, kuri vasarā stimulēja tūrisma, kā arī uzņēmumu veiktā krājumu apjoma palielināšana. Taču jaunākā informācija liecina, ka izaugsmes temps krītas. Apsekojumi rāda, ka apstrādes rūpniecība turpina sarukt un pieaugums pakalpojumu nozarē samazinās. Uzņēmumi ierobežo ieguldījumu izdevumus, ņemot vērā vājo pieprasījumu un ļoti nenoteikto perspektīvu. Arī eksports ir vājš, jo dažām Eiropas rūpniecības nozarēm ir grūti saglabāt konkurētspēju.

Darba tirgus saglabājies noturīgs. Nodarbinātība 2024. gada 3. ceturksnī pieauga par 0.2 %, arī pārsniedzot gaidīto. Bezdarbs oktobrī joprojām bija vēsturiski zemākajā līmenī (6.3 %). Vienlaikus darbaspēka pieprasījums turpina kļūt vājāks. Brīvo darbvietu rādītājs 3. ceturksnī samazinājās līdz 2.5 % (0.8 procentpunktu zem augstākā līmeņa), un apsekojumi arī liecina, ka 4. ceturksnī tiek radīts mazāk darbvietu.

Gaidāms, ka eurozonas tautsaimniecība turpmāko gadu gaitā turpinās atveseļoties būtiskas ģeopolitiskās situācijas un politikas nenoteiktības apstākļos. Konkrētāk, paredzams, ka reālās darba samaksas un nodarbinātības pieaugums stabila darba tirgus kontekstā sekmēs atveseļošanos. Patēriņš joprojām ir viens no galvenajiem atveseļošanās noteicējfaktoriem. Finansēšanas nosacījumu atvieglošanai, kas atbilst tirgus gaidām par procentu likmju nākotnes virzību, būtu jāveicina arī iekšzemes pieprasījums. Lai gan fiskālo politiku raksturo liela nenoteiktība, tiek pieņemts, ka tā kopumā virzās uz konsolidāciju. Tomēr "Nākamās paaudzes ES" programmas naudas līdzekļiem būtu jāsekmē izaugsme līdz programmas darbības beigām 2027. gadā. Saskaņā ar bāzes scenārija pieņēmumu, ka Eiropas svarīgāko tirdzniecības partneru tirdzniecības politika saglabāsies nemainīga, paredzams, ka ārējais pieprasījums būs spēcīgāks un veicinās eurozonas eksportu. Tāpēc paredzams, ka, neraugoties uz esošajām konkurētspējas problēmām, neto tirdzniecības devums IKP pieaugumā kopumā būs neitrāls. Gaidāms, ka bezdarba līmenis turpinās samazināties, sasniedzot vēsturiski zemu līmeni. Tā kā sāk izzust daži cikliskie faktori, kuri pēdējā laikā mazinājuši darba ražīgumu, gaidāms, ka darba ražīgums aplēšu periodā pieaugs, lai gan saglabājas strukturālas problēmas. Kopumā saskaņā ar 2024. gada decembra iespēju aplēsēm tiek prognozēts, ka vidējais reālā IKP gada pieaugums 2024. gadā būs 0.7 %, 2025. gadā – 1.1 % un 2026. gadā – 1.4 %, savukārt 2027. gadā pieaugums mazināsies un sasniegs 1.3 %. Salīdzinājumā ar 2024. gada septembra iespēju aplēsēm IKP izaugsmes perspektīva ir samazināta. To galvenokārt noteica 2024. gada 1. pusgada ieguldījumu datu pārskatīšana, gaidas par vājāku eksporta pieaugumu 2025. gadā un 2026. gadā prognozētā iekšzemes pieprasījuma kāpuma neliels samazinājums.

Fiskālajai un strukturālajai politikai būtu jāvairo tautsaimniecības produktivitāte, konkurētspēja un noturība. Ir ļoti svarīgi nekavējoties veikt turpmākus pasākumus, kas ietver konkrētas un vērienīgas strukturālās politikas noteikšanu, reaģējot uz Mario Dragi (*Mario Draghi*) priekšlikumiem par Eiropas konkurētspējas uzlabošanu un Enriko Letas (*Enrico Letta*) priekšlikumiem par vienotā tirgus veicināšanu. Padome izsaka atzinību Eiropas Komisijai par ES pārskatītā ekonomiskās pārvaldības regulējuma ietvaros veikto valdību vidējā termiņa fiskālās un strukturālās politikas plānu novērtējumu. Valdībām šā regulējuma ietvaros tagad galvenā uzmanība būtu jāpievērš savu saistību izpildei pilnībā un bez kavēšanās. Tas palīdzēs valdībām ilgtspējīgi samazināt budžeta deficītu un parāda rādītājus, vienlaikus nosakot prioritātes izaugsmi veicinošām reformām un ieguldījumiem.

Inflācija

Saskaņā ar *Eurostat* ātro aplēsi gada inflācija novembrī palielinājās līdz 2.3 % (oktobrī – 2.0 %). Šāds kāpums tika gaidīts un galvenokārt atspoguļoja ar enerģijas cenām saistīto augšupvērsto bāzes efektu. Pārtikas cenu inflācija samazinājās līdz 2.8 %, savukārt pakalpojumu cenu inflācija saruka līdz 3.9 %. Preču cenu inflācija pieauga līdz 0.7 %.

Iekšzemes inflācija, kas cieši seko pakalpojumu cenu inflācijas norisēm, oktobrī atkal nedaudz saruka. Taču tā joprojām ir augsta (4.2 %). Tas atspoguļo spēcīgo algu spiedienu un faktu, ka ar aizkavēšanos joprojām notiek dažu pakalpojumu cenu korekcija atbilstoši agrākajam inflācijas kāpumam. Tomēr pamatinflācija kopumā attīstās atbilstoši virzībai uz ilgtspējīgu atgriešanos mērķrādītāja līmenī.

Lielākā daļa ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāju ir aptuveni 2 %, un uz tirgus instrumentiem balstītie vidēja līdz ilgāka termiņa inflācijas kompensācijas rādītāji kopš Padomes 2024. gada 17. oktobra sanāksmes ir būtiski sarukuši.

Viena nodarbinātā atlīdzības pieaugums 2024. gada 3. ceturksnī palēninājās līdz 4.4 % (2. ceturksnī – 4.7 %). Stabila darba ražīguma apstākļos tas veicināja lēnāku vienības darbaspēka izmaksu kāpumu.

Mazākam darbaspēka izmaksu spiedienam un Padomes agrāk īstenotās monetārās politikas stingrības palielināšanas pastāvīgajai ietekmei uz patēriņa cenām būtu jāpalīdz inflācijai ilgtspējīgi stabilizēties aptuveni 2 % vidējā termiņa mērķrādītāja līmenī, jo agrākie krasie enerģijas cenu kritumi vairs neatspoguļosies gada inflācijas līmenī.

2024. gada decembra iespēju aplēsēs paredzēts, ka kopējā SPCI inflācija 2024. gada beigās pieaugs, bet pēc tam samazināsies un ar 2025. gada 2. ceturksni svārstīsies ECB 2 % inflācijas mērķrādītāja līmenī. Gaidāms, ka enerģijas komponenta bāzes efekti būs galvenais īslaicīgā inflācijas pieauguma noteicējfaktors aplēšu perioda sākumā. Balstoties uz pieņēmumiem par mazākām naftas un gāzes cenām, enerģijas cenu inflācija, visticamāk, būs negatīva līdz 2025. gada 2. pusgamam un pēc tam saglabāsies mērena, izņemot kāpumu 2027. gadā jaunu klimata pārmaiņu mazināšanas pasākumu ieviešanas dēļ. Paredzams, ka pārtikas

cenu inflācija pieaugs līdz 2025. gada vidum. To lielākoties noteiks neapstrādātās pārtikas cenu dinamikas atkārtotā palielināšanās. 2027. gadā pārtikas cenu inflācija saruks, vidēji sasniedzot 2.2 %. Gaidāms, ka SPCI inflācija (neietverot enerģijas un pārtikas cenas; SPCIX) samazināsies 2025. gada sākumā, jo agrāko enerģijas cenu šoku netiešā ietekme izzudīs, darbaspēka izmaksu spiediens mazināsies un agrāk īstenotā monetārās politikas stingrības palielināšana turpinās novēloti ietekmēt patēriņa cenas. Paredzams, ka šo sarukumu noteiks līdz šim samērā noturīgās pakalpojumu cenu inflācijas samazinājums. Kopumā gaidāms, ka SPCIX inflācija saruks no 2.9 % 2024. gadā līdz 1.9 % 2027. gadā. Darba samaksas pieaugums sākotnēji saglabāsies paaugstināts, taču pakāpeniski samazināsies, jo inflācijas kompensācijas spiediens izzudīs. Paredzams, ka viena nodarbinātā atlīdzības mērenais pieaugums kopā ar darba ražīguma kāpuma atjaunošanos veicinās būtiski lēnāku vienības darbaspēka izmaksu palielināšanos. Tādējādi tiek prognozēts, ka iekšzemes cenu spiediens mazināsies, peļņas maržām sākotnēji amortizējot joprojām augsto darbaspēka izmaksu spiedienu, taču atjaunojoties aplēšu perioda laikā. Ārējam cenu spiedienam kopumā vajadzētu saglabāties mērenam. Salīdzinājumā ar 2024. gada septembra iespēju aplēsēm kopējās SPCI inflācijas perspektīva 2024. un 2025. gadam ir nedaudz samazināta. To galvenokārt noteikuši pārsteidzošie lejupvērstie dati un mazāki naftas un elektroenerģijas cenu pieņēmumi.

Risku novērtējums

Tautsaimniecības izaugsmes riski vēl arvien ir vairāk lejupvērsti. Lielāka saspīlējuma risks globālajā tirdzniecībā varētu negatīvi ietekmēt eurozonas izaugsmi, slāpējot eksportu un vājinot pasaules tautsaimniecību. Konfidences pazemināšanās varētu neļaut patēriņam un ieguldījumiem atveseļoties tik strauji, kā gaidīts. To varētu pastiprināt ģeopolitiskie riski, piemēram, Krievijas neattaisnojams karš pret Ukrainu un traģiskais konflikts Tuvajos Austrumos, kas varētu izraisīt enerģijas piegāžu un globālās tirdzniecības traucējumus. Arī izaugsmes temps varētu būt lēnāks, ja monetārās politikas stingrības palielināšanas novēlotā ietekme būtu ilgāka, nekā gaidīts. Tas varētu būt spēcīgāks, ja finansēšanas nosacījumu atvieglošanas un zemākas inflācijas dēļ iekšzemes patēriņš un ieguldījumi pieaugtu straujāk.

Inflācija varētu būt augstāka, ja darba samaksas vai peļņas kāpums būs lielāks par gaidīto. Augšupvērstos riskus, kas apdraud inflāciju, nosaka arī paaugstināta ģeopolitiskā spriedze, kas varētu īstermiņā palielināt enerģijas cenas un kravu pārvadāšanas izmaksas, kā arī palēnināt pasaules tirdzniecības izaugsmi. Turklāt ekstremāli laikapstākļi, kā arī klimata krīzes attīstība kopumā varētu paaugstināt pārtikas cenas vairāk, nekā gaidīts. Turpretī inflācija var pārsteigt ar spēcīgāku kritumu, ja zema konfidence un bažas par ģeopolitiskajiem notikumiem neļautu patēriņam un ieguldījumiem atveseļoties tik strauji, kā gaidīts, monetārā politika mazinātu pieprasījumu vairāk, nekā paredzēts, vai ekonomiskā vide pārējā pasaulē negaidīti pasliktinātos. Lielāks saspīlējums globālajā tirdzniecībā palielinātu eurozonas inflācijas perspektīvas nenoteiktību.

Finansēšanas un monetārie nosacījumi

Eurozonas tirgus procentu likmes kopš Padomes oktobra sanāksmes turpinājušas samazināties, atspoguļojot tautsaimniecības perspektīvas šķietamo pasliktināšanos. Lai gan finansēšanas nosacījumi joprojām ir ierobežojoši, Padomes nesēn īstenotā procentu likmju pazemināšana pakāpeniski mazina aizņemšanās dārdzību uzņēmumiem un mājsaimniecībām.

Jauno uzņēmumiem izsniegto aizdevumu vidējā procentu likme oktobrī bija 4.7 % – vairāk nekā pusi procentpunkta zemāka par augstāko līmeni pirms gada. Uz tirgus instrumentiem balstītā parāda emisijas izmaksas sarukušas vairāk nekā par procentpunktu salīdzinājumā ar augstāko rādītāju. Jauno hipotekāro kredītu vidējā procentu likme oktobrī bija 3.6 % – aptuveni par pusi procentpunkta zemāka nekā 2023. gadā, kad tā sasniedza augstāko līmeni, lai gan joprojām paredzams, ka vidējā hipotekāro kredītu atlikuma likme pieaugs.

Uzņēmumiem izsniegto banku aizdevumu apjoms pakāpeniski pieauga no zema līmeņa, oktobrī palielinoties par 1.2 % salīdzinājumā ar rādītāju pirms gada. Uzņēmumu parāda vērtspapīru emisijas gada izteiksmē palielinājās par 3.1 % – līdzīgi kāpumam dažos iepriekšējos mēnešos. Hipotekārā kredītēšana oktobrī turpināja pakāpeniski pieaugt (gada kāpuma temps – 0.8 %).

Atbilstoši savai monetārās politikas stratēģijai Padome padziļināti novērtēja saikni starp monetāro politiku un finanšu stabilitāti. Eurozonas bankas saglabā noturību, un ir maz pazīmju, kas liecinātu par finanšu tirgus spriedzi. Tomēr joprojām vērojami paaugstināti finanšu stabilitātes riski. Makrouzraudzības politika joprojām ir pirmā aizsardzības līnija pret finansiālās ievainojamības pastiprināšanos – tā uzlabo noturību un saglabā makrouzraudzības telpu.

Monetārās politikas lēmumi

Noguldījumu iespējas procentu likme, galveno refinansēšanas operāciju procentu likme un aizdevumu iespējas uz nakti procentu likme ar 2024. gada 18. decembri tika pazeminātas attiecīgi līdz 3.00 %, 3.15 % un 3.40 %.

Aktīvu iegādes programmas portfelis tiek samazināts mērenā un prognozējamā tempā, jo Eurosistēma vairs atkārtoti neiegulda dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumus.

2024. gada 2. pusgadā Eurosistēma vairs pilnībā atkārtoti neieguldīja pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) ietvaros iegādāto dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumus, lai samazinātu PĀAIP portfeli vidēji par 7.5 mljrd. euro mēnesī. Padome pārtrauca atkārtoto ieguldīšanu PĀAIP ietvaros 2024. gada beigās.

Bankas 2024. gada decembrī atmaksāja atlikušās summas, kuras tās bija aizņēmušās ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperācijās, tādējādi noslēdzot šo bilances normalizēšanas procesa daļu.

Secinājums

Padome 2024. gada 12. decembra sanāksmē nolēma pazemināt trīs galvenās ECB procentu likmes par 25 bāzes punktiem. Konkrētāk, lēmums pazemināt noguldījumu iespējas procentu likmi – likmi, ar kuras palīdzību Padome nosaka monetārās politikas nostājas virzību, – bija balstīts uz Padomes aktualizēto inflācijas perspektīvas novērtējumu, pamatinflācijas dinamikas un monetārās politikas transmisijas spēka novērtējumu. Padome ir apņēmusies nodrošināt ilgtspējīgu inflācijas stabilizēšanos tās noteiktā 2 % vidējā termiņa mērķrādītāja līmenī. Padomes pieeja, tai katrā sanāksmē nosakot atbilstošo monetārās politikas nostāju, arī turpmāk būs balstīta uz datiem. Konkrētāk, Padomes lēmumi par procentu likmēm būs atkarīgi no inflācijas perspektīvas novērtējuma, un tajos tiks ņemti vērā saņemtie tautsaimniecības un finanšu dati, pamatinflācijas dinamika un monetārās politikas transmisijas spēks. Padome iepriekš neapņemas virzīt procentu likmes konkrētā virzienā.

Jebkurā gadījumā Padome ir gatava atbilstoši savām pilnvarām koriģēt visus instrumentus, lai nodrošinātu, ka inflācija vidējā termiņā ilgtspējīgi stabilizējas 2 % mērķrādītāja līmenī, un saglabāt raitu monetārās politikas transmisijas darbību.

1. Ārējā vide

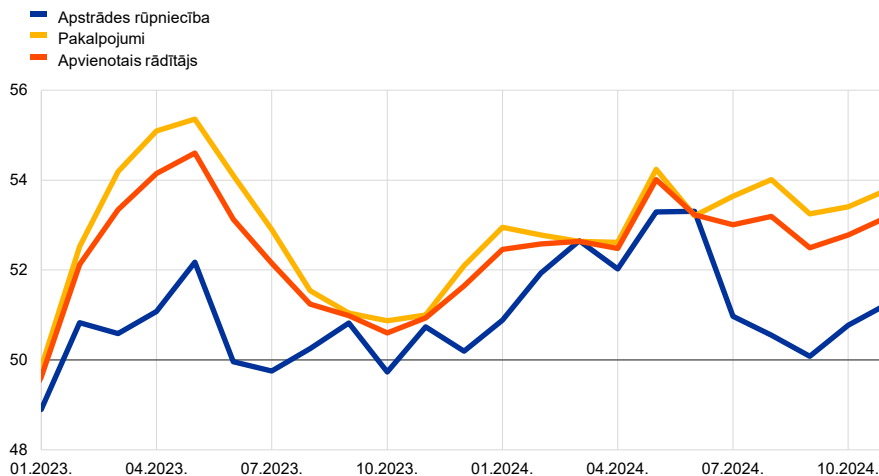
Pasaules ekonomiskā izaugsme aplūkojamajā periodā (2024. gada 17. oktobris–11. decembris) saglabājās spēcīga, neraugoties uz kavējošās ietekmes pastiprināšanos. Apsekojuma dati liecina, ka situācija kopumā uzlabojās visās nozarēs, un pakalpojumu nozares rādītāji joprojām bija augsti. Pasaules tirdzniecības izaugsme saglabājās stabila. Tas daļēji atspoguļoja importa preču priekšpiegādi ar turpmāko ASV tirdzniecības politiku saistītās nenoteiktības apstākļos. Lai gan inflācija turpināja samazināties, augšupvērstais spiediens uz pakalpojumu cenām saglabājās. Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm eurozonai pasaules ekonomiskās izaugsmes un inflācijas perspektīva kopš ECB speciālistu 2024. gada septembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm kopumā nav mainījies. Tomēr ASV prezidenta vēlēšanu rezultāti būtiski palielinājuši nenoteiktību par starptautisko tirdzniecības politiku. Pasaules tirdzniecības rādītāju prognoze tika būtiski paaugstināta, atspoguļojot labākus 2. un 3. ceturkšņa rādītājus. Paredzams, ka pēc pasaules tirdzniecības izaugsmes atjaunošanās 2024. gadā tā tuvāk atbildīs ekonomiskās attīstības kāpumam. Tomēr joprojām pastāv pastiprināti lejupvērsti riski saistībā ar lielāku tirdzniecības protekcionismu un fragmentāciju. Gaidāms, ka lielākajās attīstītajās un jaunietekmes tirgus valstīs inflācija iespēju aplēšu periodā pakāpeniski samazināsies.

Pasaules ekonomiskā aktivitāte saglabājusies spēcīga, lai gan kavējošās ietekmes pastiprināšanās liecina, ka perspektīva ir saistīta ar lielu nenoteiktību. Globālais apvienotais produkcijas izlaides iepirkumu vadītāju indekss (IVI; neietverot eurozonu) saglabājās stabili ekspansīvs, 2024. gada novembrī sasniedzot 53.2 (oktobrī – 52.8; 1. att.). Pakalpojumu nozares aktivitāte turpināja nostiprināties, un uzlabojās arī apstrādes rūpniecības aktivitāte, novembrī turpinot palielināties virs izaugsmes apstāšanās robežvērtības (līdz 51.2). Apvienotā produkcijas izlaides IVI rādītāja pieaugumu lielākoties noteica ASV un Ķīna. Ķīnas tautsaimniecībā tas atspoguļoja strauju apstrādes rūpniecības nozares ekspansiju, bet ASV tautsaimniecībā – būtisku pakalpojumu nozares aktivitātes uzlabošanu. Jaunākie dati liecina, ka pasaules ekonomiskā izaugsme 2024. gada 4. ceturksnī saglabājās stabila. Par to liecina labāki ASV un Ķīnas ekonomiskie rādītāji, kā arī nesen izziņotais valdības fiskālais atbalsts Ķīnā un – mazākā mērā – Apvienotajā Karalistē. Ģeopolitiskā spriedze, joprojām vāji Ķīnas nekustamā īpašuma nozares rādītāji un nenoteiktība attiecībā uz nākamās ASV administrācijas politiku arī liecina, ka pasaules ekonomiskās izaugsmes perspektīva joprojām ir saistīta ar lielu nenoteiktību.

1. attēls

Globālais apstrādes rūpniecības IVI

(difūzijas indeksi)



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

Piezīmes: "IVI" apzīmē iepirkumu vadītāju indeksu. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada novembrī.

Paredzams, ka pasaules ekonomiskās aktivitātes perspektīva saglabāsies spēcīga, bet iespēju aplēšu periodā tā nedaudz vājināsies.

Paredzams, ka pasaules reālais IKP 2024. un 2025. gadā palielināsies attiecīgi par 3.4 % un 3.5 %, bet 2026. un 2027. gadā samazināsies attiecīgi par 3.3 % un 3.2 %. Nelielais pasaules ekonomiskās izaugsmes sarukums vēlāk iespēju aplēšu periodā lielākoties ir saistīts ar gaidām par lēnāku izaugsmi Ķīnā, atspoguļojot nelabvēlīgas demogrāfiskās tendences, un izaugsmes palēnināšanos ASV. Tiek pieņemts, ka Apvienotajā Karalistē fiskālās nostājas stingrības mazināšanās tikai īslaicīgi veicinās reālā IKP kāpumu, jo plānotā uzņēmumu ienākuma nodokļa palielināšana, visticamāk, negatīvi ietekmēs privātā sektora aktivitāti. ASV vēlēšanu rezultāti ir radījuši lielu nenoteiktību, jo pašlaik ir grūti paredzēt jaunās ASV administrācijas politikas pasākumus. Eurosistēmas speciālistu decembra iespēju aplēsēs ietverts stingrāks tiesiskais regulējums attiecībā uz imigrāciju un atbalstošā fiskālā politika (īpaši iedzīvotāju un uzņēmumu ienākuma nodokļa likmju samazinājuma perioda, kas ir uzsākts 2017. gadā un bija plānots līdz 2025. gadam, pagarinājums).

Pasaules ekonomiskā izaugsme 3. ceturksnī bija spēcīgāka, nekā gaidīts, un tuvākajā laikā tā, visticamāk, palēnināsies.

Pasaules importa rādītāji 3. ceturksnī bija pārsteidzoši pozitīvi, un to noteica straujš ASV tirdzniecības apjoma kāpums. Neoficiāla informācija liecina, ka ASV uzņēmumi veica importa preču priekšpiegādi, ņemot vērā nenoteiktību par turpmāko tirdzniecības politiku un paredzot, ka ASV austrumu krasta ostās oktobrī notiks streiki. Lai gan pasaules tirdzniecības apjoms pēc būtības ir grūti paredzams, saņemtie dati liecina, ka globālais importa apjoms 4. ceturksnī palēnināsies. Šī tendence atspoguļo joprojām vājo apstrādes rūpniecības ciklu un preču importa apjoma normalizēšanos pēc straujas izaugsmes iepriekšējos ceturkšņos. To pastiprina mazāk labvēlīga globālā pieprasījuma struktūra, kuru pašlaik ietekmē pakalpojumu nozare ar mazāku tirdzniecības īpatsvaru un valsts sektora patēriņš. Atbilstoši sarūkošajam tirdzniecības apjoma

kāpuma tempam globālais apstrādes rūpniecības jauno eksporta pasūtījumu IVI (neietverot euro-zonu) rādītājs turpināja samazināties (līdz 49.4 novembrī). Ņemot to vērā, pēc 2024. gada 2. ceturksnī pieredzētā straujā pārvadāšanas pakalpojumu izmaksu kāpuma, ko noteica lielāks pieprasījums pēc pārvadāšanas pakalpojumiem importa preču priekšpiegādes dēļ, sākusies šo izmaksu normalizēšanās.

Neraugoties uz būtiskiem lejupvērstiem riskiem, kas saistīti ar pieaugošu tirdzniecības protekcionismu un fragmentāciju, prognozēts, ka pasaules tirdzniecības apjoms šogad atjaunosies, un atlikušajā iespēju aplēšu periodā tā pieaugums tuvāk atbildīs pasaules ekonomiskās attīstības kāpumam.

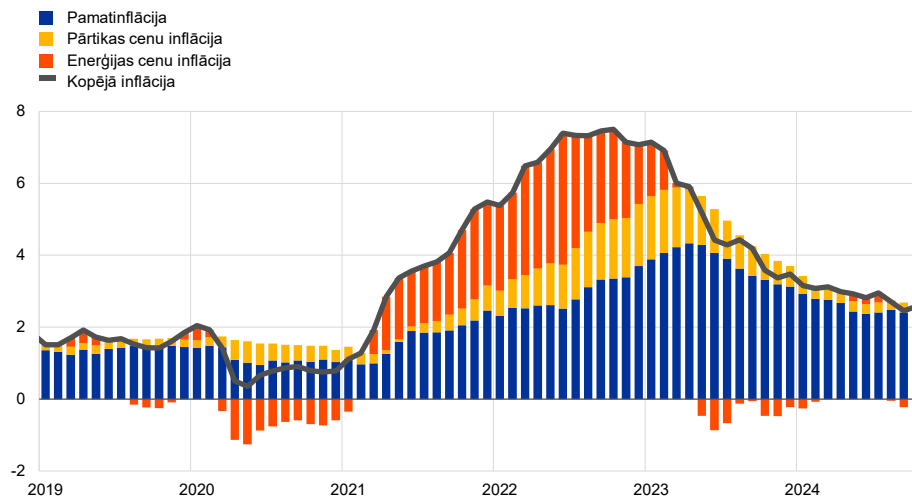
Salīdzinājumā ar 2024. gada septembra iespēju aplēsēm pasaules tirdzniecības apjoma kāpuma prognoze 2024. gadam tika paaugstināta par 0.9 procentpunktiem, galvenokārt atspoguļojot labākus 2. un 3. ceturkšņa rādītājus. Prognozēts, ka pasaules tirdzniecības apjoms 2025. gadā palielināsies par 3.6 %, bet pēc tam kāpuma temps samazināsies līdz 3.3 % 2026. gadā un 3.2 % 2027. gadā. Tomēr šī perspektīva saistīta ar lielu nenoteiktību. Īstermiņā tirdzniecību, iespējams, stiprinās turpmāka priekšpiegāde, ko noteiks gaidas par tirdzniecības ierobežojumiem. Savukārt vidējā termiņā tirdzniecības rādītāji, iespējams, turpinās pavājināties, ņemot vērā pašreizējo ģeopolitisko spiedienu, būtisku tirdzniecības protekcionisma un fragmentācijas palielināšanos.

Ekonomiskās sadarbības un attīstības organizācijas (*Organisation for Economic Co-operation and Development; OECD*) dalībvalstu inflācija turpina samazināties, tomēr pamatā esošais cenu spiediens saglabājas. Gada patēriņa cenu indeksa (PCI) kopējā inflācija OECD dalībvalstīs, izņemot Turciju, oktobrī nedaudz palielinājās (līdz 2.6 %; iepriekšējā mēnesī – 2.5 %; 2. att.). Nelielais kopējās inflācijas kāpums skaidrojams ar to, ka enerģijas cenu inflācijas rādītājs bija mazāk negatīvs (oktobrī – –0.8 %; septembrī – –2.5 %), savukārt pārtikas cenu inflācijas un pamatinflācijas rādītājs saglabājās stabils. Paminflāciju, kas oktobrī veidoja 90 % no kopējās inflācijas (mediānas devums pirms Covid-19 pandēmijas – 64 %), lielākoties noteica pakalpojumu cenu inflācijas kāpums visās attīstītajās valstīs. Pakalpojumu cenu inflācija ir cieši saistīta ar darba samaksas pieaugumu, kas saskaņā ar prognozēm 2025. gadā palēnināsies mazākas darba tirgus aktivitātes apstākļos. Ņemot to vērā, gaidāms, ka kopējā inflācija visās OECD dalībvalstīs turpinās normalizēties.

2. attēls

OECD PCI inflācija

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: OECD un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. OECD kopējā rādītājā nav ietverta Turcija, un tas aprēķināts, izmantojot OECD patēriņa cenu indeksa (PCI) gada svarus. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada oktobrī.

Kopš ECB Padomes oktobra sanāksmes *Brent* jēlnaftas cenas samazinājušās par 2.9 %, savukārt Eiropas gāzes cenas strauji paaugstinājušās par 17.7 %.¹

Aplūkojamajā periodā naftas cenas būtiski svārstījās galvenokārt saistībā ar ģeopolitisko spriedzi Tuvajos Austrumos. Pieprasījuma pusē straujš degvielas patēriņa kāpums ASV pastiprināja augšupvērsto spiedienu uz cenām, un ASV benzīna krājumi saruka līdz zemākajam līmenim kopš 2022. gada novembra. Tomēr šo dinamiku kompensēja negatīvā ietekme, ko radīja vājāks pieprasījums pēc naftas Ķīnā – septembrī tas samazinājās sesto mēnesi pēc kārtas. Kopš Padomes oktobra sanāksmes Eiropas gāzes cenas palielinājušās par 17.7 % gan piedāvājuma, gan pieprasījuma faktoru ietekmē. Piedāvājuma pusē šis cenu kāpums pamatā skaidrojams ar to, ka Ukrainas un Krievijas gāzes tranzīta līgums noslēgsies 2024. gada beigās. Turklāt pēc šķīrējtiesas pret *Gazprom* pieņemtā nolēmuma par labu Austrijas uzņēmumam OMV *Gazprom* draudēja apturēt gāzes padevi. Pieprasījuma pusē Eiropas vēja enerģijas parku ražības kritums novembrī noteicis lielāku atkarību no elektroenerģijas ražošanas, kurā par kurināmo izmanto gāzi. Tas, kā arī auksts laiks būtiski samazināja gāzes krājumus visā Eiropā, vēl vairāk pastiprinot gāzes cenu kāpumu. Vienlaikus metāla cenas samazinājušās par 4.5 %, jo Ķīnas valdības stimulu pakotne neatbilda gaidām. Ar piedāvājumu saistītu faktoru ietekmē pārtikas cenas ir palielinājušās par 15.9 %.

ASV ekonomiskā aktivitāte joprojām ir stabila. Reālais IKP 2024. gada

3. ceturksnī turpināja palielināties stabilā tempā (0.7 % kāpums salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni), un to veicināja spēcīgs privātais iekšzemes pieprasījums un valdības patēriņš. Savukārt privāto ieguldījumu devums samazinājās un privātie krājumi un neto tirdzniecība izaugsmi ietekmēja negatīvi. ASV darba tirgus aktivitāte turpināja mazināties, un bezdarba līmenis novembrī palielinājās par

¹ Šajā "Tautsaimniecības Biļetena" numurā iekļautie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 11. decembrī.

0.1 procentpunktu līdz 4.2 % (2024. gada sākumā – 3.7 %). Darba samaksas gada pieauguma temps gada laikā samazinājās, bet oktobrī atkal palielinājās līdz 4.0 % un saglabājās virs 3–3.5 % diapazona, ko Federālo rezervju sistēma uzskata par atbilstošu tās noteiktajam inflācijas mērķim. Arī kopējā PCI inflācija oktobrī nedaudz palielinājās līdz 2.6 % (septembrī – 2.4 %), bet pamatinflācija saglabājās 3.3 % līmenī. Atbilstoši iepriekš gaidītajam Federālā atklātā tirgus komisija (FOMC) novembra sanāksmē nolēma samazināt federālo fondu likmi par 25 bāzes punktiem.²

Ķīnas ekonomiskās izaugsmes temps ir pieaudzis, tomēr nav gaidāms, ka jaunā fiskālo pasākumu pakotne būtiski stimulēs tautsaimniecību.

Mazumtirdzniecības un eksporta apjomam būtiski palielinoties, mēneša rādītāji par oktobri izrādījās spēcīgāki, nekā gaidīts. Mazumtirdzniecības dinamikas atjaunošanos, kas turpinājās līdz novembra sākumam, lielākoties noteica pašreizējās subsīdijas preču iegādei apmaiņā pret lietotu preci ar piemaksu, un Ķīnas valdības subsidētās kategorijas piedzīvoja īpaši strauju izaugsmi. Lai gan 8. novembrī paziņotā jaunā fiskālo pasākumu pakotne ir apjomīga, nav gaidāms, ka tā būtiski stimulēs ekonomisko izaugsmi. Pakotnes mērķis ir novērst ar pašvaldību parādu saistīto finanšu stabilitātes risku, un tā galvenokārt ietver parāda novirzīšanu uz obligācijām ar zemākām parāda apkalpošanas izmaksām. Tā kā kopējais parāda līmenis saglabājas nemainīgs, šī pakotne nerada tiešu fiskālo impulsu. Iespējamie papildu tēriņi saistībā ar zemākām finansēšanas izmaksām, visticamāk, būs nelieli, un tikai nedaudz balstīs izaugsmi. Ķīnas patēriņa cenu inflācija novembrī turpināja palēnināties (līdz 0.2 % salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; septembrī – 0.3 %). Ražotāju cenu inflācija novembrī joprojām bija negatīva (–2.5 %), pastiprinot bažas par deflāciju.

Ekonomiskā aktivitāte Apvienotajā Karalistē turpinājusi palēnināties, savukārt kopējā inflācija pieaugusi augstāku enerģijas cenu dēļ.

Apvienotās Karalistes IKP 2024. gada 3. ceturksnī palielinājās vien par 0.1 % salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni. Valdības pieņemtais jaunais rudens budžets paredz valsts tēriņus 2 % apjomā no IKP. Gaidāms, ka tas kopā ar monetārās politikas stingrības samazināšanu 2025. gadā ļaus izaugsmes dinamikai pakāpeniski nostiprināties. Kopējā inflācija oktobrī būtiski palielinājās līdz 2.3 % (septembrī – 1.7 %). Anglijas Banka novembra sanāksmē samazināja bāzes likmi par 25 bāzes punktiem līdz 4.75 %.³

² FOMC 18. decembra sanāksmē, kas notika pēc aplūkojamā perioda (17. oktobris–11. decembris), pazemināja federālo fondu mērķa likmi vēl par 25 bāzes punktiem.

³ Anglijas Banka 18. decembra sanāksmē, kas notika pēc aplūkojamā perioda (17. oktobris–11. decembris), nolēma nemainīt bāzes likmi.

2. Ekonomiskā aktivitāte

Patēriņa atjaunošanās un krājumu veidošanas apstākļos tautsaimniecības izaugsme 2024. gada 3. ceturksnī palielinājās par 0.4 % (2. ceturksnī – 0.2 %), savukārt neto tirdzniecība saruka. Nodarbinātība 3. ceturksnī pieauga par 0.2 %. Tas norāda uz zināmu darba ražīguma atjaunošanos. Tautsaimniecības nozaru rūpniecības aktivitāte, neietverot Īrijas intelektuālā tīpašuma produktus, 3. ceturksnī turpināja sarukt. Tas atspoguļoja vāju pieprasījumu, konkurētspējas zudumu un augošu nenoteiktību. Turpretī pakalpojumu nozare turpināja paplašināties. To galvenokārt veicināja ārpustirgus un ar uzņēmējdarbību saistītie pakalpojumi. Apsekojumu rādītāji liecina par ekonomiskās aktivitātes samazināšanos gadu mijā. Apstrādes rūpniecības un pakalpojumu iepirkumu vadītāju indeksi (IVI) 4. ceturksnī bijuši zemāki par attiecīgo 3. ceturksņa līmeni, savukārt pasūtījumi un uzņēmumu gaidas ir sarukušas. Tas liecina par turpmāku vājumu 2025. gada sākumā. Attiecībā uz iekšzemes pieprasījumu gaidāms, ka privātais patēriņš pēc spēcīga kāpuma 3. ceturksnī, visticamāk, 4. ceturksnī samazināsies, jo konfidence joprojām ir zema. Arī rādītāji, kas atspoguļo ieguldījumus mājokļos un uzņēmumos, kā arī eksporta rādītāji liecina par pastāvīgu vājumu īstermiņā. Nākotnē prognozētajam reālo ienākumu pieaugumam, kuru veicinās lielāka darba samaksa un stabils darba tirgus, vajadzētu ļaut mājsaimniecībām patērēt vairāk. Turklāt ārējam pieprasījumam vajadzētu stiprināt un veicināt eurozonas eksportu.

Šī perspektīva pamatā atspoguļota Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs eurozonai, kas paredz, ka reālā IKP gada kāpums 2024. gadā būs 0.7 %, 2025. gadā – 1.1 % un 2026. gadā – 1.4 %, bet 2027. gadā samazināsies līdz 1.3 %.⁴

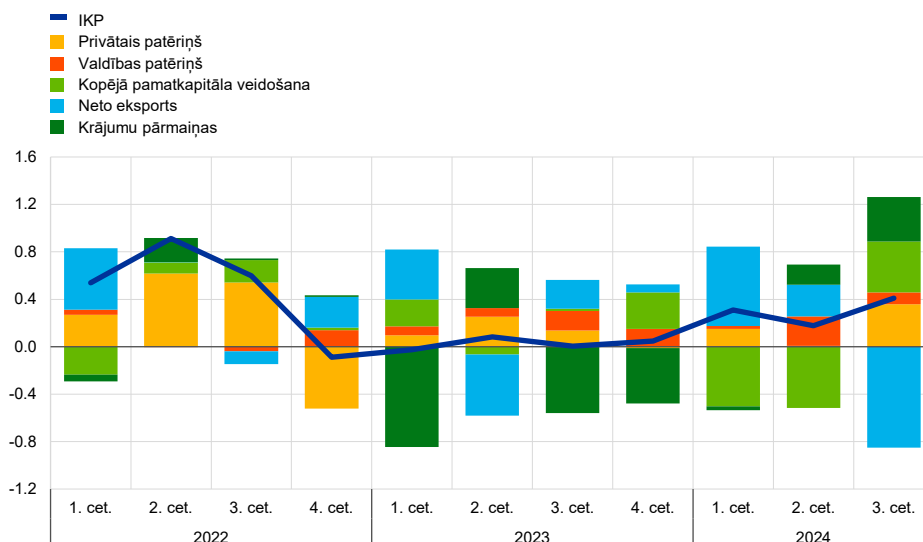
Saskaņā ar jaunāko Eurostat aplēsi reālais IKP 2024. gada 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni pieauga par 0.4 % (2. ceturksnī – par 0.2 %; 3. att.). Iekšzemes pieprasījums un krājumu pārmaiņas 3. ceturksnī labvēlīgi ietekmēja izaugsmi, savukārt neto tirdzniecība samazinājās. Lai gan kopējo ieguldījumu pieaugums 3. ceturksnī bija pozitīvs, tiek lēsts, ka tas bijis negatīvs, ja neietver nepieredzēti lielu ar būvniecību nesaistīto ieguldījumu pieaugumu Īrijā.

⁴ Sk. ECB tīmekļvietnē 2024. gada 12. decembrī publicētās "Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai".

3. attēls

Eurozonas reālais IKP un tā sastāvdaļas

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni; %, devums; procentpunktos)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 3. ceturksnī.

Apsekojumu dati norāda uz vājāku 2024. gada 4. ceturksni. Izlaides IVI oktobrī un novembrī vidēji samazinājās līdz 49.2 (3. ceturksnī – 50.3). To noteica pakalpojumu un apstrādes rūpniecības sarukums. Apstrādes rūpniecības nozarē IVI 4. ceturksnī turpināja samazināties. Indekss bija turpinājis sarukt jau 20 mēnešus pēc kārtas (4. att.). Arī jauno pasūtījumu IVI joprojām ir zemāks par 50. Tas liecina par vāju īstermiņa perspektīvu rūpniecībai. Pakalpojumu nozarē – pirmo reizi kopš 2024. gada janvāra – IVI novembrī bija zemāks par 50, lai gan oktobra un novembra vidējais rādītājs joprojām nedaudz pieauga (50.5). Eiropas Komisijas uzņēmumu konfidences rādītāji iezīmē līdzīgu ainu. Ekonomiskā noskaņojuma rādītājs oktobrī samazinājās, bet novembrī tā dinamika kopumā bija horizontāla. Tas liecina, ka pastāvīgi ierobežojošie faktori kavē atjaunošanos. Komisijas 4. ceturksņa apsekojuma par ražošanu ierobežojošiem faktoriem rezultāti rāda, ka apstrādes rūpniecību salīdzinājumā ar vēsturisko vidējo līmeni joprojām ietekmē nepietiekams pieprasījums un darbaspēka trūkums, savukārt pieprasījums pakalpojumu nozarē nav uzskatāms par ierobežojošu faktoru.

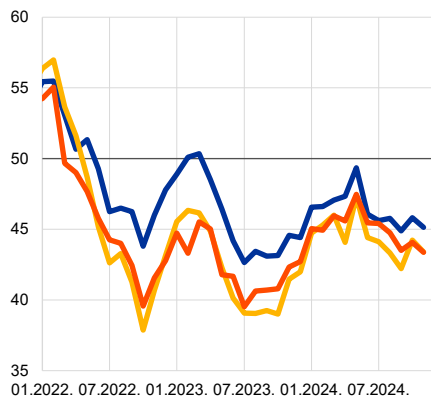
4. attēls

Dažādu tautsaimniecības nozaru IVI rādītāji

a) Apstrādes rūpniecība

(difūzijas indeksi)

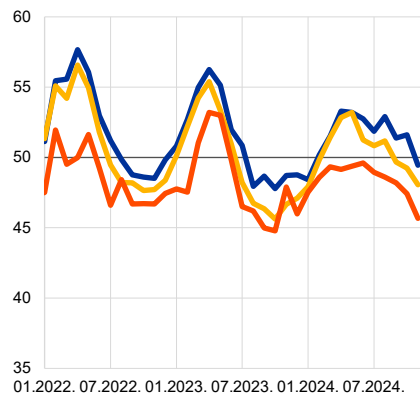
— Izlaide
— Jaunie pasūtījumi
— Jauni eksporta pasūtījumi



b) Pakalpojumi

(difūzijas indeksi)

— Darījumu aktivitāte
— Jaunie darījumi
— Jauni eksporta pasūtījumi



Avots: S&P Global Market Intelligence.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada novembrī.

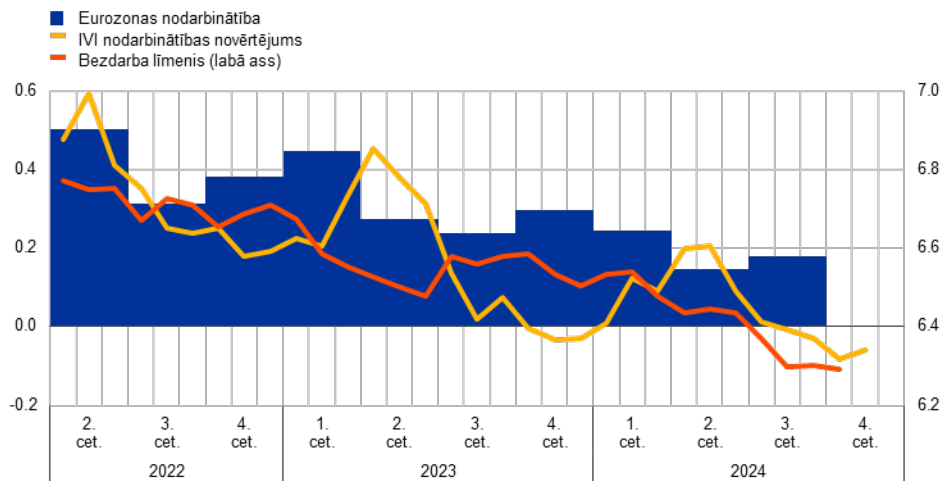
Nodarbinātība 2024. gada 3. ceturksnī palielinājās par 0.2 %. Šis kopumā bija tāds pats pieauguma temps kā 2024. gada 1. pusgadā (5. att.). Nodarbinātības kāpums bija atbilstošāks IKP pieaugumam 3. ceturksnī, ļaujot nedaudz atjaunoties darba ražīgumam, kurš palielinājās par 0.2 %.⁵ Kopējais nostrādāto stundu skaits 3. ceturksnī nemainījās, tādējādi vidējais nostrādāto stundu skaits samazinājās par 0.1 %. Bezdarba līmenis oktobrī bija 6.3 % – tāds pats kā septembrī –, un tas turējās zemākajā līmenī, kāds reģistrēts kopš euro ieviešanas. Darbaspēka pieprasījums nedaudz samazinājies salīdzinājumā ar augsto līmeni, kas bija vērojams pēc pandēmijas, un brīvo darbvietu rādītājs 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni saruka par 0.1 procentpunktu līdz 2.5 %, tuvinoties tā augstākajam līmenim pirms pandēmijas.

⁵ Pārskatu par eurozonas darba tirgu pēdējos divos gados sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" rakstā "Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024" ("Skaidrojums par eurozonas darba tirgus noturību 2022.–2024. gadā").

5. attēls

Eurozonas nodarbinātība, IVI nodarbinātības un bezdarba līmeņa novērtējums

(kreisā ass: pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni; %, difūzijas indekss; labā ass: darbaspēks; %)



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

Piezīmes. Abas līnijas atspoguļo mēneša norises, savukārt stabili – ceturksņa datus. IVI izteikts kā novirze no 50, dalīta ar 10, lai novērtētu nodarbinātības kāpumu salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni. Jaunākie eurozonas nodarbinātības dati atbilst stāvoklim 2024. gada 3. ceturksnī, IVI nodarbinātības novērtējuma dati – stāvoklim 2024. gada novembrī un bezdarba līmeņa dati – stāvoklim 2024. gada oktobrī.

Īstermiņa darba tirgus rādītāji liecina par stabilu nodarbinātību 2024. gada

4. ceturksnī. Mēneša apvienotais IVI nodarbinātības rādītājs novembrī nedaudz pieauga (līdz 49.4; oktobrī – 49.2). Tas liecināja, ka nodarbinātības līmenis 4. ceturksnī, visticamāk, kopumā nemainīsies. Pakalpojumu nozares IVI rādītājs novembrī pieauga līdz 51.0 (oktobrī – 50.3), savukārt apstrādes rūpniecības un būvniecības nozares IVI rādītāji turpināja sarukt.

Privātais patēriņš 3. ceturksnī strauji palielinājās, taču gaidāms, ka gadu mijā tas mazināsies.

Pēc vāja privātā patēriņa vidējā kāpuma iepriekšējos ceturkšņos 3. ceturksnī tas salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni eurozonā pieauga par 0.7 % (6. att.). To, iespējams, veicināja tādi īslaicīgi faktori kā 2024. gada Parīzes Olimpiskās un Paraolimpiskās spēles, lai gan to ietekme bija ierobežota. Preču patēriņš 3. ceturksnī atjaunojās un kopumā palielinājās atbilstoši pakalpojumu patēriņam. Par to liecina arī mazumtirdzniecības kāpums par 1 % 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni. Savukārt pakalpojumu ražošana pieauga mērenāk (par 0.2 %). Tomēr saņemtie dati liecina, ka mājsaimniecību tēriņi 4. ceturksnī, visticamāk, ir mazinājušies, jo oktobrī saruka mazumtirdzniecība. Arī Eiropas Komisijas patērētāju konfidences rādītājs novembrī samazinājās un bija tuvu septembra līmenim. Tomēr vairāk uz nākotni vērsti rādītāji norāda uz atjaunošanos turpmākajos ceturkšņos, kā atspoguļots jaunākajās Eurosistēmas speciālistu makroekonomiskajās iespēju aplēsēs.⁶ Eiropas Komisijas uzņēmumu gaidu rādītāji attiecībā uz kontaktintensīvu pakalpojumu pieprasījumu novembrī turpināja uzlaboties, savukārt ECB jaunākais apsekojums par patērētāju gaidām arī liecināja, ka plānotie brīvdienu pirkumi saglabājas augstā līmenī, neraugoties uz nelielu neseno mazināšanos. Patērētāju gaidas attiecībā uz lielu pirkumu plāniem

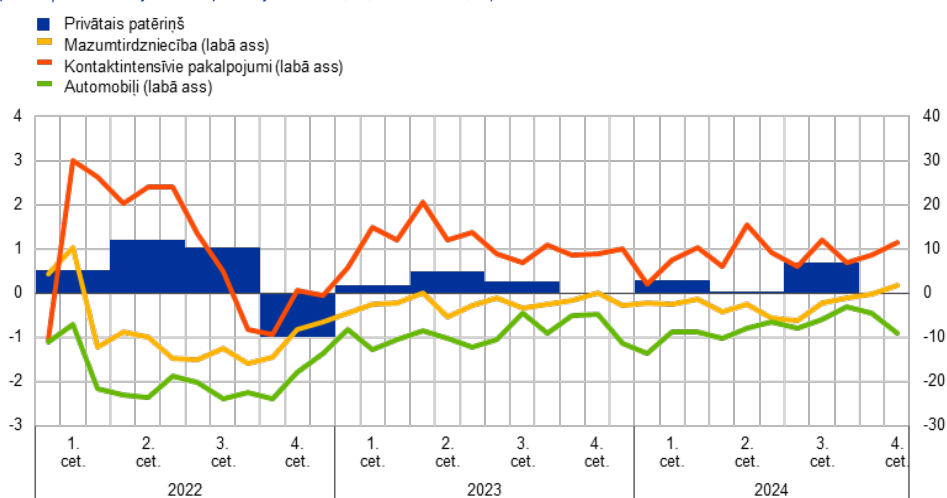
⁶ Sk. ECB tīmekļvietnē 2024. gada 12. decembrī publicētās "Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonā".

nākamajos divpadsmit mēnešos novembrī turpināja uzlaboties, pārsniedzot līmeni, kāds bija pirms pandēmijas, un liecinot par lielāku patērētāju pieprasījumu pēc precēm. Gaidāms, ka lielāka pirkstspēja un pastāvīgais reālo darba ienākumu pieaugums turpmākajos ceturkšņos veicinās patēriņu. Vienlaikus saglabājas paaugstināta nenoteiktība, un mājsaimniecībām, iespējams, joprojām būs bažas par ilgāka termiņa ģeopolitiskajiem jautājumiem, kuri varētu nelabvēlīgi ietekmēt lēmumus par tēriņiem (sk. 3. ielikumu).

6. attēls

Privātais patēriņš un uzņēmumu gaidas attiecībā uz mazumtirdzniecību, kontaktintensīviem pakalpojumiem un automobiļiem

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni; %; neto atlikumi; %)



Avoti: Eurostat, Eiropas Komisija un ECB aprēķini.

Piezīmes. Uzņēmumu gaidas attiecībā uz mazumtirdzniecību (neietverot automobiļus), gaidāmais pieprasījums pēc kontaktintensīviem pakalpojumiem un gaidāmais automobiļu tirdzniecības apjoms nākamajos trīs mēnešos attiecas uz neto procentu atlikumiem; "kontaktintensīvie pakalpojumi" attiecas uz izmitināšanas, ceļošanas un ēdināšanas pakalpojumiem. Jaunākie dati par privāto patēriņu atbilst stāvoklim 2024. gada 3. ceturksnī, un dati par uzņēmumu gaidām attiecībā uz mazumtirdzniecību, kontaktintensīviem pakalpojumiem un automobiļiem atbilst stāvoklim 2024. gada novembrī.

Ieguldījumi uzņēmējdarbībā 2024. gada 3. ceturksnī būtiski saruka, un īstermiņā to pieaugums, visticamāk, joprojām būs neliels.

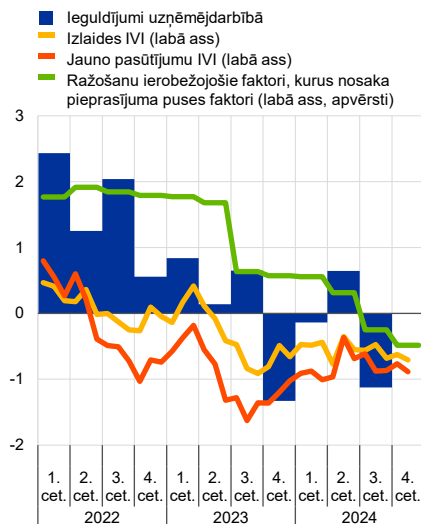
Ar būvniecību nesaisītītie ieguldījumi, neietverot Īrijas nemateriālos ieguldījumus, 2024. gada 1. pusgadā pieauga gausi, bet 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni samazinājās par 1.1 %. Izlaides un pasūtījumu IVI rādītāji un Eiropas Komisijas patērētāju konfidences apsekojumi par kapitālpreču nozari līdz novembrim liecina, ka ieguldījumu pieaugums 4. ceturksnī turpinājās sarukt (7. att. a) panelis). Komisijas jaunākais apsekojums par ražošanu ierobežojošiem faktoriem kapitālpreču nozarē atklāja vāju pieprasījumu un mazu nepieciešamību pēc turpmākiem ieguldījumiem aprīkojumā 4. ceturksnī. Ar ģeopolitisko situāciju saistītā paaugstinātā nenoteiktība, tirdzniecības tarifi un ekonomikas politika turpina mazināt ieguldījumus (sk. 3. ielikumu). Šajā vidē turpinājās pieaugt bankrotu skaits. 2024. gada 3. ceturksnī tas bijis aptuveni par 23 % lielāks nekā 2019. gadā. Nākotnē paredzams, ka ieguldījumi pakāpeniski palielināsies, jo mazināsies stingrie finansēšanas nosacījumi, uzlabosies pieprasījums un tiks īstenoti zaļo un digitālo ieguldījumu plāni.

7. attēls

Reālo ieguldījumu dinamika un apsekojumu dati

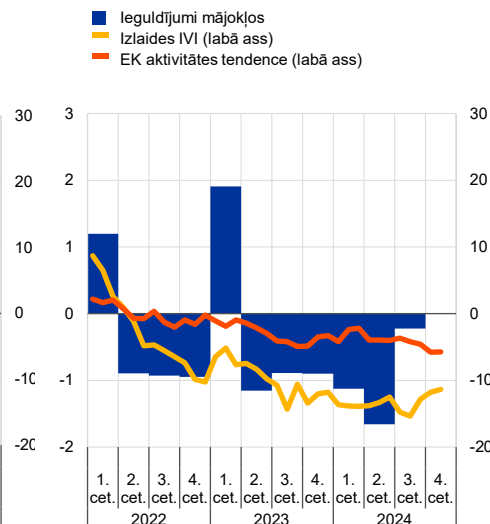
a) Ieguldījumi uzņēmējdarbībā

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni; %; difūzijas indeksi un vidēji izlīdzināti dati)



b) Ieguldījumi mājokļos

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni; %; procentu starpības un difūzijas indeksi)



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

Piezīmes. Līnijas apzīmē mēneša norises, bet stabiņi – ceturkšņa datus. Apsekojuma dati par ražošanu ierobežojošiem faktoriem arī ir ceturkšņa dati. IVI izteikti kā novirze no 50. Attēla a) panelī ieguldījumus uzņēmējdarbībā mēra, izmantojot ar būvniecību nesaistītus ieguldījumus, neietverot Īrijas nemateriālos ieguldījumus. Īstermiņa rādītāji attiecas uz kapitālpriekšnosauktiem. Ražošanu ierobežojošie faktori, kurus nosaka pieprasījuma puses faktori, ir izteikti kā vidējais rādītājs periodā no 1991. gada 1. ceturkšņa līdz 2019. gada 4. ceturksnim un pēc tam ir apvērsti. Jaunākie dati par ieguldījumiem uzņēmējdarbībā atbilst stāvoklim 2024. gada 3. ceturksnī un par visiem citiem rādītājiem – stāvoklim 2024. gada novembrī. Attēla b) panelī Eiropas Komisijas aktivitātes tendences rādītāja līnija apzīmē ēku būvniecības sektora un specializēto būvdarbu sektora veiktā novērtējuma par aktivitātes tendenci salīdzinājumā ar iepriekšējiem trim mēnešiem svērtu vidējo, kas mainīts, lai iegūtu tādu pašu standartnovirzi kā IVI. Izlaides IVI līnija apzīmē mājokļu tirgus aktivitāti. Jaunākie mājokļu veikto ieguldījumu dati atbilst stāvoklim 2024. gada 3. ceturksnī un izlaides IVI un Eiropas Komisijas aktivitātes tendences dati – stāvoklim 2024. gada novembrī.

Ieguldījumi mājokļos 2024. gada 3. ceturksnī nedaudz samazinājās, un gaidāms, ka tie īstermiņā turpinās sarukt.

Ieguldījumi mājokļos eurozonā 2024. gada 3. ceturksnī samazinājās par 0.2 %, savukārt ēku būvniecības un specializēto būvdarbu apjoms – par 0.6 %. Apsekojumos balstītie aktivitātes rādītāji liecina par turpmāku kritumu 2024. gada 4. ceturksnī, gan mājokļu būvniecības IVI, gan Eiropas Komisijas ēku būvniecības sektora un specializēto būvdarbu sektora aktivitātes rādītājam pēdējos trijos mēnešos līdz novembrim joprojām atrodies sarukuma zonā (7. att. b) panelis). Tomēr ieguldījumiem mājokļos būtu jāstabilizējas 2025. gada gaitā. Saskaņā ar Eiropas Komisijas apsekojumu mājokļu būvniecību īslaicīgie nodomi iegādāties vai būvēt mājokli 2024. gada 4. ceturksnī turpinājuši uzlaboties. Līdzīgi ECB apsekojums par patērētāju gaidām liecina, ka kopumā tādu mājokļu būvniecību daļa, kuras uzskata mājokli par labu ieguldījumu, līdz šim 2024. gadā būtiski pieaugusi, lai gan oktobrī tā nedaudz samazinājusies. Šo noskaņojuma uzlabojumu veicina hipotekāro kredītu procentu likmju kritums, un tas atspoguļojas mājokļa iegādei izsniegto aizdevumu pakāpeniskā kāpumā, kā liecina arī oktobra eurozonas banku veiktās kredīvēšanas apsekojums.

Eurozonas eksporta kāpums 2024. gada 3. ceturksnī turpināja palēnināties.

Kopējais eurozonas eksporta pieaugums 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni samazinājās par 1.5 %. Šis sarukums apstiprina pastāvīgās konkurētspējas problēmas, ar kurām eurozonas eksportētāji sastopas pat globālā

pieprasījuma atjaunošanās apstākļos. Apsekojumi liecina, ka eksporta sniegums turpmāk īstermiņā joprojām būs mērens. Jaunākie eksporta pasūtījumu IVI novembrī joprojām bija būtiski zem izaugsmes apstāšanās robežvērtības apstrādes rūpniecības nozarē un norāda uz arvien lielāku vājumu pakalpojumu nozarē. Vienlaikus importa pieaugums 2024. gada 3. ceturksnī palielinājās mēreni (par 0.2 % salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni). To noteica pieticīgais iekšzemes patēriņa kāpums. Kopumā neto eksporta devums IKP izaugsmē 3. ceturksnī bija negatīvs (-0.9 procentpunkti).

Nākotnē gaidāms, ka eurozonas tautsaimniecība turpinās pakāpeniski atjaunoties vidējā termiņā būtiskas nenoteiktības apstākļos. Pēc paredzamā IKP pieauguma 0.7 % apmērā 2024. gadā gaidāms, ka aktivitātes pieaugums nākamajos trijos gados kļūs spēcīgāks. Konkrētāk, paredzams, ka reālās darba samaksas un nodarbinātības pieaugums stabila, lai gan mazāk aktīva darba tirgus kontekstā sekmēs ilgtspējīgu patēriņa atjaunošanos. Finansēšanas nosacījumu atvieglošanai, kas atbilst tirgus gaidām par procentu likmju nākotnes virzību, būtu jāveicina arī iekšzemes pieprasījums.

Speciālisti tagad paredz lēnāku tautsaimniecības atveseļošanos nekā 2024. gada septembra iespēju aplēsēs. Lai gan izaugsmes temps 2024. gada 3. ceturksnī pieauga, apsekojumu rādītāji liecina, ka pašreizējā ceturksnī tas sarucis. Speciālisti paredz, ka 2024. gadā tautsaimniecības izaugsme būs 0.7 %, 2025. gadā – 1.1 %, 2026. gadā – 1.4 % un 2027. gadā – 1.3 %. Paredzētās atveseļošanās pamatā galvenokārt ir reālo ienākumu pieaugums. Tam vajadzētu ļaut mājsaimniecībām patērēt vairāk un uzņēmumiem palielināt ieguldījumus. Laika gaitā ierobežojošās monetārās politikas ietekmes pakāpeniskai izzušanai vajadzētu veicināt iekšzemes pieprasījuma pieaugumu.

3. Cenas un izmaksas

Eurozonas kopējā inflācija 2024. gada novembrī palielinājās līdz 2.3 % (oktobrī – 2.0 %). Tas galvenokārt atspoguļoja enerģijas cenu inflācijas pieaugumu.⁷ Vienlaikus pamatinflācijas dinamika kopumā paredz stabilu kopējās inflācijas atgriešanos 2 % vidējā termiņa mērķrādītāja līmenī. Iekšzemes inflācijas rādītājs oktobrī saruka, taču joprojām ir augsts. Tas atspoguļo spēcīgu darba samaksas pieaugumu un liecina, ka dažu posteņu cenas joprojām ar būtisku kavējumu pielāgojas agrākajam inflācijas kāpumam. Kopējais darbaspēka izmaksu pieauguma temps kļūst mērenāks, savukārt vienības peļņas palielināšanās turpina daļēji amortizēt joprojām paaugstinātā darbaspēka izmaksu spiediena ietekmi un tādējādi veicināt pastāvīgo dezinflāciju. Aplūkojamā periodā lielākā daļa ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāju kopumā saglabājušies stabili (aptuveni 2 %). Uz tirgus instrumentiem balstītie rādītāji ir samazinājušies un pietuvojušies šim līmenim. Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai paredz, ka kopējā inflācija 2024. gadā vidēji būs 2.4 %, 2025. gadā – 2.1 %, 2026. gadā – 1.9 % un 2027. gadā, kad darbību sāks paplašinātā ES emisijas kvotu tirdzniecības sistēma, – 2.1 %.⁸

Eurozonas kopējā inflācija, ko mēra ar saskaņoto patēriņa cenu indeksu (SPCI), 2024. gada novembrī turpināja palielināties līdz 2.3 % (oktobrī – 2.0 %; 8. att.). Tas galvenokārt bija skaidrojams ar paredzēto enerģijas cenu inflācijas pieaugumu (no –4.6 % oktobrī līdz –1.9 % novembrī). Šo kāpumu galvenokārt noteica augšupvērstis bāzes efekts. Pārtikas cenu inflācija novembrī nedaudz samazinājās (līdz 2.8 %; oktobrī – 2.9 %), atspoguļojot zemāku neapstrādātās pārtikas cenu gada pārmaiņu tempu, savukārt apstrādātās pārtikas cenu gada pārmaiņu temps nedaudz palielinājās. SPCI inflācija (neietverot enerģijas un pārtikas cenas; SPCIX) novembrī bija tāda pati kā oktobrī un septembrī (2.7 %). To noteica neliels pakalpojumu cenu inflācijas sarukums (novembrī – 3.9 %, oktobrī – 4.0 %), ko kompensēja neenerģijas rūpniecības preču (NEIG) cenu inflācijas pieaugums (novembrī – 0.7 %, oktobrī – 0.5 %). NEIG cenu gada inflācija saglabājās tuvu ilgtermiņa vidējam rādītājam (0.6 %) pirms Covid-19 pandēmijas, savukārt noturīgākā pakalpojumu cenu inflācija atspoguļo joprojām paaugstinātā darba samaksas spiediena ietekmi dažos posteņos un novēlotas pārcenošanas ietekmi citos.

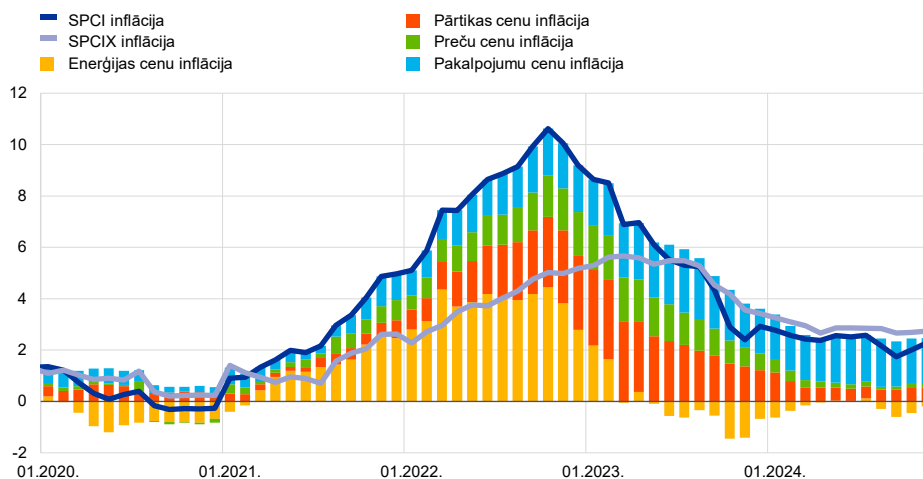
⁷ Šajā "Tautsaimniecības Biļetena" numurā iekļautie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 11. decembrī. Šī Eurostat ātrā aplēse 2024. gada 18. decembrī publicētajos SPCI inflācijas datos par novembri tika samazināta par 0.1 procentpunktu (līdz 2.2 %).

⁸ Sk. ECB tīmekļvietnē 2024. gada 12. decembrī publicētās "Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai".

8. attēls

Kopējā inflācija un tās galvenie komponenti

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



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. "Preču cenu inflācija" nozīmē NEIG cenu inflāciju. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada novembrī (ātrā aplēse).

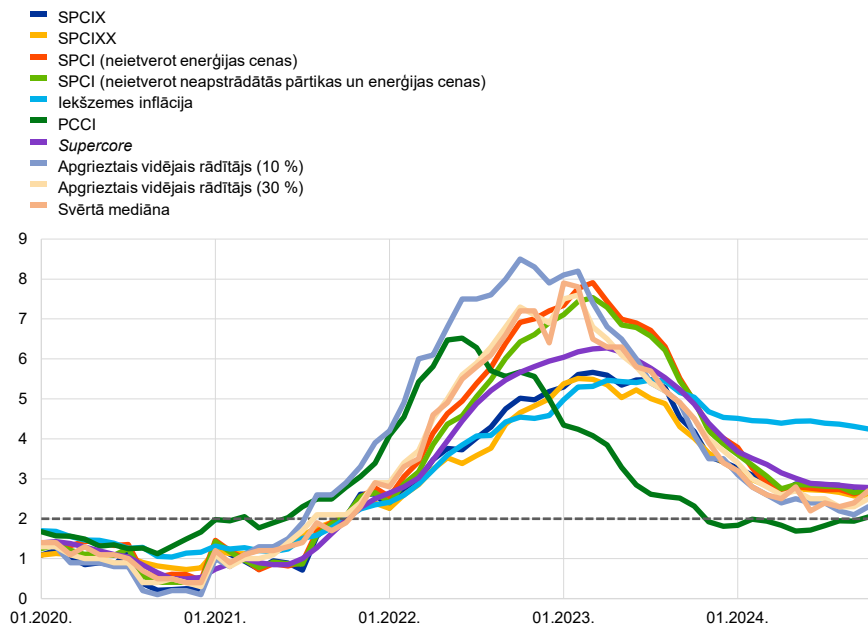
Vairākums pamatinflācijas rādītāju liecina, ka inflācija ilgtspējīgi stabilizēsies aptuveni 2 % vidējā termiņa mērķrādītāja līmenī, un to vērtību diapazons ir samazinājies (9. att.). 2024. gada oktobrī – pēdējā mēnesī, par kuru pieejami dati, – rādītāju vērtības lielākoties bija robežās no 2.0 % līdz 2.8 %.⁹ PCCI (*Persistent and Common Component of Inflation*) rādītājs, kurš mēdz vislabāk prognozēt turpmāko kopējo inflāciju, bija šā diapazona zemākā vērtība. Savukārt *Supercore* rādītājs, kas ietver pret ekonomiskās attīstības cikla norisēm jutīgus SPCI posteņus, saglabājās nemainīgs (2.8 %). Arī SPCIX inflācija (neietverot ar ceļošanu saistītos posteņus, apģērba un apavu cenas; SPCIXX) nemainījās (2.6 %), savukārt 10 % un 30 % apgriezti vidējie rādītāji, kuri neietver aptuveni 5 % un 15 % no katras SPCI posteņu sadalījuma mazākuma grupas gada pārmaiņu tempa, nedaudz pieauga. Lai gan iekšzemes inflācijas rādītājs pastāvīgi bija augsts, tas nedaudz samazinājās (līdz 4.2 %, septembrī un augustā – attiecīgi 4.3 % un 4.4 %). Tas atspoguļo tādu pakalpojumu posteņu kā apdrošināšana un īre spēcīgo svaru. Šie posteņi uz vispārējo inflācijas spiedienu un ierobežojošas monetārās politikas mazināšanos reaģē lēnāk.

⁹ Plašāku informāciju sk. Filipa R. Leina (*Philip R. Lane*) runā [Underlying inflation: an update](#) konferencē *Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024*, ko organizēja Klīvlendas Federālo rezervju banka un ECB, Klīvlendā, 2024. gada 24. oktobrī.

9. attēls

Pamatinflācijas rādītāji

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošu periodu; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Pelēkā pārtrauktā līnija atspoguļo ECB 2 % inflācijas mērķrādītāju vidējā termiņā. Jaunākie dati par SPCIX, SPCI (neietverot enerģijas cenas) un SPCI (neietverot neapstrādātās pārtikas un enerģijas cenas) atbilst stāvoklim 2024. gada novembrī (ātrā aplēse) un par visiem citiem rādītājiem – stāvoklim 2024. gada oktobrī.

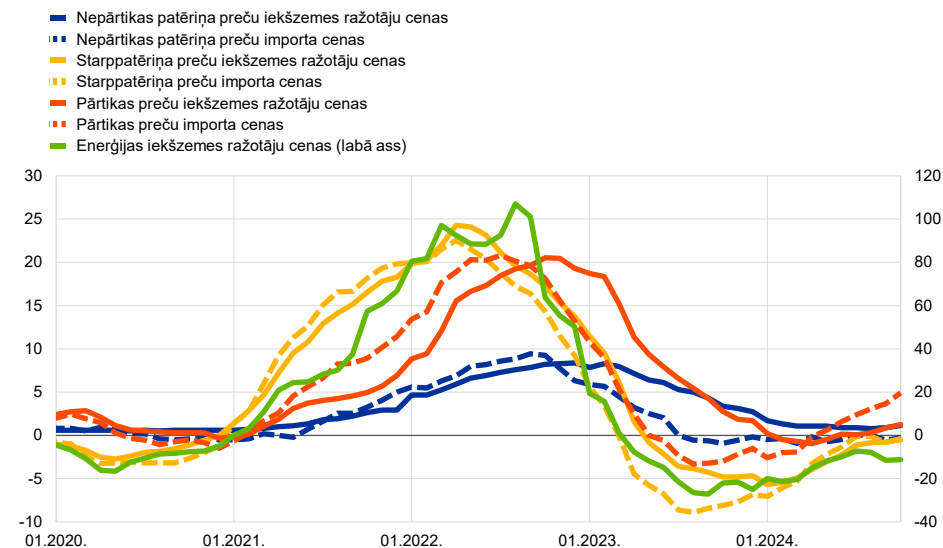
Cenu spiediena pārnese oktobrī pieauga, taču tā saglabājās mērena visās rūpniecības kategorijās (10. att.).

Cenu noteikšanas ķēdes sākuma posmos enerģijas ražotāju cenu inflācija, kas bijusi negatīva kopš 2023. gada aprīļa, 2024. gada oktobrī pieauga līdz -11.2% (septembrī – -11.5%). Starppatēriņa preču ražotāju cenu gada pieauguma temps iekšzemes tirgū arī saglabājās negatīvs, lai gan mazāk negatīvs nekā iepriekšējā mēnesī (oktobrī – -0.5% , septembrī – -0.8%). Līdzīgi attiecīgais starppatēriņa preču importa cenu gada kāpuma temps oktobrī bija -0.4% (septembrī – -0.8%). Cenu noteikšanas ķēdes vēlākajos posmos nepārtikas patēriņa preču iekšzemes ražotāju cenu inflācija oktobrī pieauga līdz 1.1% (septembrī – 0.9%). Arī pārtikas preču iekšzemes ražotāju cenu inflācija palielinājās, oktobrī sasniedzot 1.3% (septembrī – 0.9%), savukārt pārtikas preču importa cenu inflācija oktobrī pieauga līdz 4.9% . Iespējams, to noteica nesenais starptautisko pārtikas izejvielu cenu pieauguma temps, kas bija izsakāms ar divciparu skaitli. Kopumā cenu spiediena pārnese palielinājās visās rūpniecības kategorijās, lai gan no joprojām mērena līmeņa. Tas liecināja, ka beigusies agrāko izmaksu šoku radītās cenu spiediena pārnese mazināšanās.

10. attēls

Cenu spiediena pārnese rādītāji

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada oktobrī.

Iekšzemes izmaksu spiediens, ko mēra ar IKP deflatora pieaugumu, 2024. gada 3. ceturksnī turpināja samazināties, taču joprojām bija augsts (11. att.).

IKP deflatora gada pieauguma temps 2024. gada 3. ceturksnī saruka līdz 2.7 % (iepriekšējā ceturksnī – 2.9 %). Šis samazinājums atspoguļoja mazāku vienības darbaspēka izmaksu devumu, savukārt devums no neto nodokļiem par vienu produkcijas vienību saglabājās nemainīgs, bet vienības peļņas devums nedaudz palielinājās. Neraugoties uz pieaugumu, vienības peļņas kāpums joprojām bija negatīvs. Tas liecināja, ka vienības peļņas palielināšanās turpina amortizēt joprojām paaugstināto darbaspēka izmaksu spiedienu. Vienības darbaspēka izmaksu vājāko devumu noteica zemāks darba samaksas kāpums, kuru mēra ar atlīdzību vienam nodarbinātajam un kurš 2024. gada 3. ceturksnī bija 4.4 % (2. ceturksnī – 4.7 %). Līdzīgi samazinājās par vienu nostrādāto stundu saņemtā atlīdzība. Turpretī vienošanās ceļā noteiktās darba samaksas pieaugums 2024. gada 3. ceturksnī palielinājās līdz 5.4 % (2. ceturksnī – 3.5 %), taču dati, kuri atspoguļo nesenās vienošanās par darba samaksu, ECB nākotnes darba samaksas reģistratorā norāda uz vājāku vienošanās ceļā noteiktās darba samaksas kāpumu 2024. gada 4. ceturksnī.¹⁰ Kopumā jaunākās darba samaksas norises liecina, ka iepriekšējās augstās inflācijas kompensācijas un atbilstošās reālās darba samaksas izlīdzināšanās nozīme sarūk. Eurosisēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses paredz, ka viena nodarbinātā atlīdzības pieaugums 2024. gadā būs vidēji 4.6 % un turpinās samazināties, 2027. gadā sasniedzot 2.8 %. Tomēr paredzams, ka tas saglabāsies virs vēsturiskā līmeņa

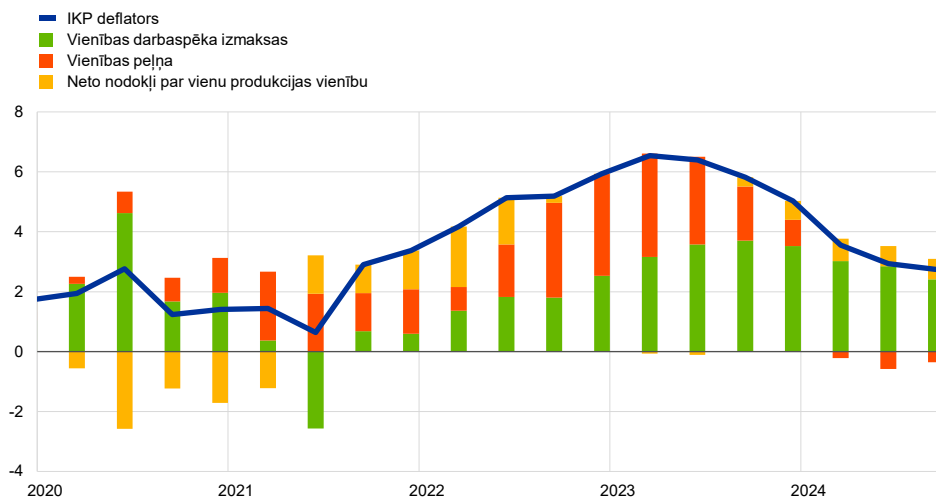
¹⁰ Sk. Górnicka, L. and Koester, G. (eds.), "A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area", *Occasional Paper Series*, No 338, ECB, Frankfurt am Main, February 2024.

pastāvīgā ierobežotā darbaspēka piedāvājuma un atlikušās inflācijas kompensācijas ietekmē.

11. attēls

IKP deflatora dalījums

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



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 3. ceturksnī. Attīrītība vienam nodarbinātajam pozitīvi ietekmē vienības darbaspēka izmaksu pārmaiņas, savukārt darba ražīgums tās ietekmē negatīvi.

Lielākā daļa ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāju ir aptuveni 2 %, un uz tirgus instrumentiem balstītie vidēja līdz ilgāka termiņa inflācijas kompensācijas rādītāji kopš Padomes 2024. gada 17. oktobra sanāksmes ir būtiski sarukuši (12. att.). Gan ECB 2024. gada 4. ceturkšņa *Survey of Professional Forecasters*, gan ECB 2024. decembra *Survey of Monetary Analysts* vidējās un mediānās ilgāka termiņa inflācijas gaidas saglabājās 2 % apmērā. Uz apsekojumiem balstītās īsāka termiņa gaidas 2025. gadam arī bija aptuveni 2 %, taču bija vērojamas nelielas pārmaiņas atkarībā no jaunākajiem datu rezultātiem un enerģijas izejvielu cenu pārmaiņām. Saskaņā ar inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu rādītājiem (*inflation fixings*) (balstoties uz SPCI (neietverot tabakas cenas)) uz tirgus instrumentiem balstītie īstermiņa inflācijas kompensācijas rādītāji palielinājās. Tas liecina par šādām tirgus dalībnieku gaidām: gadu mijā inflācija nedaudz pārsniegs 2 %, 2025. gadā tā būs aptuveni 2 %, savukārt 2026. gadā tā būs nedaudz zemāka par 2 %. Viena gada nākotnes inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu procentu likme pēc viena gada aplūkojamā periodā kopumā saglabājās nemainīga (aptuveni 1.7 %). Uz tirgus instrumentiem balstītie vidēja termiņa un ilgtermiņa inflācijas kompensācijas rādītāji nedaudz saruka (līdz aptuveni 2 %). Konkrētāk, piecu gadu nākotnes inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu procentu likme pēc pieciem gadiem aplūkojamā periodā samazinājās par 5 bāzes punktiem galvenokārt zemāku inflācijas riska prēmiju ietekmē. Uz modeli balstītās reālo inflācijas gaidu aplēses (neietverot inflācijas riska prēmijas) atspoguļo arī tirgus dalībnieku pastāvīgās gaidas, ka inflācija ilgākā termiņā svārstīsies ap 2 %. Patērētāju inflācijas gaidas kopumā saglabājušās stabilas. Saskaņā ar ECB 2024. gada oktobra apsekojumu par patērētāju gaidām (CES) kopējās inflācijas

mediānās gaidas nākamajiem 12 mēnešiem nedaudz pieauga (līdz 2.5 %; septembrī – 2.4 %), savukārt gaidas trim nākamajiem gadiem saglabājās nemainīgas (2.1 %). Pēdējo 12 mēnešu inflācijas uztvere oktobrī turpināja sarukt (līdz 3.2 %). Tādējādi inflācijas uztvere no tās augstākā punkta (8.4 % 2023. gada septembrī) ir samazinājusies vairāk nekā par 5 procentpunktiem.

12. attēls

Uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji un patērētāju inflācijas gaidas

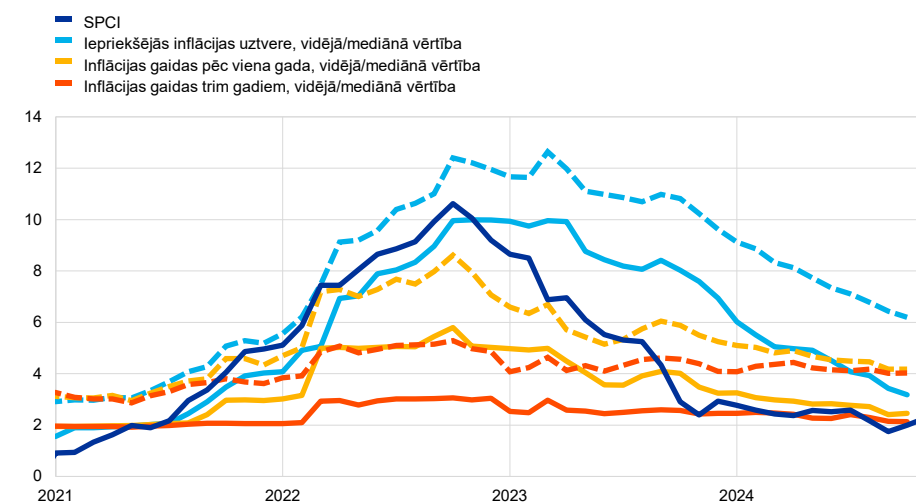
a) Uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



b) Kopējā SPCI inflācija un ECB apsekojums par patērētāju gaidām

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: LSEG, Bloomberg, Eurostat, CES un ECB aprēķini.

Piezīmes. Attēla a) panelī redzamas inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu procentu likmes dažādos periodos eurozonā un piecu gadu nākotnes līdzsvara inflācija pēc pieciem gadiem ASV. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2024. gada 12. septembrī). Attēla b) panelī pārtrauktās līnijas attēlo vidējo līmeni, bet nepārtrauktās līnijas – mediāno līmeni. Jaunākie dati par nākotnes procentu likmēm atbilst stāvoklim 2024. gada 11. decembrī, jaunākie dati par SPCI atbilst stāvoklim 2024. gada novembrī (ātrā aplēse), savukārt jaunākie dati par visiem pārējiem rādītājiem atbilst stāvoklim 2024. gada oktobrī.

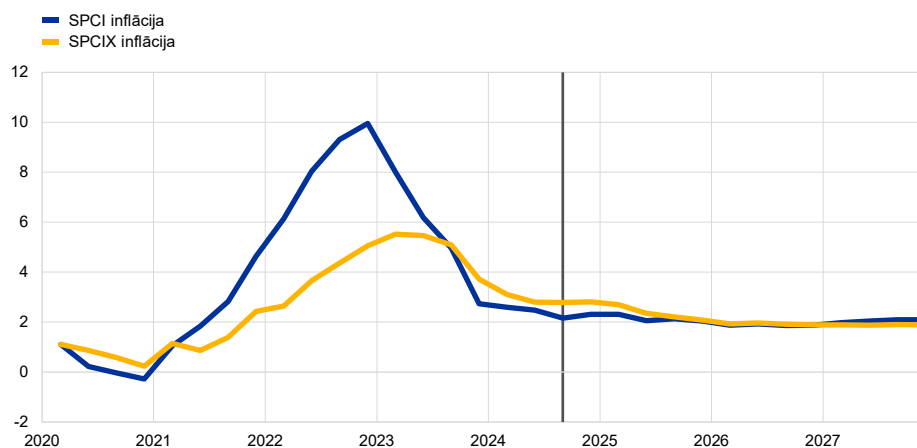
Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses paredz, ka kopējā inflācija 2024. gadā būs vidēji 2.4 %, 2025. un

2026. gadā turpinās samazināties, sasniedzot attiecīgi 2.1 % un 1.9 %, bet 2027. gadā, kad darbību sāks paplašinātā ES emisijas kvotu tirdzniecības sistēma, pieaugs līdz 2.1 % (13. att.). Paredzams, ka kopējā inflācija nedaudz palielināsies 2024. gada pēdējā ceturksnī. To galvenokārt noteiks enerģijas cenu bāzes efekti. Pēc tam kopējā inflācija atkal sāks sarukt. Nākamajos gados gaidāma turpmāka pakāpeniska mazināšanās, jo inflācijas kompensācijas spiediens ierobežota darbaspēka piedāvājuma apstākļos turpinās izzust un rezultātā saruks darba samaksas pieaugums. Prognozētais kopējās inflācijas kāpums 2027. gadā galvenokārt atspoguļo lielākoties īslaicīgu augšupvērstu ietekmi, ko radījusi ES paketes "Gatavi mērķrādītājam 55 %" – konkrētāk, jaunas emisijas kvotu tirdzniecības sistēmas (ETS2) ēku apkurei un transportlīdzekļu degvielai – īstenošana. Salīdzinājumā ar 2024. gada septembra iespēju aplēsēm kopējās inflācijas perspektīva ir nedaudz samazināta (par 0.1 procentpunktu 2024. un 2025. gadam). To galvenokārt noteikuši pārsteidzošie lejupvērstie dati un mazāki naftas un elektroenerģijas cenu pieņēmumi. Vienlaikus Eurosistēmas speciālisti joprojām gaida strauju pamatinflācijas kritumu (no 2.9 % 2024. gadā līdz 2.3 % 2025. gadā un 1.9 % 2026. un 2027. gadā). To lielākoties noteiks pakalpojumu cenu inflācijas samazināšanās. Salīdzinājumā ar 2024. gada septembra iespēju aplēsēm SPCIX inflācija 2026. gadam pazemināta par 0.1 procentpunktu.

13. attēls

Eurozonas SPCI un SPCIX inflācija

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu: %)



Avoti: Eurostat un Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai.

Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē pēdējo ceturksni pirms aplēšu perioda sākuma. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 3. ceturksnī (dati) un stāvoklim 2027. gada 4. ceturksnī (aplēses). Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai tika pabeigtas 2024. gada 27. novembrī, un pēdējais datu aktualizēšanas termiņš attiecībā uz tehniskajiem pieņēmumiem bija 2024. gada 20. novembris. Gan vēsturiskos, gan prognozētos datus par SPCI un SPCIX inflāciju paziņo reizi ceturksnī.

4. Finanšu tirgus norises

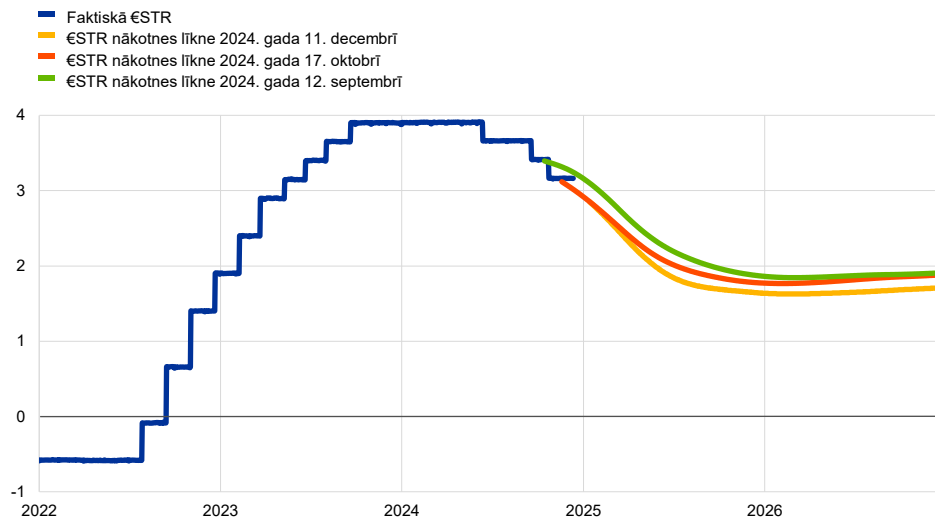
Aplūkojamā periodā (no 2024. gada 12. septembra līdz 11. decembrim) svarīgi finanšu tirgus norises noteicošie faktori bija tirgus novērtējums par ASV prezidenta vēlēšanu ietekmi un pašreizējā ģeopolitiskā spriedze. Eurozonas īstermiņa bezriskā procentu likmes samazinājās, atspoguļojot gaidas par būtiskāku un straujāku galveno ECB procentu likmju pazemināšanu, jo tirgi novēroja vājākus eurozonas makroekonomisko datu publiskojumus. Tirgus dalībnieki pilnībā iecenoja Padomes decembra sanāksmē veikto procentu likmju samazinājumu par 25 bāzes punktiem. Pazeminājās arī eurozonas ilgtermiņa bezriskā procentu likmes, galvenokārt atspoguļojot reālās procentu likmes komponenta samazināšanos. Valstu valdības obligāciju ienesīguma likmes saruka mazāk nekā bezriskā mijmaiņas darījumu procentu likmes (bija vērojamas nelielas atšķirības starp valstīm, ņemot vērā nenoteikto politisko un fiskālo perspektīvu dažās no tām). Eurozonas vērtspapīru cenas aplūkojamā periodā svārstījās un tā beigās nedaudz pieauga. Uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības aplūkojamā perioda sākumā samazinājās, bet pēc tam palielinājās. Valūtas tirgos euro kurss attiecībā pret ASV dolāru pavājinājās (nedaudz mazāk – ar tirdzniecības apjomu svērtā izteiksmē).

Tirgus dalībniekiem paredzot straujāku un būtiskāku kopējo monetārās politikas procentu likmju samazināšanu, uz nakti izsniegto kredītu indeksa mijmaiņas darījumu (OIS) nākotnes līkne pēc Padomes septembra sanāksmes ir pavērsusies uz leju (14. att.). Pēc Padomes septembra un oktobra sanāksmēs veiktās noguldījumu iespējas procentu likmes pazemināšanas par 25 bāzes punktiem vidējā euro īstermiņa etalonlikme (€STR) aplūkojamajā periodā bija 3.3 %. Likviditātes pārpalikums no 12. septembra līdz 11. decembrim saruka aptuveni par 155 mljrd. euro (līdz 2912 mljrd. euro). To galvenokārt noteica trešā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopuma (ITRMO III) ietvaros aizņemto līdzekļu septembrī veiktās atmaksas, kā arī monetārās politikas mērķiem turēto vērtspapīru portfeļu sarukums, Eurosistēmai vairs atkārtoti neieguldot vērtspapīru, kuriem pienācis dzēšanas termiņš, pamatsummas maksājumus aktīvu iegādes programmas (AIP) portfelī un tikai daļēji atkārtoti ieguldot šādu vērtspapīru pamatsummas maksājumus pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) portfelī. Uz €STR balstītā OIS nākotnes līkne kopš Padomes septembra sanāksmes ir pavērsusies lejup. Tas liecina par zemāku monetārās politikas procentu likmju trajektoriju, ņemot vērā vājāku eurozonas makroekonomisko datu publiskojumus un ASV vēlēšanu rezultātus. Tirgus dalībnieki 11. decembrī pilnībā iecenoja Padomes decembra sanāksmes laikā veikto procentu likmes pazeminājumu par 25 bāzes punktiem. Raugoties tālākā nākotnē, nākotnes līknē 11. decembrī periodam līdz 2025. gada jūnijam tika iecenots procentu likmju samazinājums kopumā par 133 bāzes punktiem (12. septembrī – kopumā par 123 bāzes punktiem).

14. attēls

€STR nākotnes procentu likmes

(gadā; %)



Avoti: Bloomberg un ECB aprēķini.

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

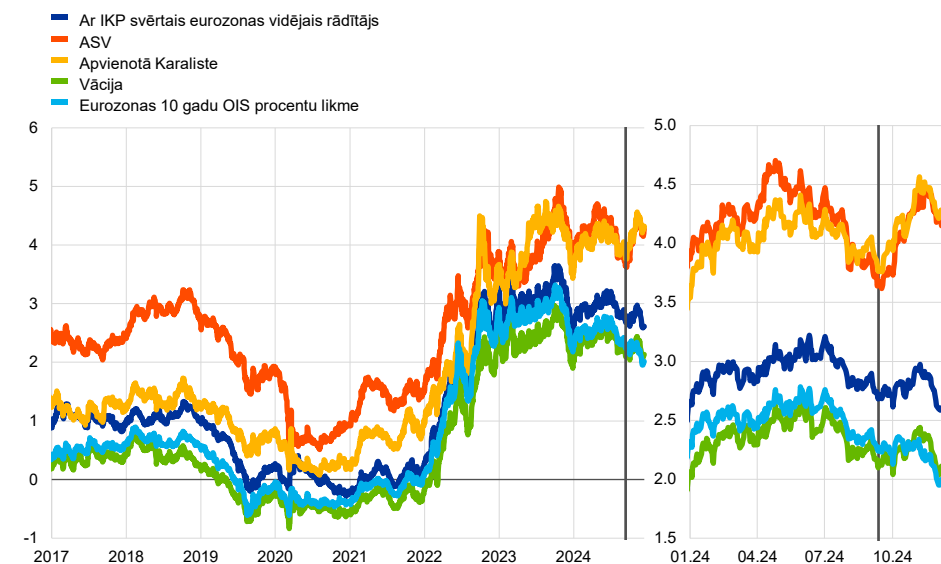
Eurozonas ilgtermiņa bezriskā procentu likmes atšķirībā no attiecīgajām ASV procentu likmēm kopš Padomes septembra sanāksmes arī ir samazinājušās (15. att.).

Eurozonas 10 gadu OIS procentu likme aplūkojamā periodā pazeminājās par 26 bāzes punktiem (līdz aptuveni 2.0 % tā beigās). Šis ilgtermiņa bezriskā procentu likmju sarukums galvenokārt atspoguļoja reālās procentu likmes komponenta devuma samazināšanos. Iekšzemes monetārās politikas gaidas un makroekonomisko datu publiskojumi nelabvēlīgi ietekmēja eurozonas bezriskā procentu likmes, savukārt ASV un globālā mēroga ietekme kompensēja negatīvos efektus ilgākos termiņos. Turpretī ASV ilgtermiņa bezriskā procentu likmes aplūkojamā periodā būtiski pieauga, un to veicināja augstākas reālās procentu likmes un lielāka inflācijas kompensācija. Konkrēti, ASV Valsts kases 10 gadu ienesīguma likme palielinājās aptuveni par 60 bāzes punktiem (līdz 4.3 %). Tādējādi eurozonas un ASV 10 gadu bezriskā procentu likmju starpība palielinājās aptuveni par 85 bāzes punktiem. Apvienotās Karalistes 10 gadu valdības obligāciju ienesīguma likme arī pieauga par 54 bāzes punktiem (līdz aptuveni 4.3 % aplūkojamā perioda beigās).

15. attēls

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

(gadā; %)



Avoti: LSEG un ECB aprēķini.

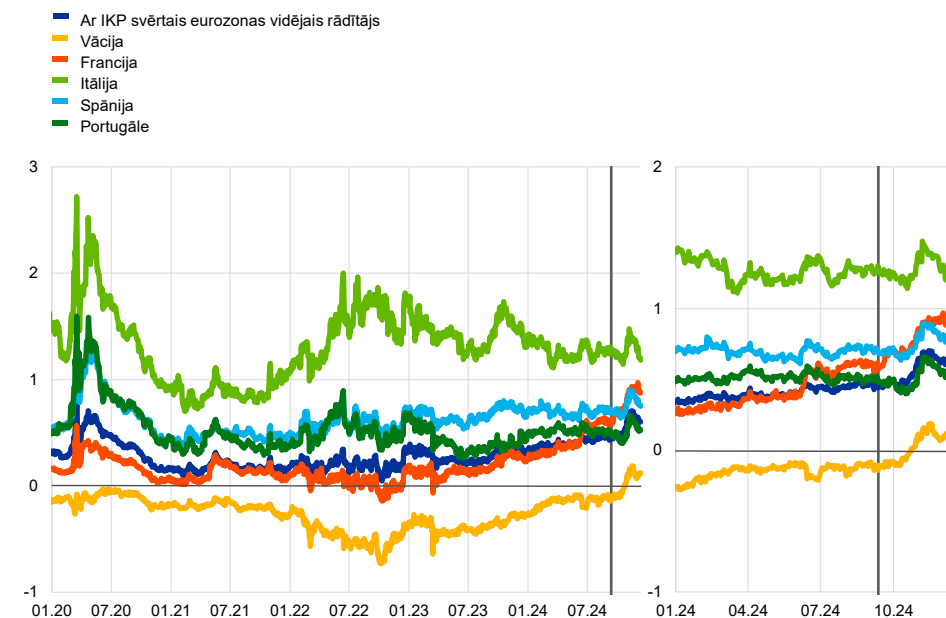
Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2024. gada 12. septembris). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 11. decembrī.

Eurozonas valstu valdības obligāciju ienesīguma likmes saruka mazāk nekā bezriskā procentu likmes. Tas noteica nelielu starpību pieaugumu (16. att.). Ar IKP svērtā eurozonas valstu valdības obligāciju ienesīguma likme aplūkojamā perioda beigās bija aptuveni par 10 bāzes punktiem zemāka (aptuveni 2.6 %). Tādējādi tās starpība ar OIS procentu likmi, kuras pamatā ir €STR, palielinājās par 15 bāzes punktiem. Starpības palielināšanās lielākoties notika pirms ASV vēlēšanām, turpinot kopš 2022. gada vērojamo tendenci. Pēc vēlēšanām starpība palielinājās straujāk, jo ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīguma pieaugums ietekmēja eurozonas valstu valdības obligāciju tirgus. Arī Vācijas valdības 10 gadu obligāciju ienesīguma likmju starpība aplūkojamā periodā palielinājās par 23 bāzes punktiem, turpinot tendenci, kas citstarp atspoguļoja Eurosistēmas uzņēmumu obligāciju turējumu apjoma samazināšanos. Aplūkojamā periodā Vācijas valdības 10 gadu obligāciju ienesīguma likmju starpība pirmo reizi kopš 2016. gada kļuva pozitīva, savukārt Vācijas ārkārtas vēlēšanu izsludināšanai nebija būtiskas ietekmes. Būtiskākas pārmaiņas skāra Francijas valdības 10 gadu obligāciju ienesīguma likmes, kas, valdot nenoteiktībai attiecībā uz Francijas fiskālo perspektīvu, pieauga aptuveni par 5 bāzes punktiem un palielināja starpību ar 10 gadu OIS procentu likmi par 30 bāzes punktiem. Tomēr ietekme uz Grieķiju, Spāniju, Itāliju un Portugāli bija ierobežota, ņemot vērā pozitīvāku noskaņojumu saistībā ar fiskālo perspektīvu dažās no šīm valstīm. Itālijas valdības obligāciju ienesīguma likmju starpība salīdzinājumā ar OIS procentu likmi kopumā samazinājās par 9 bāzes punktiem, savukārt Portugāles un Spānijas gadījumā tā palielinājās attiecīgi par 4 un 6 bāzes punktiem.

16. attēls

Eurozonas valstu valdības 10 gadu obligāciju ienesīguma likmju starpības un 10 gadu OIS procentu likme, pamatojoties uz €STR

(procentpunktos)



Avoti: LSEG un ECB aprēķini.

Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2024. gada 12. septembris). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 11. decembrī.

Uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības aplūkojamā perioda

sākumā samazinājās un pēc tam palielinājās – daļēji to noteica akciju tirgus norises.

Investīciju līmeņa uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības līdz oktobra vidum samazinājās aptuveni par 10 bāzes punktiem, bet vēlāk nedaudz pieauga. Finanšu sabiedrību obligāciju peļņas likmju starpību samazināšanās salīdzinājumā ar nefinanšu sabiedrību obligāciju peļņas likmju starpībām bija straujāka – nefinanšu sabiedrību gadījumā tās kopumā nedaudz palielinājās. Augsta ienesīguma segmentā starpības svārstījās būtiskāk, īpaši no oktobra vidus, taču kopumā nedaudz samazinājās.

Eurozonas vērtspapīru cenas aplūkojamā periodā svārstījās un tā beigās

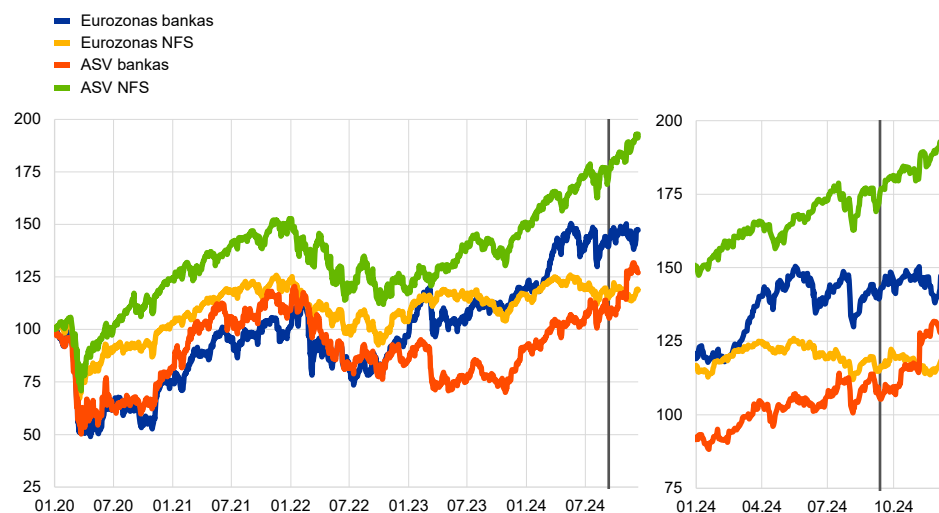
pieauga nedaudz vairāk nekā Padomes septembra sanāksmes laikā (17. att.).

Eurozonas vērtspapīru cenu kāpumu aplūkojamā perioda sākumā veicināja strauji augoša vēlme uzņemties risku, kas ar uzviju kompensēja peļņas gaidu lejupvērstās korekcijas. Kopš oktobra vidus eurozonas tautsaimniecības perspektīvas pasliktināšanās – tā atspoguļojās, piemēram, novembra iepirkumu vadītāju indeksa rādītājos, – noteica turpmāku peļņas gaidu pazemināšanos. Eurozonas strukturētie vērtspapīru tirgus indeksi tuvojās aplūkojamā perioda sākumā novērotajam līmenim, bet novembra beigās atkal palielinājās, un to veicināja arī augošā vēlme uzņemties risku. Kopumā nefinanšu sabiedrību (NFS) un banku kapitāla vērtspapīru cenas palielinājās attiecīgi par 2.5 % un 3.7 %. ASV NFS un banku kapitāla vērtspapīru cenas pieauga attiecīgi par 9.8 % un 20.6 %.

17. attēls

Eurozonas un ASV kapitāla vērtspapīru cenu indeksi

(indekss: 2020. gada 1. janvāris = 100)



Avoti: LSEG un ECB aprēķini.

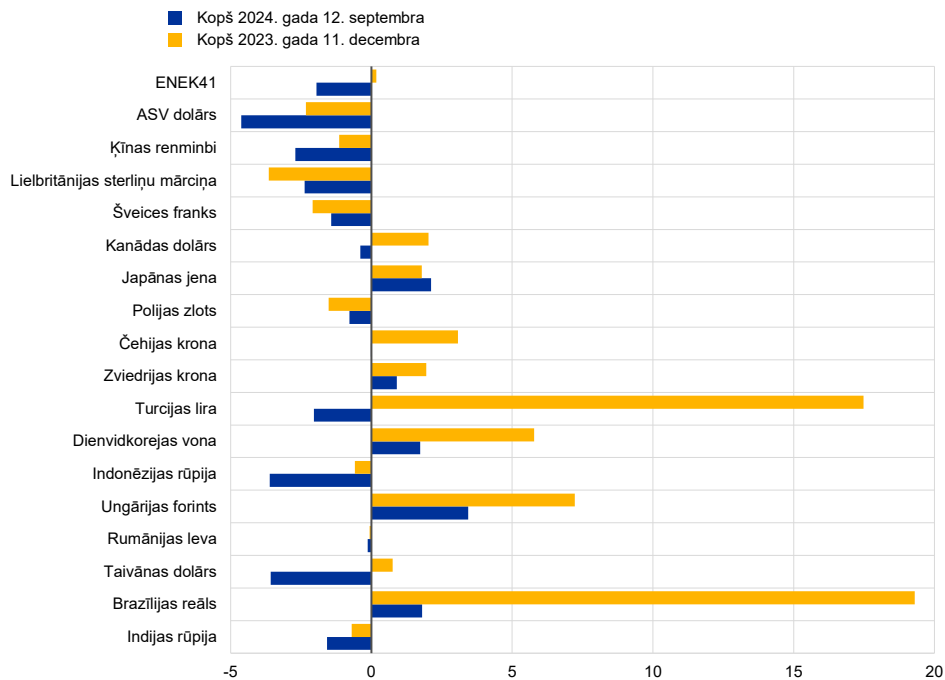
Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2024. gada 12. septembris). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 11. decembrī.

Valūtas tirgos euro kurss attiecībā pret ASV dolāru samazinājās par 4.6 %, bet ar tirdzniecības apjomu svērtā izteiksmē – par 2.0 % (18. att.). Aplūkojamā periodā euro nominālais efektīvais kurss attiecībā pret eurozonas 41 nozīmīgākās tirdzniecības partnervalstis valūtām samazinājās par 0.2 %. Euro kurss saruka arī attiecībā pret ASV dolāru (par 4.6 %), un to lielākoties noteica tirgus dalībnieku gaidu par Federālo rezervju sistēmas monetārās politikas procentu likmes turpmāko attīstību augšupvērstā pārvirze novembra sākumā pēc ASV prezidenta vēlēšanām, kā arī ASV tirdzniecības, regulatīvās un fiskālās politikas iespējamo pārmaiņu gaidas. Euro kurss pavājinājās attiecībā pret Lielbritānijas sterliņu mārciņu (par 2.4 %) un Šveices franku (par 1.4 %), kā arī attiecībā pret dažām jaunietekmes tirgus valstu valūtām, atspoguļojot pārmaiņas tirgus dalībnieku viedoklī par attiecīgo valstu relatīvo perspektīvu. Euro kurss palielinājās attiecībā pret Japānas jenu (par 2.1 %), jo, Japānā ilgstoši saglabājoties zemākām monetārās politikas procentu likmēm nekā citās attīstītajās valstīs, atkal iezīmējās tās kursa vispārēja krituma tendence.

18. attēls

Euro kursa pārmaiņas attiecībā pret atsevišķām valūtām

(pārmaiņas; %)



Avots: ECB aprēķini.

Piezīmes. ENEK41 ir euro nominālais efektīvais kurss attiecībā pret eurozonas 41 nozīmīgākās tirdzniecības partnervalsts valūtām. Pozitīvas (negatīvas) pārmaiņas liecina par euro kursa kāpumu (kritumu). Visas pārmaiņas aprēķinātas, izmantojot 2024. gada 11. decembra valūtu kursus.

5. Finansēšanas nosacījumi un kreditēšanas dinamika

Nesenā un gaidāmā ECB monetārās politikas procentu likmju pazemināšana pakāpeniski samazina uzņēmumu un mājsaimniecību aizņemšanās izmaksas. Lai gan finansēšanas nosacījumi joprojām bija stingri, banku finansējuma izmaksas un banku aizdevumu procentu likmes 2024. gada oktobrī turpināja samazināties salīdzinājumā ar to augstāko līmeni. Uzņēmumiem izsniegto jauno aizdevumu vidējā procentu likme un jauno hipotekāro kredītu vidējā procentu likme oktobrī samazinājās attiecīgi līdz 4.7 % un 3.6 %. Uzņēmumiem un mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu atlikuma pieauguma temps saglabājās mērens, atspoguļojot vāju tautsaimniecības izaugsmi un joprojām stingrus kreditēšanas standartus. No 2024. gada 12. septembra līdz 11. decembrim samazinājās uzņēmumu uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma un kapitāla vērtspapīru finansējuma izmaksas, vienlaikus sarūkot ilgtermiņa bezriskā procentu likmei un kapitāla vērtspapīru riska prēmijām. Jaunākajā apsekojumā par finansējuma pieejamību uzņēmumiem (SAFE) uzņēmumi ziņoja, ka banku aizdevumu pieejamība 2024. gada 3. ceturksnī kopumā nemainījās – daži uzņēmumi paredzēja tās uzlabošanos 4. ceturksnī. Plašās naudas (M3) gada kāpuma temps turpināja palielināties no zema līmeņa, un neto ārvalstu iepļūdes joprojām bija galvenais pieaugumu noteicošais faktors.

Eurozonas banku finansējuma izmaksas samazinājās salīdzinājumā ar to augstāko līmeni, atspoguļojot ECB nesen veikto monetārās politikas procentu likmju pazemināšanu un paredzamo procentu likmju virzību. Eurozonas banku kopējās parāda finansējuma izmaksas 2024. gada oktobrī nedaudz samazinājās, sasniedzot 2.0 % līmeni (19. att., a) panelis). Ilgāka termiņa bezriskā procentu likmju krituma apstākļos banku finansējuma izmaksu sarukumu galvenokārt noteica banku obligāciju ienesīguma likmju pazemināšana (19. att., b) panelis). Tomēr, tā kā joprojām bija vērojamas finansējuma struktūras pārmaiņas par labu dārgākiem finansējuma avotiem, banku finansējuma izmaksas saglabājās augstā līmenī. Vidējās noguldījumu procentu likmes 2024. gada 3. ceturksnī samazinājās tikai nedaudz, noguldījumu kopējai procentu likmei oktobrī sasniedzot 1.3 % līmeni. Termiņnoguldījumu procentu likmes saruka straujāk nekā noguldījumu uz nakti un noguldījumu ar brīdinājuma termiņu par izņemšanu procentu likmes, kas šajā periodā samazinājās tikai nedaudz.

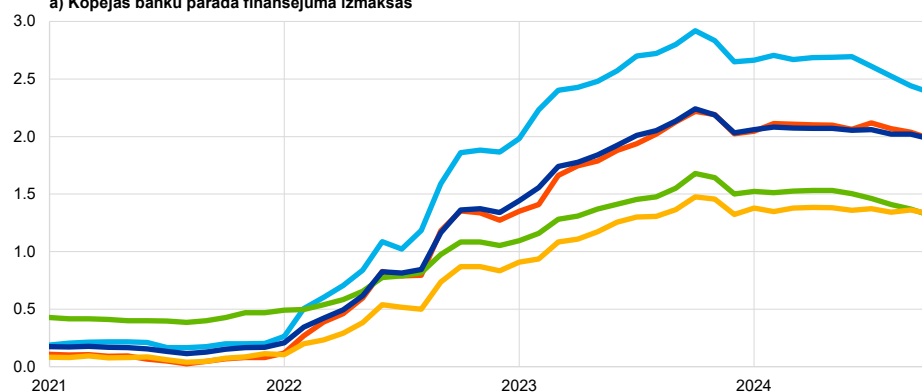
19. attēls

Kopējās banku finansējuma izmaksas atsevišķās eurozonas valstīs

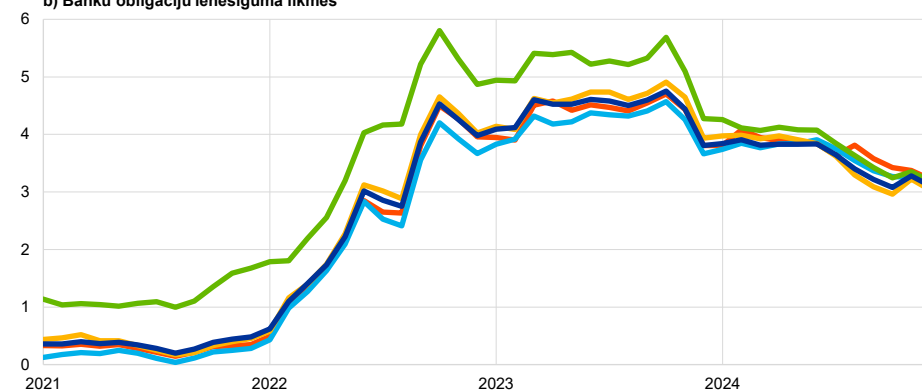
(gadā; %)



a) Kopējās banku parāda finansējuma izmaksas



b) Banku obligāciju ienesīguma likmes



Avoti: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC un/vai tā saistītie uzņēmumi un ECB aprēķini.

Piezīmes. Kopējās banku finansējuma izmaksas 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 parāda finansējuma kopējo izmaksu dati atbilst stāvoklim 2024. gada oktobrī un banku obligāciju ienesīguma likmju dati – stāvoklim 2024. gada 11. decembrī (attēla b) panelis).

Uzņēmumiem un mājsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu procentu likmes turpināja sarukt, bet finansēšanas nosacījumi joprojām ir ierobežojoši.

Uzņēmumiem un mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu procentu likmes pēdējos mēnešos ir samazinājušās, veicinot aizdevumu atlikuma kāpuma tempa pakāpenisku atjaunošanos (20. att.). Jauno nefinanšu sabiedrībām (NFS) izsniegto aizdevumu procentu likmes 2024. gada oktobrī saruka par 22 bāzes punktiem, sasniedzot 4.68 %, un tas ir aptuveni par 60 bāzes punktiem zemāks rādītājs nekā 2023. gada oktobrī reģistrētais rekordlīmenis (20. att., a) panelis), lai gan saglabājās nelielas eurozonas valstu un aizdevumu termiņu atšķirības. Uzņēmumiem izsniegto neliela un liela apjoma aizdevumu procentu likmju starpība oktobrī atkal samazinājās (līdz 0.34 %), un šis rādītājs ir tuvu 2024. gada vasarā sasniegtajam zemākajam līmenim. Starp dažādiem termiņiem lielākais samazinājums bija vidēja termiņa

aizdevumiem ar procentu likmes darbības sākotnējo periodu no 1 gada līdz 5 gadiem. Mājsaimniecībām mājokļa iegādei izsniegto jauno aizdevumu procentu likmes oktobrī bija 3.55 % (septembrī – 3.64 %) un pašlaik ir aptuveni par 50 bāzes punktiem zemākas nekā 2023. gada novembrī reģistrētais rekordlīmenis (20. att. b) panelis), lai gan bija atšķirības starp valstīm. Sarukums bija plaši vērojams dažādos procentu likmju darbības sākotnējos periodos un atbilstošs tirgus procentu likmju dinamikai – hipotekārie kredīti ar mainīgo procentu likmi joprojām bija dārgāki nekā hipotekārie kredīti ar fiksēto procentu likmi.

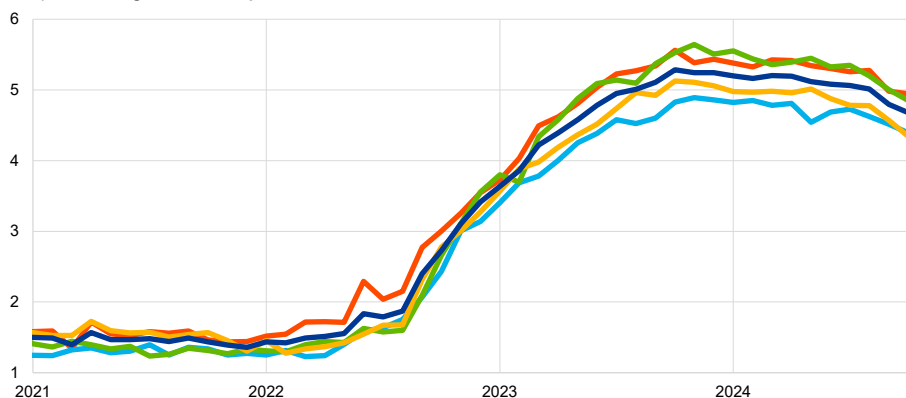
20. attēls

Uzņēmumiem un mājsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu kopējās procentu likmes atsevišķās eurozonas valstīs

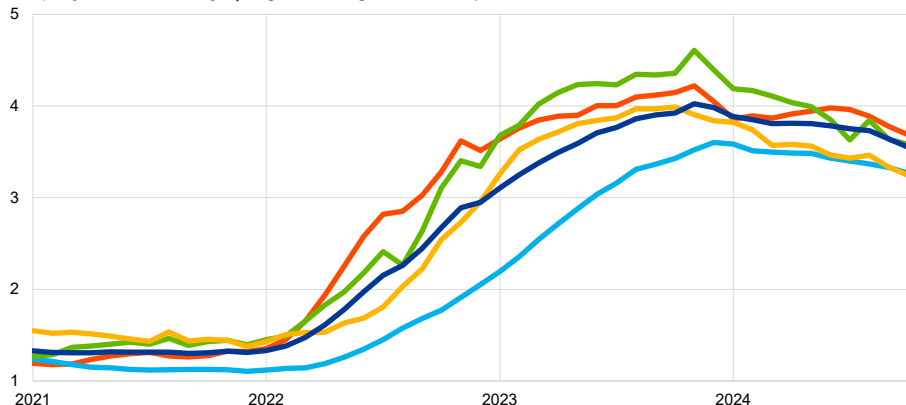
(gadā; %)

- Eurozona
- Vācija
- Francija
- Itālija
- Spānija

a) NFS izsniegto aizdevumu procentu likmes



b) Mājsaimniecībām mājokļa iegādei izsniegto aizdevumu procentu likmes



Avoti: ECB un ECB aprēķini.

Piezīmes. "NFS" ir nefinanšu sabiedrības. Banku aizdevumu kopējās procentu likmes aprēķina, nosakot īstermiņa un ilgtermiņa procentu likmes, izmantojot jauno darījumu apjoma 24 mēnešu slidošo vidējo rādītāju. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada oktobrī.

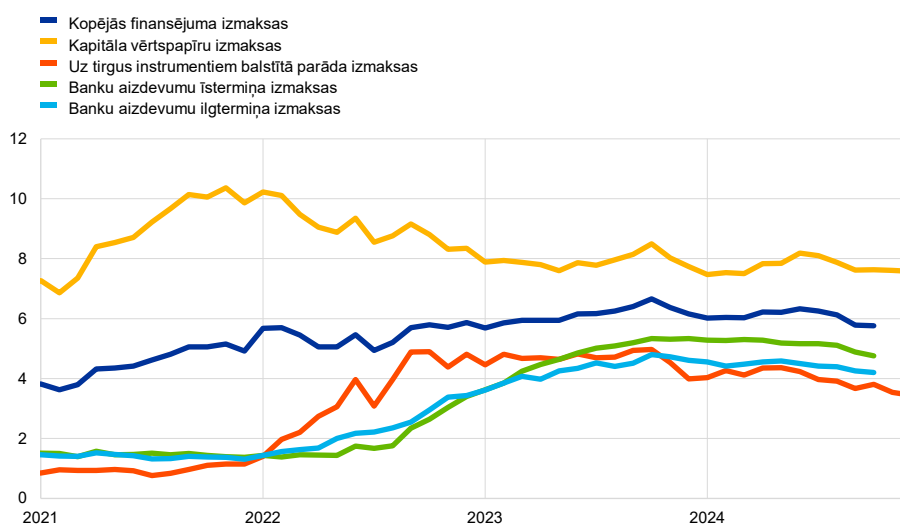
No 2024. gada 12. septembra līdz 11. decembrim samazinājās uzņēmumu uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma un kapitāla vērtspapīru finansējuma izmaksas. Balstoties uz mēneša datiem, kas pieejami līdz oktobrim,

NFS kopējās finansējuma izmaksas, t. i., kopējās banku aizdevumu, uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma un kapitāla vērtspapīru izmaksas, oktobrī salīdzinājumā ar iepriekšējo mēnesi bija nemainīgas (5.8 %) un joprojām ir zemākas par 2023. gada oktobrī sasniegto daudzgadu augstāko līmeni (21. att.).¹¹ Kapitāla vērtspapīru finansējuma izmaksām šajā mēnesī saglabājoties kopumā nemainīgām, uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksu nelielo kāpumu pilnībā kompensēja banku aizdevumu izmaksu sarukums. Dienas dati par laikposmu no 2024. gada 12. septembra līdz 11. decembrim liecina, ka uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma un kapitāla vērtspapīru finansējuma izmaksas samazinājās. Uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksu kritumu noteica uz nakti izsniegto kredītu indeksa mijmaiņas darījumu (OIS) līknes būtiskā lejupvērsta pārvirze, neraugoties uz NFS emitēto obligāciju ienesīguma likmju starpības nelielo palielināšanos investīciju kategorijas segmentā. Kapitāla vērtspapīru finansējuma izmaksu kritumu izraisīja zemāka kapitāla vērtspapīru riska prēmija un ilgtermiņa bezriskā procentu likme (aproximēta ar OIS 10 gadu procentu likmi).

21. attēls

Eurozonas uzņēmumu ārējā finansējuma nominālās izmaksas komponentu dalījumā

(gadā; %)



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

Piezīmes. Nefināšu sabiedrību (NFS) kopējās finansējuma izmaksas balstās uz mēneša datiem un tiek aprēķinātas kā no bankām saņemto ilgtermiņa un īstermiņa aizdevumu izmaksu (mēneša vidējie dati), uz tirgus instrumentiem balstītā parāda un kapitāla vērtspapīru izmaksu (mēneša beigu dati) vidējais svērtais rādītājs, pamatojoties uz to attiecīgajiem atlikumiem. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 11. decembrī (uz tirgus instrumentiem balstītā parāda un kapitāla vērtspapīru izmaksām; dienas dati) un 2024. gada oktobrī (kopējām finansējuma un banku aizdevumu izmaksām; mēneša dati).

Uzņēmumiem un mājsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu atlikuma pieauguma temps saglabājās mērens, atspoguļojot vāju tautsaimniecības izaugsmi un joprojām stingrus kreditēšanas standartus. Uzņēmumiem izsniegto banku aizdevumu atlikums pakāpeniski pieauga no zema līmeņa un 2024. gada oktobrī palielinājās līdz 1.2 % (septembrī – 1.1 %; 22. att. a) panelis). Uzņēmumu parāda vērtspapīru aizņēmumu atlikums oktobrī saglabājās 1.6 % līmenī, un

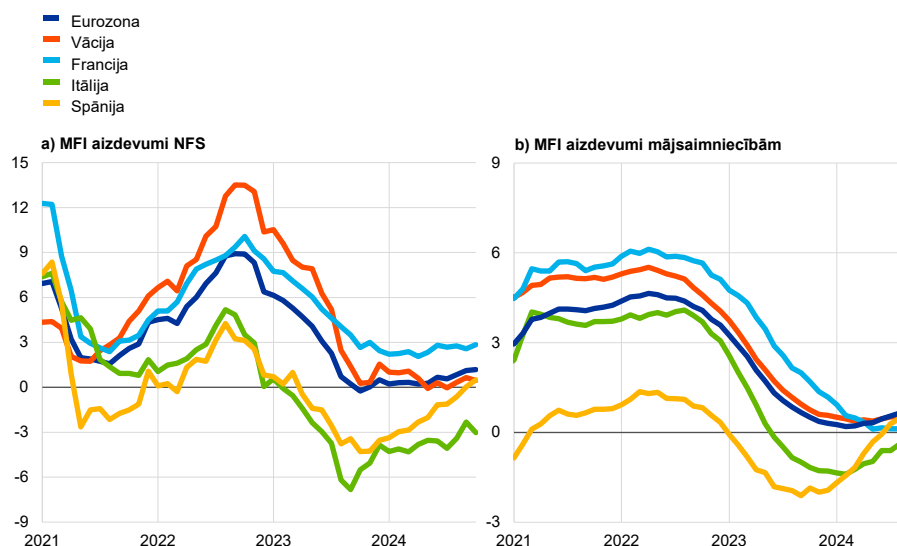
¹¹ Ņemot vērā banku aizdevumu izmaksu datu pieejamības termiņa nobīdi, NFS kopējo finansējuma izmaksu dati ir pieejami tikai līdz 2024. gada oktobrim.

uzņēmumu veiktā parāda vērtspapīru pozitīvā neto emisija pilnībā nekompensēja vājo banku veikto kredītēšanu. Uzlabojoties īstermiņa dinamikai, mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu atlikuma gada kāpuma temps oktobrī pieauga līdz 0.8 % (septembrī – 0.7 %; 22. att. b) panelis). Hipotekārā kredītēšana pēc iepriekšējā krituma ir stabilizējusies, un vērojamas pirmās atveseļošanās pazīmes. Oktobrī pieauga arī patēriņa kredītu atlikuma kāpuma temps, savukārt pārējo aizdevumu atlikuma kāpuma temps joprojām samazinās (lai gan lēnāk). ECB 2024. gada oktobrī veiktā [apsekojuma par patērētāju gaidām](#) dati liecina, ka patēriņa kredītu atlikuma pieaugums galvenokārt ietekmē mājsaimniecības ar zemākiem ienākumiem. Turklāt to mājsaimniecību procentuālā daļa, kuras uzskatīja, ka bijis grūtāk saņemt aizdevumus, joprojām pārsniedz to mājsaimniecību procentuālo daļu, kuras uzskata, ka bijis vieglāk saņemt aizdevumus (+14 % septembrī).

22. attēls

MFI aizdevumi atsevišķās eurozonas valstīs

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu, %)



Avoti: ECB un ECB aprēķini.

Piezīmes. Monetāro finanšu iestāžu (MFI) izsniegto aizdevumu atlikumi koriģēti atbilstoši aizdevumu pārdošanas un vērtspapīrošanas darījumu ietekmei; nefinanšu sabiedrību (NFS) gadījumā aizdevumu atlikumi koriģēti arī atbilstoši naudas līdzekļu apvienošanas virtuālā grupas kontā ietekmei. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada oktobrī.

Apsekojumā par finansējuma pieejamību uzņēmumiem (SAFE) uzņēmumi ziņoja, ka banku aizdevumu pieejamība 2024. gada 3. ceturksnī kopumā bija saglabājusies nemainīga – daži uzņēmumi 4. ceturksnī paredzēja pozitīvas pārmaiņas (23. att.). To uzņēmumu neto īpatsvars, kuri ziņoja par banku aizdevumu pieejamības uzlabošanos, 2024. gada 3. ceturksnī bija 1 % (iepriekšējā ceturksnī – 2 %). Nelielo neto īpatsvara sarukumu salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni noteica lielie uzņēmumi, savukārt mazie un vidējie uzņēmumi (MVU) vidēji ziņoja, ka pārmaiņu nav. 2 % (neto izteiksmē) uzņēmumu 2024. gada 4. ceturksnī paredzēja banku aizdevumu pieejamības uzlabošanos. Lai gan MVU (neto izteiksmē) neparedz aizdevumu pieejamības pārmaiņas, lielie uzņēmumi gaidīja ārējā/aizdevumu finansējuma uzlabošanos.

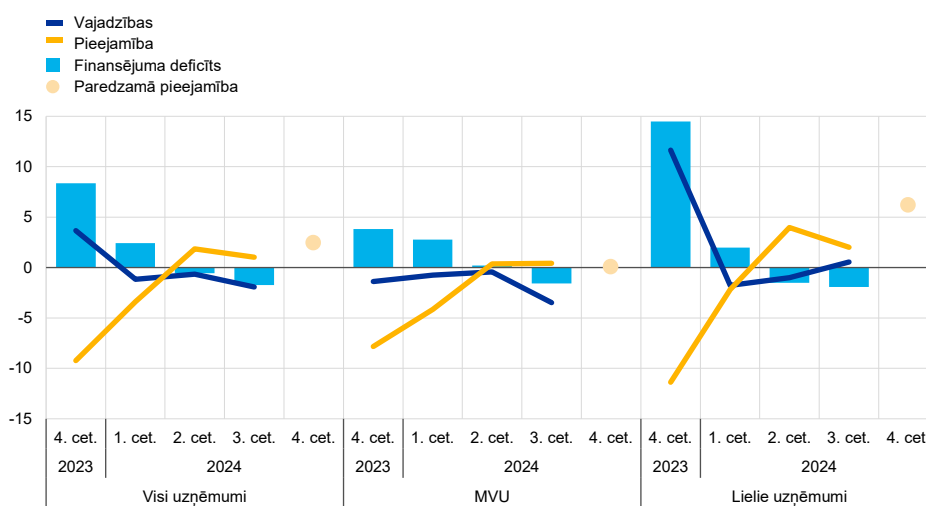
Uzņēmumi norādīja arī uz nelielu banku aizdevumu vajadzību mazināšanos.

2 % (neto izteiksmē) uzņēmumu, galvenokārt MVU, ziņoja par banku aizdevumu vajadzību sarukumu, savukārt neliela daļa (neto izteiksmē) lielo uzņēmumu norādīja uz vajadzību pieaugumu. Tāpēc banku aizdevumu finansējuma deficīts, t. i., aplēstā vajadzību un pieejamības pārmaiņu starpība, 2 % uzņēmumu (neto izteiksmē) bija negatīvs, un MVU un lielajiem uzņēmumiem tas bija līdzīgs. Lai gan lielie uzņēmumi jau 2024. gada 2. ceturksnī bija norādījuši uz pavisam nelielu negatīvu finansējuma deficītu, atšķirīga situācija līdz 3. ceturksnim bija MVU.

23. attēls

Eurozonas uzņēmumu vajadzību pēc banku aizdevumiem pārmaiņas, pašreizējā un paredzamā pieejamība un finansējuma deficīts

(respondentu neto īpatsvars)



Avoti: Apsekojums par finansējuma pieejamību uzņēmumiem (SAFE) un ECB aprēķini.

Piezīmes. "MVU" ir mazie un vidējie uzņēmumi. Neto īpatsvars ir par banku aizdevumu pieejamības (attiecīgi vajadzību un paredzamās pieejamības) palielināšanos ziņojušo uzņēmumu un par banku aizdevumu pieejamības samazināšanos ziņojušo uzņēmumu īpatsvara starpība pēdējos trijos mēnešos. Finansējuma deficīta rādītājs apvieno gan finansējuma vajadzības, gan banku aizdevumu pieejamību uzņēmumu līmenī. Uzvertu finansējuma deficīta pārmaiņu rādītājam tiek noteikta 1 (-1) vērtība, ja vajadzība palielinās (samazinās) un pieejamība samazinās (palielinās). Ja uzņēmumi uzskata, ka ir tikai vienaspusējs finansējuma deficīta pieaugums (sarukums), mainīgajam tiek piešķirta 0.5 (-0.5) vērtība. Rādītāja pozitīva vērtība norāda uz finansējuma deficīta palielināšanos. Vērtības reizinātas ar 100, lai iegūtu procentos izteiktas svērtās neto starpības. Prognozētās vērtības līnija ir pavirzīta tālāk par vienu periodu, lai nodrošinātu tiešu salīdzinājumu ar īstenošanos. Skaitļi attiecas uz SAFE datiem no 29. kārtas (izmēģinājuma kārtā no 2023. gada oktobra līdz decembrim) līdz 32. kārtai (2024. gada jūnijs –septembris).

Eurozonas plašās naudas (M3) gada kāpuma temps turpināja palielināties, un neto ārvalstu ieplūdes joprojām bija galvenais naudas piedāvājuma kāpināšanu noteicošais faktors.

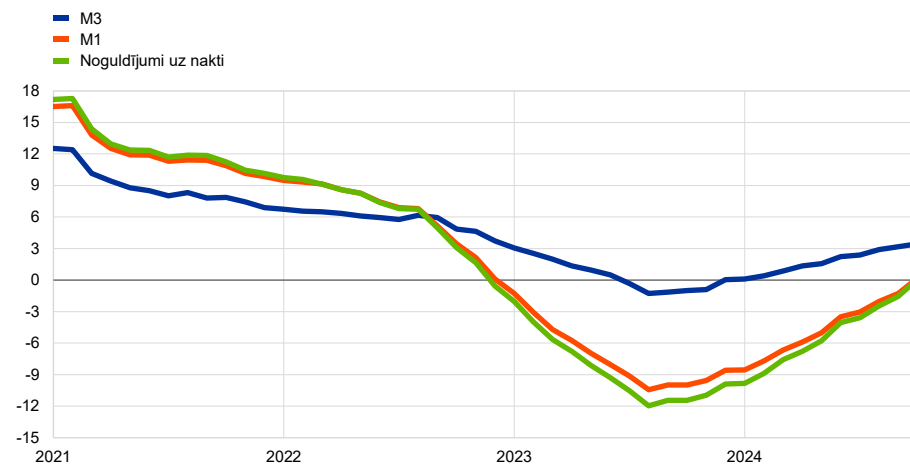
M3 gada pieauguma temps 2024. gada oktobrī palielinājās līdz 3.4 % (septembrī – 3.2 %; 24. att.). Šaurās naudas rādītāja (M1), kas ietver M3 vislikvidākos aktīvus, gada kāpuma temps pirmo reizi kopš 2022. gada decembra kļuva pozitīvs, oktobrī palielinoties līdz 0.2 % (septembrī – -1.3 %). Noguldījumu uz nakti atlikuma gada kāpuma temps – M1 sastāvdaļa – oktobrī pieauga līdz 0.1 % (septembrī – -1.6 %). Ārvalstu ieplūdes joprojām bija galvenais naudas piedāvājuma kāpināšanas avots, un to galvenokārt noteica liels eurozonas tekošā konta pārpalikums. Lai gan arī banku veiktās valdības parāda vērtspapīru neto iegādes būtiski veicināja naudas pieaugumu, mājsaimniecībām un uzņēmumiem izsniegto aizdevumu devums tajā saglabājās neliels. Pakāpeniski līdz 2024. gada beigām pārtraucot ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju (ITRMO) ietvaros piesaistītā finansējuma piešķiršanu, pastāvīgais Eurosistēmas

bilances sarukums un banku ilgtermiņa obligāciju (kas nav iekļautas M3) emisija tomēr negatīvi ietekmēja naudas piedāvājuma kāpināšanu.

24. attēls

M3, M1 un noguldījumi uz nakti

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %; sezonāli un ar kalendāro ietekmi izlīdzināti dati)



Avots: ECB.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada oktobrī.

6. Fiskālās norises

Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm gaidāms, ka eurozonas valstu valdības budžeta deficīts samazināsies no 3.6 % no IKP 2023. gadā līdz 3.2 % no IKP 2024. gadā un pēc tam 2027. gadā ļoti pakāpeniski saruks līdz 2.9 %. Kopumā atspoguļojot šo dinamiku, prognozēts, ka eurozonas fiskālā nostāja 2024. gadā kļūs būtiski stingrāka, 2025. un 2026. gadā tās stingrība vēl pavisam nedaudz palielināsies, bet pēc tam 2027. gadā tā kļūs vēl stingrāka. Tomēr fiskālās politikas pieņēmumi un prognozes ietver nepieredzēti lielu nenoteiktību.¹² Stingrākas fiskālās nostājas piemērošana 2024. gadā galvenokārt atspoguļo pakāpenisku lielas daļas ar enerģijas cenu un inflācijas kāpumu saistīto atbalsta pasākumu atcelšanu, kā arī ar diskrecionārajiem pasākumiem nesaistītus faktoros, īpaši spēcīgu ieņēmumu dinamiku. Relatīvi būtiskā fiskālās nostājas stingrības palielināšana 2027. gadā galvenokārt atspoguļo pieņēmumu par valsts izdevumu apjoma samazināšanos saistībā ar "Nākamās paaudzes ES" (NPES) ietvaros subsīdiju veidā piešķirtā finansējuma pārtraukšanu. Paredzams, ka jau tā augstā eurozonas valstu valdības parāda attiecība pret IKP pieaugs lēnām un tikai iespēju aplēšu perioda beigās stabilizēsies gandrīz 89 % līmenī. Fiskālās politikas jomā Eiropas Komisija uzsāka jaunā ekonomiskās pārvaldības regulējuma politikas koordinēšanas pirmo ciklu, 26. novembrī publicējot rudens paketi. Valdībām šā regulējuma ietvaros tagad galvenā uzmanība būtu jāpievērš savu saistību izpildei pilnībā un bez kavēšanās. Tas palīdzētu valdībām ilgtspējīgi samazināt budžeta deficītu un parāda rādītājus, vienlaikus nosakot prioritātes izaugsmi veicinošām reformām un ieguldījumiem.

Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm paredzams, ka eurozonas valstu valdības budžeta bilance iespēju aplēšu periodā pakāpeniski uzlabosies (25. att.).¹³ Lai gan eurozonas valstu budžeta deficīts 2022. un 2023. gadā bija stabils (3.6 % no IKP), gaidāms, ka 2024. gadā tas samazināsies līdz 3.2 % no IKP, bet pēc tam līdz 2027. gadam saruks par 0.1 procentpunktu gadā (kā tiek prognozēts, līdz 2.9 % no IKP). Prognozētā dinamika iespēju aplēšu periodā galvenokārt atspoguļo pakāpeniski pieaugošu, taču joprojām negatīvo cikliski korigēto sākotnējo budžeta bilanci. Tomēr to visā periodā daļēji kompensēs pakāpeniski augošie procentu izdevumi. Valsts parāda ilgā atlikušā termiņa dēļ tas atspoguļos lēnu iepriekš veiktās procentu likmju paaugstināšanas pārnesei. Cikliskā komponente joprojām būs ļoti maza un negatīva līdz 2027. gadam, kad tā kļūs nedaudz pozitīva. Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2024. gada septembra

¹² Pašreizējās politiskās situācijas apstākļos dažu lielo eurozonas valstu fiskālo plānu īstenošana vēl nav pabeigta vai tie jau ir novecojuši. Francijā, piemēram, bāzes scenārija fiskālās politikas pieņēmumi un iespēju aplēses balstās uz bijušā premjerministra Mišela Barnjē (*Michel Barnier*) valdības 2025. gada budžeta un vidēja termiņa fiskālo plānu novērtējumu. Francijas parlaments 4. decembrī izteica neuzticību valdībai un tās fiskālajiem plāniem, kas rada neskaidru ietekmi uz 2025. gada budžetu. Daudzās valstīs pastāv arī pamataplēses riski, kas izriet no iespējamiem, bet pagaidām nenorādītiem papildu pasākumiem, kas nepieciešami, lai izpildītu pārskatītā ES fiskālās pārvaldības regulējuma prasības.

¹³ Sk. ECB tīmekļvietnē 2024. gada 12. decembrī publicētās "Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai".

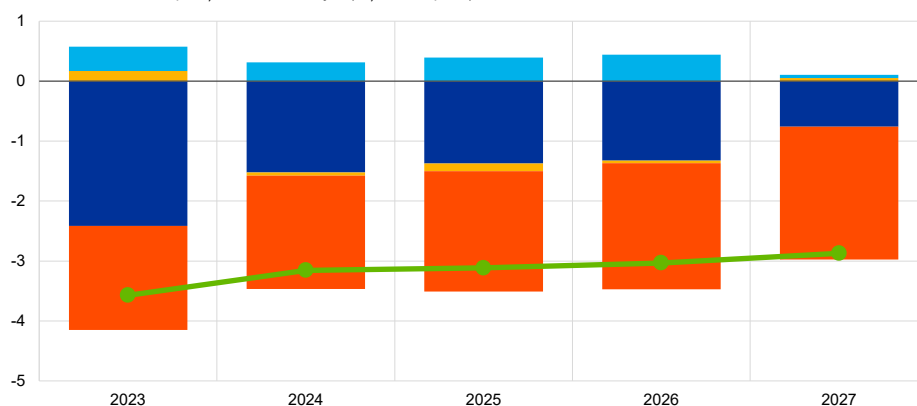
makroekonomiskajām iespēju aplēsēm budžeta bilance 2024. un 2025. gadam koriģēta un nedaudz palielināta, bet 2026. gadam nav mainīta.

25. attēls

Budžeta bilance un tās komponenti

(% no IKP)

- Cikliski koriģētā sākotnējā bilance (koriģēta, lai atspoguļotu NPES subsīdiju ietekmi ieņēmumu pusē)
- Cikliskā komponente
- Procentu maksājumi
- Budžeta bilance
- NPES ietvaros piešķirtās ES subsīdijas (ieņēmumu pusē)



Avoti: ECB aprēķini un Eurosisēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai. Piezīme. Dati attiecas uz visu 20 eurozonas valstu vispārējās valdības sektoru.

Paredzams, ka eurozonas fiskālā nostāja 2024. gadā kļūs būtiski stingrāka un, beidzoties NPES programmas īstenošanas termiņam, šī tendence būs vērojama arī 2027. gadā.¹⁴ Cikliski koriģētās sākotnējās bilances rādītāja (koriģēts atbilstoši NPES programmas ietvaros valstīm piešķirtajām subsīdijām) gada pārmaiņas liecina, ka 2024. gadā eurozonā tiks īstenota būtiski stingrāka (0.9 procentpunkti no IKP) fiskālā politika. Tas galvenokārt atspoguļo pakāpenisku lielas daļas ar enerģijas cenu un inflācijas kāpumu saistīto valdības atbalsta pasākumu atcelšanu, kā arī būtiskus ar diskreionāriem pasākumiem nesaistītus faktorus, kas dažās valstīs atspoguļo spēcīgu ieņēmumu dinamiku. Paredzams, ka fiskālā nostāja turpmākajos gados joprojām – lai gan 2025. un 2026. gadā tikai nedaudz – kļūs stingrāka. Gaidāms, ka diskreionāro pasākumu ietekmi uz stingrākas fiskālās nostājas piemērošanu kompensēs dinamiskas valdības investīcijas un fiskālie pārvedumi, savukārt paredzams, ka diskreionāro pasākumu apjoma samazinājums noteiks fiskālās nostājas stingrības palielināšanos 2026. gadā. Paredzams, ka 2027. gadā, beidzoties NPES programmas īstenošanas termiņam, fiskālā nostāja kļūs ievērojami stingrāka (par 0.6 procentpunktiem no IKP). Tas galvenokārt atspoguļo pieņēmumu par NPES subsīdiju veidā iepriekš finansēto valdības investīciju un fiskālo pārvedumu sarukumu. Tāpēc fiskālās nostājas stingrība iespēju aplēšu periodā (2024.–2027. gadā) kopumā tiks palielināta līdz

¹⁴ 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 koriģētās sākotnējās bilances rādītāja pārmaiņas, neietverot valdības atbalstu finanšu sektoram. Ņemot vērā to, ka lielākiem budžeta ieņēmumiem, kas saistīti ar NPES subsīdijām no ES budžeta, nav samazinošas ietekmes uz pieprasījumu, cikliski koriģētā sākotnējā bilance tiek koriģēta, lai izslēgtu šos ieņēmumus. Sīkāk par eurozonas fiskālo nostāju sk. ECB 2016. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 rakstā "The euro area fiscal stance" ("Eurozonas fiskālā nostāja").

1.7 procentpunktiem no IKP. Tomēr, ņemot vērā lielo kopš pandēmijas īstenoto fiskālā atbalsta pasākumu apjomu, fiskālā nostāja no 2020. gada līdz 2027. gadam kopumā saglabāsies ļoti stimulējoša.

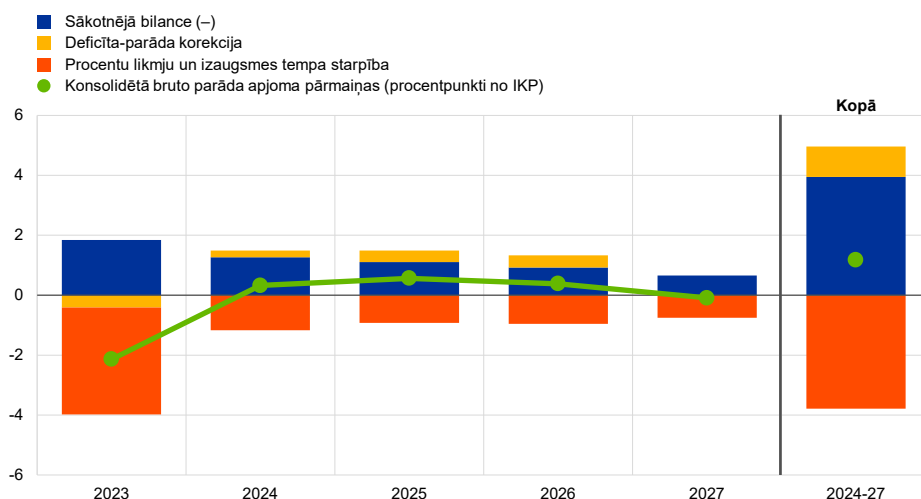
Paredzams, ka jau tā augstā eurozonas valstu valdības parāda attiecība pret IKP pieaugs lēnām un stabilizēsies iespēju aplēšu perioda beigās (26. att.).

Pandēmijas laikā parāda rādītājs būtiski pieauga (līdz aptuveni 97 % 2020. gadā), bet kopš tā laika pakāpeniski sarucis. Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm šī uzlabošanās tendence pamazām izzūd. Pašlaik paredzams, ka tā vietā parāda rādītājs lēnām pieaugs (no 87.4 % no IKP 2023. gadā līdz gandrīz 88.7 % no IKP 2027. gadā). Pieaugumu iespēju aplēšu periodā nosaka pastāvīgais sākotnējais deficīts un paredzamā pozitīvā deficīta-parāda korekcija, ko tikai daļēji kompensēs procentu likmju un izaugsmes tempa labvēlīgā (negatīvā) starpība.

26. attēls

Eurozonas valstu valdības parāda pārmaiņas noteicošie faktori

(% no IKP, ja nav norādīts citādi)



Avoti: ECB aprēķini un Eurosistēmas speciālistu 2024. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai. Piezīme. Dati attiecas uz visu 20 eurozonas valstu vispārējās valdības sektoru.

Eiropas Komisija 26. novembrī uzsāka jaunā ekonomiskās pārvaldības regulējuma politikas koordinēšanas pirmo ciklu, publicējot rudens paketi. Šī

pakete ietver Komisijas novērtējumu par pirmajiem vidēja termiņa fiskālajiem un strukturālajiem plāniem, kurus ES dalībvalstis iesniegušas jaunā pārvaldības regulējuma ietvaros, kas stājas spēkā 30. aprīlī. Tā ietver arī Komisijas novērtējumu par eurozonas valstu 2025. gada budžeta plānu projektiem. Tomēr ne visas eurozonas valstis bija Komisijai iesniegušas budžeta plānus galvenokārt sakarā ar to vēlēšanu cikliem.¹⁵ Turklāt, ņemot vērā politiskās norises atsevišķās valstīs, vairāki budžeta plānu projekti jau varētu būt novecojuši. Tomēr valdībām šā regulējuma

¹⁵ Beļģija, Vācija, Lietuva un Austrija nebija Komisijai iesniegušas vidēja termiņa fiskālos un strukturālos plānus, savukārt Beļģija, Spānija un Austrija nebija iesniegušas budžeta plānu projektus.

ietvaros tagad galvenā uzmanība būtu jāpievērš savu saistību izpildei pilnībā un bez kavēšanās. Tas palīdzētu valdībām ilgtspējīgi samazināt budžeta deficītu un parāda rādītājus, vienlaikus nosakot prioritātes izaugsmi veicinošām reformām un ieguldījumiem. Lai vairotu tautsaimniecības produktivitāti, konkurētspēju un noturību, ir arī ļoti svarīgi nekavējoties veikt turpmākus pasākumus, kas ietver konkrētas un vērienīgas strukturālās politikas noteikšanu saskaņā ar Mario Dragi (*Mario Draghi*) priekšlikumiem par Eiropas konkurētspējas uzlabošanu un Enriko Letas (*Enrico Letta*) priekšlikumiem par vienotā tirgus veicināšanu.¹⁶

¹⁶ Sk. Draghi, M., "[The future of European competitiveness](#)", September 2024; and Letta, E., "[Much more than a market – Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens](#)", April 2024.

Ielikumi

1. Kas noteicis ASV kapitāla vērtspapīru cenu noturību – tirgus struktūra, peļņas gaidas vai šo vērtspapīru riska prēmijas?

Sagatavojuši Magdalēna Grote (*Magdalena Grothe*), Ana-Simona Manu un Toma Tomovs (*Toma Tomov*)

ASV kapitāla vērtspapīru cenu kāpums kopš 2023. gada noteicis kapitāla vērtspapīru – īpaši tā sauktā Lieliskā septītnieka (*Magnificent Seven*) uzņēmumu vērtspapīru – vērtējuma pieaugumu. Neraugoties uz Federālo rezervju sistēmas īstenoto monetārās politikas stingrības palielināšanu un vairākiem ģeopolitiskajiem šokiem, ASV kapitāla vērtspapīru cenas palielinājušās gandrīz par 60 %. Katru 2024. gada ceturksni gada pieaugums palielinājies vairāk nekā par 20 % (A att. a) panelis). Akcijas ar visaugstāko cenas pieaugumu – lielo tehnoloģiju uzņēmumu *Alphabet*, *Amazon*, *Apple*, *Meta*, *Microsoft*, *Nvidia* un *Tesla* ("Lieliskais septītnieks") vērtspapīri – būtiski apsteiguši pārējos, to cenām palielinoties aptuveni par 75 % 2023. gadā un par 45 % 2024. gadā. Tas paaugstinājis šo vērtspapīru vērtējumu cenas attiecības pret peļņu (*price-to-earnings ratio*; P/E) izteiksmē aptuveni līdz 30 – krietni augstāk par S&P 500 ietvērto uzņēmumu vērtspapīru mediānas līmeni (20) un ilgtermiņa mediānas līmeni (17) (A att. b) panelis).¹ Pēdējā laikā S&P 500 ietvērto uzņēmumu kapitāla vērtspapīru cenas pieaugums lielākoties bijis zemāks par *Nasdaq* indeksā ietvērto uzņēmumu (pārsvārā tehnoloģiju uzņēmumu) kapitāla vērtspapīru cenas pieaugumu pirms 25 gadiem, tomēr šīs norises vērts aplūkot *dot-com* burbuļa kontekstā. Līdzīgi kā toreiz, kad vērtspapīru vērtības kāpumu noteica liels entuziasms par internetu, arī pašreizējo tehnoloģiju uzņēmumu tirgus snieguma pamatā ir liels optimisms par tādām jaunām tehnoloģijām kā mākslīgais intelekts (AI). Tāpēc analītiķi un komentētāji plašsaziņas līdzekļos analizējuši šo divu periodu līdzības un atšķirības.² Ņemot to vērā, šajā ielikumā aprakstīti faktori, kas noteikuši ASV kapitāla vērtspapīru tirgus noturību, kā arī aplūkota tirgus struktūras, peļņas gaidu un kapitāla vērtspapīru riska prēmijas nozīme.

Tirgus kapitalizācija pašlaik ir daudz koncentrētāka nekā agrāk, t. sk. *dot-com* burbuļa laikā. *Dot-com* burbulis ietvēra lielu skaitu mazu jaunuzņēmumu ar lielu aizņēmumu īpatsvaru (daudzi no tiem bija iekļauti *Nasdaq*, nevis S&P 500 indeksā), savukārt AI uzplaukums koncentrējas lielākajos S&P 500 uzņēmumos ar visaugstāko sniegumu. Pašreizējo tirgus cenu apstākļos "Lieliskā septītnieka" akcijas veido trešdaļu (pirms pieciem gadiem – piektdaļu) no S&P 500 tirgus kapitalizācijas. Šo uzņēmumu nozīmīgā loma pašreizējo indeksa vērtējumu un tirgus kapitalizācijas

¹ P/E attiecība ir plaši lietots kapitāla vērtspapīru vērtējuma rādītājs, ko aprēķina, akcijas cenu dalot ar attiecīgā uzņēmuma peļņu uz vienu akciju. To var interpretēt kā cenu, ko ieguldītājs maksā par peļņas vienību.

² Sk., piemēram, Lombardi, M.J. and Pinter, G. "The valuations of tech stocks: dotcom redux?", *BIS Quarterly Review*, 16 September 2024, kas ir viena no jaunākajām starptautisko iestāžu publikācijām.

kontekstā krasi kontrastē ar *dot-com* burbuli, kad septiņi lielākie uzņēmumi veidoja vien 17 % no S&P 500 tirgus kapitalizācijas (aptuveni pusi no pašreizējās S&P 500 tirgus kapitalizācijas daļas). Lieliem ASV tehnoloģiju uzņēmumiem ir arī lielāka tirgus ietekme un augstākas peļņas maržas nekā vidējam ASV informācijas tehnoloģiju (IT) uzņēmumam 20. gs. 90. gadu beigās, kad šāda uzņēmuma peļņas marža bija 5–10 %. Turklāt atšķirībā no daudziem jaunuzņēmumiem *dot-com* burbuļa laikā, kad tie paļāvās uz aizņemtajiem līdzekļiem, "Lieliskā septītnieka" uzņēmumiem ir bagātīgas naudas līdzekļu rezerves. Turklāt šiem uzņēmumiem ir pieejams lēts ārējais finansējums, kas tiem ļauj ieguldīt pētniecībā un izstrādē, kā arī iegādāties mazākus uzņēmumus un konkurentus.³ Šķēršļi ienākšanai tirgū (piemēram, lielas pastāvīgās izmaksas mikroshēmu ražošanas un mākoņpakalpojumu nodrošināšanas jomā, kā arī pirmā tirgus dalībnieka priekšrocība lielu valodas moduļu un meklētājprogrammu izstrādē) palīdz šādiem uzņēmumiem saglabāt savu tirgus daļu un vērtību, iespējams, uz citu – mazāku – uzņēmumu rēķina.

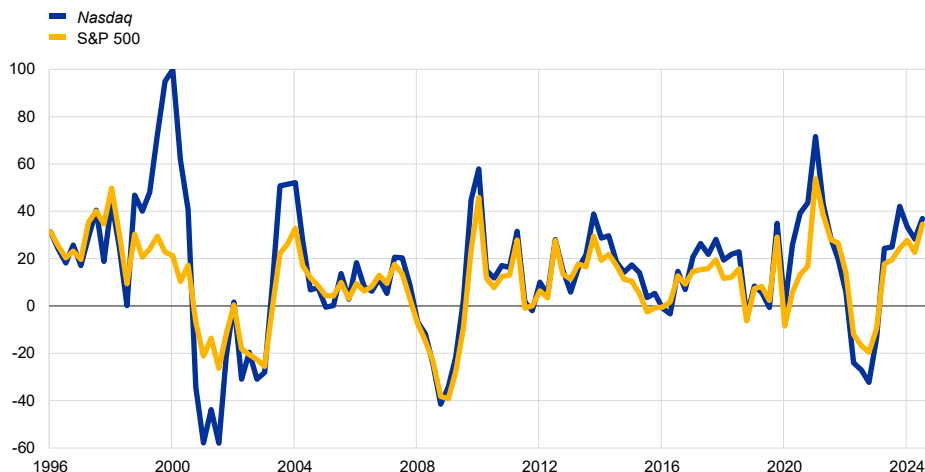
³ Jaunākie "Lieliskā septītnieka" uzņēmumu sniegtie dati liecina, ka tie arvien biežāk veic apvienošanas un iegādi.

A attēls

ASV kapitāla vērtspapīru cenu pieaugums un P/E rādītāji

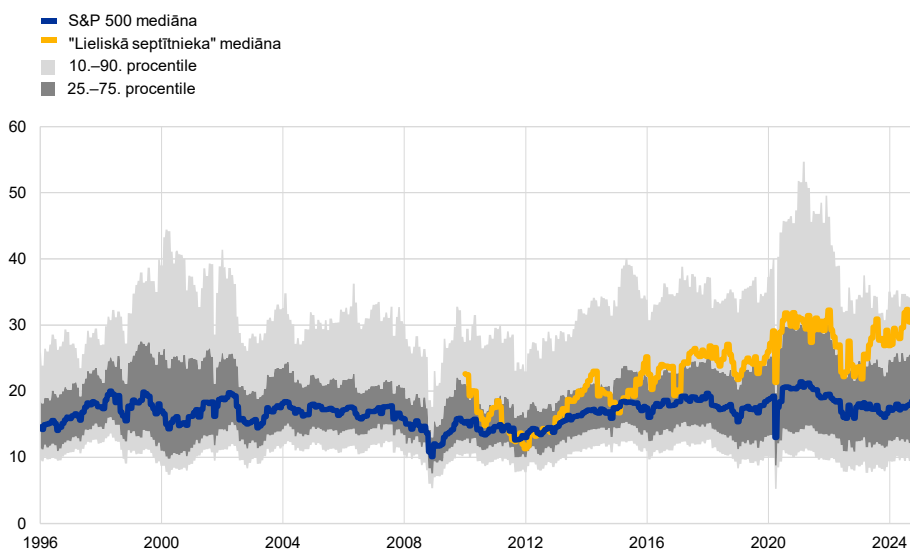
a) Kapitāla vērtspapīru cenu pieaugums

(%)



b) Nākotnes P/E rādītāji

(P/E rādītājs)



Avoti: Bloomberg, LSEG un ECB speciālistu aprēķini.

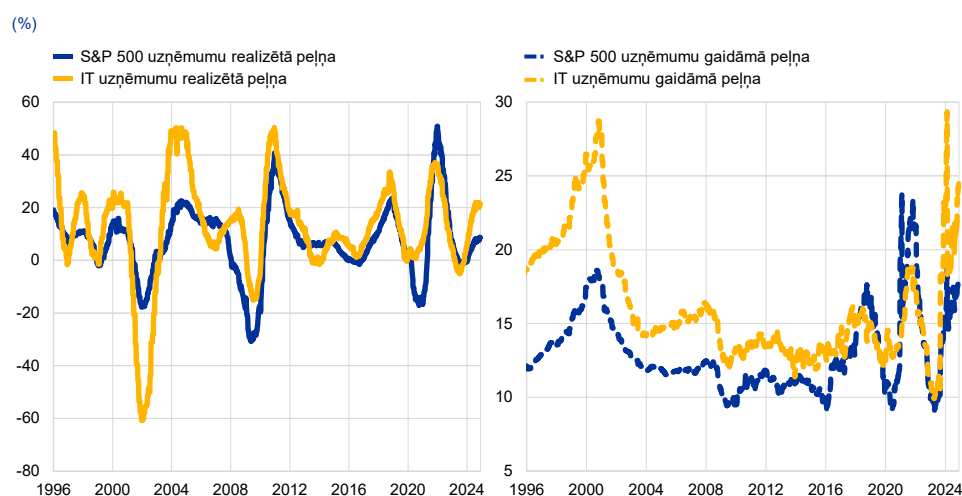
Piezīmes. Attēla a) panelī līnijas atspoguļo S&P 500 un Nasdaq indeksu gada pieaugumu (ceturkšņu beigu dati). Attēla b) panelī pelēkās līnijas atspoguļo S&P 500 iekļauto uzņēmumu nākotnes P/E rādītājus procentiņu dalījumā. Zilā un dzeltenā līnija atspoguļo attiecīgi S&P 500 indeksa un "Lieliskā septītnieka" pēdējo gadu mediānu. Jaunākie dati a) panelī atbilst stāvoklim 2024. gada 3. ceturksnī (ceturkšņa dati). Jaunākie dati b) panelī atbilst stāvoklim 2024. gada 29. novembrī (nedēļas dati).

Kapitāla vērtspapīru cenu kāpumu ASV tehnoloģiju sektorā noteikuši gaidāmie augstie peļņas rādītāji, kuru pamatā ir cerības, ka AI revolūcija sekmēs būtisku ražīguma pieaugumu. Pēdējos gados "Lieliskā septītnieka" akcijas nodrošinājušas ļoti augstu realizēto peļņu. Šā iemesla dēļ pastiprinājušās gaidas par turpmāku peļņas kāpumu, un šo akciju cenas palielinājušās straujāk nekā citu akciju cenas. Tīrgus analītiķi paredz, ka 2025. un 2026. gadā S&P 500 indeksā iekļauto uzņēmumu peļņas pieaugums būs mērāms divciparu skaitļos – krietni virs vidējā ilgtermiņa rādītāja (B att.). Ar AI saistītais ražīguma kāpums, iespējams, apstiprina

šīs gaidas, jo AI arvien biežāk pieminēts S&P 500 iekļauto uzņēmumu peļņas un zaudējumu aprēķinos.⁴ Tomēr, raugoties uz tirgu vēsturiskā skatījumā un plašākā izpratnē, aptuveni 18 % peļņas pieaugums, kāds pašlaik tiek gaidīts S&P 500 iekļauto uzņēmumu akcijām nākamajos gados, realizēts samērā reti. Piemēram, *dot-com* burbuļa laikā 2000. gadā gaidāmā peļņa bija līdzīga. Tomēr, lai gan realizētās peļņas rādītāji sākotnēji bija augsti, tie vēlāk būtiski saruka. Turklāt, ņemot vērā minētos strukturālos faktorus, nav skaidrs, kāds būs AI devums plašākā uzņēmumu sektorā.

B attēls

S&P 500 un informācijas tehnoloģiju (IT) nozares uzņēmumu ilgtermiņa peļņas pieaugums uz vienu akciju un realizētā peļņa



Avoti: IBES ar LSEG starpniecību un ECB speciālistu aprēķini.
Piezīmes. Ilgtermiņa peļņas pieaugums uz vienu akciju attiecas uz gaidāmo mediānas kāpuma tempu triju līdz piecu gadu periodā. Realizētās peļņas pieaugums atspoguļots gada izteiksmē. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 29. novembrī (nedēļas dati).

Modeļa analīze arī liecina, ka vēlme uzņemties risku būtiski ietekmējusi ASV kapitāla vērtspapīru cenu kāpumu, vērtspapīru riska prēmijām atrodoties daudzgadu zemākajā līmenī. S&P 500 un IT nozares uzņēmumu akcijām piemērotā dividenžu diskonta modeļa rezultāti atklāj, ka investoru vēlme uzņemties risku būtiski veicinājusi kapitāla vērtspapīru cenu kāpumu. Šī tendence īpaši spilgti izpaudusies kopš 2022. gada, kad aprēķinātās kapitāla vērtspapīru riska prēmijas pazeminājās līdz daudzgadu zemākajam līmenim (C att. a) panelis). Šo zemo līmeni un lielo vēlmi uzņemties risku, iespējams, ietekmējuši vairāki faktori, piemēram, veiksmīga inflācijas pazemināšana bez recesijas pazīmēm un vāja vēlme nodrošināties pret mazas varbūtības riskiem.⁵ Kapitāla vērtspapīru riska prēmijas bijušas īpaši zemas IT nozarē, kas ietver dažus "Lieliskā septītnieka" akcijas. Augstu peļņas rādītāju gaidas un vēsturiski zemās kapitāla vērtspapīru riska prēmijas bija galvenie faktori, kuri noteica ASV vērtspapīru cenu noturību pat strauja procentu likmju kāpuma apstākļos (C att. b) panelis). Pēc Federālo rezervju sistēmas

⁴ Piemēram, sk. 2024. gada 17. jūnija [IMF Corporate Earnings Monitor](#) 19. att.
⁵ Kapitāla vērtspapīru tirgus riski plašāk aplūkoti ielikumā "Low implied equity market volatility could underestimate financial stability vulnerabilities", *Financial Stability Review*, ECB, May 2024, un *Financial Stability Review*, ECB, November 2024, 2.2. nodaļā.

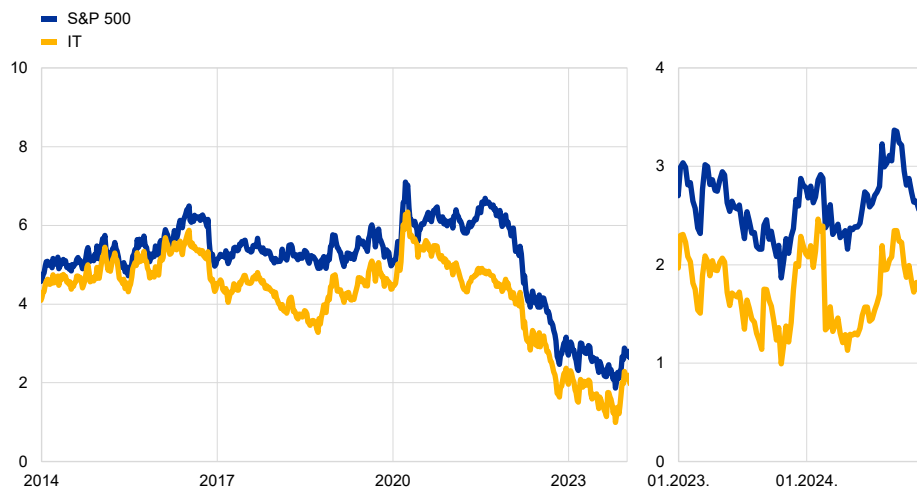
Federālās atklātā tirgus komitejas (FOMC) 2023. gada decembra paziņojuma, kas liecināja par atkāpšanos no ierobežojošās monetārās politikas nostājas, procentu likmju ierobežojošā ietekme uz kapitāla vērtspapīru cenām mazinājās.

C attēls

Kapitāla vērtspapīru riska prēmiju nozīme S&P 500 un IT nozares kapitāla vērtspapīru vērtējumā

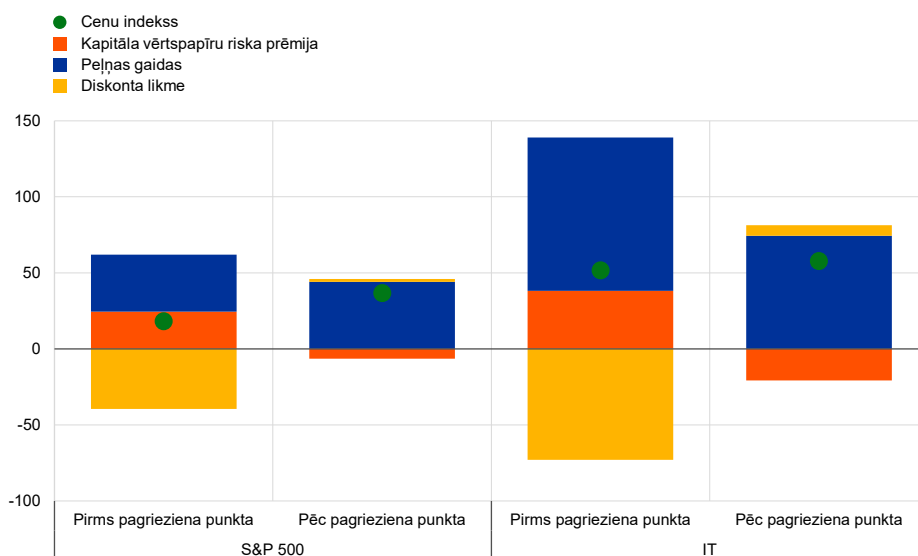
a) Atsevišķu S&P 500 nozaru kapitāla vērtspapīru riska prēmijas

(%)



b) Uz modeli balstīta atsevišķu S&P 500 nozaru kapitāla vērtspapīru atdeves dekompozīcija par periodu no 2023. gada

(%)



Avoti: LSEG un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Kapitāla vērtspapīru riska prēmija aprēķināta, izmantojot dividenžu diskonta modeli. Tas ir standarta kapitāla vērtspapīru vērtējuma modelis, ko izmanto šo vērtspapīru tirgus monitorēšanā un riska prēmijas aprēķināšanā. Kapitāla vērtspapīru riska prēmijas pieaugums nozīmē augstāku atbildību par kapitāla vērtspapīru turēšanas risku, ko var interpretēt kā lielāku vēlmi izvairīties no riska. Līdzīgi kapitāla vērtspapīru riska prēmijas sarakumu var interpretēt kā mazāku vēlmi izvairīties no riska. Lai veiktu šā modeļa aprēķinus attiecībā uz IT nozari, pieejā izmantota arī kopējam indeksam izstrādātā metodoloģija, kas aprakstīta ECB 2018. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 rakstā "Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area" ("Euro zonas kapitāla vērtspapīru izmaksu vērtējums un interpretācija"). Modelis ietver akciju atpiršanu, diskontē gaidāmo naudas plūsmu ar attiecīgā termiņa procentu likmi un ietver trīs gaidāmos dividenžu pieauguma periodus. Pirmais periods "Pirms pagrieziņa punkta" attiecas uz pārmaiņām laikposmā no FOMC 2023. gada janvāra sanāksmes līdz FOMC 2023. gada decembra sanāksmei. Otrais periods "Pēc pagrieziņa punkta" attiecas uz pārmaiņām laikposmā no FOMC 2023. gada decembra sanāksmes līdz datumam, par kuru saņemti jaunākie dati. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 29. novembrī (nedēļas dati).

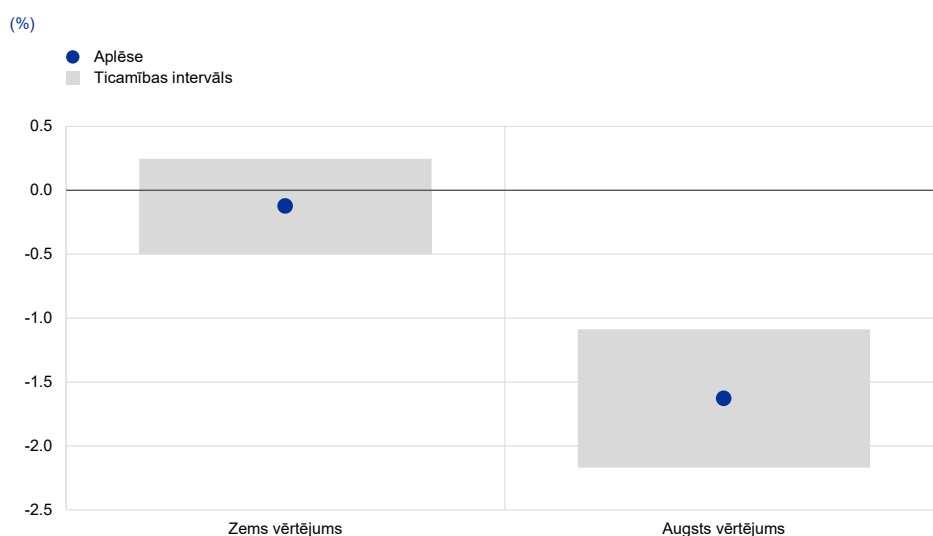
Ņemot vērā augstos vērtējumus un būtisku akciju tirgus koncentrāciju, kapitāla vērtspapīri joprojām ir pakļauti negatīviem šokiem. Tā kā pašlaik

ECB 2024. gada "Tautsaimniecības Biļetens" Nr. 8. Ielikumi
Kas noteicis ASV kapitāla vērtspapīru cenu noturību – tirgus struktūra, peļņas gaidas vai šo vērtspapīru riska prēmijas?

mainās ģeopolitiskā situācija, kā arī vērojams augsts parāda līmenis un pastāv nenoteiktība par ekonomisko situāciju gan plašākā izpratnē, gan konkrēti attiecībā uz turpmāko ar AI saistīto ražīguma kāpumu, tirgus dalībnieku pēkšņa vēlme mazināt risku šķiet vairāk iespējama. Uz modeli balstīti dati liecina, ka, piemēram, makroekonomiskās perspektīvas lejupvērsta korekcija varētu būtiskāk ietekmēt kapitāla vērtspapīru tirgus cenas periodos, kad to vērtējums ir paaugstināts (D att.). Ņemot vērā augsto vērtspapīru vērtējumu un būtisku ASV kapitāla vērtspapīru tirgus koncentrāciju, šādi riski varētu kļūt arvien nopietnāki.⁶

D attēls

ASV kapitāla vērtspapīru cenu reakcija uz negatīviem ASV makroekonomiskajiem šokiem saskaņā ar kapitāla vērtspapīru vērtējuma rādītājiem



Avoti: SEG un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. ASV kapitāla vērtspapīru cenu impulsa reakcijas uz negatīviem ASV makroekonomiskajiem šokiem saskaņā ar kapitāla vērtspapīru vērtējuma rādītājiem. Reakcijas aplēstas, dienas datiem piemērojot sliekšņa lokālo prognožu metodes un ņemot vērā *Citi* ekonomiskā pārsteiguma indeksu, un tās atspoguļotas kumulatīvi pēc vienas nedēļas. ASV makroekonomiskie šoki aplēsti dienas Beijesa vektoru autoregresijas (BVAR) modeli atbilstoši Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. and Van Robays, I. "What drives euro area financial market developments? ASV ietekmes nozīmīgums un globālais risks", *Working Paper Series*, Nr. 2560, ECB, 2021. Aplēšu periods aptver laikposmu no 2005. gada jūlija līdz 2024. gada augustam.

⁶ Dažādu veidu negatīvo šoku un kapitāla vērtspapīru cenu reakcijas detalizētāka analīze liecina, ka pozitīvi gaidāmās peļņas rādītāji var mazināt negaidītas riska samazināšanas un monetārās politikas šoku ietekmi uz vērtspapīru cenām; sk. Chiţu, L., Grothe, M., Schulze, T. and Van Robays, I. "Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel", *Working Paper Series*, No 2860, ECB, 2023. Attiecīgi augsto kapitāla vērtspapīru vērtējumu, ko noteikusi gaidāmā peļņa, iespējams, mazāk ietekmēs riska samazināšanas vai monetārās politikas šoki, taču to varētu būtiskāk ietekmēt negatīvi makroekonomiskie šoki.

2. Emisijas kvotu tirdzniecības sistēmas īstermiņa ietekme uz ieguldījumiem Eiropā

Sagatavojuši Pablo Anaya Longariks (*Pablo Anaya Longaric*), Virdžīnija Di Nino (*Virginia Di Nino*) un Vasilijs Kostakis (*Vasileios Kostakis*)

Šajā ielikumā aplūkota ES emisijas kvotu tirdzniecības sistēmas (ES ETS) ietekme uz Eiropas ieguldījumiem un empīriski pārbaudīta oglekļa cenas noteikšanas ietekme uz starptautisko un iekšzemes ieguldījumu plūsmu. ES ETS ļāvusi samazināt siltumnīcefekta gāzu (SEG) emisijas un tādējādi nodrošinājusi ilgtermiņa ieguvumus videi, Eiropas tautsaimniecībai un Eiropas enerģētiskajai neatkarībai. Empīriskie dati par ilgtermiņa ieguvumiem liecina, ka ETS veicina arī zaļos ieguldījumus, lai samazinātu uzņēmumu ražošanas procesu oglekļa dioksīda emisiju intensitāti.¹ Salīdzinājumā ar citiem politikas instrumentiem oglekļa cenas noteikšana ir efektīvs mehānisms, kas stimulē mazoglekļa tehnoloģiju ieviešanu.² Tāpēc ETS ir būtiska loma Eiropas enerģētiskās neatkarības no fosilajām degvielām stiprināšanā.

Tomēr īstermiņa ietekme uz ieguldījumiem nav acumirkļī skaidra. Ieguvumi videi varētu rasties uz samazinātu ieguldījumu rēķina, jo oglekļa cenas noteikšana ir pielīdzināma enerģijas nodokļa piemērošanai uzņēmumiem.³ Turklāt tās ietekmē ieguldījumi varētu tikt novirzīti uz valstīm, kuru tiesiskais regulējums neparedz līdzīgus oglekļa dioksīda emisiju ierobežojumus ar cenu vai nodokļu palīdzību (tā sauktā oglekļa emisiju pārvirze). Vienlaikus tā varētu stimulēt uzņēmumu ieguldījumus zaļajās tehnoloģijās, ņemot vērā to, ka ETS ieņēmumi, kas gūti ar tādu ES programmu starpniecību kā Inovāciju fonds, Modernizācijas fonds un Atveseļošanas un noturības mehānisma *REPowerEU* komponents, tiek izmantoti zaļo ieguldījumu veicināšanai. Tā kā ietekme uz ieguldījumiem vēl nav skaidri apzināta, jānoskaidro tie faktori, kuri līdz šim bijuši noteicoši, lai labāk noregulētu vides politiku un tādējādi mazinātu oglekļa emisiju pārvirzes risku un ierobežotu iespējamās ekonomiskās izmaksas.

Tālāk ielikumā analizēta oglekļa cenas pārmaiņu ietekme uz starptautisko un Eiropas ieguldījumu plūsmu. Ielikumā novērtēta oglekļa cenas šoku ietekme uz ārvalstu tiešajiem ieguldījumiem (ĀTI) jaunās nozarēs un uz kopējā pamatkapitāla veidošanu laika gaitā gan valsts, gan nozaru līmenī. Lai identificētu oglekļa cenas šokus, vektoru autoregresijas modelī kā instruments iekļautas ETS regulējuma pārmaiņu brīdī notiekošās biržā tirgoto emisijas kvotu nākotnes līgumu cenu

¹ Sk. Colmer, J., Martin, R., Muuls, M. and Wagner, U.J. "Does Pricing Carbon Mitigate Climate Change? Firm-Level Evidence from the European Union Emissions Trading System", *The Review of Economic Studies*, May 2024

² Sk. Anderson et al. "Policies for a climate-neutral industry: Lessons from the Netherlands", *OECD Science, Technology and Industry Policy Papers*, No 108, April 2021.

³ Pāreja uz ekonomiku ar zemu oglekļa dioksīda emisiju līmeni un ar to saistītās nodokļu politikas makroekonomiskā ietekme aplūkota ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 5 rakstā "[The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy](#)" ("Pārejas uz ekonomiku ar zemu oglekļa dioksīda emisiju līmeni makroekonomiskā ietekme") un Kānzig, D.R. "[The unequal economic consequences of carbon pricing](#)", *National Bureau of Economic Research Working Papers*, No 31221, May 2023.

pārmaiņas.⁴ Būtiski norādīt, ka ielikumā galvenokārt analizētas ar oglekļa cenas noteikšanu saistītās īstermiņa izmaksas. Vienlaikus šā ielikuma mērķis nav analizēt tīrākas enerģijas un mazākas atkarības no fosilajām degvielām sniegtos ilgtermiņa ieguvumus.⁵ Izlase aptver laikposmu no 2003. gada līdz 2019. gadam (no brīža, kad tika publicēts paziņojums par ETS ieviešanu, līdz ieviešanas 3. posma beigām). Analīze neietver pandēmijas periodu, kad īstenojās citi būtiski šoki, kuri varētu izkropļot analīzes rezultātus, bet tā ietver oglekļa cenas šokus saistībā ar 2019. gada paziņojumiem par plānotajām ETS regulējuma pārmaiņām.

Empīriskā analīze liecina, ka, oglekļa cenai palielinoties, jaunās nozarēs veikto ĀTI plūsma uz Eiropu īslaicīgi samazinās. Pēc oglekļa cenas šoka, kurš normalizēts atbilstoši ražotāju cenu indeksa (RCI) enerģijas komponenta pieaugumam par 1 % (kas ietekmes ziņā atbilst biržā tirgoto oglekļa nākotnes līgumu cenu kāpumam par 25 %), jaunās nozarēs veikto ĀTI plūsmu pārvirze no Eiropas uz valstīm ārpus Eiropas būtiski pastiprinās (A att. a) panelis).⁶ Turklāt pēc gada palielinās ĀTI plūsmas starp valstīm ārpus Eiropas. Līdzīgi samazinās arī jaunās nozarēs veikto ĀTI plūsmas uz Eiropu no valstīm ārpus Eiropas, un vidējā termiņā turpina sarukt Eiropas iekšējās plūsmas (A att. b) panelis). Kopumā šīs norises liecina, ka oglekļa cenu pieauguma dēļ līdzekļi tiek īslaicīgi novirzīti uz valstīm ārpus Eiropas.⁷

⁴ Sk. citēto D. R. Krencinga (*D. R. Känzig*) darbu.

⁵ Dati liecina, ka ETS ieviešana stimulējusi ieguldījumus, kas vērsti uz to, lai uzņēmumi ilgtermiņā samazinātu oglekļa dioksīda emisijas, un tas nekaitēja to saimnieciskajai darbībai. Sk. citēto B. Andersones (*B. Anderson*) u.c. darbu.

⁶ Šoks identificēts mēroga un vērtības zīmes izteiksmē, izmantojot vektoru autoregresijas modeļa instrumentālos mainīgos. Tas mēroģots tā, lai uzreiz tiktu atspoguļots rezultāts. Tomēr šāda mēroģošana šoku relatīvi palielina salīdzinājumā ar vidējo biržā tirgoto oglekļa nākotnes līgumu cenu reakciju uz iepriekšējām ETS regulējuma pārmaiņām. Tāpēc iespējams, ka faktiskā ietekme uz ĀTI un iekšzemes ieguldījumiem iepriekš bijusi būtiski mazāka.

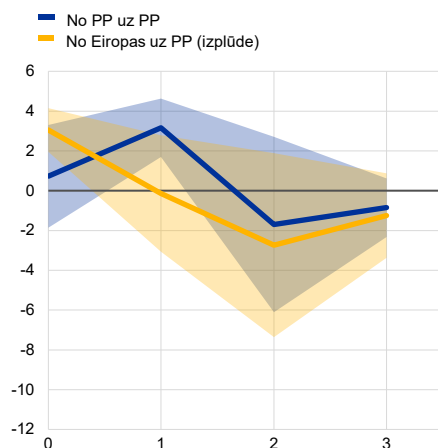
⁷ Sk. Böning, J., Di Nino, V. and Folger, T. "Stop carbon leakage at the border, can EU companies be both green and globally competitive?", *The ECB blog*, 1 June 2023; un Böning, J., Di Nino, V. and Folger, T. "Benefits and costs of the ETS in the EU, a lesson learned for the CBAM design", *Working Paper Series*, No 2764, ECB, January 2023.

A attēls

Oglekļa cenas šoka ietekme uz pasaules ĀTI jaunās nozarēs

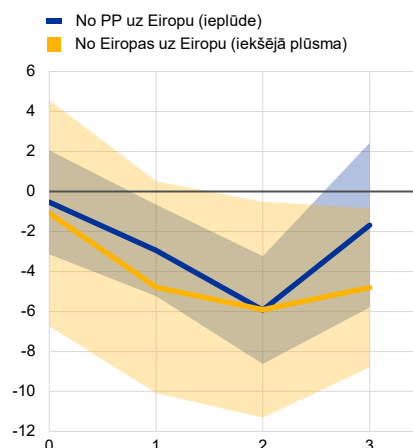
a) Oglekļa cenas šoka ietekme uz pārējās pasaules ĀTI

(y ass: pārmaiņas, %; x ass: gadi pēc ietekmes)



a) Oglekļa cenas šoka ietekme uz Eiropas ĀTI

(y ass: pārmaiņas, %; x ass: gadi pēc ietekmes)



Avoti: Eurostat, FT fDi Intelligence un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes: "PP" nozīmē "pārējā pasaule". Attēlā atspoguļota oglekļa cenas šoka, kura dēļ RCI enerģijas komponents palielinās par 1 %, aplēstā ietekme uz paziņotajiem projektiem saistībā ar ĀTI jaunās nozarēs. Izlase aptver laikposmu no 2003. gada līdz 2019. gadam. Tā kā ETS darbība tika uzsākta 2005. gadā, paplašinātās laiktrendas būtiski neietekmē rezultātus. Specifikācija ir

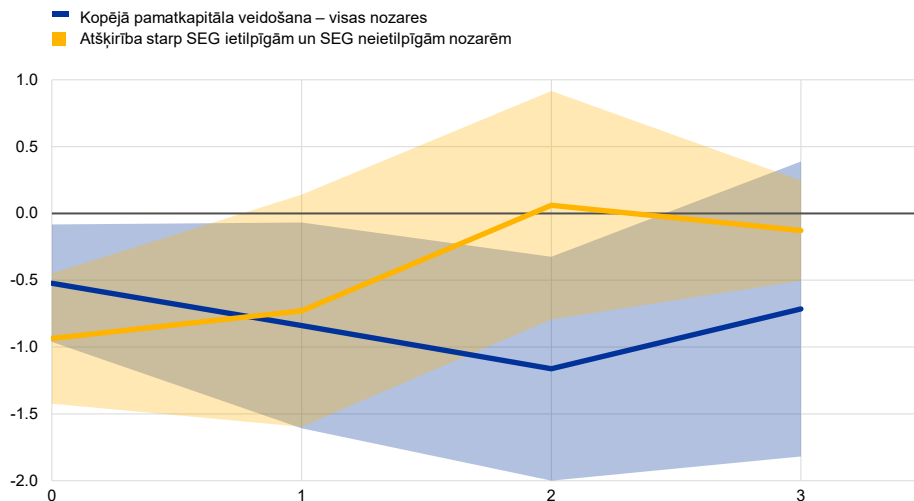
$\Delta_h Y_{ijt+h} = \alpha_j^h + \beta_h S_{jt} + \Sigma_h X_{jt-t-1} + \epsilon_{j,t+h}$, kur Y_{ijt+h} ir interesējošais iegūstamais mainīgais periodā h starp valstīm i un j un X_{jt-t-1} ietver makroekonomisko kontroles rādītāju kopumu, t. sk. novēloto atkarīgo mainīgo. Nepārtrauktās līnijas parāda aprēķinātās impulsa reakcijas, savukārt iekrāsotie laukumi atspoguļo 90 % konfidences intervālus, pamatojoties uz Dž. Driskola un Ā. Krāja standarta kļūdām (Driscoll-Kraay standard errors), kuras neietekmē sērijveida korelācija un šķērsgrizuma vienību savstarpējā atkarība.

Ietekme uz iekšzemes ieguldījumiem Eiropā, šķiet, arī bijusi negatīva. Oglekļa cenas šoks, kura dēļ RCI enerģijas komponents palielinās par 1 %, pirmajā gadā samazina ES kopējā pamatkapitāla veidošanu par 0.5 %, un pēc diviem gadiem kumulatīvais sarukums ir vairāk nekā 1 % (B att.). Tomēr jānorāda, ka šīs aplēses raksturo liela nenoteiktība. Samazinājums veidojas tāpēc, ka oglekļa cenu pieaugums izpaužas kā uzņēmumiem piemērots ražošanas nodoklis, kas ierobežo kopējo ekonomisko aktivitāti. Tas atsver papildu ieguldījumus uzņēmumu ražošanas procesu pārvirzīšanai uz zaļās enerģijas avotiem.

B attēls

Oglekļa cenas šoka ietekme uz kopējā pamatkapitāla veidošanu ES

(y ass: pārmaiņas, %; x ass: gadi pēc ietekmes)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. "SEG" nozīmē "siltumnīcefekta gāzes". Attēlā atspoguļota oglekļa cenas šoka, kura dēļ RCI enerģijas komponents palielinās par 1 %, aplēstā ietekme. Specifikācija atbilst A attēla piezīmēs aprakstītajai specifikācijai. SEG ietilpīgās nozares ir nozares, kuru emisiju līmenis (proporcionāli to pievienotajai vērtībai) ir augstāks par mediānas līmeni.

Oglekļa cenas šoks galvenokārt ietekmē nozares ar augstu oglekļa dioksīda emisiju līmeni.⁸ Kopējo ieguldījumu apjoma samazinājumu lielākoties noteikušas būvniecības, transporta un apstrādes rūpniecības nozares (C att.). Turklāt, neraugoties uz to, ka ieguves rūpniecība un karjeru izstrāde ir ļoti oglekļietilpīgas nozares, oglekļa cenu šoki tās nav būtiski ietekmējuši. Tas, visticamāk, ir saistīts ar bezmaksas kvotu ieviešanu.⁹

Šie rezultāti interpretējami citu pētījumu kontekstā, kuri liecina, ka ETS ietekmē nav samazinājusies ekonomiskā aktivitāte un nav notikusi būtiska oglekļa emisiju pārvirze.¹⁰ ETS panāktais oglekļa dioksīda emisiju samazinājums lielākoties skaidrojams ar patiesu emisiju līmeņa kritumu, nevis ar ražošanas pārvirzi uz reģioniem ar mazāk stingru regulējumu vides jomā. Turklāt Eiropas piemērs atklāj, ka oglekļa cenas noteikšana un progresīvu tehnoloģiju ieviešanai īstenots vērienīgs valdības atbalsts viens otru pastiprina un darbojas kā arguments tam, lai uzņēmumi veiktu ieguldījumus dekarbonizācijā.¹¹

⁸ Emisijietilpīgās nozares ir NACE klasifikācijas divciparu nozares, kuru SEG emisiju līmenis (proporcionāli to pievienotajai vērtībai) ir augstāks par mediānas līmeni.

⁹ Līdzīgus rezultātus sk. Matzner, A. and Steiniger, L. "Firms' heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases", *Working Paper Series*, No 2958, ECB, July 2024.

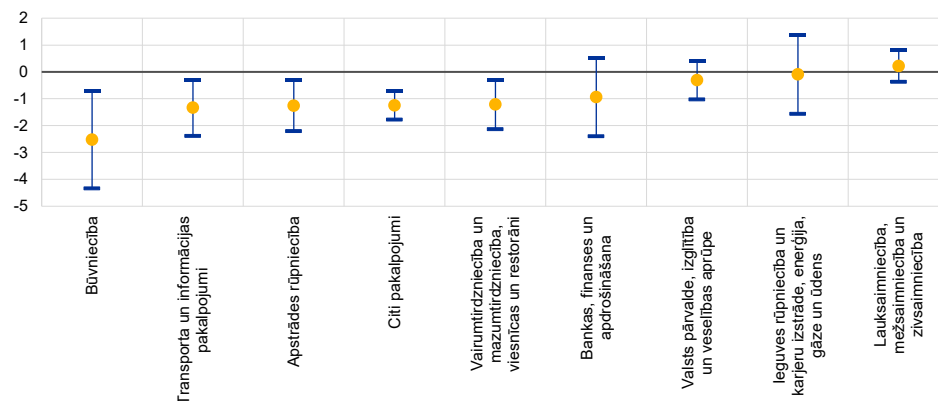
¹⁰ Sk. citēto J. Kolmera (*J. Colmer*) u. c. darbu: tajā veiktā Francijas administratīvo datu analīze neliecina, ka ETS pirmajos divos posmos notikusi oglekļa emisiju pārvirze.

¹¹ Sk. citēto B. Andersones u. c. darbu.

C attēls

Oglekļa cenas šoka ietekme uz kopējo pamatkapitāla veidošanu ES nozaru dalījumā

(pārmaiņas; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Nogrīzņi atspoguļo ietekmi uz katru nozari. Grupas iedalītas atbilstoši metodoloģijai, kas izmantota citētajā D. R. Krencinga darbā, kā arī citētajā A. Macneres (A. Matzner) un L. Šteiningeres (L. Steiniger) darbā. Regresijas specifiskācija atbilst A attēla piezīmēs aprakstītajai specifiskācijai.

Analīze liecina, ka augstākas oglekļa cenas varētu īslaicīgi ierobežot

iekšzemes ieguldījumus, novirzot globālās ĀTI plūsmas prom no Eiropas,

tomēr ilgāka termiņa ieguvumi var atsvērt īstermiņa ietekmi.¹² Nepieciešama

plašāka analīze, kurā būtu ņemti vērā arī tādi ilgtermiņa ieguvumi kā neatkarība no fosilajām degvielām un lielāka Eiropas enerģētiskā neatkarība. Līdztekus stingrākam regulējumam attiecībā uz nozaru aptvērumu un tiesībām uz emisijas kvotām Eiropas Komisija ieviesusi oglekļa ievēdkorekcijas mehānismu (OIM). Tas palīdz aizsargāt Eiropas uzņēmumus no iespējamās negodīgas konkurences ar ārvalstu uzņēmumiem un atjaunot vienlīdzīgus konkurences apstākļus, piemērojot ES importētājiem cenu, kas ir proporcionāla ārvalstu ražošanas procesos radītajām emisijām.¹³ Līdz ar papildu politikas pasākumiem, kuri šobrīd tiek apspriesti, tas ļaus turpmāk uzturēt Eiropas ražošanas jaudu un ārējo konkurētspēju.¹⁴

¹² Ietekme uz ieguldījumiem un jaunās nozarēs veikto ĀTI plūsmām ir nozīmīga un atbilst aktuālajai literatūrai, kurā ņemts vērā ETS ieviešanas ceturtais posms, kas izriet no trešajā posmā paziņotajām regulējuma pārmaiņām. Tas ņemts vērā arī šajā leikumā. Šādi paziņojumi ietver, piemēram, paziņojumu par Izsoļu regulas grozījumiem un par Deleģētā Lēmuma par oglekļa emisiju pārvirzes sarakstu 2021.–2030. gada periodam.

¹³ Stikāku informāciju sk. OIM tīmekļvietnē.

¹⁴ Sk. Bijmens G., Duprex, C. and Hutchinson, J. "Obstacles to the greening of energy-intensive industries". *The ECB Blog*, 17 September 2024.

3. Kādi ir nenoteiktības rādītāju sniegtie ekonomiskie signāli?

Sagatavojuši Mālina Andersone (*Malin Andersson*), Alīna Bobasu (*Alina Bobasu*) un Roberto De Santiss (*Roberto A. De Santis*)

Lai gan nenoteiktība ir būtisks faktors daudzu ekonomikas politikas lēmumu pieņemšanā, tā nav izmērāma tieši, tāpēc ir grūti precīzi novērtēt tās ietekmes apjomu. Lielas nenoteiktības apstākļos mājsaimniecības un uzņēmumi var atlikt vai atcelt tēriņus un ieguldījumu plānus, kas savukārt ierobežo ekonomisko aktivitāti.¹ Tā kā nenoteiktība nav nosakāma tieši, šajā ielikumā novērtēti dažādu aizstājējvērtību nesēni sniegtie signāli, iedalot tos šādi: signāli, kuri tieši saistīti ar īstermiņa ekonomisko situāciju, un tie, kuri atspoguļo ilgāka termiņa politikas jautājumus. Ielikumā analizēta arī šo rādītāju ietekme uz galvenajiem makroekonomiskajiem mainīgajiem.

Nenoteiktība par īstermiņa ekonomisko situāciju parasti tiek novērtēta, izmantojot dažādus statistiskos, apsekojumus balstītos un finanšu rādītājus.

Viens no galvenajiem eurozonas rādītājiem ir *Jurado et al.* izstrādātais makroekonomiskās nenoteiktības indekss, kurš nenoteiktību definē kā prognožu kļūdu svārstīgumu pēc trim mēnešiem attiecībā uz plašu ekonomisko rādītāju diapazonu.² Vēl viens rādītājs ir no *Consensus Economics* iegūtā prognožu nevienprātība, kas atspoguļo reālā IKP, rūpnieciskās ražošanas, privātā patēriņa un privāto ieguldījumu kāpuma, kā arī SPCI inflācijas un ilgtermiņa procentu likmju prognožu dispersiju laika periodam pēc viena gada.. Turklāt Eiropas Komisijas apsekojumos balstītais ekonomiskās nenoteiktības rādītājs atspoguļo uzņēmumu vadītāju un patērētāju grūtības paredzēt savu uzņēmējdarbības situāciju un mājsaimniecības finanses. Visbeidzot, sistēmiskā stresa saliktais rādītājs (CISS) ir ECB izstrādātais finanšu stresa rādītājs, kas veidots, izmantojot dažādus uz tirgus instrumentiem balstītus finanšu mainīgos no vairākiem finanšu sistēmas segmentiem.

Ir arī ar ilgāka termiņa politikas jautājumiem saistīti nenoteiktības rādītāji.

Viens no šādiem rādītājiem ir eurozonas ziņu avotos balstītais ekonomikas politikas nenoteiktības indekss, kas rāda, cik bieži konkrēti ar ekonomikas politikas nenoteiktību saistīti vārdi tiek minēti laikrakstu rakstos. Trīs citi tekstos balstītie rādītāji atspoguļo ar ģeopolitiku, tirdzniecību un klimata politiku saistīto nenoteiktību.³

¹ Arī konkrēti nenoteiktības veidi, piemēram, tie, kas saistīti ar ieguldījumu mākslīgajā intelektā neseno straujo pieaugumu, var veicināt ieguldījumus un ekonomisko aktivitāti (sk. Ludvigson, S.C., Ma, S. and Ng, S., "Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 13, No 4, 2021, pp. 369-410.

² Jurado, K., Ludvigson, S.C. and Ng, S., "Measuring uncertainty", *American Economic Review*, Vol. 105, No 3, 2015, pp. 1177–1216 and Scotti, C., "Surprise and uncertainty indexes: Real-time aggregation of real-activity macro-surprises", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 82, 2016, pp. 1–19.

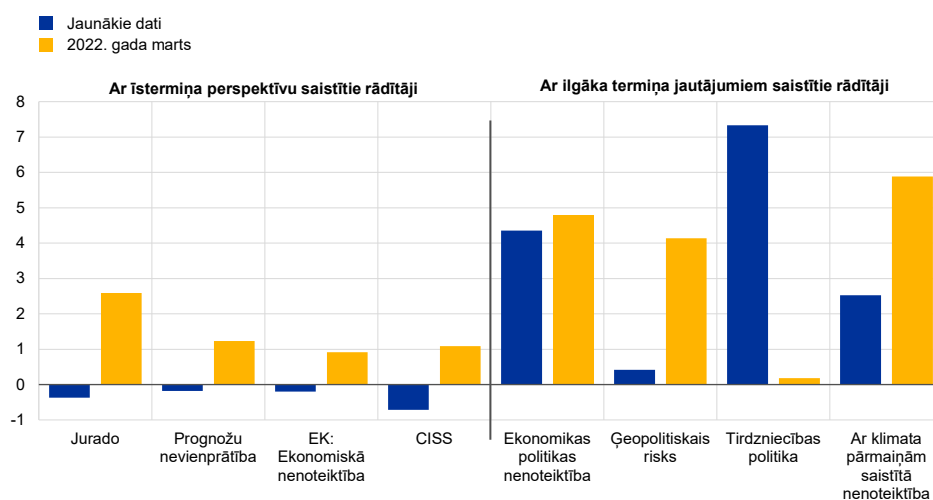
³ Stikāku informāciju par izmantoto metodoloģiju sk. Baker, S.R., Bloom, N. and Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No 4, 2016, pp. 1593–1636 and Gavriilidis, K., "Measuring Climate Policy Uncertainty", University of Stirling, May 2021.

Rādītāji, kas ataino bažas par īstermiņa ekonomisko situāciju, pašlaik atspoguļo samērā zemu nenoteiktības līmeni, savukārt ar ilgāka termiņa politiku saistītie rādītāji norāda uz augstāku līmeni (A att.). Lai gan visi šie rādītāji sasniedza augstāko līmeni Krievijas iebrukuma Ukrainā laikā, ar tuvākā termiņa perspektīvu saistītie rādītāji kopš tā laika ir sasnieguši vēsturisko vidējo līmeni.⁴ Turpretī vairākums ar politiku saistīto nenoteiktības rādītāju joprojām būtiski pārsniedz to vēsturisko vidējo vērtību, atspoguļojot pastāvīgo politisko polarizāciju, gaidāmo regulējumu un globālo enerģētikas pārkārtošanu.⁵

A attēls

Nenoteiktības rādītāji

(standartizēti dati; procentpunktos)



Avoti: Jurado et al.,¹⁾ Consensus Economics, European Commission, Baker et al.,²⁾ Caldara et al.,³⁾ Caldara et al.,⁴⁾ Gavriilidis,⁵⁾ un ECB speciālistu aprēķini.
Piezīmes. Laikrindas ir standartizētas, izmantojot 1999.–2019. gada izlasi (izņemot Eiropas Komisijas ekonomiskās nenoteiktības laukrindu, kas, ņemot vērā pieejamo ierobežoto izlasi, ir standartizēta laikposmā no 2019. gada aprīļa līdz 2024. gada septembrim). Ekonomikas politikas nenoteiktība ir standartizētu konkrētu valstu rādītāju vidējais svērtais lielums attiecībā uz Vāciju, Franciju, Itāliju un Spāniju. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada septembrī (*Jurado* un klimata nenoteiktība), 2024. gada oktobrī (prognožu nevienprātība) un 2024. gada novembrī (Eiropas Komisijas (EK) ekonomiskā nenoteiktība, CISS, ekonomikas politikas nenoteiktība, ģeopolitisks risks un tirdzniecības politika).
1) Jurado, K., Ludvigson, S.C. and Ng, S., "Measuring Uncertainty", *American Economic Review*, Vol. 105, No 3, March 2015.
2) Baker, S.R., Bloom, N. and Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", Working Papers, No 21633, National Bureau of Economic Research, October 2015.
3) Caldara, D. and Iacoviello, M., "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, Vol. 112, No 4, 2021, pp. 1194-1225.
4) Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. and Raffo, A., "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty", *International Finance Discussion Papers*, No 1256, September 2019.
5) Gavriilidis, K., "Measuring Climate Policy Uncertainty", University of Stirling, May 2021.

Turklāt riska indekss, kurš iegūts no uzņēmumu telekonferencēm par finanšu rezultātiem, liecina, ka ar daudzām iepriekš minētajām nenoteiktībām saistīto risku uztvere ir pazeminājusies no 2022. gada pavasarī sasniegtā augstākā līmeņa, vienlaikus pārsniedzot līmeni, kāds bija pirms pandēmijas (B att.).⁶

Indekss atspoguļo vairāku specifisku risku procentuālo daļu kā biržā kotēto eurozonas uzņēmumu visu telekonferencēs par finanšu rezultātiem minēto risku

⁴ Sk. ECB 2022. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr.4 ielikumā "Krievijas iebrukuma Ukrainā ietekme uz eurozonas darbību pa nenoteiktības kanālu".

⁵ Īpaši liela ekonomikas politikas nenoteiktība bija vērojama Vācijā un Francijā.

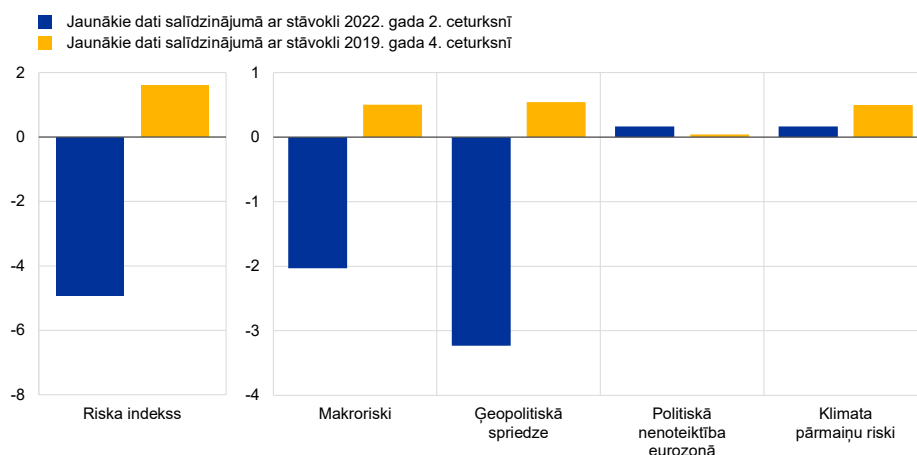
⁶ Neraugoties uz līdzīgo dinamiku, "nenoteiktības" rādītāji atšķiras no "risku" rādītājiem ar to, ka nenoteiktība rodas gadījumos, kad norišu prognozēšanai nepieciešamā informācija ir nepietiekama vai nepieejama. Turpretī risks ir saistīts ar iespējamību, ka sekos kāds konkrēts ekonomisks notikums.

Īpatsvaru.⁷ Lai gan riskus nevar tieši attiecināt uz iepriekš minētajām nenoteiktības kategorijām, šis riska indekss apstiprina konstatējumu, ka riska uztvere attiecībā uz vairākām konstatētajām nenoteiktībām ir būtiski sarukusi no 2022. gada pavasarī sasniegtā augstākā līmeņa. Vienlaikus bažas par ģeopolitisko spriedzi un klimata pārmaiņām joprojām ir paaugstinātas.

B attēls

Riska indekss, kurš iegūts no uzņēmumu telekonferencēm par finanšu rezultātiem

(visi teikumi, kuros ietverts vārds "risks"; %)



Avoti: NL Analytics un ECB aprēķini.

Piezīmes. "Makroriski" attiecas uz pieminējumiem, kas saistīti ar piegādes ķēžu riskiem un finansēšanas nosacījumiem; "Ģeopolitiskā spriedze" attiecas uz ģeopolitisko spriedzi Ukrainā un Tuvajos Austrumos; "Politiskā nenoteiktība eurozonā" attiecas uz politiskajiem riskiem eurozonā kopumā vai eurozonas valstīs; "Klimata pārmaiņu riski" attiecas uz vārdiem "ogleklis", "klimats" un "politika". Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 3. ceturksnī.

Neenoteiktības pieaugums parasti ir saistīts ar zemāku reālo IKP un spēcīgāku nelabvēlīgu ietekmi uz ieguldījumiem uzņēmējdarbībā nekā uz patēriņu (C att.).

Lai noskaidrotu, kāda ir augošās nenoteiktības ietekme, Beijesa vektoru autoregresijas (BVAR) modeļi tiek aplēsti laikposmā no 1999. gada 1. ceturkšņa līdz 2024. gada 2. ceturksnim.⁸ Modeļi vienlaikus ietver reālo IKP, privāto patēriņu un ieguldījumus uzņēmējdarbībā, IKP deflatoru un vienu no nenoteiktības rādītājiem.⁹ Rezultāti liecina, ka visu rādītāju gadījumā (izņemot ģeopolitisko risku), nenoteiktības pieaugums ir saistīts ar reālā IKP, privātā patēriņa un ieguldījumu uzņēmējdarbībā

⁷ Stikāku informāciju par metodoloģiju sk. ECB 2024. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr.4 ielikumā "Telekonferencēs par uzņēmuma finanšu rezultātiem gūtās atziņas – ko vēsta uzņēmumu riska uztvere un noskaņojums?".

⁸ Aplēses koriģētas saskaņā ar Lenza un Primiceri (2022), lai ņemtu vērā Covid-19 pandēmijas izraisītos unikālos tautsaimniecības darbības traucējumus (sk. Lenza, M. and Primiceri, G.E., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, No 4, 2022, pp. 688-699.

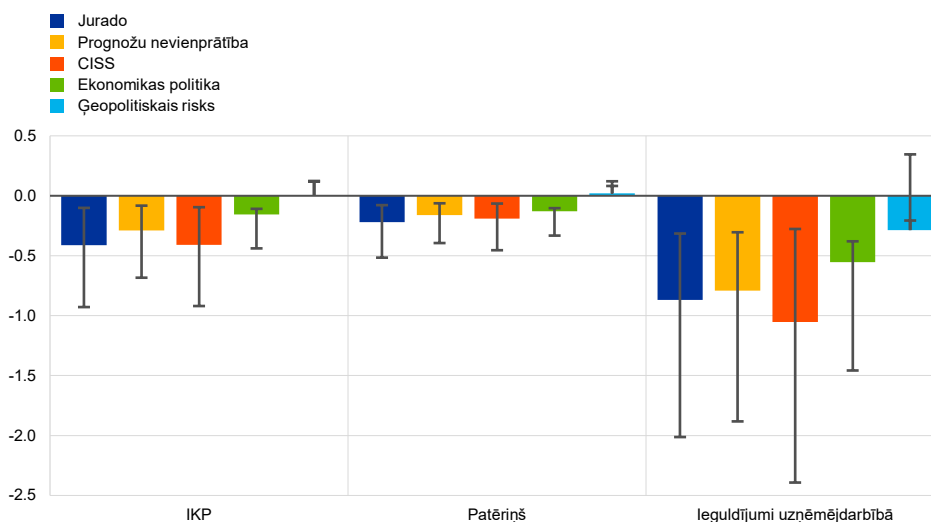
⁹ Tā kā tirdzniecības un klimata pārmaiņu nenoteiktības rādītāji attiecas uz konkrētām jomām, kuras ir tieši pakļautas tirdzniecības svārstībām un vides politikai, šajā ielikumā nav noskaidrota to plašākā ietekme uz ekonomisko aktivitāti. Vienlaikus, ņemot vērā riska indeksa īso laika perioda izlasi, tas nav ietverts empīriskajā novērtējumā.

samazināšanos – ieguldījumi uzņēmējdarbībā saruka daudz būtiskāk nekā patēriņš.¹⁰

C attēls

Nenoteiktības rādītāju pieauguma ietekme

(novirze no tendences; %)



Avots: ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. BVAR modeļi vienlaikus ietver IKP, patēriņu un ieguldījumus uzņēmējdarbībā, IKP deflatoru un vienu no nenoteiktības (riska) rādītājiem. Modeļi tiek aplēsti ceturkšņa periodam no 1999. gada 1. ceturkšņa līdz 2024. gada 2. ceturksnim, savukārt identifikācija balstās uz Šoleski (*Cholesky*) dekompozīcijas pieeju, kas paredz, ka nenoteiktības rādītājs ierindojas pirmajā vietā. Tomēr rezultāti ir noturīgi attiecībā uz to nelabvēlīgo ietekmi uz ekonomisko aktivitāti arī tad, kad nenoteiktības rādītājs ierindojas pēdējā vietā. Nenoteiktības palielināšanās atspoguļo nenoteiktības rādītāja pieaugumu par vienu standartnovirzi. Attēlā sniegtie rezultāti attiecas uz ietekmi, kas novērota pēc četriem ceturkšņiem. Nogriežņi apzīmē 68 % ticamības intervālus.

Šķiet, ka nenoteiktība par īstermiņa ekonomisko situāciju līdz šim nav būtiski ietekmējusi pašreizējo ekonomisko aktivitāti. Tomēr nenoteiktība saistībā ar ilgāka termiņa politikas jautājumiem, visticamāk, joprojām būs paaugstināta.

Lai gan nenoteiktība, kas iegūta no īstermiņa ekonomiskajiem rādītājiem, pēdējā laikā ir samazinājusies salīdzinājumā ar laikposmu, kad tika sasniegts iepriekšējais rekordaugstais līmenis, ekonomikas politikas nenoteiktība, iespējams, saglabāsies paaugstināta, atspoguļojot pastāvīgo un mainīgo iekšējo politikas jautājumu raksturu. Tādējādi gaidāms, ka ar politikas jautājumiem saistītā nenoteiktība turpmākajos ceturkšņos joprojām kavēs ekonomisko aktivitāti, īpaši ieguldījumus uzņēmējdarbībā.

¹⁰ Sk. arī De Santis, R.A. and Van der Veken, W., "Deflationary financial shocks and inflationary uncertainty shocks: an SVAR Investigation", *Working Paper*, No 2727, ECB, 2022 un Bobasu, A., Quaglietti, L. and Ricci, M., "Tracking Global Economic Uncertainty: Implications for the Euro Area", *IMF Economic Review*, International Monetary Fund, Vol. 72, No 2, 2024, pp. 820-857.

4. Kā izskaidrot augsto mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas tempu eurozonā?

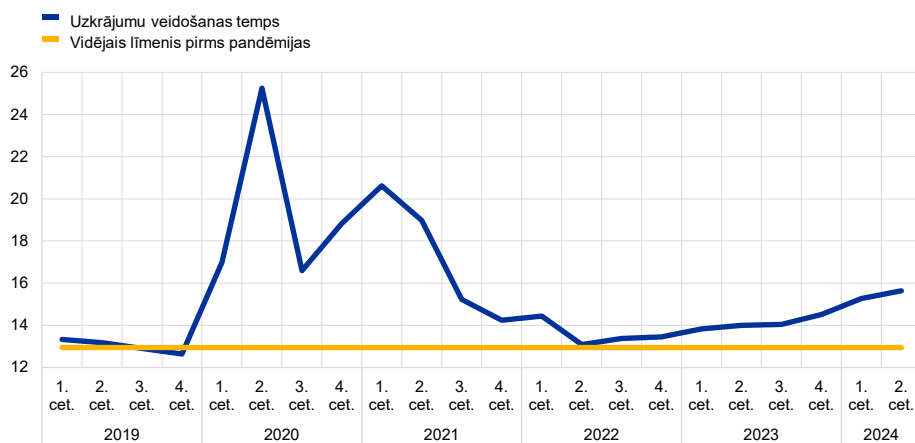
Sagatavojuši Alīna Bobasu (*Alina Bobasu*), Johanness Gareiss (*Johannes Gareis*) un Grigors Stojevskis (*Grigor Stoevsky*)

Pēc tam, kad 2020. gadā mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas temps pandēmijas ietekmē strauji pieauga, tas līdz 2022. gada vidum eurozonā samazinājās līdz vidējam līmenim, kāds bija pirms pandēmijas, taču kopš tā laika atkal ir būtiski palielinājies. Sezonāli koriģētais eurozonas mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas temps, kā nozaru ceturkšņa kontos ziņo *Eurostat*, pēc Covid-19 pandēmijas strauji pieauga.¹ To galvenokārt noteica ierobežojumi, kurus piemēroja, lai apturētu vīrusa izplatīšanos, un kuri mazināja patēriņu, savukārt valdības pasākumi palīdzēja palielināt rīcībā esošos ienākumus.² Līdz 2022. gadam ierobežojumi galvenokārt bija atcelti, un uzkrājumu veidošanas temps atgriezās vidējā līmenī, kāds bija pirms pandēmijas (A att.). Tomēr pēdējos divos gados tas atkal ir palielinājies, savukārt patēriņa izdevumu pieaugums joprojām ir lēns. Šajā ielikumā analizēti galvenie ekonomiskie faktori, kas nosaka šo neseno uzkrājumu veidošanas tempa kāpumu, un pētīta īstermiņa ietekme uz privāto patēriņu.

A attēls

Mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas temps

(% no bruto rīcībā esošajiem ienākumiem)



Avoti: ECB un *Eurostat* (QSA) un ECB aprēķini.

Piezīmes. Sezonāli koriģēti dati. Vidējo līmeni pirms pandēmijas aprēķina no 1999. gada 1. ceturkšņa līdz 2019. gada 4. ceturksnim.

Spēcīgs ienākumu pieaugums ir veicinājis neseno mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas tempa kāpumu. Mājsaimniecību reālie ienākumi pēdējos divos gados palielinājušies par 3.8 %. To noteicis ar darba samaksu saistīto un nesaistīto komponentu spēcīgais pieaugums (B att.). Ar darba samaksu nesaistīto ienākumu –

¹ Eurozonas nozaru ceturkšņa kontus (QSA) kopīgi sagatavo ECB un *Eurostat*.

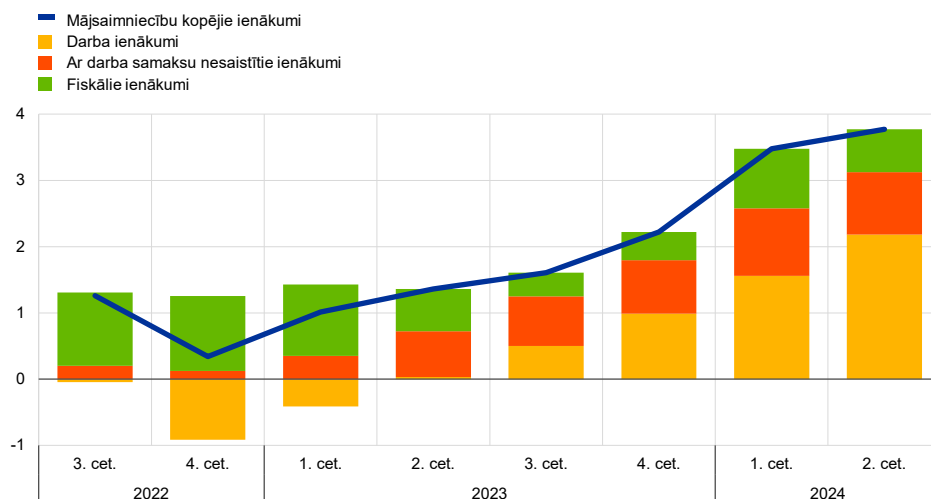
² Sk. ECB 2020. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 ielikumu "Covid-19 un mājsaimniecību uzkrājumu pieaugums: piesardzības nolūkā vai piespiedu kārtā?".

pašnodarbinātības ienākumu, tīro procentu ienākumu, dividendžu un īres maksas – kāpums uzkrājumu veidošanai ir īpaši labvēlīgs.³ Tas atspoguļo faktu, ka ar darba samaksu nesaistītie ienākumi galvenokārt palielinās bagātākās majsaimniecībās, kuras parasti uzkrāj vairāk nekā nabadzīgākas majsaimniecības.⁴ Turklāt arī fiskālā politika kopš 2022. gada 3. ceturkšņa ir veicinājusi reālo ienākumu pieaugumu. Tas lielākoties skaidrojams ar diskrecionārajiem enerģijas cenu šoka ietekmes mazināšanas pasākumiem, t. sk. būtisku ienākumu atbalstu, kurš nebija orientēts uz konkrētu mērķi. Tā kā arī bagātākās majsaimniecības guvušas labumu no pasākumiem un tērē mazāku daļu no saviem ienākumiem, tas, iespējams, arī sekmējis lielāku uzkrājumu veidošanas tempu.⁵

B attēls

Norises reālajos majsaimniecību ienākumos

(pārmaiņas kopš 2022. gada 2. ceturkšņa; %; devums; procentpunktos)



Avoti: Eurostat, ECB un Eurostat (QSA) un ECB aprēķini.

Piezīmes. Sezonāli koriģēti dati. Darba ienākumus aprēķina kā atfīdzību nodarbinātajiem, un ar darba samaksu nesaistītie ienākumi ietver pašnodarbinātības ienākumus, tīros procentu ienākumus, dividendes un īres maksu. Fiskālos ienākumus aprēķina kā atlikumu. Reālo vērtību iegūšanai visi majsaimniecību ienākumu komponenti tiek deflēti, izmantojot privātā patēriņa deflatoru no nacionālajiem kontiem.

Lai gan majsaimniecību ienākumi pēdējo divu gadu laikā būtiski pieauguši, tās savos tēriņos ir saglabājušas piesardzību.

Atgūšanās periodā pēc pandēmijas reālā privātā patēriņa kāpums būtiski mazinājās strauji augošās inflācijas un tai sekojošās monetārās politikas stingrības palielināšanās apstākļos. Inflācijas kāpumu galvenokārt noteica spēcīgais enerģijas un pārtikas cenu pieaugums. Tas izraisīja samērā strauju šo preču patēriņa sarukumu.⁶ Turpmākā procentu likmju paaugstināšana veicināja uzkrājumu veidošanu un, visticamāk, mazināja preču

³ Sk. arī ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 8 ielikumu "Majsaimniecību ienākumu mērīšanas pamati".

⁴ Sk., piemēram, Bańkowska, K. et al., "ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation", *Occasional Paper Series*, No 287, ECB, December 2021.

⁵ Sk. ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 2 rakstu "Fiscal policy and high inflation" ("Fiskālā politika un augsta inflācija").

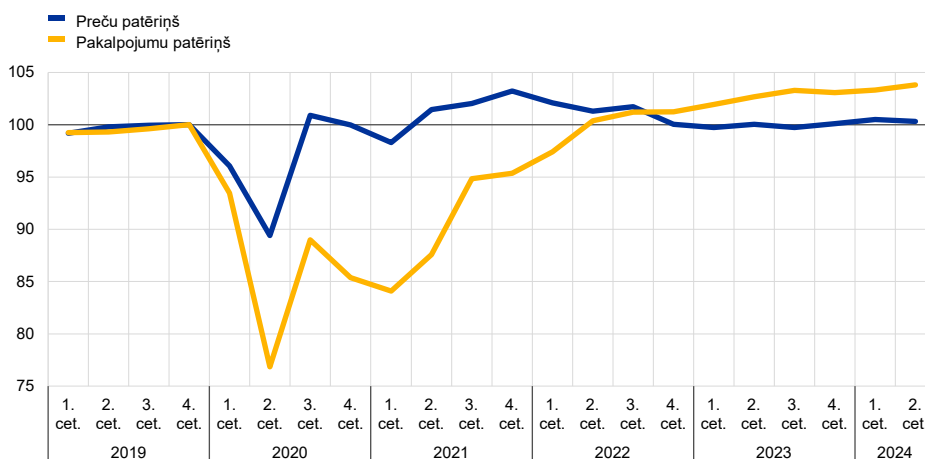
⁶ Sk. ECB 2022. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 8 ielikumu "Augstāku enerģijas cenu ietekme uz pakalpojumu un preču patēriņu euro zonā" un ECB 2024. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 2 ielikumu "Kā majsaimniecības pielāgojušas savus tēriņus un uzkrājumu veidošanas ieradumus augstas inflācijas pārvarēšanai?".

patēriņu vairāk nekā pakalpojumu patēriņu. Īpaši tika skarts ilglietojuma preču patēriņš, jo tas pret procentu likmēm ir jutīgāks nekā pakalpojumu patēriņš.⁷ Kopumā preču patēriņš 2023. gada sākumā saruka un bija zemāks par līmeni pirms pandēmijas. Pēdējos divos gados tas galvenokārt ir stagnējis. Vienlaikus pakalpojumu patēriņš turpināja palielināties, taču pieauguma temps bija mērenāks (C att.).

C attēls

Mājsaimniecību reālais preču un pakalpojumu patēriņš

(2019. g. 4. cet. = 100)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Sezonāli koriģēti dati. Preču patēriņa un pakalpojumu patēriņa pamatā ir tādu datu kopsavilkums, kuri pieejami par mājsaimniecību reālo patēriņu nolūka dalījuma.

Līdz ar straujo inflācijas kāpumu mājsaimniecību reālā neto bagātība pēdējos divos gados ir sarukusi, palielinot stimulus bagātību atjaunot. Mājsaimniecību neto bagātība, kas ietver nekustamā īpašuma aktīvus, noguldījumus, obligācijas un akcijas, no kuriem atņemta parādsaistību vērtība, pēc pandēmijas būtiski pieauga. To veicināja ar pandēmiju saistīto uzkrājumu veidošanās. Neto bagātība pēc pandēmijas turpināja palielināties nominālajā izteiksmē, taču pieauguma temps bija mērenāks (D att.).⁸ Tomēr reālajā izteiksmē mājsaimniecību neto bagātība sāka sarukt 2022. gadā un 2023. gada gaitā sasniedza līmeni, kāds bija pirms pandēmijas. Šis samazinājums, visticamāk, veicinājis mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas tempa neseno pieaugumu, jo mājsaimniecības tiek stimulētas atjaunot savu reālo neto bagātību.⁹

⁷ Sk. ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 8 ielikumu "[Monetārā politika un nesenas apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitātes kritums](#)".

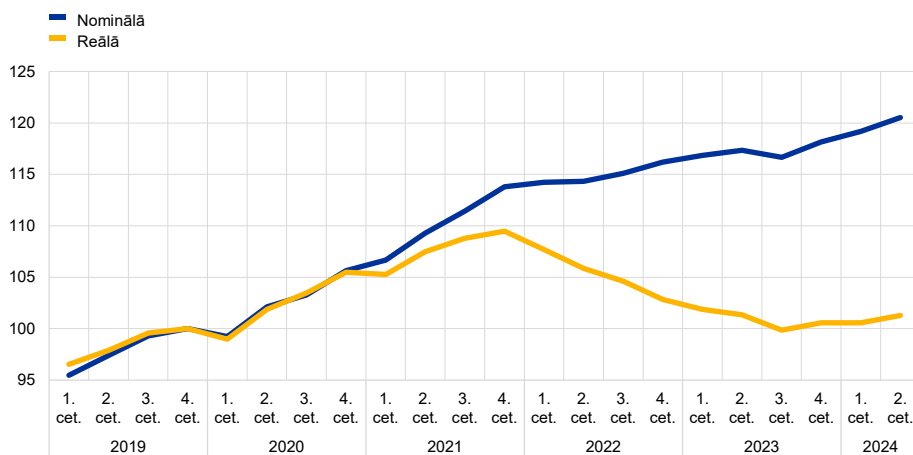
⁸ Sk. ielikumu "[Household savings and wealth in the euro area – implications for private consumption](#)", *Winter 2024 Economic Forecast*, European Commission, 2024.

⁹ Detalizētu analīzi par inflācijas un monetārās politikas ietekmi uz bagātības sadalījumu sk. ECB 2024. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 5 rakstā "[Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households](#)" ("Bagātības sadalījuma kontu ieviešana eurozonas mājsaimniecībām").

D attēls

Mājsaimniecību neto bagātība

(2019. g. 4. cet. = 100)



Avoti: Eurostat, ECB un Eurostat (QSA) un ECB aprēķini.

Piezīme. Reālo vērtību iegūšanai mājsaimniecību neto bagātība tiek deflēta, izmantojot privātā patēriņa deflatoru no nacionālajiem kontiem.

Mājsaimniecību patēriņa laikrindas modelis, kurā izmantoti standarta makroekonomiskie noteicējkatori, palīdz viest lielāku skaidrību par ekonomiskajiem faktoriem, kuri nosaka uzkrājumu veidošanas tempa neseno kāpumu. Reducētas formas kļūdu korekcijas modelis apvieno ilgtermiņa un īstermiņa dinamiku, lai skaidrotu ceturkšņa patēriņa pieaugumu.¹⁰ Mājsaimniecību reālā patēriņa līmeni ilgtermiņā nosaka mājsaimniecību reālo ienākumu līmenis, mājsaimniecību reālā neto bagātība un reālās procentu likmes. Īstermiņā citiem cikliskajiem faktoriem, piemēram, patērētāju konfidencei, kas atspoguļo uzkrājumu veidošanas piesardzības apsvērumus, arī ir nozīme patēriņa dinamikas skaidrošanā. Modelis mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas tempa pārmaiņas sadala četros faktoros: ienākumi, bagātība, procentu likmes un patērētāju konfidence. Mājsaimniecību reālo ienākumu pieaugums tiek pieņemts kā dots.¹¹

Empīriskie dati liecina, ka augošie reālie ienākumi un augstās reālās procentu likmes kopā ar negatīvo reālās bagātības ietekmi pēdējos divos gados ir palielinājuši mājsaimniecību uzkrājumus. Saskaņā ar modeļa rezultātiem mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas tempa pieaugums no 2022. gada 2. ceturkšņa līdz 2024. gada 2. ceturksnim lielākoties ir skaidrojams ar ienākumu ietekmi, jo mājsaimniecību patēriņš uzreiz nepielāgojās spēcīgajam reālo ienākumu kāpumam. Arī procentu likmju un bagātības ietekmei bija būtiska nozīme (E att.). Vienlaikus arī piesardzības apsvērumi labvēlīgi ietekmēja uzkrājumus, īpaši

¹⁰ Sk. arī de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. and Zekaite, Z., "Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries", *Working Paper Series*, No 2343, ECB, December 2019.

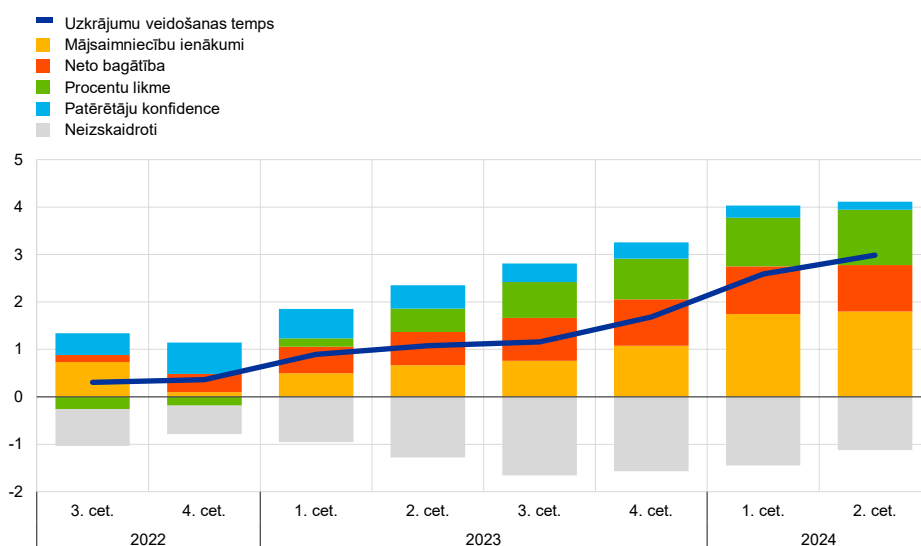
¹¹ Modeļa parametrus aprēķina, izmantojot datus, kas aptver laikposmu no 1999. gada 1. ceturkšņa līdz 2019. gada pēdējam ceturksnim. Reālo vērtību iegūšanai mājsaimniecību ienākumi un neto bagātība tiek deflēti, izmantojot privātā patēriņa deflatoru no nacionālajiem kontiem. Reālo procentu likmi nosaka ar 3 mēnešu EURIBOR, kas korigēta atbilstoši Eiropas Komisijas patērētāju apsekojumā noteiktajai gaidāmajai patēriņa cenu gada inflācijai, kas ar atpakaļejošu datumu noteikta par trūkstošo periodu no 1999. gada 1. ceturkšņa līdz 2003. gada pēdējam ceturksnim, izmantojot faktisko SPCI gada inflāciju. Patērētāju konfidence ir izteikta kā novirze no ilgtermiņa vidējā līmeņa pirms pandēmijas.

2022. gadā pēc Krievijas iebrukuma Ukrainā, kurš izraisīja patērētāju konfidences pasliktināšanos. Tomēr šķiet, ka šādu apsvērumu nozīme ir samazinājusies, jo patērētāju konfidence ir pakāpeniski atguvusies no 2022. gada 2. pusgadā pieredzētās lejupslīdes.¹² Visbeidzot, uzkrājumu veidošanas tempa pārmaiņas pēdējos divos gados nevar pilnībā izskaidrot ar iepriekš izklāstītajiem faktoriem. Par to liecina dekompozīcijas neizskaidrotā daļa, kas norāda uz nemodelētiem faktoriem, kuri kopā kopš 2022. gada vidus nelabvēlīgi ietekmējuši uzkrājumu veidošanas tempa pieaugumu. Tomēr šī kumulatīvā perspektīva slēpj faktu, ka uzkrājumu palielināšanās pēdējos trijos ceturkšņos bijusi lielāka, nekā iepriekš paredzēts un nekā liecinājis modelis. Tas, visticamāk, atspoguļo spēcīgāku patēriņa inerci un mājsaimniecību tēriņu pakāpeniskāku pielāgošanos to augošajai pirktspējai un mazākiem negatīvajiem šokiem, nekā liecinājušas vēsturiskās likumsakarības.¹³

E attēls

Devums mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas tempa pārmaiņās: uz modeli balstīta dekompozīcija

(pārmaiņas kopš 2022. gada 2. ceturkšņa; procentpunktos; devums; procentpunktos)



Avoti: Eurostat, ECB, ECB un Eurostat (QSA) un ECB aprēķini.

Piezīme. Attēlā atspoguļots mājsaimniecību reālo ienākumu, reālās neto bagātības, reālo procentu likmju un patērētāju konfidences devums mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas tempa kumulatīvajās pārmaiņās kopš 2022. gada 2. ceturkšņa, balstoties uz aplēstu privātā patēriņa pieauguma kļūdu korekcijas modeli un pieņemot kā dotu mājsaimniecību reālo ienākumu kāpumu.

Gaidāms, ka mājsaimniecību uzkrājumu veidošanas temps īstermiņā

saglabāsies paaugstināts, taču turpmāk tam būtu jāķļūst zemākam par pašreizējo līmeni. Tā kā galvenie faktori – augoši reālie ienākumi, paaugstinātas

reālās procentu likmes un reālās bagātības atjaunošanas stimuli –, visdrīzāk, kādu laiku saglabāsies, gaidāms, ka uzkrājumu veidošanas temps īstermiņā joprojām būs augsts, lai gan nedaudz zemāks par pēdējo augstāko punktu, daļēji atspoguļojot procentu likmju samazināšanos. Gaidāms, ka uzkrājumu veidošanas tempa

¹² Sk. ECB 2024. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 ielikumu "Kāpēc eurozonas mājsaimniecībās joprojām valda drūma noskaņa, un kā tas ietekmē privāto patēriņu?".

¹³ Vēl viens faktors, kas nav iekļauts modelī un, iespējams, ir sekmējis pēdējā laikā pieaugušo uzkrājumu veidošanas tempu, ir saistīts ar lielo nenoteiktību par ilgāka termiņa politikas jautājumiem; sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu "Kādi ir nenoteiktības rādītāju sniegtie ekonomiskie signāli?".

iespējamais nelielais sarukums kopā ar reālo darba ienākumu pastāvīgo spēcīgo kāpumu sekmēs privātā patēriņa pieauguma tempu.

5. Monetārās politikas ietekme uz preču un pakalpojumu cenu inflāciju: detalizēts skatījums

Sagatavojuši Anastasija Alajoti (*Anastasia Allayioti*), Bruno Fagandini, Lucina Gurņicka (*Lucyna Górnicka*) un Katalina Martinesa Ernandesa (*Catalina Martínez Hernández*)

Monetārā politika ietekmē patēriņa cenas pa vairākiem kanāliem, taču tās ietekmes ātrums un apmērs dažādās patēriņa kategorijās ir atšķirīgs. Inflācijas pieaugumu pēc pandēmijas izraisīja nepieredzēts šoku apvienojums, t. sk. piegādes ķēžu pārrāvumi, enerģijas šoki un atliktā pieprasījuma apmierināšana pēc ierobežojumu atcelšanas tautsaimniecībā. ECB reaģēja pārliecinoši, mazinot stimulējošo monetārās politikas nostāju, kura bija atbalstījusi tautsaimniecību pandēmijas laikā, un pieņemot ierobežojošu nostāju. Tam sekojošais kopējais dezinfācijas process atspoguļoja izzūdošos piedāvājuma šokus un straujās un izlēmīgās procentu likmju paaugstināšanas politikas efektivitāti. Vienlaikus dezinfācijas procesu papildināja noturīga pamatinflācijas (saskaņotā patēriņa cenu indeksa, neietverot enerģiju un pārtiku (SPCIX)) dinamika. Šajā ielikumā analizēta monetārās politikas šoku nevienmērīgā ietekme uz eurozonas inflāciju, īpašu uzmanību veltot SPCIX iekļauto preču un pakalpojumu atsevišķo cenu atšķirīgajām tendencēm. Pievēršanās šim rādītājam sniedz būtisku ieskaitu tāda inflācijas komponenta attīstībā, kurš parasti atspoguļo noturīgāku dinamiku.

Novērtējums par monetārās politikas ietekmi uz atsevišķām cenām var papildināt kopējās inflācijas standarta analīzi. Šis ielikums sniedz aplēsi par monetārās politikas šoku ietekmi uz visu SPCIX grozā esošo 72 COICOP-4 posteņu cenām.¹ Saskaņā ar konkrētu posteņu Beijesa vektoru autoregresijas modeļu (BVAR) novērtējumu² preču un pakalpojumu atsevišķie posteņi atbilstoši to reakcijai uz monetārās politikas šokiem trīs gadu periodā tiek iedalīti trīs jutīguma kategorijās: 1) ļoti jutīgi, 2) vidēji jutīgi un 3) nejutīgi.^{3,4} Tādējādi var novērtēt to, kuri pamatinflācijas groza posteņi uz monetārās politikas šokiem reaģē spēcīgi, kā arī to,

¹ Individuālā patēriņa veidu klasifikācija (COICOP) standartizē dažādu valstu patēriņa groza posteņus. Klasifikācija četrus ciparus ietver eurozonā ietver 93 cenu kategorijas. Sīkāku informāciju sk. [Eurostat tīmekļvietnē](#).

² Balstīts uz Allayioti, A., Górnicka, L., Holton, S. and Martínez Hernández, C., "[Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data](#)", *Working Paper Series*, No 3003, ECB, Frankfurt am Main, 2024. Novērtējumā izmanto konkrētu posteņu Beijesa vektoru autoregresijas modeļus (BVAR) ar dažādu makrofinansiālo rādītāju kontroli. Dažādu posteņu izlase atšķiras un aptver periodu no 21. gadsimta sākuma līdz 2023. gada septembrim. Monetārās politikas šoki ir šoki, kas aprakstīti Jarocinski, M. and Karadi, P., "[Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#)", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 12(2), 2020, pp. 1-43. Informācija par šokiem aktualizēta, izmantojot datubāzi, kas atspoguļo reakciju uz monetārās politikas lēmumiem, sk. Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R.S., Motto, R. and Ragusa, G., "[Measuring euro area monetary policy](#)", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 108, 2019, pp. 162-179.

³ 36 mēnešu laikā pēc šoka tos posteņus, kuru cenu reakcija vismaz trīs mēnešus pēc kārtas bijusi negatīva un statistiski nozīmīga, kategorizē kā pret monetārās politikas šokiem jutīgus posteņus. Pārējos posteņus klasificē kā nejutīgus posteņus. Jutīgus posteņus sīkāk iedala ļoti jutīgus un vidēji jutīgus atkarībā no tā, vai šo posteņu maksimālā negatīvā reakcija ir augstāka (vidēji jutīgs postenis) vai zemāka (ļoti jutīgs postenis) par visu jutīgo posteņu mediāno reakciju.

⁴ Līdzīga klasifikācija saistībā ar patēriņu, cenām un peļņu ASV ir atspoguļota Andreolli, M., Rickard, N. and Surico, P., "[Non-Essential Business-Cycles](#)", *NBER Working Paper*, 2024.

kuri reaģē ātri vai vien ar lielu kavēšanos. Šāda informācija sniedz vērtīgu ieskatu monetārās politikas ietekmē uz eurozonas kopējo inflāciju.

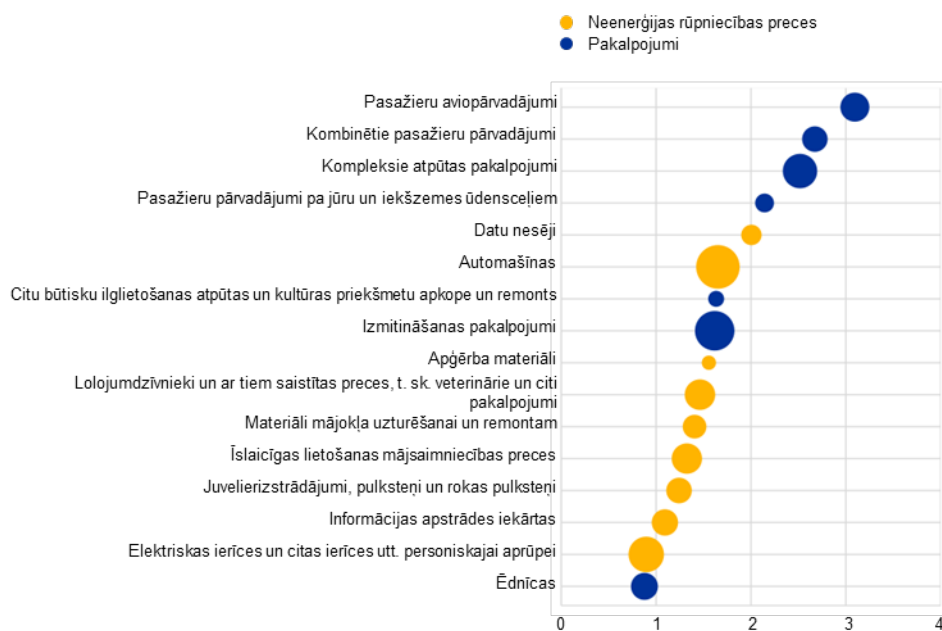
Neenerģijas rūpniecības preču (NEIG) kategorijā pret monetāro politiku jutīgu posteņu ir vairāk nekā pakalpojumu kategorijā. Pret monetāro politiku ļoti jutīgi vai vidēji jutīgi posteņi veido 33 % no eurozonas SPCIX groza, un to daļa NEIG (44 %) ir lielāka nekā pakalpojumos (26 %).⁵ Kopumā jutīgā kategorija (ļoti jutīgie un vidēji jutīgie posteņi) aptver ilglietojuma preces, preces ar ierobežotu lietošanas laiku un īslaicīga lietojuma preces, savukārt jutīgie pakalpojumi galvenokārt ir saistīti ar atpūtu un transportu. A attēls atspoguļo monetārās politikas šoku maksimālo ietekmi uz atsevišķiem posteņiem, kuri identificēti kā ļoti jutīgi. Kopumā šajā kategorijā monetārās politikas ietekmi uz atsevišķiem posteņiem raksturo būtiskas atšķirības. A attēlā redzamo ļoti jutīgo posteņu vidū maksimālā monetārās politikas ietekme uz pakalpojumu cenām vidēji ir nedaudz lielāka nekā uz NEIG cenām. Maksimālā ietekme ir vislielākā uz šādiem pakalpojumu posteņiem: "Pasažieru aviopārvadājumi", "Kombinētie pasažieru pārvadājumi" un "Kompleksie atpūtas pakalpojumi". Tā ir vislielākā uz šādiem NEIG posteņiem: "Datu nesēji", "Automašīnas" un "Apģērba materiāli". Iespējams, monetārās politikas šoku ietekme uz dažiem ļoti jutīgiem pakalpojumiem ir spēcīgāka nekā uz ļoti jutīgiem NEIG posteņiem šo pakalpojumu diskrecionārā ar izklaidi saistītā rakstura dēļ.⁶

⁵ Pret monetārās politikas šokiem jutīgo posteņu kopējais devums SPCIX dinamikā ir aptuveni viena trešdaļa, un tas ir vienlīdzīgi sadalīts starp NEIG (50.1 %) un pakalpojumiem (49.9 %).

⁶ Literatūrā dokumentēts augsts patēriņa enerģijas cenu jutīgums pret monetārās politikas šokiem. Sk., piemēram, Ampudia, M., Ehrmann, M. and Strasser, G., "[The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution](#)", *BIS Working Paper*, No 1124, September 2023.

A attēls

Monetārās politikas maksimālā ietekme uz ļoti jutīgiem posteņiem



(x ass: maksimālās kumulatīvās pārmaiņas, %; apļa lielums: posteņa svars SPCIX)

Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Ar apliem attēlota maksimālā ietekme uz tiem posteņiem, kuri trīs gadu periodā visspēcīgāk reaģējuši uz monetārās politikas šokiem. Rezultāti ir balstīti uz impulsa reakciju aposteriorā sadalījuma mediānu. Impulsa reakcijas ir normalizētas atbilstoši viena gada Vācijas valdības obligāciju pieaugumam par 25 bāzes punktiem. Apļa lielumu nosaka konkrētā posteņa svars SPCIX, un tas ir balstīts uz 2024. gada patēriņa svaru.

Monetārās politikas maksimālā ietekme uz jutīgiem preču un pakalpojumu posteņiem ir līdzīga.

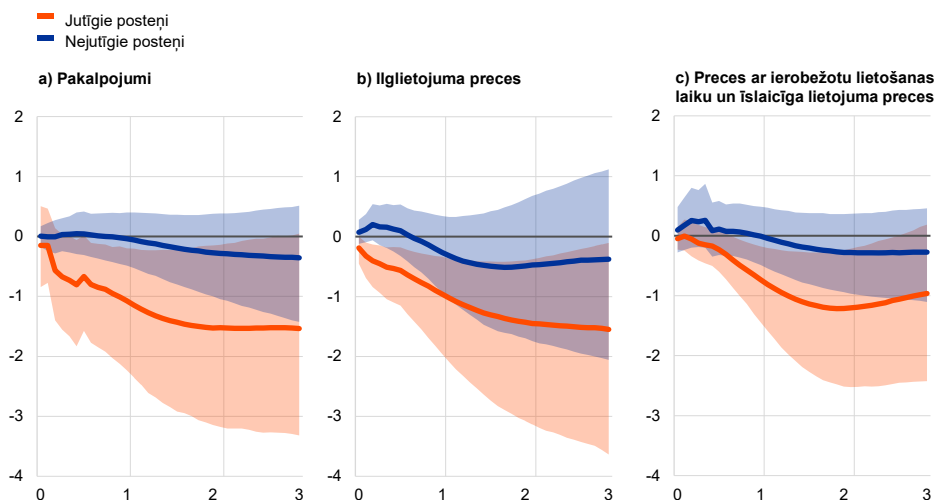
B attēlā ir salīdzinātas jutīgu un nejutīgu posteņu impulsa reakcijas uz 25 bāzes punktu monetārās politikas šoku.⁷ Neraugoties uz abu grupu uzticamības diapazonu pārklāšanos, jutīgo posteņu impulsa reakcijas pārliecinoši koncentrējas negatīvās vērtībās un nav nulle, balstoties uz 68 % uzticamības diapazoniem. Apmēram pēc 20 mēnešiem 25 bāzes punktu stingrības palielināšanas šoks samazina jutīgo pakalpojumu un jutīgo ilglietojuma preču kumulatīvās cenu pārmaiņas aptuveni par 1.5 procentpunktiem. Turklāt saskaņā ar iepriekšējiem datiem ilglietojuma preču reakcija ir daudz spēcīgāka par reakciju, kura raksturīga precēm ar ierobežotu lietošanas laiku un īslaicīga lietojuma precēm.

⁷ Preces sīkāk iedala ilglietojuma precēs un pārējās precēs atbilstoši vairākiem pētījumiem, kuros dokumentēts, kā tēriņi par ilglietojuma precēm salīdzinājumā ar tēriņiem par īslaicīga lietojuma precēm vai pakalpojumiem mēdz būt cikliskāki un vairāk reaģē uz monetārās politikas pārmaiņām. Sk., piemēram, Dedola, L. and Lippi, F., "The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries", *European Economic Review*, Vol. 49(6), 2005, pp. 1543-1569.

B attēls

Jutīgu un nejutīgu NEIG un pakalpojumu kopējo rādītāju reakcija uz monetārās politikas šokiem

(x ass: gadi; y ass: kumulatīvās pārmaiņas; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Līnijas attēlo impulsa reakciju aposteriorā sadalījuma mediānu, savukārt iekrāsotie laukumi attēlo 68 % uzticības diapazonus. Impulsa reakcijas ir normalizētas atbilstoši viena gada Vācijas valdības obligāciju pieaugumam par 25 bāzes punktiem.

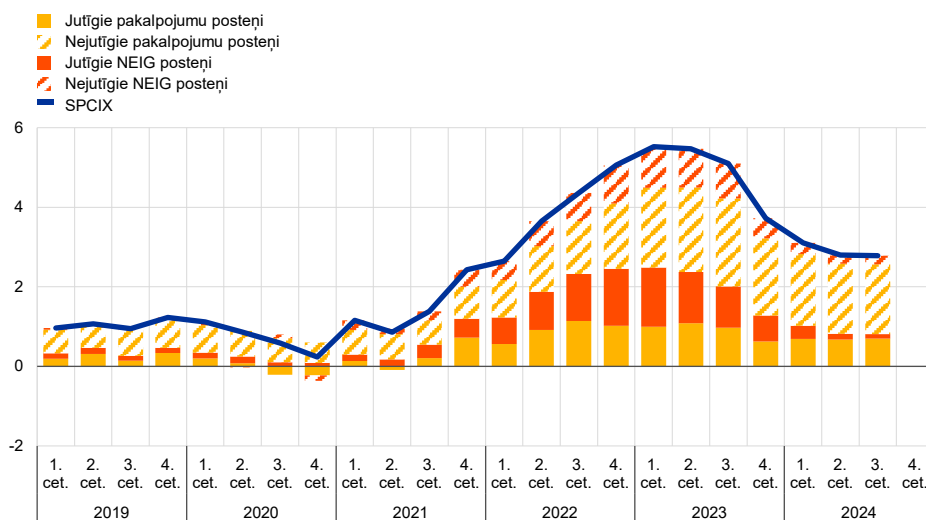
Pret monetāro politiku jutīgo posteņu cenu inflācijas līmenis kopš maksimālās pamatinflācijas sasniegšanas ir sarucis vairāk nekā nejutīgo posteņu cenu inflācijas līmenis. SPCIX inflācija augstāko līmeni (5.7 %) sasniedza 2023. gada martā. Kopējo rādītāju būtiski ietekmēja gan jutīgie, gan nejutīgie posteņi (jutīgo posteņu devums bija aptuveni 2.6 procentpunkti, sk. C att.). Kopš tā laika ierobežojošās monetārās politikas ietekme kopā ar ārkārtējo šoku izžušanu pakāpeniski atspoguļojusies cenās, īpaši jutīgo posteņu cenās. Jaunākie dati liecina par būtisku samazinājumu jutīgo posteņu devumā, kurš 2024. gada oktobrī bija vien 0.8 procentpunkti no 2.7 % SPCIX inflācijas. Tādējādi nejutīgie posteņi, īpaši nejutīgie pakalpojumi, piemēram, īre, ar medicīnu saistītie pakalpojumi un daži apdrošināšanas posteņi, kļuva par pamatinflācijas galvenajiem virzītājiem.⁸ Augstākajā punktā nejutīgo pakalpojumu devums 5.7 % SPCIX inflācijā bija 2.1 procentpunkts, savukārt jaunākie rādītāji liecina par 1.7 procentpunktu devumu, kurš veido gandrīz divas trešdaļas no jaunākā SPCIX inflācijas rādītāja.

⁸ 20 no 28 posteņiem, kuri klasificēti kā vēlāk reaģējošie posteņi (*late movers*), pārklājas ar mūsu pret monetāro politiku nejutīgo posteņu klasifikāciju. Sk. "The heterogeneous developments of the components of euro area core inflation", *Economic Bulletin*, No. 4, Banca d'Italia, October 2023. Šādu posteņu piemēri ietver īri, ar medicīnu un zobārstniecību saistītos pakalpojumus un ar veselību un transportu saistīto apdrošināšanu.

C attēls

SPCIX inflācija laika gaitā – dalījums pret monetārās politikas šokiem jutīgos un nejutīgos posteņos

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



Avoti: Eurostat un ECB speciālistu aprēķini.
Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 3. ceturksnī.

Lai gan mikrodatu analīze apstiprina, ka pēdējā laikā nebūtisks pakalpojumu inflācijas samazinājums (*sticky services inflation*) ir galvenais kopējās inflācijas virzītājs, tā arī uzsvēr pakalpojumu kategorijas neviendabīgumu.

Mainīgs jutīgums ir dokumentēts ne vien abu pamatinflācijas apakškomponentu (NEIG un pakalpojumu) starpā, bet arī katrā kategorijā atsevišķi. Detalizētā analīze arī liecina, ka lielākā daļa pakalpojumu posteņu diezgan lēni reaģē uz pēdējo stingrākas monetārās politikas ciklu, taču monetārā politika veiksmīgi mazinājusi cenu kāpumu vairākos pakalpojumu posteņos, kuri galvenokārt ir saistīti ar atpūtas un transporta pakalpojumiem. Šie dati kopumā uzsvēr, kā ļoti spēcīgi reaģējošu posteņu detalizēta identificēšana var palīdzēt novērtēt, cik apjomīga ir transmisija uz kopējo inflāciju, un savlaicīgi to monitorēt.

6. Likviditāte un monetārās politikas operācijas (2024. gada 24. jūlijs–22. oktobris)

Sagatavojuši Janniks Šneiders (*Yannik Schneider*) un Kristians Totermans (*Kristian Tötterman*)

Šajā ielikumā aplūkota Eurosistēmas likviditāte un monetārās politikas operācijas 2024. gada piektajā un sestajā rezervju prasību izpildes periodā. Šie divi rezervju prasību izpildes periodi kopā ilga no 2024. gada 24. jūlija līdz 22. oktobrim (aplūkojamais periods).

Eurozonas banku sistēmas likviditātes pārpalikums aplūkojamajā periodā turpināja samazināties. Vidējā likviditātes pārpalikuma sarukumu noteica trešā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopuma ietvaros veiktās devītās operācijas (ITRMO III.9) dzēšanas termiņa iestāšanās 2024. gada 25. septembrī un desmitās – pēdējās – operācijas ietvaros tajā pašā dienā banku veiktā pirmstermiņa atmaksa. Samazinājās arī likviditātes apjoms, un to noteica aktīvu iegādes programmas (AIP) portfeļa turējumu apjoma samazināšana pēc tam, kad Eurosistēma 2023. gada jūlija sākumā pārtrauca atkārtotu ieguldīšanu AIP ietvaros. 2024. gada jūlija sākumā sāka samazināties arī vērtspapīru turējumu apjoms pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) ietvaros, jo dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumi tagad tiek atkārtoti ieguldīti vien daļēji. Neto autonomo faktoru noteiktais arvien sarūkošais likviditātes samazinājums daļēji kompensēja likviditātes apjoma kritumu, lai gan lēnāk nekā iepriekšējos periodos.

Saskaņā ar pārskatītajiem darbības principiem un atbilstoši 2024. gada marta paziņojumam ECB ar 2024. gada 18. septembri samazināja galvenās refinansēšanas operācijas (GRO) un noguldījumu iespējas procentu likmes starpību no 50 līdz 15 bāzes punktiem. Aizdevumu iespējas uz nakti procentu likme arī tika koriģēta, lai aizdevumu iespējas uz nakti un GRO procentu likmes starpība paliktu nemainīga (25 bāzes punkti). Aplūkojamā periodā starpības korekcijas būtiski neietekmēja banku dalību Eurosistēmas kredītooperācijās un kopējo aktivitāti naudas tirgū. Turklāt noguldījumu iespējas un GRO procentu likmes starpības sarukums sestā rezervju prasību izpildes perioda sākumā 2024. gadā neietekmēja naudas tirgus procentu likmes. Nenodrošināto darījumu naudas tirgū euro īstermiņa procentu likme (€STR) samazinājās līdztekus monetārās politikas procentu likmēm, kuras saruka par 25 bāzes punktiem. *Repo* darījumu procentu likmes arī raiti pielāgojās šīm pārmaiņām.

Likviditātes vajadzības

Aplūkojamā periodā vidējais banku sistēmas dienas likviditātes vajadzību apjoms, ko definē kā neto autonomo faktoru un rezervju prasību summu, samazinājās par 21.9 mljrd. euro (līdz 1462.1 mljrd. euro). Šīs norises atspoguļo to, ka likviditāti samazinošie autonomie faktori palielinājās mazāk nekā likviditāti

palielinoši autonomie faktori (A tabula). Obligāto rezervju prasības nedaudz palielinājās par 0.9 mljrd. eiro (līdz 162.5 mljrd. eiro), un tam bija tikai niecīga ietekme uz kopējo likviditātes vajadzību pārmaiņām.

Likviditāti samazinošo autonomo faktoru apjoms aplūkojamā periodā palielinājās par 45 mljrd. eiro. To galvenokārt noteica citu autonomo faktoru pieaugums. Neto citu autonomo faktoru apjoms pieauga vidēji par 36.5 mljrd. euro. Šo palielināšanos galvenokārt noteica pārvērtēšanas kontu atlikuma pieaugums par 49.1 mljrd. eiro saistībā ar zelta cenu kāpumu, kura ietekmi uz likviditāti kompensēja atbilstošs likviditāti palielinošo tīro ārējo aktīvu turējumu pieaugums. Valdības noguldījumi nedaudz palielinājās par 0.7 mljrd. eiro (līdz 118.4 mljrd. eiro). Tādējādi valdības noguldījumu pastāvīgais sarukums mitējās pirmo reizi kopš 2022. gada pavasara, kad tie sasniedza augstāko līmeni (655.2 mljrd. eiro). Kopējais kritums atspoguļo valsts kasu naudas līdzekļu drošības rezervju normalizāciju, kā arī atlīdzības par Eurosistēmas turējumā esošajiem valdības noguldījumiem pārmaiņas, kas līdzekļu izvietošanu tirgū padarīja finansiāli pievilcīgāku. Vidējā apgrozībā esošo banknošu vērtība aplūkojamā periodā pieauga par 7.8 mljrd. euro (līdz 1562.7 mljrd. euro). Pēc 2022. gada jūlija, kad pieprasījums pēc banknotēm sasniedza augstāko līmeni, tas saglabājies stabils.

Likviditāti palielinošo autonomo faktoru apjoms pieauga par 67.7 mljrd. euro. To galvenokārt noteica tīro ārējo aktīvu kāpums (53.8 mljrd. euro). Tīro ārējo aktīvu turējumu palielināšanos gandrīz pilnībā noteica vidējais zelta rezervju vērtības pieaugums (49.9 mljrd. euro) saistībā ar zelta cenu kāpumu.¹ Euro denominētie neto aktīvi aplūkojamajā periodā palielinājās par 13.9 mljrd. euro. Tas atspoguļo gan nemonētārās politikas noguldījumu kritumu, gan nemonētārās politikas ieguldījumu kāpumu.

¹ Lai gan aplūkojamajā periodā pārvērtēšanas kontu atšķirības lielākoties noteica zelta cenu pārmaiņas, konti atspoguļo arī valūtas kursa un vērtspapīru cenu svārstības. Tas izskaidro to, kāpēc pārvērtēšanas kontu pārmaiņas tuvu, bet ne precīzi atspoguļo zelta rezervju vērtības pārmaiņas.

A tabula

Eurosistēmas likviditāte

Saistības

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2024. gada 24. jūlijs– 2024. gada 22. oktobris						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2024. gada 17. aprīlis– 2024. gada 23. jūlijs	
	Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods		Piektais rezervju prasību izpildes periods: 2024. gada 24. jūlijs– 2024. gada 17. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 2024. gada 18. septembris – 2024. gada 22. oktobris		Trešais un ceturtais rezervju prasību izpildes periods	
Likviditāti samazinošie autonomie faktori	2 685.6	(+45.0)	2 675.3	(+23.8)	2 702.1	(+26.9)	2 640.6	(+20.8)
Banknotes apgrozībā	1 562.7	(+7.8)	1 564.2	(+4.7)	1 560.2	(–4.0)	1 554.9	(+10.3)
Valdības noguldījumi	118.4	(+0.7)	119.2	(+4.0)	117.1	(–2.0)	117.7	(–36.9)
Citi autonomie faktori (neto) ¹⁾	1 004.5	(+36.5)	991.9	(+15.1)	1 024.8	(+32.9)	968.0	(+47.5)
Pieprasījuma noguldījumu kontu atlikums, kas pārsniedz obligāto rezervju prasības	6.7	(+1.0)	7.1	(+0.9)	6.1	(–1.0)	5.7	(–1.3)
Obligāto rezervju prasības²⁾	162.5	(+0.9)	162.2	(+0.3)	162.9	(+0.7)	161.6	(+0.1)
Noguldījumu iespēja	3 031.9	(–138.8)	3 058.7	(–54.5)	2 989.1	(–69.6)	3 170.8	(–250.6)
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 eurozonas rezidentu prasību un saistību, kā arī kapitāla un rezervju summu.

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

Aktīvi

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2024. gada 24. jūlijs– 2024. gada 22. oktobris						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2024. gada 17. aprīlis– 2024. gada 23. jūlijs	
	Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods		Piektais rezervju prasību izpildes periods: 2024. gada 24. jūlijs– 2024. gada 17. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 2024. gada 18. septembris– 2024. gada 22. oktobris		Trešais un ceturtais rezervju prasību izpildes periods	
Likviditāti palielinošie autonomie faktori	1 386.2	(+67.7)	1 373.0	(+44.6)	1 407.5	(+34.6)	1 318.6	(+68.3)
Tīrie ārējie aktīvi	1 099.2	(+53.8)	1 083.7	(+20.0)	1 123.9	(+40.1)	1 045.4	(+65.8)
Euro denominētie tīrie aktīvi	287.1	(+13.9)	289.2	(+24.6)	283.6	(–5.6)	273.2	(+2.5)
Monetārās politikas instrumenti	4 500.8	(–159.7)	4 530.5	(–74.4)	4 453.0	(–77.5)	4 660.5	(–299.0)
Atklātā tirgus operācijas	4 500.8	(–159.7)	4 530.5	(–74.4)	4 453.0	(–77.5)	4 660.5	(–299.0)
Kreditoperācijas	76.4	(–57.7)	88.5	(–22.1)	56.9	(–31.6)	134.0	(–199.9)
- GRO	4.9	(+1.0)	3.0	(–2.7)	7.8	(+4.7)	3.9	(–0.0)
- ITRMO ar termiņu 3 mēneši	9.6	(+2.0)	9.1	(+2.1)	10.5	(+1.5)	7.7	(+1.3)
- ITRMO III	61.9	(–60.6)	76.4	(–21.5)	38.6	(–37.8)	122.5	(–201.2)
Tiešo darījumu portfeļi¹⁾	4 424.4	(–102.1)	4 442.0	(–52.2)	4 396.1	(–45.9)	4 526.5	(–99.0)
Aizdevumu iespēja uz nakti	0.0	(+0.0)	0.0	(–0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(–0.0)

Avots: ECB.

Piezīmes. Visi skaitļi tabulā noapaļoti līdz tuvākajam 0.1 mljrd. euro. Skaitļi iekavās norāda uz pārmaiņām salīdzinājumā ar iepriekšējo aplūkojamo vai rezervju prasību izpildes periodu. "GRO" apzīmē galvenās refinansēšanas operācijas, "ITRO" – ilgāka termiņa refinansēšanas operācijas, bet "ITRMO III" – trešo ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopumu.

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: 2024. gada 24. jūlijs– 2024. gada 22. oktobris						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2024. gada 17. aprīlis– 2024. gada 23. jūlijs	
	Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods		Piektais rezervju prasību izpildes periods: 2024. gada 24. jūlijs– 2024. gada 17. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 2024. gada 18. septembris– 2024. gada 22. oktobris		Trešais un ceturtais rezervju prasību izpildes periods	
Kopējās likviditātes vajadzības ¹⁾	1 462.1	(–21.9)	1 464.8	(–20.7)	1 457.9	(–6.9)	1 484.0	(–47.1)
Neto autonomie faktori ²⁾	1 299.6	(–22.8)	1 302.6	(–21.0)	1 294.9	(–7.7)	1 322.5	(–47.2)
Likviditātes pārpalikums ³⁾	3 038.6	(–137.9)	3 065.8	(–53.6)	2 995.2	(–70.6)	3 176.5	(–251.8)

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 saistību pusē esošo autonomo likviditātes faktoru un aktīvu pusē esošo autonomo likviditātes faktoru starpību. Šīs tabulas mērķiem neto autonomajiem faktoriem pievieno arī posteni "Posteņi norēķinu procesā".

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

Procentu likmju norises

(vidējie rādītāji; % un procentpunktos)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2024. gada 24. jūlijs– 2024. gada 22. oktobris				Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2024. gada 17. aprīlis– 2024. gada 23. jūlijs			
	Piektais rezervju prasību izpildes periods: 2024. gada 24. jūlijs–2024. gada 17. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 2024. gada 18. septembris–2024. gada 22. oktobris		Trešais rezervju prasību izpildes periods: 2024. gada 17. aprīlis–2024. gada 11. jūnijs		Ceturtais rezervju prasību izpildes periods: 2024. gada 12. jūnijs–2024. gada 23. jūlijs	
GRO	4.25	(+0.00)	3.65	(–0.60)	4.50	(+0.00)	4.25	(–0.25)
Aizdevumu iespēja uz nakti	4.50	(+0.00)	3.90	(–0.60)	4.75	(+0.00)	4.50	(–0.25)
Noguldījumu iespēja	3.75	(+0.00)	3.50	(–0.25)	4.00	(+0.00)	3.75	(–0.25)
€STR	3.663	(+0.001)	3.414	(–0.249)	3.907	(–0.00)	3.662	(–0.245)
RepoFunds Rate Euro	3.728	(+0.014)	3.493	(–0.235)	3.953	(+0.007)	3.714	(–0.239)

Avoti: ECB, CME Group un Bloomberg.

Piezīmes. Skaitļi iekavās norāda uz pārmaiņām procentpunktos salīdzinājumā ar iepriekšējo aplūkojamo vai rezervju prasību izpildes periodu. "GRO" apzīmē galvenās refinansēšanas operācijas un €STR – euro īstermiņa procentu likmi.

Ar monetārās politikas instrumentiem nodrošinātā likviditāte

Vidējais likviditātes apjoms, kas nodrošināts ar monetārās politikas instrumentiem, samazinājās par 159.7 mljrd. euro, aplūkojamā periodā sasniedzot 4500.8 mljrd. euro (A att.). Likviditātes piedāvājuma sarakumu pamatā noteica Eurosistēmas tiešo darījumu portfeļu apjoma samazināšanās un (mazāk) Eurosistēmas kredītooperāciju ietvaros aizņemto līdzekļu atmaksa.

Ar kredītooperāciju starpniecību nodrošinātais vidējais likviditātes apjoms aplūkojamā periodā samazinājās par 57.7 mljrd. euro (līdz 76.4 mljrd. euro). Sarukums galvenokārt atspoguļo ITRMO III atlikuma samazināšanos, ko noteica ITRMO III devītās operācijas dzēšanas termiņa iestāšanās (42.2 mljrd. euro) un citu ITRMO līdzekļu pirmstermiņa atmaksa (5.1 mljrd. euro) 2024. gada 25. septembrī. Ilgāka termiņa refinansēšanas operāciju (ITRO) ar termiņu 3 mēneši vidējais atlikums palielinājās par 2.0 mljrd. euro, savukārt Eurosistēmas bilancē atspoguļotais GRO līdzekļu apjoms pieauga par 1.0 mljrd. euro. Samērā ierobežotā banku dalība šajās regulārajās operācijās un to spēja atmaksāt ievērojamus ITRMO līdzekļus, neizmantojot regulārās refinansēšanas operācijas būtiskā apjomā, kopumā atspoguļo banku pietiekamu likviditātes līmeni un alternatīvu finansējuma avotu pieejamību par pievilcīgām procentu likmēm. Šā "Tautsaimniecības Biļetena" 7. ielikumā detalizēti aplūkotas ITRMO ietvaros veiktās atmaksas kopumā un šo operāciju pārtraukšanas ietekme uz banku aizdevumu izsniegšanas noteikumiem.

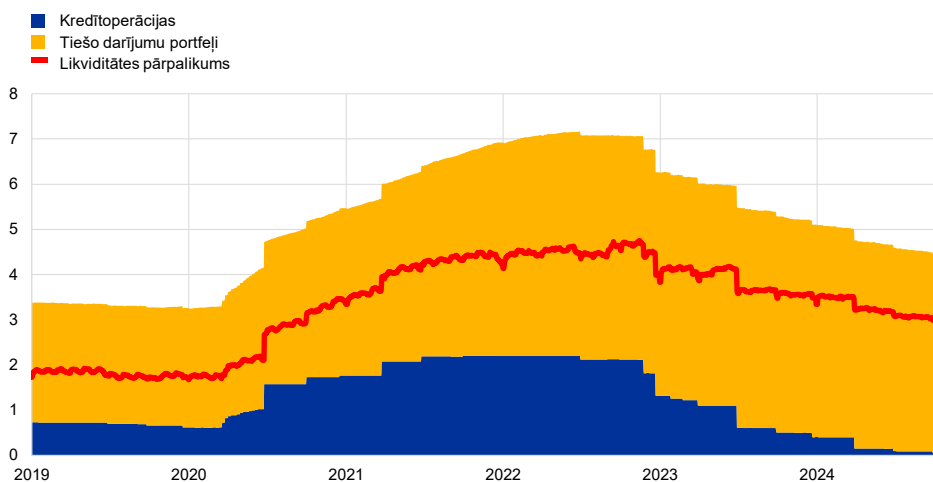
Ar tiešo darījumu portfeļu turējumu starpniecību nodrošinātais vidējais likviditātes apjoms aplūkojamā periodā samazinājās par 102.1 mljrd. euro (līdz 4424.4 mljrd. euro). Šo sarakumu noteica atkārtotās ieguldīšanas pārtraukšana AIP

ietvaros ar 2023. gada 1. jūliju un (mazāk) daļējas atkārtotas ieguldīšanas pārtraukšana PĀAIP ietvaros ar 2024. gada 1. jūliju.^{2,3}

A attēls

Atklātā tirgus operācijās nodrošinātās dienas likviditātes un likviditātes pārpalikuma pārmaiņas

(trij. euro)



Avots: ECB.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 22. oktobrī.

Likviditātes pārpalikums

Vidējais likviditātes pārpalikums aplūkojamajā periodā samazinājās par 137.9 mljrd. euro (līdz 3038.6 mljrd. euro; A att.). Likviditātes pārpalikumu aprēķina kā banku rezervju, kas pārsniedz obligātās 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 obligāto rezervju segšanai. Pēc maksimālās vērtības (4748 mljrd. euro) sasniegšanas 2022. gada novembrī likviditātes pārpalikums stabili samazinājies, un aplūkojamā perioda beigās tas bija nedaudz mazāks par 3000 mljrd. euro.

Procentu likmju norises

Padome aplūkojamajā periodā divas reizes samazināja visas trīs ECB monetārās politikas likmes – t. sk. noguldījumu iespējas procentu likmi, ar kuras palīdzību Padome nosaka monetārās politikas nostājas virzību, – par

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

³ Padome 2024. gada jūnijā apstiprināja, ka 2024. gada 2. pusgadā ECB plāno tikai daļēji atkārtoti ieguldīt dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas PĀAIP ietvaros. Padome plāno pilnībā pārtraukt atkārtoto ieguldīšanu PĀAIP ietvaros 2024. gada beigās.

25 bāzes punktiem, tātad kopā par 50 bāzes punktiem. Noguldījumu iespējas, GRO un aizdevumu iespējas uz nakti procentu likmes aplūkojamā perioda beigās sasniedza attiecīgi 3.25 %, 3.40 % un 3.65 %.

Ņemot vērā to, ka monetārās politikas procentu likmes tika samazinātas divas reizes un saruka arī noguldījumu iespējas un GRO procentu likmes starpība, gan GRO, gan aizdevumu iespējas uz nakti procentu likmes līdz aplūkojamā perioda beigām bija sarukušas par 85 bāzes punktiem. Noguldījumu iespējas un GRO procentu likmes starpības samazināšanās būtiski neietekmēja banku vēlmi izmantot refinansēšanas operācijas un kopējo naudas tirgus aktivitāti.

Vidējā €STR likme atspoguļo monetārās politikas procentu likmju pazemināšanu, vienlaikus saglabājoties kopumā stabilai tās starpībai ar ECB noguldījumu iespējas procentu likmi. Aplūkojamā periodā €STR vidēji bija par 8.3 bāzes punktiem zemāka nekā noguldījumu iespējas procentu likme salīdzinājumā ar 2024. gada trešā un ceturtā rezervju prasību izpildes perioda vidējo rādītāju (9.0 bāzes punkti). Monetārās politikas procentu likmju pārmaiņu ietekme uz nenodrošināto naudas tirgus darījumu procentu likmēm bija pilnīga un tūlītēja.

Eurozonas vidējā repo procentu likme, ko mēra ar RepoFunds Rate Euro indeksu, turpināja tuvojties noguldījumu iespējas procentu likmes līmenim. Aplūkojamā periodā repo procentu likme vidēji bija par 1.2 bāzes punktiem zemāka nekā noguldījumu iespējas procentu likme salīdzinājumā ar 2024. gada trešā un ceturtā rezervju prasību izpildes perioda vidējo rādītāju (4.2 bāzes punkti). Tas atspoguļo notiekošās to faktoru pārmaiņas, kuri rada lejupvērstu spiedienu uz repo procentu likmēm. Tādējādi repo procentu likmes pieauga, un to noteica tādi faktori kā lielāka neto emisija kopš gada sākuma, mobilizētā nodrošinājuma atbrīvošana pēc ITRMO dzēšanas termiņa iestāšanās/atmaksas un lielāka valsts sektora vērtspapīru pieejamība apstākļos, kad sarūk AIP un PĀAIP turējumu atlikums. Augšupvērstu spiedienu uz repo procentu likmēm radīja arī lielāks ieguldītāju ar augstu aizņemto līdzekļu īpatsvaru pieprasījums finansēt garās pozīcijas obligācijās. Monetārās politikas procentu likmju pārmaiņas vienmērīgi atspoguļojās nenodrošināto naudas tirgus darījumu procentu likmēs.

7. ITRMO III pakāpeniskā pārtraukšana un banku kreditēšanas nosacījumi

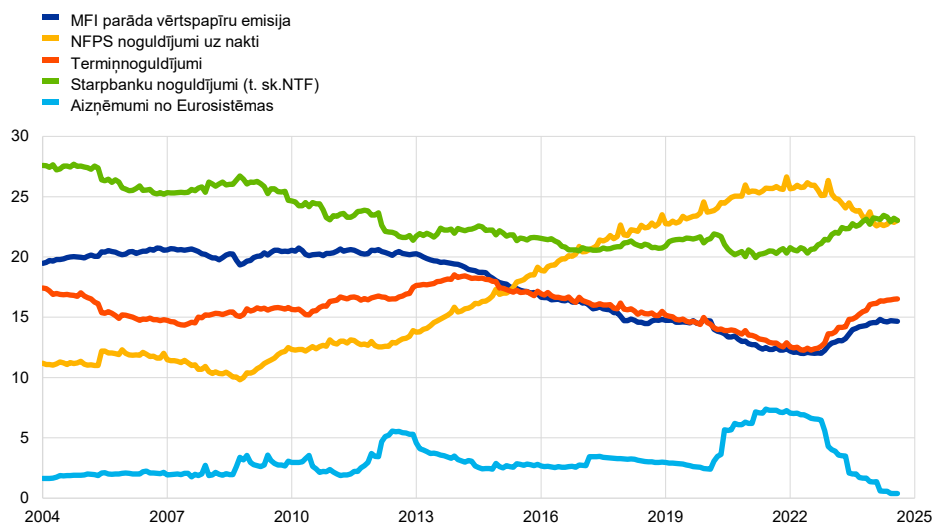
Sagatavojuši Frančeska Barbjēro (*Francesca Barbiero*), Alesandro Ferrāri (*Alessandro Ferrari*) un Franciska Marūna (*Franziska Maruhn*)

No 2022. gada beigām līdz 2024. gada beigām augošo procentu likmju ietekmē eurozonas bankas veica trešā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopuma (ITRMO III) ietvaros aizņemto līdzekļu atmaksu vairāk nekā 2 trilj. euro apmērā, tādējādi samazinot no Eurosistēmas saņemto aizņēmumu apjomu līdz vēsturiski zemākajam līmenim. Beidzoties ITRMO III atmaksai un augstāku procentu likmju apstākļos, kurus noteica pēdējā procentu likmju paaugstināšanas cikla īstenošana, banku saistību struktūra ir mainījusies. Tā kā relatīvā izteiksmē bankas vairāk paļāvās uz vērtspapīru emisiju un noguldījumu finansējumu, saistību struktūra tuvojās tai, kura dominēja pirms ITRMO ieviešanas 2014. gadā (A att.). Vienlaikus Eurosistēmas refinansēšanas operācijas tagad veido mazāku banku finansējuma daļu nekā jebkad agrāk, ņemot vērā īstermiņa standarta refinansēšanas operāciju, kuru izmaksas pašlaik būtiski pārsniedz alternatīvu finansējuma avotu izmaksas, ierobežoto izmantošanas apjomu un joprojām lielās centrālo banku rezerves, kas veicina banku likviditāti.¹

A attēls

Banku saistību struktūra laika gaitā

(% no galvenajām saistībām)



Avoti: ECB (bilances posteņu (BSI) statistika) un ECB aprēķini.

Piezīmes. Banku saistību struktūra (neietverot kapitālu un rezerves, ārējās saistības un citu eurozonas rezidentu noguldījumus). "MFI" ir monetārās finanšu iestādes. "NFPS" ir nefinanšu privātais sektors. "NTF" ir naudas tirgus fondi. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada augustā.

¹ Standarta refinansēšanas operācijas ietver galvenās refinansēšanas operācijas (GRO) un ilgāka termiņa refinansēšanas operācijas ar termiņu 3 mēneši (ITRMO ar termiņu 3 mēneši). Abas šīs operācijas tiek veiktas ar GRO procentu likmi.

Ārkārtīgi straujais monetārās politikas procentu likmju pieauguma temps apvienojumā ar tirgus gaidām par turpmāko procentu likmju pazemināšanu mazināja centrālo banku īstermiņa refinansēšanas operāciju pievilcību salīdzinājumā ar alternatīviem finansējuma avotiem, piemēram, noguldījumiem un ilgāka termiņa obligācijām. Arī pārfinansēšana, izmantojot pašlaik pieejamo centrālo banku finansējumu, tās būtiski īsākā termiņa dēļ (salīdzinājumā ar ITRMO III) un regulatīvo prasību, piemēram, likviditātes seguma rādītāja (LSR) un neto stabilā finansējuma rādītāja (NSFR), ietekmē, iespējams, bijusi ierobežota.² Turklāt joprojām lielais centrālo banku rezervju apjoms pagaidām norāda uz banku ierobežoto nepieciešamību izmantot centrālo banku finansējumu. Tomēr, turpinoties ECB aktīvu portfeļa samazināšanai, kas nosaka turpmāku likviditātes pārpalikuma sarukumu, pieprasījums pēc centrālo banku finansējuma var atkal pieaugt. Tā kā kreditēšanas nosacījumi, šķiet, ir jutīgi pret to, kā banku sistēmai tiek nodrošinātas rezerves, arī centrālo banku likviditātes ietekme uz banku starpniecību būs būtiski atkarīga no instrumentiem, kas turpmāk nodrošinās likviditāti.³

ITRMO III pārkalibrēšana 2022. gada oktobrī izraisīja straujāko un lielāko jebkad reģistrēto no Eurosistēmas saņemto aizņēmumu apjoma sarukumu (B att.), kā arī uzlaboja monetārās politikas procentu likmju transmisiju uz banku kreditēšanas nosacījumiem. Kopš to ieviešanas 2014. gadā ITRMO veicināja stimulējošo monetārās politikas pasākumu transmisiju, sava mērķorientētā rakstura dēļ veicinot kreditēšanu un samazinot banku finansējuma izmaksas. 2019. gadā uzsāktās trešā kopuma ITRMO pandēmijas laikā bija galvenais stimulējošo monetārās politikas pasākumu īstenošanas instruments.⁴ Ņemot vērā negaidīto un neparasti lielo inflācijas kāpumu, kas sākās 2021. gadā, ECB 2021. gada beigās uzsāka monetārās politikas normalizēšanu, koriģējot aktīvu iegādes un ar 2022. gada vidu palielinot monetārās politikas procentu likmes, kas noteica eurozonas tautsaimniecības finansēšanas nosacījumu stingrības palielināšanos. Šajā sakarā, lai uzlabotu augstāku monetārās politikas procentu likmju transmisiju uz banku kreditēšanas nosacījumiem, Padome arī nolēma 2022. gada oktobrī pārkalibrēt ITRMO III. Konkrētāk, ar 2022. gada 23. novembri tika paaugstināta atlikušā ITRMO III apjoma procentu likme.⁵ Augstākās ITRMO procentu

² Salīdzinājumā ar ilgāka termiņa refinansēšanas operācijām aizņēmumi standarta refinansēšanas operāciju (vienas nedēļas GRO un ITRMO ar termiņu 3 mēneši) ietvaros NSFR ietekmē netiek uzskatīti par stabili finansējumu. Attiecībā uz LSR aizņemšanās standarta refinansēšanas operācijās var palielināt banku augstas kvalitātes likvidu aktīvu apjomu, ja tās izmanto nodrošinājumu, kas nav augstas kvalitātes likvidi aktīvi. Tomēr attiecībā uz nedēļas GRO LSR samazināšanas mehānisms atkarībā no augstas kvalitātes likvidu aktīvu struktūras varētu šo pozitīvo ietekmi mazināt.

³ Sk. Altavilla, C., Rostagno, M. and Schumacher, J., "Anchoring QT: Liquidity, credit and monetary policy implementation", *CEPR Discussion Paper*, No 18581, Centre for Economic Policy Research, November 2023.

⁴ ITRMO III tika ieviestas 2019. gadā un koriģētas 2020. gadā, lai Covid-19 pandēmijas laikā veicinātu monetārās politikas transmisiju. Sīkāku informāciju par ITRMO III korekciju un tās ietekmi uz banku kreditēšanas nosacījumiem pandēmijas laikā sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 rakstā "[TLTRO III and bank lending conditions](#)" ("ITRMO III un banku veiktās kreditēšanas nosacījumi").

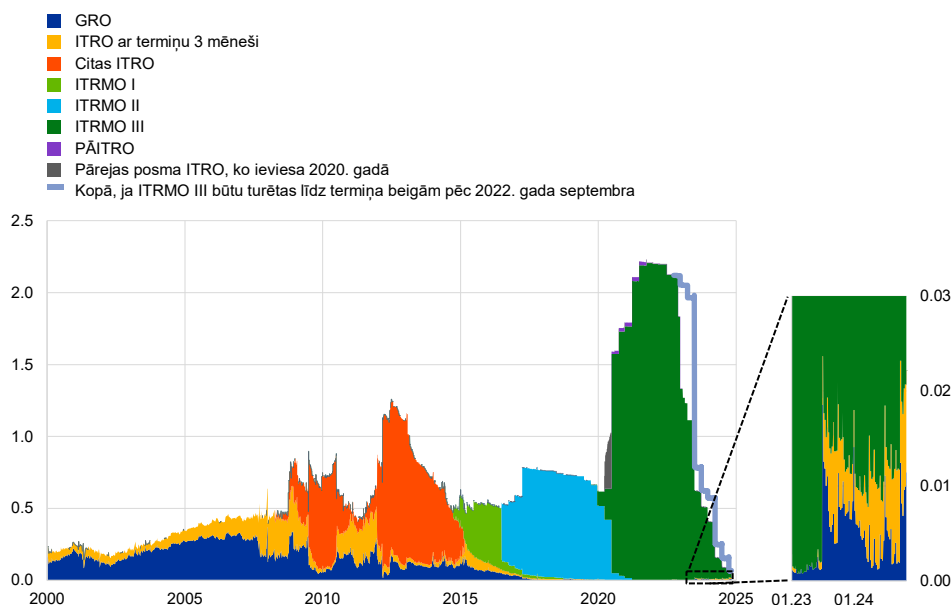
⁵ ITRMO III korekcija ietvēra cenu formulas pārmaiņas visām nepabeigtajām operācijām. Sīkāku informāciju sk. [Padomes 2022. gada 27. oktobra lēmumā](#) un attiecīgajos [paziņojumos preseī](#). Pārkalibrēšanas rezultātā galīgā prognozētā vidējā ITRMO procentu likme katras operācijas termiņa laikā kopš 2022. gada beigām palielinājās aptuveni par 40 bāzes punktiem, un to noteica pēc 2022. gada 23. novembra piemērojamās ITRMO procentu likmes kāpums aptuveni par 2 procentu punktiem. Dažādās valstīs bija vērojamas būtiskas atšķirības, kas atspoguļoja operācijas, kurās katra banka bija piedalījies, un piemērojamās procentu likmes, balstoties uz agrāk izsniegto aizdevumu apjomu.

likmes palielināja ITRMO finansējuma izvēles izmaksas. Vienlaikus likviditātes pārpalikums joprojām bija liels, un, tuvojoties ITRMO termiņa beigām, samazinājās to guvumi likviditātes un stabila finansējuma prasību izpildei. Tāpēc līdz ar pirmo kopš pārkalibrēšanas radušos brīvprātīgas pirmstermiņa atmaksas iespēju bankas 2022. gada novembrī atmaksāja 296 mljrd. euro no neatmaksātās summas (2113 mljrd. euro). 2022. gada decembrī un turpmākajos sešos mēnešos sekoja arvien jaunas lielas brīvprātīgas atmaksas. Tādējādi pārkalibrēšana veicināja būtisku ITRMO apjoma priekšlaicīgu samazināšanu un laika gaitā izlīdzināja atmaksas salīdzinājumā ar to, kas būtu noticis, ja bankas būtu turējušas visus ITRMO līdzekļus līdz termiņa beigām (pārtrauktā līnija B attēlā).

B attēls

Eurosistēmas refinansēšanas operāciju izmantošanas apjoms

(trilj. euro)



Avoti: ECB (tirgus operāciju datubāze) un ECB aprēķini.

Piezīmes. GRO – galvenās refinansēšanas operācijas. ITRO – ilgāka termiņa refinansēšanas operācijas. ITRMO – ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperācijas. PĀITRO – pandēmijas ārkārtas ilgāka termiņa refinansēšanas operācijas. Gaiši zilā līnija atspoguļo kopējo hipotētisko no Eurosistēmas saņemto aizņēmumu apjomu, pieņemot, ka bankas ir turējušas līdz termiņa beigām visus līdz 2022. gada 30. septembrim neatmaksātos ITRMO III līdzekļus (pirms pārkalibrēšanas 2022. gada oktobrī), un ka citu refinansēšanas operāciju ietvaros aizņemto līdzekļu apjoms saglabājās tāds pats, kā realizēts. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 31. oktobrī.

Bankas pielāgoja savas bilances, lai segtu priekšlaicīgās ITRMO atmaksas.

Dažas bankas vairāk izmantoja savu likviditātes pārpalikumu, savukārt citas palielināja papildu finansējuma apjomu obligāciju tirgos un izmantojot noguldījumus.

Pēc 2022. gada oktobrī veiktās pārkalibrēšanas bankas, kuras ITRMO III ietvaros bija aizņēmušās līdzekļus, varētu iedalīt divās grupās: bankas, kuras priekšlaicīgi atmaksāja visus ITRMO III ietvaros aizņemtos līdzekļus, un tās, kuras atmaksāja vismaz daļu no aizņemtajiem līdzekļiem tikai termiņa beigās līdz 2023. gada jūnijam (kad iestājās lielākās ITRMO III ietvaros veiktās operācijas dzēšanas termiņš). Abas grupas galvenokārt atšķīrās pēc tā, cik lielā mērā tās pirms pārkalibrēšanas paļāvās uz ITRMO III finansējumu, un kāds bija to likviditātes pārpalikuma apjoms. To banku vidējais likviditātes pārpalikums, kuras pilnībā izmantoja pirmstermiņa atmaksas iespējas, līdz 2022. gada oktobrim gandrīz divas

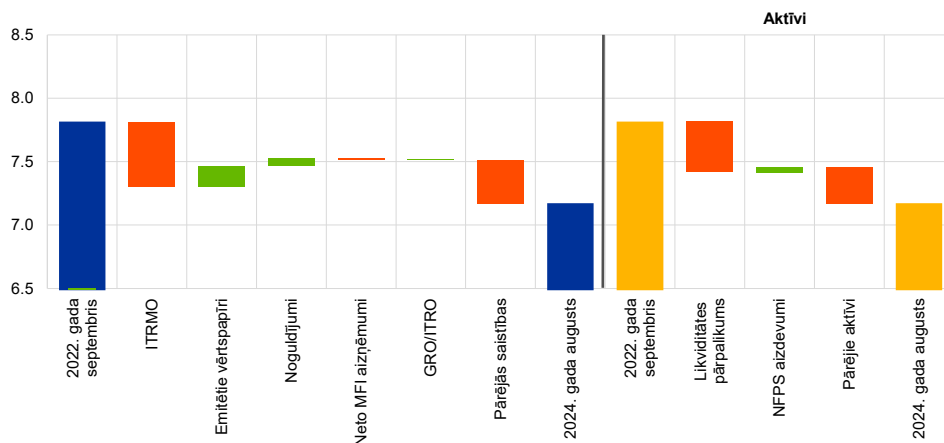
reizes pārsniedza to neatmaksāto ITRMO III ietvaros aizņemto līdzekļu apjomu, savukārt to banku vidējais likviditātes pārpalikums, kuras atmaksāja līdzekļus arī termiņa beigās, bija līdzīgs neatmaksāto ITRMO III ietvaros aizņemto līdzekļu apjomam. Tādējādi pirmā banku grupa samazināja likviditātes pārpalikumu aptuveni par 75 % no ITRMO atmaksu apjoma, galvenokārt ļaujoties uz esošo likviditātes pārpalikumu un arī pieredzot noguldījumu aizplūšanu (C att. a) panelis). Turpretī otrā banku grupa piesaistīja būtisku papildu finansējuma apjomu, lai termiņa beigās atmaksātu ITRMO līdzekļus – atmaksas galvenokārt tika veiktas vērtspapīru emisiju veidā, tām sekoja noguldījumu ieplūdes un aizņēmumi starpbanku tirgū –, un samazināja likviditātes pārpalikumu tikai aptuveni par 50 % no ITRMO atmaksu apjoma (C att. b) panelis). Otrā grupa arī palielināja noguldījumu procentu likmes vairāk nekā pārējās bankas. Tādējādi tai izdevās saglabāt un zināmā mērā pat palielināt noguldījumu kopējo apjomu, lai kompensētu pastāvīgo centrālo banku likviditātes sarukumu.

C attēls

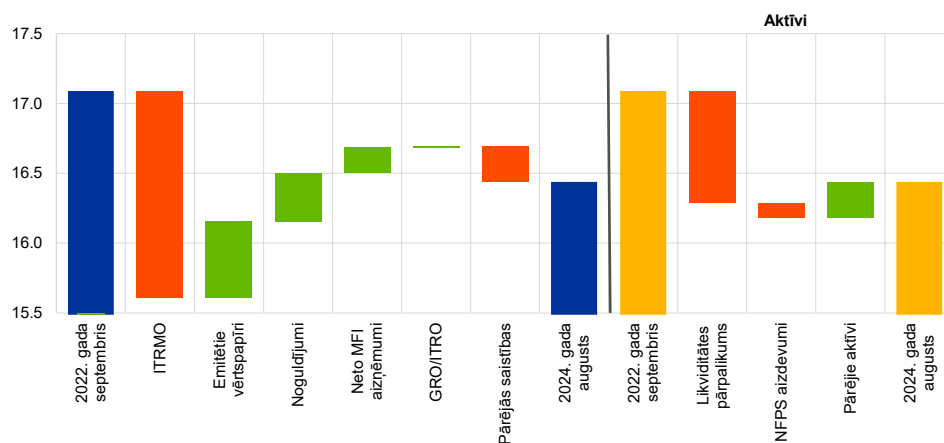
Banku bilanču pārmaiņas kopš ITRMO III pārkalibrēšanas

(trij. euro)

a) Bankas, kuras veica tikai pirmstermiņa atmaksu (līdz 2023. gada jūnijam)



b) Bankas, kuras veica pirmstermiņa atmaksu un atmaksu termiņa beigās (līdz 2023. gada jūnijam)



Avoti: ECB (atsevišķu bilances posteņu statistika, tirgus operāciju datubāze) un ECB aprēķini.

Piezīmes. Attēla paneļos attēlota banku aktīvu un saistību dinamika, kas pamatojas uz banku līmeņa datiem. Sarkanie stabiņi apzīmē saistību/aktīvu sarukumu un zaļie stabiņi – to pieaugumu no 2022. gada septembra līdz 2024. gada augustam. Zilie stabiņi apzīmē kopējās saistības un dzeltenie stabiņi – kopējos aktīvus perioda sākumā/beigās. Neto MFI aizņēmumi definēti kā MFI noguldījumi, no kuriem atskaitīti MFI izsniegtie aizdevumi. Kopējie aktīvi un pasīvi koriģēti, lai atspoguļotu MFI aizņēmumu summu. Attēla a) panelī attēlotas bankas, kuru visas ITRMO III atmaksas, kas veiktas no 2022. gada oktobra līdz 2023. gada jūnijam, bija brīvprātīgas pirmstermiņa atmaksas. Attēla b) panelī attēlotas bankas, kuru no 2022. gada oktobra līdz 2023. gada jūnijam veiktās ITRMO III atmaksas ietvēra brīvprātīgas pirmstermiņa atmaksas un atmaksas termiņa beigās.

Banku likviditātes samazinājums un ITRMO procentu likmju kāpums mudināja bankas izmantot dārgākus finansējuma avotus, kā rezultātā kreditēšanas nosacījumi kļuva stingrāki. ITRMO atmaksas, izmantojot esošo likviditātes pārpalikumu, samazināja pieejamo likviditātes līmeni, savukārt citu saistību pārfinansēšana palielināja finansējuma izmaksas. Tas savukārt, šķiet, noteica stingrāku kreditēšanas nosacījumu piemērošanu uzņēmumiem un māsaimniecībām. Saskaņā ar apsekojumu rezultātiem bankas izjuta pirmo negatīvo ITRMO III ietekmi uz to vispārējiem finansējuma nosacījumiem pēc pārkalibrēšanas. Tas liecina, ka mazāk labvēlīgie ITRMO III nosacījumi efektīvi veicināja banku finansējuma

nosacījumu stingrības palielināšanu.⁶ Turklāt bankas ziņoja par ITRMO III pakāpeniskās pārtraukšanas negatīvo ietekmi uz to likviditātes stāvokli. To atspoguļoja arī turpmāka banku kredītēšanas standartu pastiprināšana visām aizdevumu kategorijām un nedaudz negatīva papildu ietekme uz banku aizdevumu apjomu monetārās politikas procentu likmju paaugstināšanas cikla dēļ notikušās vispārējās kredītu piedāvājuma samazināšanās kontekstā.⁷ Tādējādi arī to banku aizdevumu atlikuma apjoms, kuru ITRMO III atmaksu veikšanai pieejamais likviditātes pārpalikums bija mazāks, kopš ITRMO pārkalibrēšanas nedaudz samazinājās (C att. b) panelis). Analīze, kas veikta, lai kontrolētu aizdevumu pieprasījumu un citus neskaidros faktoros, apstiprina ITRMO pārkalibrēšanas negatīvo ietekmi uz kredītēšanu.⁸ Visbeidzot, pārkalibrēšana turpināja veicināt banku finansējuma izmaksu samazināšanos un attiecīgi arī finansēšanas nosacījumu stingrības palielināšanos. Turklāt tā novērsa šķēršļus brīvprātīgai ITRMO III neatmaksāto līdzekļu pirmstermiņa atmaksai, tādējādi paātrinot Eurosistēmas bilances samazināšanu un veicinot vispārēju monetārās politikas stingrības palielināšanu.

⁶ Sk. "The euro area bank lending survey – First quarter of 2023" ("Eurozonas banku veiktās kredītēšanas apsekojums; 2023. gada 1. ceturksnis") un "The euro area bank lending survey – Third quarter of 2023" ("Eurozonas banku veiktās kredītēšanas apsekojums; 2023. gada 3. ceturksnis").

⁷ Sk. Lane, P.R., "The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area" – devums paneldiskusijai "Pārvērtējot monetārās politikas transmisijas efektivitāti" Kanzasitijas Federālo rezervju bankas tautsaimniecības simpozijā 2024. gada 24. augustā.

⁸ Sk. Burlon, L., Ferrari, A., Kho, S. and Tushteva, N., "Why gradual and predictable? Bank lending during the sharpest quantitative tightening ever", *Working Paper Series*, ECB, 2024, forthcoming.

Statistika

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

© Eiropas Centrālā banka, 2025

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.

Konkrētu terminu skaidrojumu sk. [ECB terminu vārdnīcā](#) (*glossary*; pieejama tikai angļu valodā).

Šajā numurā iekļautie statistiskie dati atbilst stāvoklim 2024. gada 11. decembrī.

ISSN 2363-3506 (PDF)

ES kataloga numurs QB-BP-24-008-LV-N (PDF)