



EIROPAS CENTRĀLĀ BANKA

EUROSISTĒMA

Tautsaimniecības Biļetens

2/2022



Saturs

Tautsaimniecības, finansiālās un monetārās norises	2
Kopskats	2
1. Ārējā vide	9
2. Finanšu norises	19
3. Ekonomiskā aktivitāte	25
4. Cenas un izmaksas	32
5. Nauda un kredītu atlikumi	39
6. Fiskālās norises	47
Ielikumi	51
1. Piegādes ķēžu problēmas euro zonā un ASV: kur esam mēs?	51
2. Kredītriska nozīme jaunākajos pasaules uzņēmumu obligāciju novērtējumos	55
3. Finansēšanas nosacījumi euro zonas uzņēmumu skatījumā	62
4. Uzņēmumu pandēmijas laika uzkrājumu rādītāji	69
5. Krājumu cikla nozīme pašreizējās atveseļošanās laikā	75
6. Euro zonas darba tirgus atveseļošanās, pamatojoties uz ECB Apsekojumu par patērētāju gaidām	80
7. Kādi apakškomponenti ir īpašnieka apdzīvota mājokļa izmaksu virzītājspēks?	85
Statistika	89
Raksti*	
1. Finanšu riski Ķīnas uzņēmumu sektorā: nekustamā īpašuma nozarē un citur	
2. Uzņēmumu ievainojamības novērtējums euro zonā	

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

Tautsaimniecības, finansiālās un monetārās norises

Kopskats

Krievijas iebrukums Ukrainā būtiski ietekmēs ekonomisko aktivitāti un inflāciju, tā ietekmē paaugstinoties enerģijas un izejvielu cenām, pastiprinoties starptautiskās tirdzniecības traucējumiem un vājinoties konfidencei. Šīs ietekmes apjoms būs atkarīgs no konflikta attīstības, pašreizējo sankciju ietekmes un iespējamiem turpmākiem pasākumiem.

Kara ietekme jāvērtē kontekstā ar stabiliem euro zonas tautsaimniecības pamatnosacījumiem, tai saņemot plašu politikas atbalstu. Tautsaimniecības atveseļošanas veicina koronavīrusa (Covid-19) omikrona varianta izzūdošā ietekme. Parādījušās atsevišķas pazīmes, kas liecina par piegādes problēmu mazināšanos, un situācija darba tirgū turpina uzlaboties. ECB speciālistu 2021. gada marta makroekonomiskajās iespēju aplēsēs ietverts pirmais Ukrainā notiekošā kara ietekmes novērtējums, un to bāzes scenārijā IKP pieaugums īstermiņā konflikta dēļ koriģēts un pazemināts.

Inflācija negaidīti augsto enerģijas izmaksu dēļ joprojām bijusi augstāka, nekā prognozēts. Plašāk vērojams arī cenu kāpums. Jaunajās speciālistu iespēju aplēsēs inflācijas bāzes scenārijs koriģēts un būtiski palielināts. Ilgāka termiņa inflācijas gaidas dažādu rādītāju klāstā stabilizējušās ECB noteiktā inflācijas mērķa līmenī. Padome uzskata, ka tādējādi pastāv arvien lielāka iespēja, ka inflācija vidējā termiņā stabilizēsies 2% mērķa līmenī.

Kara radītās ekonomiskās un finansiālās ietekmes alternatīvie scenāriji paredz, ka ekonomisko aktivitāti varētu mazināt krasāks enerģijas un izejvielu cenu kāpums, kā arī daudz nozīmīgāka tirdzniecības un noskaņojuma pasliktināšanās. Inflācija tuvākajā laikā varētu būtiski pieaugt. Tomēr visos scenārijos paredzēts, ka inflācija joprojām pakāpeniski samazināsies, 2024. gadā pietuvojoties 2% inflācijas mērķrādītājam.

Padome, balstoties uz savu inflācijas perspektīvas aktualizēto novērtējumu un ņemot vērā vides nenoteiktību, pārskatījusi tuvāko mēnešu aktīvu iegādes programmas (AIP) ietvaros veicamo neto aktīvu iegāžu grafiku. AIP ietvaros veiktās mēneša neto aktīvu iegādes aprīlī būs 40 mljrd. euro, maijā – 30 mljrd. euro un jūnijā – 20 mljrd. euro apmērā. Padomes neto aktīvu iegāžu kalibrēšana 3. ceturksnim joprojām būs atkarīga no datiem un atspoguļos tās perspektīvas novērtējuma pilnveidi. Ja saņemtie dati apstiprinās gaidas, ka vidējā termiņa inflācijas perspektīva nepazemināsies pat pēc tās neto aktīvu iegādes beigām, Padome 3. ceturksnī beigs neto aktīvu iegādes AIP ietvaros. Ja vidēja termiņa inflācijas prognozes mainīsies un finansēšanas nosacījumi neatbilst turpmākai virzībai uz 2% mērķa sasniegšanu, Padome ir gatava pārskatīt savu neto aktīvu iegāžu grafiku apjoma un/vai ilguma ziņā. Jebkādas galveno ECB procentu likmju korekcijas notiks laikā, kad būs veiktas neto aktīvu iegādes AIP ietvaros, un tās būs pakāpeniskas. ECB galveno procentu

likmju virzību arī turpmāk noteiks Padomes perspektīvas norādes un tās stratēģiskā apņemšanās vidējā termiņā stabilizēt inflāciju 2% līmenī. Attiecīgi Padome sagaida to, ka galvenās ECB procentu likmes saglabāsies pašreizējā līmenī līdz brīdim, kad Padome būs pārliecinājusies, ka inflācija sasniegs 2% līmeni labu brīdi pirms tās iespēju aplēšu perioda beigām un noturēsies šādā līmenī pārējā iespēju aplēšu periodā, un tā uzskatīs, ka panāktais progress pamatinflācijas virzībā ir pietiekams, lai inflācija vidējā termiņā stabilizētos 2% līmenī. Padome apstiprināja arī pārējos politikas pasākumus.

Ekonomiskā aktivitāte

Pasaules tautsaimniecība 2021. gadā paplašinājās stabilā tempā, neraugoties uz kavējošiem faktoriem, kas saistīti ar koronavīrusa pandēmijas atkārtotu uzliesmojumu un piegādes problēmām. Apsekojumu rādītāji liecina par aktivitātes pastāvīgu palielināšanos 2022. gada 1. ceturksnī. Tomēr Krievijas un Ukrainas karš rada būtisku nenoteiktību par citādi stabilo globālo attīstības perspektīvu. Jaunākie ekonomiskās aktivitātes apsekojumi liecina, ka izaugsmes temps no janvāra līdz februārim pieauga, samazinoties pandēmijas izplatībai un piegādes spiedienam. Tomēr kara ekonomisko seku un politikas stimula pakāpeniskas samazināšanās dēļ globālās izaugsmes iespēju aplēses salīdzinājumā ar decembra iespēju aplēsēm koriģētas un pazeminātas, īpaši 2022. un 2023. gadam. Tiek lēsts, ka globālais reālais IKP (neietverot euro zonu) 2021. gadā palielinājies par 6.3%, bet prognozes liecina, ka tā pieauguma temps 2022. gadā samazināsies līdz 4.1%, bet gan 2023., gan 2024. gadā – līdz 3.6%. Prognozētais euro zonas ārējā pieprasījuma kāpums samazināsies no 9.9% 2021. gadā līdz 4% 2022. gadā, 3.2% 2023. gadā un 3.6% 2024. gadā. Konflikts euro zonas ārējo pieprasījumu salīdzinājumā ar globālo importu ietekmē daudz vairāk, ņemot vērā samērā lielo īpatsvaru, kāds ir euro zonas tirdzniecībai ar Krieviju, kā arī Centrālās Eiropas un Austrumeiropas valstīm, jo šīs valstis īpaši pakļautas konflikta radītiem kavējošiem faktoriem. Salīdzinājumā ar iepriekšējām iespēju aplēsēm euro zonas ārējā pieprasījuma pieauguma temps 2022. gadam nav mainīts (jo iebrukuma ietekme pilnībā izskaudusi pozitīvo no 2021. gada pārnesto ietekmi), bet 2023. un 2024. gadam tas koriģēts un samazināts. Paredzams, ka piegādes problēmas 2022. gadā sāks mazināties un pilnībā izzudīs līdz 2023. gadam. Euro zonas konkurentu eksporta cenas 2022. un 2023. gadam koriģētas un palielinātas, ņemot vērā augstāku izejvielu cenu, piegādes problēmu un pieprasījuma atjaunošanās pārklāšanos. Lai gan pandēmijas turpmākā gaita joprojām ir nozīmīgs riska faktors, kas ietekmē globālās tautsaimniecības pamataplēses, Krievijas un Ukrainas karš būtiski palielina nenoteiktību. Tālākas eskalācijas radītie lejupvērstie postošie riski varētu būt būtiski, un tie varētu apdraudēt globālo atveseļošanos, vienlaikus palielinot inflācijas spiedienu.

Krievijas un Ukrainas karš būtiski ietekmēs ekonomisko aktivitāti euro zonā, tā ietekmē paaugstinoties enerģijas un izejvielu cenām, pastiprinoties starptautiskās tirdzniecības traucējumiem un vājinoties konfidencei. Tomēr plaša politikas atbalsta ietekmē pamatnosacījumi ir stabili. Tautsaimniecības izaugsme 2021. gadā palielinājās par 5.3%, un IKP gada beigās atkal atgriezās līmenī, kāds bija pirms pandēmijas. Tomēr izaugsme 2021. gada pēdējā ceturksnī saruka līdz 0.3%, un gaidāms, ka 2022. gada 1. ceturksnī tā joprojām būs vāja. Tautsaimniecības

perspektīvas būs atkarīgas no Krievijas un Ukrainas kara gaitas, kā arī ekonomisko un finansiālo sankciju un citu pasākumu ietekmes. Vienlaikus citi izaugsmi kavējošie faktori pašlaik izzūd. Speciālistu iespēju aplēšu bāzes scenārijā paredzēts, ka euro zonas tautsaimniecībai 2022. gadā joprojām vajadzētu stabili augt, bet tās pieauguma temps būs lēnāks, nekā gaidīts pirms kara izcelšanās. Omikrona varianta izplatības ierobežošanas pasākumiem bijusi mazāka ietekme nekā tiem, kuri tika ieviesti iepriekšējo viļņu laikā un kuri tagad ir atcelti. Atsevišķas pazīmes liecina, ka pandēmijas izraisītie piegādes pārrāvumi arī sāk mazināties, un darba tirgus turpinājis nostiprināties. Smagā enerģijas cenu trieciena ietekmi uz iedzīvotājiem un uzņēmumiem iespējams daļēji mazināt, izmantojot pandēmijas laikā izveidotos uzkrājumus un kompensējošos fiskālos pasākumus.

Saskaņā ar ECB speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskajām iespēju aplēsēm euro zonas valstu valdības budžeta bilance turpina uzlaboties pēc koronavīrusa krīzes radītā ļoti augstā budžeta deficīta. Tomēr pastāv būtiski ar šo bāzes scenāriju saistīti riski, kuri arvien vairāk veicina budžeta deficīta palielināšanos, galvenokārt saistībā ar Ukrainā notiekošo karu. Saskaņā ar bāzes scenāriju tiek lēsts, ka budžeta deficīta rādītājs, kas 2020. gadā sasniedzis augstāko punktu (7.2% no IKP), 2021. gadā sarucis līdz 5.5% no IKP. Paredzams, ka 2022. gadā tas turpinās samazināties (līdz 3.1% no IKP) un līdz prognožu perioda beigām saruks līdz 2% no IKP. Attiecībā uz euro zonas fiskālo nostāju 2020. gadā vērotajai straujajai ekspansijai sekoja mērena tās stingrības mazināšanās 2021. gadā, to koriģējot atbilstoši "Nākamās paaudzes ES" (NPES) subsīdijām. Prognozēts, ka 2022. gadā fiskālā nostāja kļūs arvien stingrāka, un to galvenokārt noteiks būtiskas daļas koronavīrusa krīzes ārkārtas atbalsta pasākumu samazināšana. Paredzams, ka pēdējos divos prognožu perioda gados tā kļūs tikai nedaudz stingrāka, un tautsaimniecībai joprojām tiks sniegts būtisks atbalsts. Ņemot vērā augsto riska līmeni, kuru šobrīd nosaka dažādi faktori (daļēji šie riski jau ir īstenojušies), fiskālie pasākumi, t.sk. ES līmenī, palīdzētu pasargāt tautsaimniecību. Situācijai mainoties, fiskālās politikas īstenošanā jā saglabā elastīga pieeja. Vēlme izmantot fiskālos pasākumus nav pretrunā ar nepieciešamību vidējā termiņā ticamā veidā normalizēt valsts finanšu situāciju.

Saskaņā ar speciālistu iespēju aplēšu bāzes scenāriju vidējā termiņa izaugsmi noteiks stabils iekšējais pieprasījums, ko veicinās spēcīgāks darba tirgus. Palielinoties nodarbinātībai, māsaimniecībām vajadzētu gūt lielākus ienākumus un vairāk tērēt. Šo izaugsmes perspektīvu veicina arī globālā atveseļošanās un turpmāks fiskālās un monetārās politikas atbalsts. Fiskālās un monetārās politikas atbalsts joprojām ir izšķiroši svarīgs, īpaši pašreizējā sarežģītajā ģeopolitiskajā situācijā. Prognozēts, ka euro zonas izaugsme 2022. gadā būs stabila, bet tās temps būs lēnāks, nekā gaidīts pirms kara izcelšanās. Speciālistu marta makroekonomiskajās iespēju aplēsēs paredzēts, ka gada reālais IKP kāpums 2021. gadā būs 5.4%, 2022. gadā – 3.7%, 2023. gadā – 2.8% un 2024. gadā – 1.6%. Salīdzinājumā ar decembra iespēju aplēsēm IKP perspektīva 2022. un 2023. gadam koriģēta un samazināta. Tā pamatā ir pieņēmums, ka pašreizējie ar konfliktu saistītie enerģijas piegādes traucējumi un negatīvā ietekme uz konfidenci ir īslaicīgi un ka globālās piegādes ķēdes nav būtiski skartas. Nelabvēlīga scenārija gadījumā, ja Krievijai tiek piemērotas stingrākas sankcijas, kuras izraisa globālo vērtības ķēžu pārrāvumus, augstākas enerģijas cenas un īslaicīgu euro zonas

ražošanas samazināšanos, kā arī papildu finanšu traucējumus un lielāku nenoteiktību, euro zonas izaugsme būtu par 1.2 procentu punktiem zemāka, nekā paredzēts bāzes scenārijā 2022. gadam. 2023. gadā atšķirība būtu neliela, un 2024. gadā izaugsme izlīdzināšanas ietekmē būtu nedaudz spēcīgāka. Pesimistiskā scenārija gadījumā (kurā papildus negatīvā scenārija iezīmēm pieņemts, ka enerģijas cenu reakcija uz stingrāku piegāžu samazinājumu un lielāku pārcenošanu finanšu tirgos ir spēcīgāka) IKP pieaugums 2022. un 2023. gadā varētu būt attiecīgi par 1.4 un 0.5 procentu punktiem mazāks, nekā noteikts bāzes scenārijā, bet 2024. gadā būtu vērojama visai mērena izlīdzināšanas procesa ietekme.

Inflācija

Inflācija februārī pieauga līdz 5.8% (janvārī – 5.1%), un gaidāms, ka tuvākajā laikā tā turpinās palielināties. Enerģijas cenu inflācija, kas februārī sasniedza 31.7%, joprojām ir augstās kopējās inflācijas galvenais iemesls un palielina cenas daudzās citās nozarēs. Sezonālo faktoru, augstāku pārvadājumu izmaksu un mēslojuma cenu kāpuma ietekmē palielinājušās arī pārtikas cenas. Ukrainā notiekošā kara dēļ enerģijas izmaksas pēdējās nedēļās turpinājušas kāpt, un gaidāms lielāks spiediens uz dažām pārtikas un izejvielu cenām. Cenu kāpums kļuvis plašāks. Vairākums pamatinflācijas rādītāju pēdējos mēnešos ir palielinājušies, pārsniedzot 2%. Tomēr, ņemot vērā īslaicīgo ar pandēmiju saistīto faktoru nozīmi un augstāku enerģijas cenu netiešo ietekmi, nav skaidrs, cik noturīgs būs šo rādītāju kāpums. Uz tirgus instrumentiem balstītie rādītāji liecina, ka augstās enerģijas cenas saglabāsies ilgāk, nekā iepriekš gaidīts, bet iespēju aplēšu periodā tās kļūs mērenākas. Globālo piegādes ķēžu problēmu radītajam cenu spiedienam arī vajadzētu mazināties. Darba tirgus apstākļi pēdējos mēnešos turpināja uzlaboties, bezdarba līmenim janvārī sarūkot līdz 6.8%. Lai gan darbaspēka trūkums ietekmē arvien vairāk nozaru, darba samaksas kāpums kopumā joprojām ir neliels. Laika gaitā, tautsaimniecībai atsākot darboties ar pilnu jaudu, darba samaksas pieaugumam vajadzētu nedaudz paātrināties. Dažādu ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāji, kas iegūti no finanšu tirgiem un apsekojumiem, ir aptuveni 2% līmenī. Šie faktori turpinās veicināt arī pamatinflācijas kāpumu un palīdzēs kopējai inflācijai ilgstoši stabilizēties 2% mērķrādītāja līmenī.

Speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskās iespēju aplēses paredz, ka gada inflācija 2022. gadā būs 5.1%, 2023. gadā – 2.1% un 2024. gadā – 1.9%, tātad tā ir būtiski paaugstināta salīdzinājumā ar iepriekšējām (decembra) iespēju aplēsēm, īpaši 2022. gadam. Prognozēts, ka inflācija (neietverot pārtikas un enerģijas cenas) 2022. gadā vidēji būs 2.6%, 2023. gadā – 1.8% un 2024. gadā – 1.9%, tātad arī augstāka salīdzinājumā ar decembra iespēju aplēsēm. Ja īstenotos iepriekš minētais negatīvais scenārijs, inflācija 2022. gadā varētu būt par 0.8 procentu punktiem augstāka. Naftas un gāzes tirgiem atgūstot līdzsvaru, lielais enerģijas cenu kāpums pakāpeniski mazināsies, liekot inflācijai sarukt zem bāzes scenārijā paredzētā līmeņa, īpaši 2024. gadā. Pesimistiskākajā scenārijā inflācija 2022. gadā būtu par 2 procentu punktiem augstāka (tā būtu būtiski augstāka arī 2023. gadā). 2024. gadā spēcīgāka otrreizējā ietekme kompensētu sarūkošo enerģijas cenu negatīvo ietekmi uz inflāciju, saglabājot bāzes scenārijā noteikto inflāciju.

Risku novērtējums

Padome uzskata, ka riski, kas apdraud tautsaimniecības perspektīvu, būtiski palielinājušies, un tie ir lejupvērsti. Lai gan ar pandēmiju saistītie riski mazinājušies, karš Ukrainā varētu spēcīgāk ietekmēt ekonomisko noskaņojumu un atkal pastiprināt piedāvājuma ierobežojumus. Pastāvīgi augstās enerģijas izmaksas apvienojumā ar konfidences zudumu varētu mazināt pieprasījumu vairāk, nekā gaidīts, un ierobežot patēriņu un ieguldījumus. Tie paši faktori ir inflācijas perspektīvas riski, kas tuvākajā laikā ir augšupvērsti. Karš Ukrainā ir būtisks augšupvērstas risks, īpaši attiecībā uz enerģijas cenām. Ja cenu spiediens noteiks augstāku, nekā gaidīts, darba samaksas kāpumu vai saglabāsies negatīva ietekme uz piedāvājumu, arī vidējā termiņā inflācijas līmenis varētu izrādīties augstāks. Tomēr, ja pieprasījums vidējā termiņā samazinātos, tas varētu mazināt arī spiedienu uz cenām.

Finanšu un monetārie nosacījumi

Krievijas iebrukums Ukrainā ir radījis būtiskas svārstības finanšu tirgos. Pēc kara sākuma tirgus bezriskā procentu likmju kāpums, kas tika novērots kopš Padomes februāra sanāksmes, mainījies virzienā, un kapitāla vērtspapīru cenas kritušās. Finanšu sankcijas pret Krieviju, t.sk. dažu Krievijas banku atslēgšana no SWIFT, līdz šim nav radījušas smagu sasprindzinājumu naudas tirgos vai likviditātes trūkumu euro zonas banku sistēmā. Kopumā banku bilances joprojām ir stabilas, un tas skaidrojams ar stabilām kapitāla pozīcijām un mazāku ienākumus nenesošu aizdevumu skaitu. Banku peļņit spēja tagad ir tāda pati kā pirms pandēmijas. Banku aizdevumu procentu likmes uzņēmumiem nedaudz palielinājušās, savukārt mājāsaimniecību hipotekāro aizdevumu procentu likmes saglabājas nemainīgas vēsturiski zemākajā līmenī. Aizdevumu plūsmas uzņēmumiem ir samazinājušās pēc to spēcīga pieauguma 2021. gada pēdējā ceturksnī. Mājāsaimniecībām izsniegto aizdevumu apjoms ir noturīgs, sevišķi attiecībā uz aizdevumiem mājokļa iegādei.

Monetārās politikas lēmumi

Padome, balstoties uz aktualizēto novērtējumu un ņemot vērā vides nenoteiktību, pārskatījusi tuvāko mēnešu aktīvi iegādes programmas (AIP) neto aktīvu iegāžu grafiku. AIP ietvaros veikto neto aktīvu iegāžu mēneša apjoms aprīlī būs 40 mljrd. euro, maijā – 30 mljrd. euro un jūnijā – 20 mljrd. euro. Neto aktīvu iegāžu kalibrēšana 3. ceturksnī būs atkarīga no datiem un atspoguļos Padomes perspektīvas novērtējuma pilnveidi. Ja saņemtie dati apstiprinās gaidas, ka vidējā termiņa inflācijas perspektīva nepazemināsies pat pēc neto aktīvu iegādes beigām, Padome 3. ceturksnī noslēgs neto aktīvu iegādes AIP ietvaros. Ja vidēja termiņa inflācijas prognozes mainīsies un finansēšanas nosacījumi neatbildīs turpmākai virzībai uz 2% mērķa sasniegšanu, Padome ir gatava pārskatīt savu neto aktīvu iegāžu grafiku apjoma un/vai ilguma ziņā.

Padome paredz arī turpmāk pilnībā atkārtoti ieguldīt to AIP ietvaros iegādāto un dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas ilgāku laiku pēc tam, kad tā būs sākusi paaugstināt galvenās ECB procentu likmes, un jebkurā gadījumā tik

ilgi, cik tas būs nepieciešams, lai uzturētu labvēlīgus likviditātes apstākļus un bagātīgu stimulējošās monetārās politikas pasākumu apjomu.

Tā nolēma nemainīt procentu likmi galvenajām refinansēšanas operācijām, aizdevumu iespējai uz nakti un noguldījumu iespējai (attiecīgi 0.00%, 0.25% un -0.50%).

Jebkādas galveno ECB procentu likmju korekcijas notiks laikā, kad būs veiktas neto aktīvu iegādes AIP ietvaros, un tās būs pakāpeniskas. ECB galveno procentu likmju virzību arī turpmāk noteiks Padomes perspektīvas norādes un tās stratēģiskā apņemšanās stabilizēt inflāciju 2% līmenī vidējā termiņā. Attiecīgi Padome prognozē, ka galvenās ECB procentu likmes saglabāsies pašreizējā līmenī līdz brīdim, kad tā būs pārliecinājusies, ka inflācija sasniegs 2% līmeni labu brīdi pirms iespēju aplēšu perioda beigām un noturēsies šādā līmenī pārējā iespēju aplēšu periodā, un tā secinās, ka panāktais progress pamatinflācijas virzībā ir pietiekams, lai inflācija vidējā termiņā stabilizētos 2% līmenī.

Padome 2022. gada 1. ceturksnī veiks neto aktīvu iegādes pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) ietvaros mazākā apmērā nekā iepriekšējā ceturksnī. Tā pārtrauks veikt neto aktīvu iegādes PĀAIP ietvaros 2022. gada marta beigās.

Padome paredz, ka tā turpinās atkārtoti ieguldīt PĀAIP ietvaros iegādāto un dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumus vismaz līdz 2024. gada beigām. Jebkurā gadījumā PĀAIP portfelis turpmāk tiks pārvaldīts tā, lai izvairītos no atbilstīgas monetārās politikas nostājas īstenošanas traucējumiem.

Pandēmija apliecinājusi, ka stresa apstākļos elastīga aktīvu iegāžu struktūra un īstenošana palīdzējusi novērst monetārās politikas transmisijas traucējumus un uzlabojusi Padomes noteiktā mērķa sasniegšanas centienu efektivitāti. Atbilstoši Padomes pilnvarām stresa apstākļos elastīga pieeja joprojām būs monetārās politikas sastāvdaļa, ja monetārās politikas transmisijas traucējumu draudi radīs riskus cenu stabilitātes nodrošināšanai. Īpaši, ja saistībā ar pandēmiju atjaunosies tirgus sadrumstalotība, atkārtoto ieguldīšanu PĀAIP ietvaros jebkurā laikā var elastīgi koriģēt laika, aktīvu grupu un valstu dalījumā. Tas varētu ietvert Grieķijas Republikas emitēto obligāciju iegādes papildus dzēsto vērtspapīru atkārtoti ieguldītajiem apjomiem, lai novērstu iegāžu pārtraukšanu šajā jurisdikcijā, jo tas negatīvi ietekmētu monetārās politikas transmisiju Grieķijas tautsaimniecībā, kas joprojām atveseļojas no pandēmijas sekām. Neto aktīvu iegādes PĀAIP ietvaros varētu tikt atsāktas, ja tas būtu nepieciešams, lai novērstu pandēmijas negatīvā šoka ietekmi.

Padome turpinās monitorēt banku finansēšanas nosacījumus un nodrošināt, ka, iestājoties trešā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopuma (ITRMO III) ietvaros veikto operāciju dzēšanas termiņam, netiek kavēta tās monetārās politikas raita transmisija. Padome arī regulāri novērtēs, kā aizdevumu mērķoperācijas veicina tās monetārās politikas nostājas īstenošanu. Kā tika ziņots, tā prognozē, ka īpašo nosacījumu piemērošana ITRMO III ietvaros tiks pārtraukta šā gada jūnijā. Padome arī novērtēs tās divu līmeņu rezervju atlīdzības sistēmas atbilstīgu

koriģēšanu, lai negatīvo procentu likmju politika neierobežotu banku starpniecības spējas liela likviditātes pārpalikuma apstākļos.

Ņemot vērā lielo nenoteiktību, ko radījis Krievijas iebrukums Ukrainā, un risku, ka šī ietekme izplatīsies reģionālā mērogā, nelabvēlīgi ietekmējot euro zonas finanšu tirgus, Padome nolēmusi pagarināt Eurosistēmas *repo* darījumu iespēju centrālajām bankām (EUREP) līdz 2023. gada 15. janvārim. Tāpēc EUREP turpinās papildināt regulāros euro likviditāti palielinošos pasākumus attiecībā uz ārpus euro zonas esošo valstu centrālajām bankām. Kopā tie veido visaptverošu atbalsta mehānismu kopumu iespējamo euro likviditātes vajadzību risināšanai tirgus darbības traucējumu gadījumā ārpus euro zonas, kuras savukārt varētu negatīvi ietekmēt ECB monetārās politikas raitu transmisiju. Ārpus euro zonas esošo valstu centrālo banku pieprasījumus attiecībā uz noteiktām euro likviditātes kredītlīnijām Padome izvērtēs katrā gadījumā atsevišķi.

Padome ir gatava pēc vajadzības koriģēt visus tās instrumentus, lai nodrošinātu, ka inflācija vidējā termiņā stabilizējas 2% mērķa līmenī.

1. Ārējā vide

ECB speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai liecina par nelielu globālo ekonomisko aktivitāti gadu mijā, kad koronavīrusa (Covid-19) omikrona variants sāka strauji izplatīties, piegādes problēmas turpinājās un izejvielu cenas joprojām bija augstas. Krievijas un Ukrainas karš rada ievērojamu globālās perspektīvas nenoteiktību, īpaši tuvākajā laikā. Tiek lēsts, ka globālais reālais IKP (neietverot euro zonu) 2021. gadā palielinājies par 6.3%, bet prognozes liecina, ka tā pieauguma temps 2022. gadā samazināsies līdz 4.1%, bet 2023. un 2024. gadā – līdz 3.6%. Salīdzinājumā ar iepriekšējām iespēju aplēsēm globālā izaugsme 2021. gadam tika koriģēta un paaugstināta, kad būtisks politikas atbalsts palielināja pieprasījumu pēc precēm, bet 2022. gadam un īpaši 2023. gadam tā tika pazemināta Krievijas un Ukrainas kara ekonomisko seku un politikas stimula pakāpeniskas samazināšanās dēļ. Pēc 2021. gadā vērotā spēcīgā kāpuma (12.1%) globālā importa pieaugums 2022. gadā mazināsies saistībā ar zemāku aktivitāti un Krievijas un Ukrainas kara radīto negatīvo ietekmi uz tirdzniecību. Prognozēts, ka globālā importa pieauguma temps 2023. un 2024. gadā būs lēnāks, atspoguļojot notiekošā konflikta ietekmi, plaši vērojamo sarukumu reģionos un pieņēmumu, ka pieprasījums pēc patēriņa precēm pakāpeniski normalizēsies. Prognozētais euro zonas ārējā pieprasījuma kāpums samazināsies no 9.9% 2021. gadā līdz 4% 2022. gadā, 3.2% 2023. gadā un 3.6% 2024. gadā. Konflikts euro zonas ārējo pieprasījumu salīdzinājumā ar globālo importu ietekmē daudz vairāk, ņemot vērā lielāku euro zonas tirdzniecības ar Krieviju, kā arī Centrālās Eiropas un Austrumeiropas valstīm īpatsvaru, jo šīs valstis vairāk pakļautas konflikta radītiem kavējošiem faktoriem nekā citas ārpus euro zonas esošās valstis. Salīdzinājumā ar iepriekšējām iespēju aplēsēm euro zonas ārējā pieprasījuma pieauguma temps 2022. gadam nav mainīts, jo iebrukuma ietekme pilnībā izskaudusi pozitīvo no 2021. gada pārnesto ietekmi, un 2023. un 2024. gadam tas koriģēts un pazemināts (attiecīgi par 1.1 un 0.3 procentu punktiem). Paredzams, ka piegādes problēmas 2022. gadā sāks mazināties un pilnībā izzudīs līdz 2023. gadam. Euro zonas konkurentu eksporta cenu prognoze 2022. un 2023. gadam koriģēta un palielināta, ņemot vērā augstāku izejvielu cenu, piegādes problēmu un pieprasījuma atjaunošanās apvienojumu. Lai gan pandēmijas turpmākā gaita joprojām ir nozīmīgs riska faktors, kas ietekmē globālās tautsaimniecības pamataplēses, Krievijas un Ukrainas karš būtiski palielina nenoteiktību. Tā kā konflikta atrisināšana rada augšupvērstu risku, tālākas eskalācijas lejupvērstie postošie riski varētu būt ievērojami un varētu izjaukt globālo atveseļošanos, vienlaikus pastiprinot inflācijas spiedienu.

Pasaules ekonomiskā aktivitāte un tirdzniecība

Pasaules tautsaimniecība 2021. gadā paplašinājās stabilā tempā, neraugoties uz kavējošiem faktoriem, kas saistīti ar pandēmijas atkārtotu uzliesmojumu un piegādes problēmām. 2021. gadā saslimšanas ar Covid-19 gadījumu skaits dažādos laikos visā pasaulē strauji kāpa un negatīvi ietekmēja ekonomisko aktivitāti

pat tad, ja nebija ieviesti stingri ierobežojošie pasākumi. Tomēr reālais IKP turpināja palielināties, ko noteica būtisks politikas atbalsts un spēcīga globālā pieprasījuma atjaunošanās pēc rūpniecības precēm, jo patērētāju pieprasījums pēc pakalpojumiem samazinājās, reaģējot uz ar pandēmiju saistītajiem ierobežojošajiem pasākumiem. Ražotājiem cenšoties apmierināt augošo pieprasījumu, attiecīgi palielinot preču piedāvājumu, un pārrāvumiem loģistikas nozarē kavējot ražošanai nepieciešamo izejvielu savlaicīgu piegādi, globālo ražošanas tīklu spēcīgie sasprindzinājumi, tuvojoties 2020. gada nogalei, jau sāka negatīvi ietekmēt globālo ekonomiskās attīstības ciklu, tādējādi 2021. gadā kavējot tautsaimniecības atveseļošanos.¹ Salīdzinājumā ar Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm globālā reālā IKP pieaugums (neietverot euro zonu) 2021. gadā koriģēts un paaugstināts par 0.3 procentu punktiem (līdz 6.3%).

Apsekojumu rādītāji liecina par pastāvīgu aktivitātes pieaugumu 2022. gada 1. ceturksnī un par piegādes pārrāvumiem, kas kopš 2021. gada beigām bija sasnieguši augstāko punktu. Globālais apvienotais IVI (neietverot euro zonu) februārī palielinājās līdz 53.1 (janvārī – 51), ko galvenokārt noteica pakalpojumu nozare, kura gadu mijā atguvās no omikrona variantā izplatības radītā krituma. Globālais apstrādes rūpniecības produkcijas izlaides IVI arī palielinājās, bet mazāk, liecinot par pozitīvu, taču mērenu kāpumu. Kopumā gaidāms, ka omikrona variantā ekonomiskā ietekme būs mērena un jūtama tikai 2022. gada 1. ceturksnī. Tomēr nevar izslēgt jaunu un agresīvāku vīrusa variantu rašanos, un Covid-19 joprojām rada lejupejošu risku pasaules tautsaimniecībai, neraugoties uz vakcīnu piedāvāto spēcīgo aizsardzību. Salīdzinājumā ar Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm globālā IKP pieaugums (neietverot euro zonu) 2022. gada 1. ceturksnim salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni koriģēts un pazemināts par 0.7 procentu punktiem (līdz 0.5%), galvenokārt omikrona variantā ietekmes dēļ. Globālais pasūtījumu piegādes laika IVI (neietverot euro zonu) pēdējā laikā nedaudz uzlabojas, bet joprojām ir ierobežots un liecina par ilgu piegādes laiku, savukārt jūras kravu pārvadāšanas sastrēgumi joprojām ir lieli. Vienlaikus, ņemot vērā pēdējos mēnešos vēroto preču tirdzniecības un automobiļu ražošanas spēcīgo pieaugumu, šķiet, ka piegādes ierobežojumi dažās nozarēs varētu būt sasnieguši augstāko punktu un sākuši mazināties. Kopumā ECB speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskās iespēju aplēsēs joprojām tiek pieņemts, ka piegādes problēmas 2022. gadā pakāpeniski sāks mazināties un pilnībā izzudīs līdz 2023. gadam. Tas notiks patērētāju pieprasījumam pārvirzoties no precēm atpakaļ uz pakalpojumiem un palielinoties transportēšanas jaudai, kā arī pusvadītāju pieprasījumam, pateicoties plānotajiem ieguldījumiem.

Krievijas un Ukrainas karš rada ievērojamu nenoteiktību par visādi citādi stabilo globālo attīstības perspektīvu. Krievijas iebrukums Ukrainā satricinājis pasaules tautsaimniecību, un paredzams, ka tas negatīvi ietekmēs globālo attīstības perspektīvu pa trijiem galvenajiem kanāliem. Pirmkārt, Krievijai piemērotās ievērojamās finansiālās un (neenerģijas) tirdzniecības sankcijas iespēju aplēšu periodā nopietni ietekmēs ekonomisko aktivitāti un tirdzniecību šajā valstī. Dažu Krievijas banku atslēgšana no SWIFT izraisa vēl plašākus traucējumus, kas ietekmē

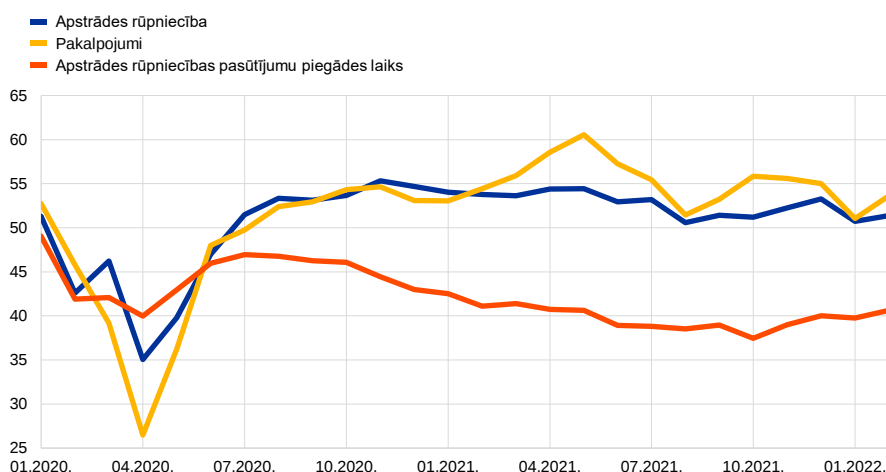
¹ Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" 1. ielikumu.

arī pasaules tirdzniecību, nopietni traucējot Krievijas uzņēmumu tirdzniecības finansēšanu. Otrkārt, konflikts radījis būtisku augšupvērstu spiedienu uz izejvielu cenām, ņemot vērā Krievijas nozīmīgo lomu ES enerģētikā un kopā ar Ukrainu – pārtikas piegādē. Izejvielu cenas jau ievērojami bija ietekmējusi pieaugošā ģeopolitiskā spriedze 2021. gadā, un iebrukums Ukrainā tās vēl vairāk palielinājis.² Visbeidzot, Krievijas un Ukrainas karš samazina globālo konfidenci, radot negatīvu ietekmi gan uz finanšu, gan reālās tautsaimniecības jomu. Gaidāms, ka sekojošā finanšu nosacījumu pasliktināšanās apvienojumā ar ilgstošu ģeopolitisko spriedzi un nenoteiktību savukārt ietekmēs ieguldījumus.

1. attēls

Globālais produkcijas izlaides IVI (neietverot euro zonu) nozaru dalījumā

(difūzijas indeksi)



Avoti: IHS Markit un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada februārī.

Politikas atbalsts izaugsmei iespēju aplēšu periodā sarūk. 2021. gada gaitā pieredzētie pastāvīgie inflācijas pārsieģumi rosinājuši centrālās bankas izziņot ātrāku ar pandēmiju saistītā stimula mazināšanu, jo dažas jaunās tirgus ekonomikas valstis (JTEV) jau 2021. gadā uzsāka stingrākas monetārās politikas ciklu. Tādējādi finansēšanas nosacījumi kļuvi stingrāki, negatīvi ietekmējot tautsaimniecības izaugsmi tādās valstīs kā Brazīlija. Monetārā politika arī dažās lielajās attīstītajās valstīs kļūst mazāk stimulējoša. Anglijas Banka 2021. gada decembrī sāka piemērot stingrākus finansēšanas nosacījumus, un kopš tā laika divreiz paaugstinājusi procentu likmes. ASV Federālo rezervju sistēma sākusi mazināt monetārās politikas stimulu un 2022. gada martā palielināja federālo fondu likmi. Tagad gaidāms, ka monetārās politikas stingrības pastiprināšanas temps būs ātrāks, nekā prognozēts pirms dažiem mēnešiem, t.sk. neto aktīvu iegāžu mēneša apjomu samazināšana nākamajā sanāksmē. Ķīnā, kur centrālā banka nesen samazināja banku rezervju prasību rādītāju un, reaģējot uz izaugsmi kavējošiem faktoriem, pazemināja vairākas galvenās politikas procentu likmes, monetārās politikas nostāja joprojām ir

² Lai gan sankcijas līdz šim nav tieši vērstas uz enerģētikas nozari, daži piegādes pārrāvumi, šķiet, jau ir notikuši. Tas ir tāpēc, ka uzņēmumi arvien negribīgāk iegādājas Krievijas naftu, lielle uzņēmumi atbrīvojas no Krievijas naftas aktīviem un bankas un apdrošināšanas sabiedrības arvien vairāk nevēlas finansēt un apdrošināt Krievijas izejvielu tirgu.

stimulējoša. Arī Japānā monetārā politika joprojām ir stimulējoša, jo inflācija ir zemāka par centrālās bankas noteikto mērķrādītāju.

Globālie finanšu nosacījumi attīstītajās un jaunajās tirgus ekonomikas valstīs kļuvuši stingrāki. Kopš Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm finanšu nosacījumi attīstītajās valstīs kļuvuši mazāk stimulējoši, lai gan ASV tie joprojām nav stingri, ja ņem vērā tautsaimniecības pozīciju ekonomiskās attīstības ciklā. Norises sākotnēji noteica izzūdošās bažas par omikrona variantā radītajiem lejupvērstajiem riskiem un augošās gaidas attiecībā uz to, ka Federālo rezervju sistēma pastiprinās monetārās politikas stingrību. Runājot par nesenākām norisēm, jāatzīmē, ka pēc Krievijas iebrukuma Ukrainā finanšu nosacījumi kļuvuši stingrāki, pasliktinoties riska noskaņojumam, īpaši Eiropas tirgos. Jaunajās tirgus ekonomikas valstīs finanšu nosacījumi turpināja pastiprināties, jo vēlme riskēt mazāk pagājušajā gadā pastiprināja stingrākas monetārās politikas īstenošanu (īpaši lielajās JTEV) augstas inflācijas apstākļos (neietverot Ķīnu).

Prognozēts, ka globālā reālā IKP kāpums (neietverot euro zonu) iespēju aplēšu periodā pakāpeniski kļūs mērenāks. Prognozes liecina, ka, sākot ar 2022. gadu, globālā reālā IKP (neietverot euro zonu) pieaugums būs mērenāks. Tas atspoguļo omikrona variantā īstermiņa ietekmi un turklāt Krievijas un Ukrainas kara iespaidu. Gaidāms, ka pieaugošā inflācija ierobežos privāto patēriņu, savukārt saspringtāki darba tirgus apstākļi un sarūkošais politikas atbalsts, kurus tikai daļēji atsvēr piegādes problēmu izzušana, joprojām kavēs tautsaimniecības attīstību. Tas īpaši attiecas uz ASV, kur tiek pieņemts, ka monetārās politikas atbalsts tiks izbeigts, sākot ar 2022. gadu. Pašreizējā bāzes scenārijā balstītais fiskālais stimuls arī ir mazāks nekā tika uzskatīts līdz Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm. Ņemot vērā, ka nav gaidāms, ka Kongress apstiprinās *Build Back Better Act* (Likumu par labāku atjaunotni), pamataplēsēs ietverti tikai vasarā pieņemtie pasākumi. Prognozēts, ka Krievijas ekonomisko izaugsmi smagi skars Ukrainā notiekošā kara ietekme un piemērotās sankcijas. Tāpat kā citās JTEV, paredzams, ka izaugsme samazināsies Brazīlijā, ko galvenokārt noteiks agresīva monetārās politikas stingrības pastiprināšana, reaģējot uz pieaugošo inflācijas spiedienu, un Turcijā, ņemot vērā tirgus satricinājumus, kas saistīti ar lielu politikas nenoteiktību un ļoti augsto inflāciju, kura negatīvi ietekmē patēriņu un ieguldījumus. Salīdzinājumā ar Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm globālā reālā IKP pieaugums iespēju aplēšu periodā koriģēts un samazināts (2022., 2023. un 2024. gadā attiecīgi par 0.4, 0.3 un 0.1 procentu punktiem). 2022. gadā iepriekš minēto faktoru negatīvo ietekmi daļēji kompensē pozitīvā no 2021. gada beigām pārnestā ietekme, savukārt turpmākajos gados lejupvērstā pārskatīšana saistīta ar vājāku globālo izaugsmi, ko nosaka Krievijas un Ukrainas karš un arī lēnāka izaugsme gan ASV, gan dažās JTEV. Paredzams, ka IKP kāpums 2022. gadā būs 4.1% un gan 2023., gan 2024. gadā – 3.6%.

ASV gaidāms, ka ekonomiskā aktivitāte gadu mijā būs palēninājusies omikrona variantā izplatības un mazāka valdības atbalsta dēļ. ASV tautsaimniecība 2021. gada 4. ceturksnī strauji attīstījās, un to galvenokārt noteica ievērojama krājumu papildināšana. Prognozēts, ka izaugsme gadu mijā

samazināsies, reaģējot uz omikrona variantu ietekmi un mazāku privāto patēriņu, ko izraisīs zemāki valdības pārvedumi. Gaidāms, ka pēc tam ekonomiskā aktivitāte atjaunosies, tomēr tas notiks pakāpeniski, jo Krievijas un Ukrainas karš negatīvi ietekmēs aktivitāti, īpaši 2. ceturksnī. Patēriņa cenu inflācija (kopējā un pamatinflācija) janvārī izrādījās augstāka, nekā prognozēts; savukārt gaidāms, ka Federālo rezervju sistēma 2022. gada martā palielinās procentu likmes. Kopumā saskaņā ar Federālās atklātās tirgus komitejas 2021. gada prognozēm 2022. gadā gaidāmi trīs procentu likmju paaugstinājumi, savukārt tirgus dalībnieki pašlaik ieceno sešus līdz septiņus šādu paaugstinājumus 2022. gadā. Iespēju aplēšu periodā gaidāms, ka ASV izaugsme, samazinoties fiskālajam impulsam un monetārās politikas stingrības pastiprināšanai, kļūs mērenāka. Prognozēts, ka kopējā inflācija 2022. gada 1. ceturksnī sasniegs kulmināciju (pārsniedzot 7%) un pēc tam kritīsies, bet joprojām pārsniegs Federālo rezervju sistēmas noteikto mērķrādītāju (2%) atbilstoši pozitīvai ražošanas apjoma starptībai.

Ķīnas ekonomiskā aktivitāte gadu mijā joprojām bija zema, jo to smagi skāra pastāvīgas nelabvēlīgas norises. Reālā IKP pieaugums 2021. gada 2. pusgadā gada izteiksmē samazinājās, atspoguļojot satricinājumus mājokļu īpašumu nozarē un jaunus Covid-19 uzliesmojumus. Šie kavējošie faktori gadu mijā turpināja nelabvēlīgi ietekmēt ieguldījumus un patēriņu, 2022. gada 1. ceturksnī samazinot IKP kāpumu un tirdzniecības apjoma palielināšanos. 2. ceturksnī paredzams, ka Krievijas un Ukrainas kara ietekme nedaudz ierobežos gaidāmā pieauguma tempu. Kopējā patēriņa cenu inflācija samazinājās no 1.5% decembrī līdz 0.9% janvārī (salīdzinājumā ar iepriekšējo gadu). To galvenokārt noteica pārtikas cenu deflācija, normalizējoties cūkgaļas cenām un atjaunojoties pārtikas piegādēm, kuru pārrāvumi radās sliktu laikapstākļu dēļ. PCI pamatinflācija, neietverot pārtiku un enerģiju, saglabājās nemainīga (1.2% salīdzinājumā ar iepriekšējo gadu). Augstākas izejvielu cenas izraisīja augšupvērstas korekcijas inflācijas prognozēšanā 2022. gada sākumā, bet nav paredzams, ka tās būtiski mainīs inflācijas perspektīvas 2022.–2024. gadam. Politika kļūst stimulējošāka, lai līdzsvarotu ekonomisko izaugsmi kavējošos faktoros.

Japānā straujāka atveseļošanās gaidāma tālākā nākotnē pēc 2022. gada sākumā vērotās īslaicīgās izaugsmes palēnināšanās. Tautsaimniecības atveseļošanās atsākās, tuvojoties 2021. gada nogalei, pēc tam, kad vasaras beigās tika atcelti ierobežojošie pasākumi un daži piegādes ierobežojumi sāka mazināties. Lai gan gaidāms, ka tautsaimniecības attīstība 2022. gada sākumā omikrona variantu radītās ietekmes un ieilgušo piegādes problēmu dēļ atkal palēnināsies, straujāka atveseļošanās notiks tālākā nākotnē, ko veicinās nesenie paziņojumi par papildu fiskālās politikas stimulu. Krievijas un Ukrainas kara sekas pašlaik novērtētas kā diezgan ierobežotas, un tās būs jūtamas galvenokārt īstermiņā. Pēc tam gaidāms, ka ekonomiskā izaugsme kļūs mērenāka un pakāpeniski atgriezīsies pie iepriekšējās tendences. Prognozēts, ka gada PCI inflācija tuvākajā laikā palielināsies, daļēji atspoguļojot dažu īslaicīgo faktoru izžušanu (t.sk. mobilo tālrunu maksas samazinājumu), bet iespēju aplēšu periodā tā joprojām būs zemāka par centrālās bankas noteikto mērķrādītāju.

Apvienotajā Karalistē gaidāms, ka spēcīga cenu spiediena un pastāvīgu piegādes problēmu apstākļos perspektīva saglabāsies diezgan mērena.

Tautsaimniecības atveseļošanās temps 2021. gada pēdējā ceturksnī joprojām bija vājš, ko galvenokārt noteica decembrī vērojamā omikrona straujā izplatība, kas pastiprināja piegādes problēmu un dažās nozarēs vērojamā darbaspēka trūkuma radīto saspringto situāciju. Lai gan omikrona varianta radītā ietekme ir īslaicīga, Krievijas un Ukrainas kara sekas tuvākajā laikā negatīvi ietekmēs izaugsmi. Turklāt gaidāms, ka citi – strukturālāki – šķēršļi, kuri daļēji saistīti ar breksitu, iespēju aplēšu periodā turpinās negatīvi ietekmēt Apvienotās Karalistes aktivitāti. Patēriņa cenu inflācija janvārī bija augstāka, nekā prognozēts, un to noteica augstas pārtikas cenas un lielākas pakalpojumu izmaksas. Prognozēts, ka kopējā inflācija 2022. gada 2. ceturksnī sasniegs kulmināciju (gandrīz 7%), un Anglijas Banka sagaida, ka tai sekos citas kopējās inflācijas kulminācijas, bet pēc tam tā samazināsies.

Gaidāms, ka kavējošie faktori, kuri lielā mērā saistīti ar karu Ukrainā, palēninās tautsaimniecības izaugsmes attīstības tempu Centrālās Eiropas un Austrumeiropas ES dalībvalstīs.

Aktivitāte centrālajā Eiropā un Austrumeiropā 2021. gada 2. pusgadā turpināja paplašināties stabilā tempā, pateicoties spēcīgam mājāsaimniecību patēriņam. Raugoties nākotnē, prognozēts, ka IKP kāpums samazināsies, ko noteiks Ukrainā notiekošā kara sekas, pastāvīgas piegādes problēmas, cenu spiediens un īslaicīgs Covid-19 gadījumu skaita pieaugums. Gaidāms, ka iekšzemes pieprasījuma uzlabošanās apstākļos ekonomiskā aktivitāte vidējā termiņā joprojām būs noturīga. Enerģijas tirgu norises un jaunākie dati liecina par pastāvīgu cenu spiedienu 2022. un 2023. gadā, savukārt prognozēts, ka inflācija iespēju aplēšu perioda beigās normalizēsies, tai samazinoties.

Gaidāms, ka Krievijas tautsaimniecībā 2022. gadā sāksies recesija, ko izraisīs iebrukums Ukrainā un tam sekojošās rietumvalstu noteiktās sankcijas.

Izaugsmes temps, tuvojoties 2021. gada nogalei, bija spēcīgs, bet gaidāms, ka bargās sankcijas un negatīvais noskaņojums būtiski samazinās gan iekšējo, gan ārējo finansējumu, patēriņu un ieguldījumus, kā arī pārtrauks Krievijas starptautisko tirdzniecību. Ievērojams rubļa kursa kritums rosināja centrālo banku palielināt procentu likmi no 9.5% līdz 20% un noteikt kapitāla kontroli tirgus stabilizēšanas nolūkā. Nākotnē rubļa kursa kritums un sankciju izraisītais importa preču cenu šoks, visticamāk, uzturēs augstu inflāciju. Gaidāms, ka inflācija sāks mazināties, tuvojoties Krievijas Bankas noteiktajam 4% mērķim, tikai pakāpeniski vidējā termiņā. Perspektīvu joprojām aizēno būtiski ģeopolitiskie riski.

Brazīlijā gaidāms, ka strauja monetārās politikas stingrības pastiprināšana un ne tik labvēlīgi ārējie apstākļi 2022. gadā nelabvēlīgi ietekmēs izaugsmi.

Tautsaimniecības izaugsme atkal atjaunojās 2021. gada pēdējā ceturksnī, kad neto eksports palielinājās. Vienlaikus iekšzemes pieprasījuma atjaunošanās joprojām bija mērena, ko noteica augsta inflācija, procentu likmju kāpums, tirgus noskaņojuma pasliktināšanās un pastāvīgas piegādes problēmas. Straujā monetārās politikas stingrības pastiprināšana un ne tik labi ārējie apstākļi, visticamāk, nelabvēlīgi ietekmēs izaugsmi 2022. gadā, savukārt gaidāms, ka omikrona varianta ietekme būs tikai īslaicīga. Prognozēts, ka tautsaimniecības izaugsme atjaunosies kādu laiku pēc 2022. gada, kad uzlabosies tirgus noskaņojums un samazināsies piegādes

problēmas, bet ierobežota fiskālā telpa un nepietiekams strukturālo reformu ieviešanas progress turpinās ierobežot izaugsmes perspektīvas vidējā termiņā. Ņemot vērā neseno straujo izejvielu cenu kāpumu, gaidāms, ka patēriņa cenu inflācija atgriezīsies mērķa līmenī tikai 2023. gadā.

Turcijā gaidāma ekonomiskās aktivitātes krasa samazināšanās pēc 2021. gadā vērotā spēcīgā pieauguma, jo politikas nenoteiktību un makroekonomisko nelīdzsvarotību saasinājusi ievērojama pakļautība Krievijas un Ukrainas kara sekām. Ekonomiskā aktivitāte Turcijā 2021. gadā strauji pieauga stimulējošo ekonomisko politiku, aizkavētā pieprasījuma un spēcīga ārējā pieprasījuma ietekmē. Neraugoties uz pieaugošo inflācijas un kursa krituma spiedienu, centrālā banka decembrī ceturto reizi pēc kārtas samazināja politikas procentu likmi (līdz 14%). Tādējādi valūtu un akciju tirgos bija vērojams vēsturiski augsts svārstīgums, kuru vēlāk ierobežoja, izmantojot apjomīgas valūtas intervences un ieviešot jaunu sistēmu lirās veikto termiņnoguldījumu aizsardzībai. Inflācija 2021. gada decembrī sasniedza 36.1%, un 2022. gada februārī tā palielinājās gandrīz līdz 55%. Raugoties nākotnē, gaidāms, ka augošās dzīves dārdzības izraisītā privātā patēriņa palēnināšanās apvienojumā ar ieguldījumu sarukumu negatīvi ietekmēs izaugsmes perspektīvu. Krievijas un Ukrainas kara ekonomiskās sekas, šķiet, būtiski ietekmēs Turciju, ņemot vērā lielās tūristu plūsmas no abām valstīm un Turcijas atkarību no Krievijas (enerģijas) importa. Tāpēc konflikts varētu nopietni ietekmēt izaugsmi un makroekonomisko stabilitāti, pastiprinot inflācijas spiedienu, ierobežojot eksportu un palielinot tekošā konta deficītu, kas savukārt varētu pastiprināt jau tā būtisko liras kursa kritumu.

Globālā tirdzniecība (neietverot euro zonu) 2021. gadā strauji palielinājās, ko veicināja spēcīgs preču pieprasījums, neraugoties uz piegādes ķēžu pārrāvumiem. Globālā tirdzniecība 2021. gada 2. pusgadā izrādījās spēcīgāka, nekā gaidīts, un to noteica stabila izaugsme Āzijas attīstības valstīs, bet 4. ceturksnī – izaugsme ASV. Globālo ražošanas tīklu sasprindzinājumi joprojām īpaši jūtami pārvadājumu nozarē, kur cenas joprojām ir augstas. Turpretī globālās automobiļu ražošanas atjaunošanās liecina par pēdējos mēnešos vērojamo pusvadītāju trūkuma nelielu mazināšanos. Salīdzinājumā ar Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm globālā importa pieaugums (neietverot euro zonu) 2021. gadā koriģēts un paaugstināts par 1 procentu punktu (līdz 12.1%).

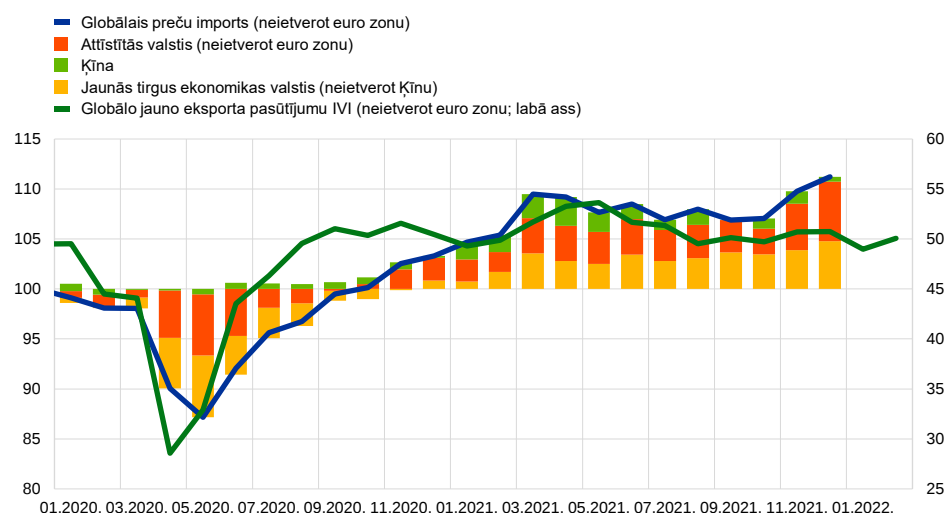
Saņemtie augstas regularitātes rādītāji liecina par nelielu tirdzniecības kāpumu gadu mijā, lai gan gaidāms, ka tas būs īslaicīgs. Decembrī un janvārī pakalpojumu tirdzniecība (kā atspoguļots viesnīcu rezervāciju un reisu skaita nedēļas rādītājos), pandēmijai pastiprinoties, saruka. Šis svārstīgums bija tikai īslaicīgs, jo bažas par omikrona varianta ietekmes nopietnību sāka izzust. Augstas regularitātes dati par 2022. gada 1. ceturksni liecina par pastāvīgu tirdzniecības apjoma pieaugumu, ko rada spēcīgs pieprasījums (īpaši pēc tērauda un tehnoloģiju produktiem), kā arī nedaudz mazāk traucējošas piegādes problēmas. Taivānas eksporta pasūtījumi, kas ierindojas vienā no vadošajām vietām pasaulē globālā tehnoloģiju pieprasījuma jomā, kopš 2021. gada vidus strauji palielinājās un novembrī sasniedza rekordlīmeni. Tuvojoties 2021. gada nogalei, tērauda ražošana

ievērojami palielinājās pēc krasa sarukuma 3. ceturksnī, kad Ķīnas nekustamā īpašuma nozares izaugsme kritās un jauni Covid-19 saslimstības viļņi vērsās plašumā. Paredzams, ka šī spēcīgā atveseļošanās turpināsies 2022. gada sākumā.

2. attēls

Globālais (neietverot euro zonu) preču imports un jaunu eksporta pasūtījumu IVI

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



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

Piezīme. Jaunākais novērojums IVI atbilst stāvoklim 2022. gada februārī un globālajam preču importam – 2021. gada decembrī.

Prognozēts, ka globālā (neietverot euro zonu) importa kāpums iespēju aplēšu periodā pakāpeniski normalizēsies. Labāki, nekā gaidīts, 2021. gada 2. pusgada rādītāji rada lielu pārnesto ietekmi uz 2022. gadu, kura ar uzviju kompensē globālās aktivitātes pārskatīšanas un Krievijas un Ukrainas kara negatīvās ietekmes uz tirdzniecību radīto vājāko dinamiku. Prognozēts, ka globālā importa pieauguma temps 2023. gadā būs mērenāks, atspoguļojot notiekošā konflikta ietekmi, plaši vērojamo sarukumu reģionos un pieņēmumu, ka pieprasījums pēc patēriņa precēm pakāpeniski normalizēsies. Salīdzinājumā ar Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm globālā importa kāpums 2022. gadam koriģēts un palielināts (par 0.7 procentu punktiem), ko noteica pozitīvā pārnestā ietekme, un 2023. un 2024. gadam tas koriģēts un pazemināts (attiecīgi par 0.7 un 0.2 procentu punktiem).

Prognozēts, ka arī euro zonas ārējais pieprasījums iespēju aplēšu periodā pakāpeniski saruks, atspoguļojot Krievijas un Ukrainas kara sekas. Pēc 9.9% sasniegšanas 2021. gadā prognozēts, ka euro zonas ārējais pieprasījums 2022., 2023. un 2024. gadā samazināsies attiecīgi līdz 4.0%, 3/2% un 3.6%. Konflikts euro zonas ārējo pieprasījumu salīdzinājumā ar globālo importu ietekmē daudz vairāk, ņemot vērā lielo euro zonas tirdzniecības ar Krieviju, kā arī Centrālās Eiropas un Austrumeiropas valstīm īpatsvaru, jo šīs valstis vairāk pakļautas konflikta radītiem kavējošiem faktoriem nekā citas, ārpus euro zonas esošās valstis. Salīdzinājumā ar Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm euro zonas ārējā pieprasījuma pieauguma temps 2022. gadam nav mainīts, jo iebrukuma ietekme pilnībā izskauž pozitīvo no 2021. gada pārnesto ietekmi, un

2023. un 2024. gadam tas korigēts un pazemināts (attiecīgi par 1.1 un 0.3 procentu punktiem).

Pastāvot ļoti lielai prognožu nenoteiktībai, vērtēts, ka globālās perspektīvas risku līdzsvars attiecībā uz aktivitāti ir lejupvērsti, bet attiecībā uz inflāciju – augšupvērsti.

Lai gan pandēmija joprojām rada nozīmīgu lejupvērstu risku globālajai perspektīvai, Krievijas iebrukums Ukrainā ievērojami palielinājis globālo nenoteiktību un mazina globālo izaugsmi. Raugoties nākotnē, tālākas eskalācijas radītie lejupvērstie postošie riski varētu būt ievērojami, un tie varētu negatīvi ietekmēt globālo atveseļošanos, vienlaikus palielinot inflācijas spiedienu. Uzņēmumi var augstākas izejvielu cenas, kas atspoguļojas lielākās ražošanas izmaksās, piemērot patērētājiem, paaugstinot galapreču cenas. Tas, savukārt, varētu novest pie prasībām pēc augstākas darba samaksas un vēl vairāk palielināt inflācijas spiedienu caur cenu un darba samaksas spirāli. Turklāt Krievijas un Ukrainas konflikts varētu saasināt piegādes problēmas, izraisot izejvielu (īpaši kritiski svarīgu izejmateriālu) trūkumu, kā arī loģistikas un transporta problēmas, ko rada lidojumu un pārvadājumu aizliegumi, kas ietekmē visa reģiona tirdzniecību.

Pasaules cenu norises

Augstās un pieaugošās enerģijas cenas joprojām ir galvenais pasaules tautsaimniecības izaugsmi kavējošais faktors.

Naftas tagadnes darījumu cenas kopš Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomisko iespēju aplēšu datu pēdējā aktualizēšanas datuma strauji kāpušas (no 9. marta – par 57%), un tās joprojām atspoguļo pieprasījuma atjaunošanos, kā arī piedāvājuma ierobežojumus. Runājot par pieprasījumu, norises naftas tirgos, šķiet, atspoguļo optimismu par to, ka omikrona variants neietekmēs globālo naftas pieprasījumu tik ļoti, cik iepriekš gaidīts. Pievēršoties nesenākām norisēm, naftas cenas galvenokārt noteikuši piegādes riski. Pirmkārt, Krievijas iebrukums Ukrainā radījis bažas par naftas piegādes īstermiņa apdraudējumiem, jo Krievija nodrošina aptuveni 10% no globālām naftas piegādēm. Otrkārt, OPEC+ valstis joprojām nespēj sasniegt plānotos ražošanas mērķus (īpaši Nigērija un Angola) novecojušas infrastruktūras un politiskās nestabilitātes dēļ. Saskaņā ar ASV Enerģētikas informācijas administrācijas ziņojumu 2022. gada mērķi, visticamāk, arī netiks sasniegti, jo dažām valstīm ir grūtības izmantot brīvās jaudas. Naftas nākotnes līgumu cenas joprojām samazinās, atspoguļojot pašreizējo spriedzi naftas tirgū un augstus ienākumus no īpašumtiesībām, bet augšupvērstie postošie riski palielinājušies, Krievijas un Ukrainas savstarpējai spriedzei izvērsties karadarbībā. Eiropas gāzes tagadnes darījumu cenas joprojām ir ļoti svārstīgas, atspoguļojot bažas, ka, konfliktam ietilgstot, Krievija var samazināt enerģijas piegādi Eiropai (datu pēdējā aktualizēšanas dienā 9. martā tās bija par 62% augstākas nekā paredzēts Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomisko iespēju aplēsēs). Neenerģijas izejvielu cenas arī palielinājās, pieaugot gan metāla, gan pārtikas cenām, jo augstas enerģijas cenas līdz ar citiem faktoriem palielināja metāla un mēslojuma cenas (2. att.). Īpaši jāuzsver, ka kviešu cena pēc Krievijas iebrukuma Ukrainā būtiski kāpusi, jo abas valstis ir vienas no lielākajām graudu eksportētājām, kopā veidojot 25% no pasaules piegādēm.

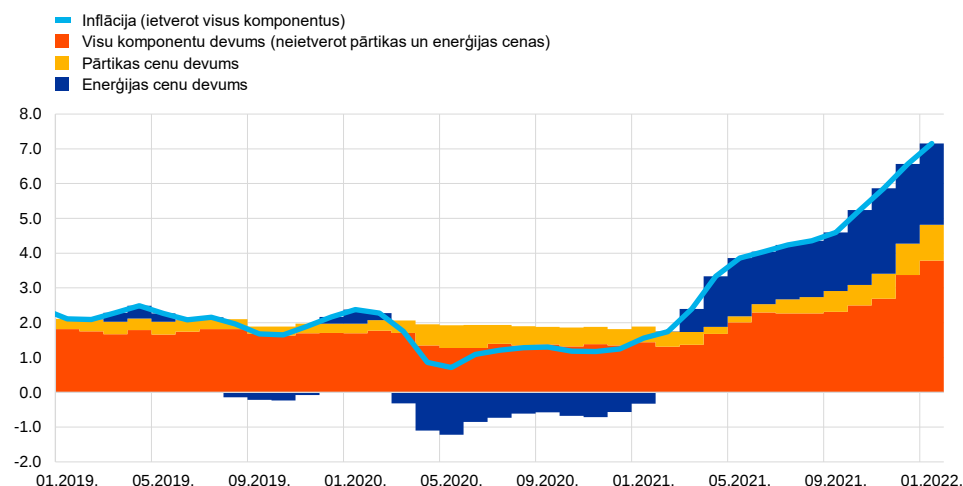
Patēriņa cenu inflācija attīstījās un jaunajās tirgus ekonomikas valstīs

2021. gadā strauji pieauga. Dažās nozīmīgās valstīs patēriņa cenu inflācija dažādu faktoru dēļ (piemēram, augstas enerģijas cenas, globālo ražošanas tīklu sasprindzinājumi un darbaspēka trūkums) 2021. gada gaitā bija augstāka, nekā prognozēts, un šie faktori ir daudz noturīgāki, nekā sākotnēji prognozēts. PCI inflācijas kāpuma temps OECD valstīs paātrinājās ceturto mēnesi pēc kārtas, janvārī sasniedzot 7.2%, savukārt pamatinflācija bija 5.1%. Salīdzinājumā ar decembri pieaugums bija ļoti straujš (attiecināmi par 0.6 un 0.5 procentu punktiem), ko galvenokārt noteica ārkārtēja cenu dinamika Turcijā, kur kopējā inflācija palielinājās līdz 48.7%. Kopējās inflācijas kāpums (neietverot Turciju) bija mērenāks (no 5.5% decembrī līdz 5.8), bet tas joprojām bija liels un plaši vērojams dažādās valstīs. Lai gan inflācijas kāpums JTEV sasniedzis līmeni, kas kopumā atbilst vēsturiskajām tendencēm, inflācija attīstījās valstīs sasniedzusi augstāko līmeni, kāds nebija pieredzēts daudzus gadus.

3. attēls

OECD patēriņa cenu inflācija

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



Avoti: OECD un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada janvārī.

Inflācijas spiediens euro zonas galvenajās tirdzniecības partnervalstīs, visticamāk, saglabāsies 2022. gadā, tomēr dažos gadījumos tā intensitāte mazināsies, liecinot par euro zonas konkurentu pastāvīgu un strauju eksporta cenu kāpumu. Globālās ražotāju cenas būtiski pieaugušas enerģijas un citu izejvielu cenu kāpuma (īpaši pārtikas) dēļ situācijā, kad vērojama piedāvājuma un pieprasījuma neatbilstība, ko veicināja arī iepriekšējie politikas stimuli. Tādējādi prognozēts, ka euro zonas konkurentu eksporta cenu gada kāpuma temps 2022. gadā būs spēcīgāks, nekā gaidīts iepriekš, bet pēc tam atlikušajā iespēju aplēšu periodā tas kļūs lēnāks.

2. Finanšu norises

Aplūkojamā periodā (2021. gada 16. decembris–2022. gada 9. marts) euro zonas finanšu tirgus pirms 2022. gada 24. februāra euro zonas finanšu tirgus pārsvarā ietekmēja inflācijas perspektīvas pārmaiņas un ģeopolitiskās nenoteiktības kāpums sakarā ar Krievijas iespējamu militāro iebrukumu Ukrainā, bet pēc 2022. gada 24. februāra –Krievijas plašs iebrukums Ukrainā. Atspoguļojot monetārās politikas normalizēšanas augošās gaidas tuvākā laika inflācijas gaidu kāpuma apstākļos, euro īstermiņa procentu likmes (€STR) nākotnes līknes īstermiņa gals būtiski pārvirzījās augšup, un tas turpinājās līdz februāra beigām. Pēc tam nākotnes procentu likmes nedaudz samazinājās, tirgiem pielāgojot savas politikas perspektīvas, ņemot vērā Krievijas iebrukumu Ukrainā. Atbilstoši īstermiņa procentu likmēm bezriskā ilgtermiņa uz nakti izsniegto kredītu indeksa mijmaiņas darījumu (OIS) procentu likme arī vispirms būtiski palielinājās, bet tuvāk aplūkojamā perioda beigām atkal samazinājās. Valdības obligāciju peļņas likmju starpības kopumā nemainījās. Kopš februāra beigām vērotā paaugstinātā ģeopolitiskā nenoteiktība izraisīja būtisku svārstīgumu tirgos, globālajiem kapitāla vērtspapīriem reģistrējot vērā ņemamus zaudējumus. Euro zonas uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības aplūkojamā periodā palielinājās, un šī tendence paātrinājās pēc Krievijas iebrukuma Ukrainā. Euro kurss attiecībā pret vairākumu nozīmīgāko valūtu samazinājās.

Etalonlikme (€STR) aplūkojamā periodā vidēji bija –58 bāzes punkti. Likviditātes pārpalikums palielinājās aptuveni par 105 mljrd. euro (līdz 4483 mljrd. euro), galvenokārt atspoguļojot monetārās politikas mērķiem turēto vērtspapīru pieaugumu aptuveni 140 mljrd. euro apmērā³ pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas un aktīvu iegādes programmas ietvaros, kā arī ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju trešā kopuma (ITRMO III) desmitās operācijas izmantošanu 51.97 mljrd. euro apjomā 2021. gada 22. decembrī. Monetārās politikas aktīvu pieaugumu būtiskā apjomā dzēsa ar iepriekšējām ITRMO operācijām saistītās aizņemto līdzekļu pirmstermiņa atmaksas 60.21 mljrd. euro apjomā.

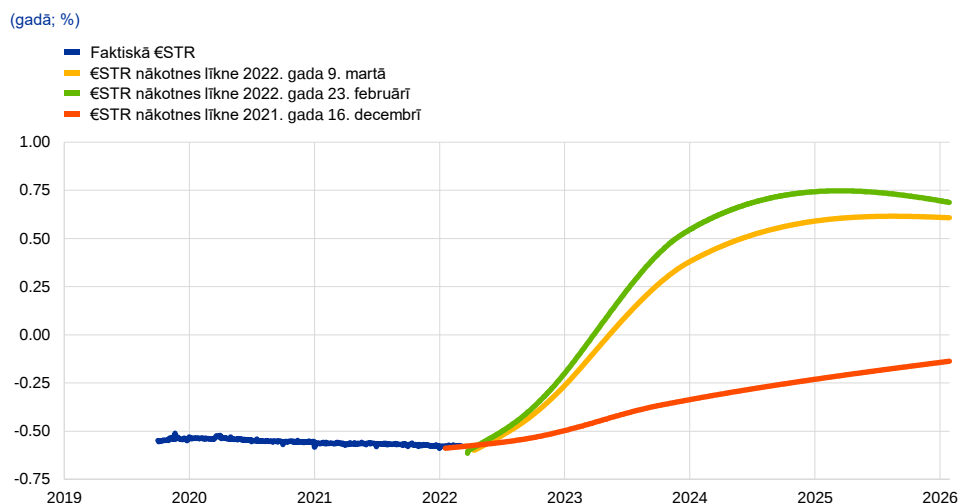
Pēc Padomes decembra sanāksmes €STR nākotnes līknes īstermiņa gals jūtami pārvirzījās augšup, un pēc Padomes februāra sanāksmes šī tendence paātrinājās, liecinot par to, ka tirgus dalībnieki būtiski pārceno procentu likmju celšanas gaidas, bet pēc Krievijas iebrukuma Ukrainā 2022. gada 24. februārī līkne nedaudz izlīdzinājās (4. att.). Aplūkojamā perioda pirmajā daļā līdz februāra beigām €STR nākotnes līknes īstermiņa gals pārvirzījās augšup apstākļos, ko raksturoja par prognozēto rādītāju lielāks kopējās inflācijas kāpums un īstermiņa inflācijas gaidu pieaugums. Līknes slīpuma palielināšanās kļuva īpaši jūtama sakarā ar Padomes februāra sanāksmes izraisīto monetārās politikas normalizēšanas gaidu pieaugumu. Vēlāk aplūkojamā periodā, reaģējot uz Krievijas iebrukumu Ukrainā, €STR nākotnes līknes slīpums nedaudz izlīdzinājās, ņemot vērā pieaugušo nenoteiktību par joprojām notiekošā kara ekonomiskajām sekām. Kopumā ar gaidīto

³ No nedēļas, kas beidzās 2021. gada 17. decembrī, līdz nedēļai, kas beidzās 2022. gada 4. martā.

procentu likmes dinamiku un tās celšanas laiku saistītā nenoteiktība, kā to atspoguļo paaugstināts svārstīgums naudas tirgos, bija liela.

4. attēls

€STR nākotnes procentu likmes



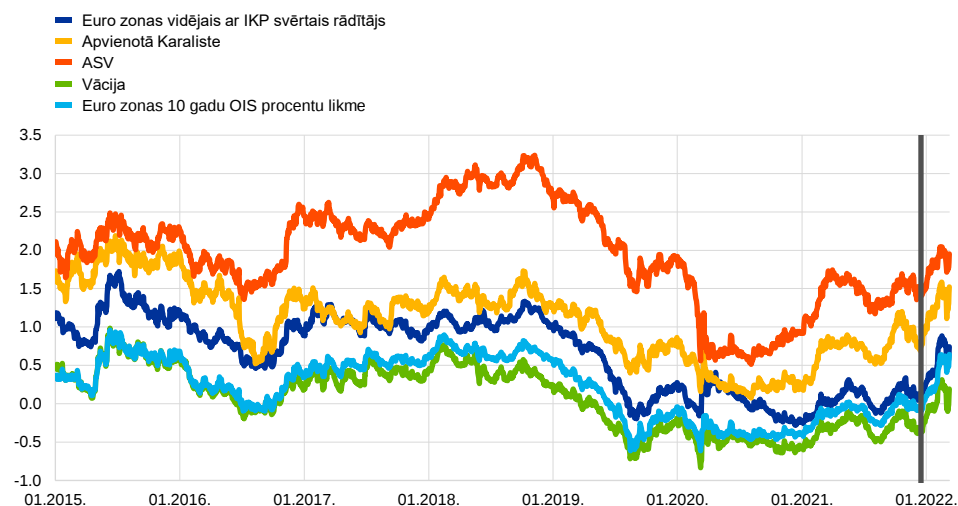
Avoti: Bloomberg un ECB aprēķini.

Euro zonas valstu valdības obligāciju ilgtermiņa vidējās peļņas likmes palielinājās vienlaikus ar bezrisku procentu likmēm, sasniedzot līmeni, kas būtiski augstāks nekā aplūkojamā perioda sākumā, neraugoties uz īslaicīgo kritumu pēc Krievijas iebrukuma Ukrainā 2022. gada 24. februārī, lai gan tendences euro zonas valstīs daļēji bija atšķirīgas (5. att.). No decembra vidus līdz februāra vidum valdības obligāciju peļņas likmes palielinājās atbilstoši spēcīgajai ilgāka termiņa bezrisku procentu likmju kāpuma tendencei, kas noteica arī valdības obligāciju peļņas likmju līknes slīpuma palielināšanos, atspoguļojot lielāku inflācijas kompensāciju, mazinoties bažām par koronavīrusa (Covid-19) omikrona variantu un pastiprinoties monetārās politikas normalizēšanas gaidām. Tomēr pēc Krievijas iebrukuma Ukrainā valdības obligāciju peļņas likmes, sarūkot reālajām procentu likmēm, atkal samazinājās. Bija vērojama neliela līdzekļu pārvirze uz drošākiem ieguldījumiem, tomēr kopumā euro zonā pamatā bija vērojams kritums saistībā ar lēnākas monetārās politikas normalizēšanas gaidām, ņemot vērā nākotnes ekonomisko nenoteiktību. Aplūkojamā periodā gan euro zonas valstu valdības 10 gadu obligāciju peļņas likmju vidējais ar IKP svērtais rādītājs, gan OIS ar termiņu 10 gadu bezrisku procentu likme, pamatojoties uz €STR, palielinājās aptuveni par 70 bāzes punktiem, attiecīgi sasniedzot 0.74% un 0.64%. Līdzīgas norises bija vērojamas ASV, kur valdības 10 gadu obligāciju peļņas likme palielinājās aptuveni par 50 bāzes punktiem, aplūkojamā perioda beigās sasniedzot 1.95%.

5. attēls

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

(gadā; %)



Avoti: Refinitiv un ECB aprēķini.

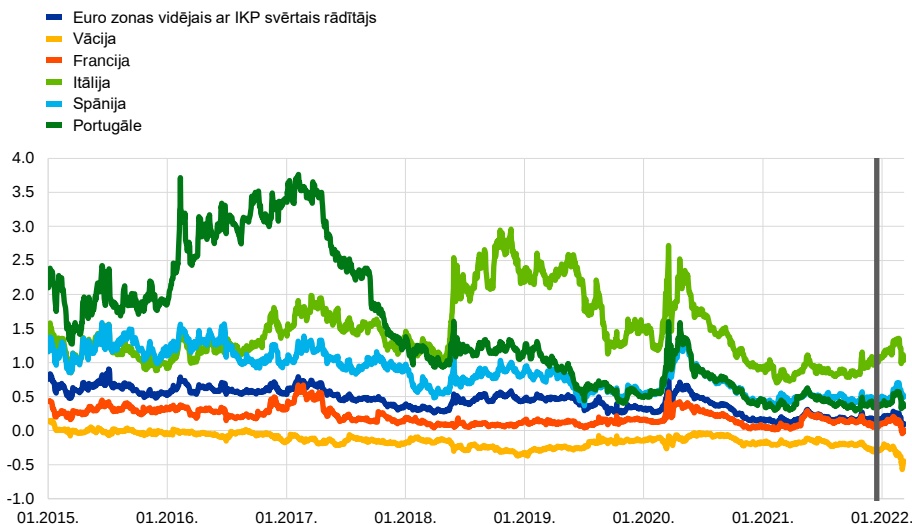
Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2021. gada 16. decembrī). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 9. martā.

Euro zonas valstu valdības ilgtermiņa obligāciju peļņas likmju starpības salīdzinājumā ar €STR OIS procentu likmēm dažās jurisdikcijās palielinājās, īpaši pēc Padomes februāra sanāksmes, bet vēlāk, notiekot kara eskalācijai Ukrainā, atkal saruka (6. att.). Laikā ap Padomes februāra sanākumi vairākos valdības obligāciju tirgos peļņas likmju starpības palielinājās, augošas inflācijas apstākļos paredzot iespējamu monetārās politikas normalizēšanu (piemēram, no 2022. gada 2. februāra līdz 4. februārim – par 19 bāzes punktiem Itālijā, 12 bāzes punktiem Portugālē un 11 bāzes punktiem Spānijā). Tomēr nesenās Krievijas un Ukrainas konflikta eskalācijas ietekmē šis kāpums vairāk nekā izzudis, mazinoties procentu likmju palielināšanas gaidām. Aplūkojamā perioda beigās euro zonas valstu valdības 10 gadu obligāciju peļņas likmju starpību vidējais ar IKP svērtais rādītājs bija par 7 bāzes punktiem zemāks nekā decembrī. Šo pārmaiņu ietekmēja valdības ilgtermiņa obligāciju peļņas likmju sarukums Vācijā, kur negatīvais rādītājs aplūkojamā perioda otrajā pusē palielinājās gandrīz par 20 bāzes punktiem. To, iespējams, noteica dažu valstu veiktā līdzekļu pārvirzīšana uz drošākiem ieguldījumiem ģeopolitiskās spriedzes apstākļos.

6. attēls

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

(procentu punktos)



Avoti: Refinitiv un ECB aprēķini.

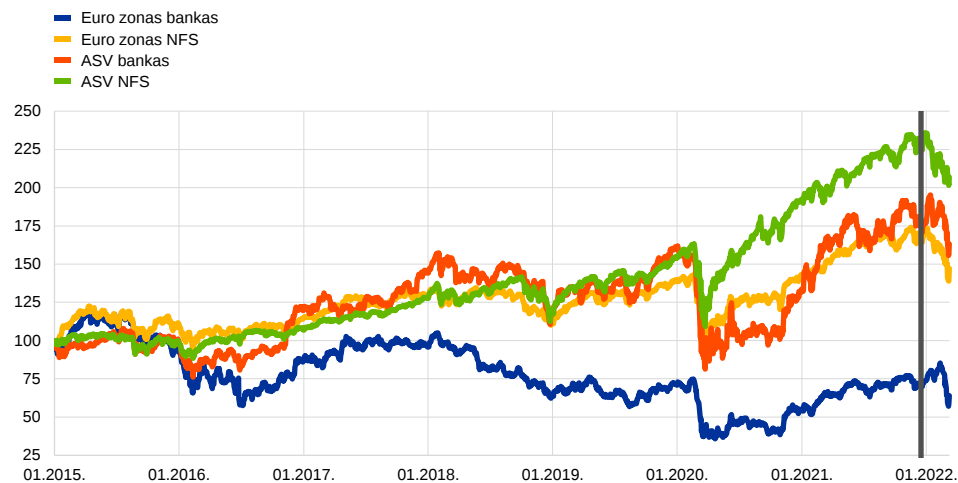
Piezīmes. Starpība aprēķināta, no valdības 10 gadu obligāciju peļņas likmes atņemot 10 gadu €STR OIS procentu likmi. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2021. gada 16. decembrī). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 9. martā.

Sākumā cenām sasniedzot visu laiku augstāko līmeni, globālajos kapitāla vērtspapīru tirgos, tiem reaģējot uz bezrisku procentu likmju kāpumu un vēlāk pieaugot ģeopolitiskajai nenoteiktībai, notika plaša vērtspapīru pārdošana (7. att.). Lai gan aplūkojamā perioda sākumā stabilas peļņas izaugsmes gaidas kopumā veicināja cenu kāpumu kapitāla vērtspapīru tirgū, pēc tam kapitāla vērtspapīru cenas gan euro zonā, gan ASV samazinājās, reaģējot uz bezrisku diskonta likmju palielināšanos. Februāra beigās, patiešām notiekot Krievijas un Ukrainas konfliktam un Rietumvalstīm attiecīgi nosakot finanšu sankcijas Krievijai, radās papildu lejupvērsti spiedienu uz kapitāla vērtspapīru cenām, izraisot būtisku tirgus svārstīgumu abpus Atlantijas okeānam. Konkrētāk, aplūkojamā periodā kopumā nefinanšu sabiedrību (NFS) kapitāla vērtspapīru cenas euro zonā saruka par 12%, ASV – par 9%, bet euro zonas un ASV banku kapitāla vērtspapīru cenas samazinājās attiecīgi par 10% un 8%. Vājāks kapitāla vērtspapīru tirgu sniegums euro zonā salīdzinājumā ar ASV atspoguļoja salīdzinoši lielāku Eiropas pakļautību konflikta un ar to saistīto sankciju ekonomiskajām un finanšu sekām.

7. attēls

Euro zonas un ASV kapitāla vērtspapīru cenu indeksi

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



Avoti: *Refinitiv* un ECB aprēķini.

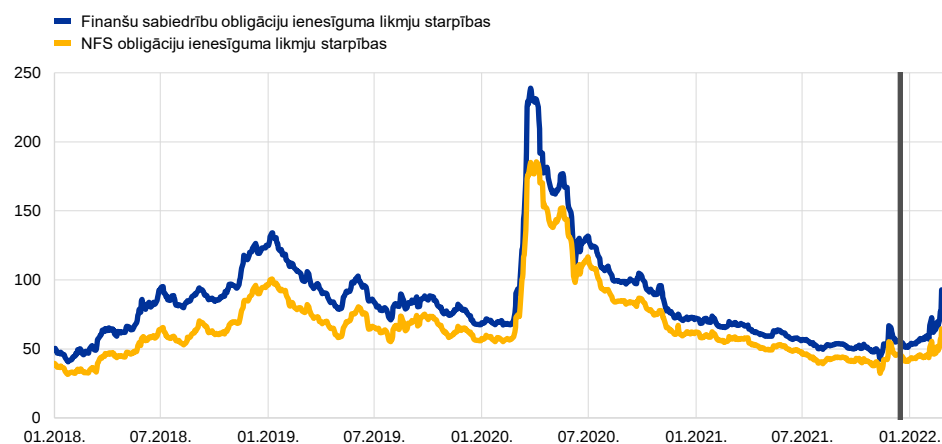
Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2021. gada 16. decembri). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 9. martā.

Atspoguļojot kapitāla vērtspapīru cenas, euro zonas obligāciju ienesīguma likmju starpības aplūkojamā periodā palielinājās, īpaši pēc Krievijas iebrukuma Ukrainā (8. att.). Aplūkojamā perioda sākumā investīciju kategorijas NFS obligāciju ienesīguma likmju starpība un finanšu sektora obligāciju ienesīguma likmju starpība (salīdzinājumā ar bezrisku procentu likmi) sāka nedaudz palielināties, paredzot monetārās politikas normalizēšanu, bet tad pieauga daudz būtiskāk, reaģējot uz Krievijas un Ukrainas savstarpējās spriedzes pastiprināšanos februāra beigās.

8. attēls

Euro zonas uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības

(bāzes punktos)



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

Piezīmes. Ienesīguma likmju starpības atspoguļo aktīvu mijmaiņas darījumu procentu likmes un bezrisku procentu likmes starpību. Indeksi ietver dažādu termiņu obligācijas (kurām līdz termiņa beigām atlicis vismaz 1 gads) ar investīciju kategorijas reitingu. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2021. gada 16. decembri). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 9. martā.

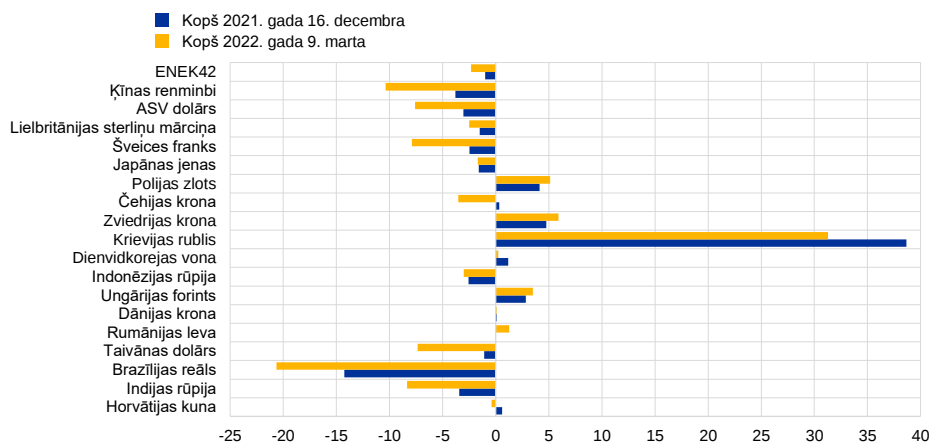
Valūtas tirgos euro kurss ar tirdzniecības apjomu svērtā izteiksmē plaši samazinājās (sk. 9. att.).

Euro nominālais efektīvais kurss, ko mēra attiecībā pret euro zonas 42 nozīmīgāko tirdzniecības partnervalstu valūtām, aplūkojamā periodā saruka par 1.0%. Divpusējo valūtas kursu izteiksmē euro kurss attiecībā pret ASV dolāru turpināja samazināties (par 3.0%), atspoguļojot euro zonas un ASV īstermiņa procentu likmju starpības turpmāku palielināšanos, ko noteica straujāka ekonomiskās aktivitātes atjaunošanās un lielāka inflācija ASV, kas ietekmēja paredzamo ASV monetārās politikas kursu. Euro kurss pavājinājās arī attiecībā pret citām nozīmīgākajām valūtām, t.sk. pret Šveices franku (par 2.5%), Japānas jenu (par 1.6%) un Lielbritānijas sterliņu mārciņu (par 1.5%). Turklāt tas pavājinājās attiecībā pret vairākumu lielāko jauno tirgus ekonomikas valstu valūtām, t.sk. pret Ķīnas renminbi (par 3.8%). Vienlaikus euro kurss būtiski palielinājās attiecībā pret Krievijas rubli, jo rubļa kurss pēc iepriekš nepieredzētu ekonomisko un finanšu sankciju noteikšanas Krievijas Federācijai pēc tās iebrukuma Ukrainā, Krievijas Federācijai pārkāpjot starptautiskās tiesības, vienas dienas laikā saruka vairāk nekā par 30%. Ņemot vērā tirdzniecības aktivitātes raksturu rubļa tirgū, ECB no 2022. gada 1. marta apturējusi euro atsauces kursa attiecībā pret Krievijas rubli publicēšanu. Aplūkojamā periodā bija vērojams plašs euro kursa kāpums attiecībā pret vairākumu ārpus euro zonas esošo ES dalībvalstu valūtām.

9. attēls

Euro kursa pārmaiņas attiecībā pret atsevišķām valūtām

(pārmaiņas; %)



Avots: ECB.

Piezīmes. ENEK42 ir euro nominālais efektīvais kurss attiecībā pret euro zonas 42 nozīmīgāko tirdzniecības partnervalstu valūtām. Pozitīvas (negatīvas) pārmaiņas liecina par euro kursa kāpumu (kritumu). Visas pārmaiņas aprēķinātas, izmantojot 2022. gada 9. marta valūtu kursu, izņemot Krievijas rubli, kura pārmaiņas aprēķinātas, izmantojot 2022. gada 1. marta valūtas kursu, jo euro atsauces kursa attiecībā pret Krievijas rubli publicēšana ir apturēta.

3. Ekonomiskā aktivitāte

Euro zonas IKP 2021. gadā palielinājās par 5.3%, gada beigās nedaudz pārsniedzot līmeni, kāds bija pirms pandēmijas. Gada pēdējā ceturksnī tā pieauguma temps samazinājās vājā privātā patēriņa dēļ, kas saruka par 0.6%. To noteica koronavīrusa (Covid-19) infekcijas izplatības palielināšanās, kā arī augstākas enerģijas cenas, kas mazināja mājāsaimniecību pirkjspēju. Neto tirdzniecības devums izaugsmē 4. ceturksnī arī bija negatīvs. Turpretī ieguldījumu un valsts sektora patēriņa devums tautsaimniecības izaugsmē bija pozitīvs. Runājot par ražošanu, notiekošais rūpnieciskās ražošanas process liecina, ka joprojām pastāv nopietnas piegādes problēmas, bet tās pakāpeniski mazinās. Kopumā saņemtie dati, apsekojumi un augstas regularitātes rādītāji liecina, ka ekonomiskās grūtības 2022. gada 1. ceturksnī nemazinājās. To noteica 2021. gada beigās vērojamās zemās aktivitātes negatīvā pārnestā ietekme, pastāvīgie piegādes pārrāvumi, augstas enerģijas cenas un Ukrainā notiekošā kara ietekmes pastiprināšanās.

Izaugsmei 2022. gadā vajadzētu palielināties, jo daudzi kavējošie faktori sāk izzust. Gaidāmā situācijas uzlabošanās balstīta uz sarūkošo Covid-19 pandēmijas ekonomisko ietekmi, joprojām labvēlīgiem finansēšanas nosacījumiem un darba tirgus situācijas uzlabošanos. Tomēr tiek lēsts, ka karš Ukrainā mazinājis tēriņu plānu īstenošanu tuvākajā laikā, ko galvenokārt noteikusi kara ietekme uz enerģijas izmaksām un konfidenci, tāpēc 2. ceturksnī gaidāma vājāka izaugsme.

Šāds vērtējums pamatā atspoguļots ECB speciālistu 2022. gada marta makroekonomisko iespēju aplēšu bāzes scenārijā euro zonai. Šīs aplēses paredz, ka reālā IKP pieaugums 2022. gadā būs 3.7%, 2023. gadā – 2.8% un 2024. gadā – 1.6%. Salīdzinājumā ar Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm ekonomiskās aktivitātes perspektīva korigēta un pazemināta 2022. gadam par 0.5 procentu punktiem un 2023. gadam par 0.1 procentu punktu, bet 2024. gadam tā nav mainījusies. Korekcijas 2022. gadam galvenokārt atspoguļo Ukrainas krīzes ietekmi uz enerģijas cenām, konfidenci un tirdzniecību. Riski, kas apdraud tautsaimniecības perspektīvu, būtiski palielinājušies pēc Krievijas iebrukuma Ukrainā, un tie ir lejuvērsti. Lai gan ar pandēmiju saistītie riski mazinājušies, karš Ukrainā varētu spēcīgāk, nekā gaidīts, ietekmēt ekonomisko noskaņojumu un atkal pastiprināt piedāvājuma ierobežojumus. Pirms Krievijas un Ukrainas kara izcelšanās euro zonas tautsaimniecībā bija vērojama noturīga atveseļošanās, izaugsmei sasniedzot līmeni, kāds bija pirms krīzes, neraugoties uz kavējošo ietekmi, ko radīja pandēmija, piegādes pārrāvumi un augstas enerģijas cenas. Lai gan ECB speciālistu makroekonomiskajās iespēju aplēsēs vidējā termiņa aplēšu periodā paredzēts stabils ekonomiskās aktivitātes temps, tomēr Krievijas un Ukrainas karš būtiski ietekmēs aktivitāti. Alternatīvajos scenārijos, kuros ņemta vērā kara ekonomiskā ietekme, straujāks enerģijas un izejvielu cenu kāpums, kā arī daudz lielāka tirdzniecības un noskaņojuma pasliktināšanās, varētu būtiski samazināt izaugsmi.

Pēc divos ceturkšņos vērotā dinamiskā kāpuma reālais IKP 2021. gada

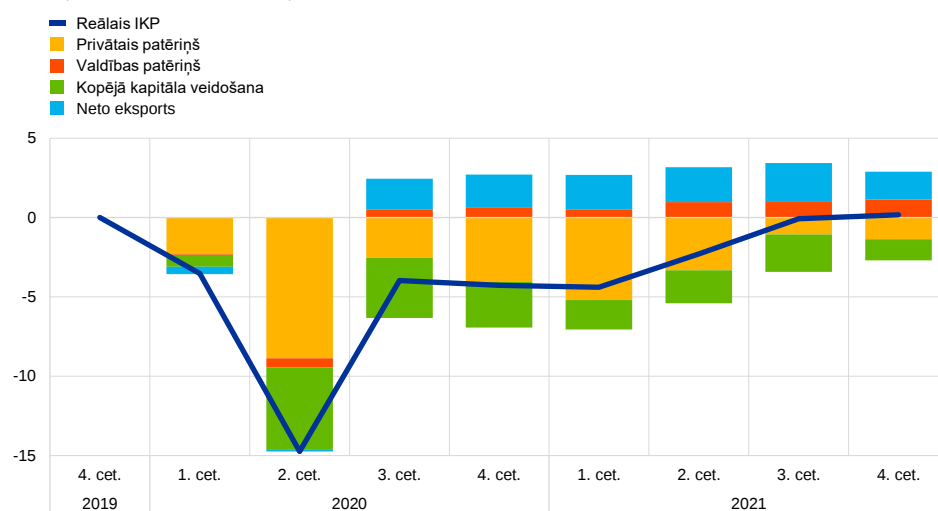
4. ceturksnī samazinājās. Nelielo pieaugumu (0.3%) 4. ceturksnī galvenokārt noteica vājš privātais patēriņš un neto tirdzniecība, savukārt ieguldījumu un valsts

sektora patēriņa, kā arī krājumu norišu devums izaugsmē bija pozitīvs (10. att.). 2021. gada beigās produkcijas izlaide nedaudz pārsniedza pirms pandēmijas sasniegto līmeni, gadā kopumā palielinoties par 5.3%. Runājot par ražošanu, 2021. gada 4. ceturksnī norises dažādās nozarēs atšķīrās. Lai gan pakalpojumu nozares pievienotā vērtība pēc jaunu ierobežojošo pasākumu ieviešanas Covid-19 saslimstības pieauguma apstākļos (11. att., kreisais panelis) saruka, rūpniecības nozares (neietverot būvniecību) produkcijas izlaide turpināja palielināties, 2021. gada pēdējā ceturksnī iezīmējot pozitīvu dinamiku.

10. attēls

Euro zonas reālais IKP un tā sastāvdaļas

(pārmaiņas kopš 2019. gada 4. ceturkšņa; %; devums procentu punktos)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

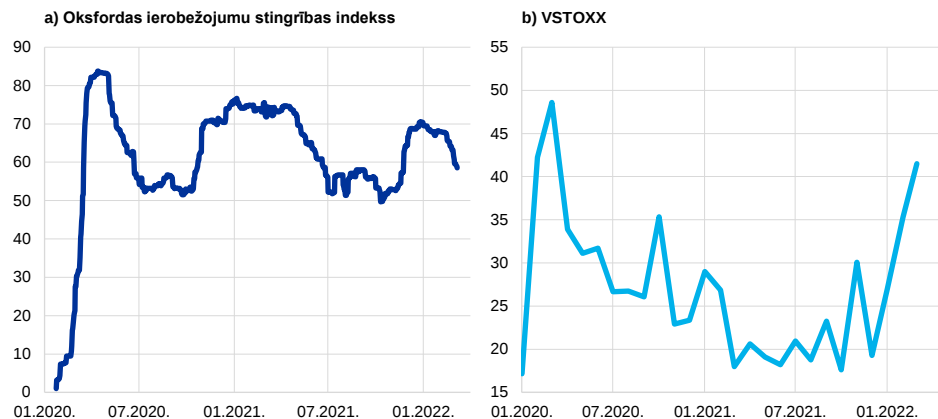
Piezīme: Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 4. ceturksnī.

Tiek lēsts, ka euro zonas IKP pieaugums 2022. gada 1. ceturksnī joprojām būs neliels. To noteiks 2021. gada beigās vērotās zemās aktivitātes negatīvā pārnestā ietekme, augstas enerģijas cenas un Ukrainā notiekošā kara ietekmes pastiprināšanās. Lai gan tika gaidīts, ka pieauguma temps normalizēsies pēc piegādes problēmu pakāpeniskas mazināšanās pazīmju parādīšanās (1. ielikums) un omikrona viļņa sarūkšanas, pašreizējo samazināšanos, visticamāk, palielina kopējā ietekme, ko rada straujš enerģijas cenu kāpums un liela nenoteiktība saistībā ar karu Ukrainā (11. att., labais panelis). 2022. gada pirmajos mēnešos saņemtie dati liecina par tuvākajā laikā gaidāmu līdzīgu mērenu kāpuma tempu. Ilgstošas nenoteiktības par pandēmiju un paaugstinātā inflācijas spiediena apstākļos februārī veiktais Eiropas Komisijas patērētāju apsekojums liecināja, ka patērētāju konfidence un mājsaimniecību gaidas saistībā ar turpmāko finansiālo situāciju kopumā turpināja pasliktināties.

11. attēls

Euro zonas Oksfordas ierobežojumu stingrības indekss un nenoteiktības rādītājs

(indekss)



Avoti: *Bloomberg*, Oksfordas Universitāte un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Oksfordas Covid-19 ierobežojumu stingrības indekss ir apvienotais rādītājs, kura pamatā ir deviņi valdības atbilstu rādītāji, t.sk. skolu slēgšana, darbvietu slēgšana un ceļošanas aizliegumi, kuru vērtība noteikta no 0 līdz 100 (100 = visstingrākais). VSTOXX indekss mēra EURO STOXX 50 indeksa svārstīgumu. Jaunākie dati par Oksfordas ierobežojumu stingrības indeksu atbilst stāvoklim 2022. gada 9. martā.

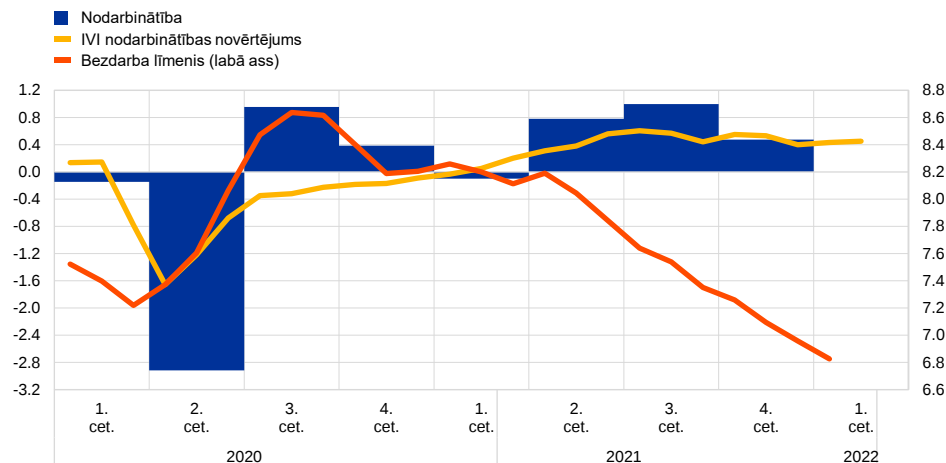
2021. gada 4. ceturksnī euro zonas darba tirgus turpināja nostiprināties.

Nodarbinātība 2021. gada 4. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni pieauga par 0.5% (12. att.), pārsniedzot pirms pandēmijas sasniegto līmeni. Darbaspēka pieprasījuma nostiprināšanās atspoguļojās arī kopējā brīvo darbvietu īpatsvara turpmākā kāpumā, 2021. gada 4. ceturksnī sasniedzot nepieredzētu līmeni (2.7%). Turklāt šis pieaugums bija plašāk vērojams dažādās nozarēs. Darbaspēka apjoms un līdzdalības līmenis attiecīgi 2021. gada 4. un 3. ceturksnī pietuvojās līmenim, kāds bija sasniegts pirms pandēmijas. Pēc vidējā līmeņa (7.1%) sasniegšanas 2021. gada pēdējā ceturksnī bezdarbs turpināja samazināties, un 2022. gada janvārī tas bija 6.8%. Tomēr darbvietu saglabāšanas programmu sniegtais atbalsts joprojām bija būtisks, un janvārī, kad atkal tika ieviesti ierobežojošie pasākumi, tas nedaudz pieauga (līdz 1.5% no darbaspēka).

12. attēls

Euro zonas nodarbinātība, IVI nodarbinātības un bezdarba līmeņa novērtējums

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



Avoti: Eurostat, Markit un ECB aprēķini.

Piezīmes. Iepirkumu vadītāju indeksa (IVI) nodarbinātības rādītājs un bezdarba līmenis norādīts par katru mēnesi, savukārt nodarbinātība – par katru ceturksni. IVI izteikts kā novirze no 50, dalīta ar 10. Jaunākie nodarbinātības dati atbilst stāvoklim 2021. gada 4. ceturksnī, IVI dati – stāvoklim 2022. gada februārī un bezdarba līmeņa dati – stāvoklim 2022. gada janvārī.

Apsekojumu dati norāda uz tālāku stabilu nodarbinātības kāpumu 2022. gada pirmajos mēnešos.

Mēneša apvienotā iepirkumu vadītāju indeksa (IVI) nodarbinātības rādītājs, kas ietver gan rūpniecību, gan pakalpojumus, februārī bija 54.5 (kopumā nemainīgs kopš janvāra), un bija daudz augstāks par robežvērtību (50), kura liecina par nodarbinātības pieaugumu. Šāds rezultāts tika sasniegts, neraugoties uz pandēmijas pastiprināšanos gada pirmajās nedēļās un grūtībām aizpildīt brīvās darbvietas. Turpretī lejupvērstais spiediens uz vidējo nostrādāto stundu skaitu, visticamāk, radās omikrona varianta izraisītās darbinieku prombūtnes dēļ, lai gan to, iespējams, mazināja viņu kolēģi, kuri strādāja vairāk stundu.

Privātais patēriņš 2021. gada beigās saruka, un gaidāms, ka 2022. gada

1. ceturksnī tas joprojām būs vājš. Tas 2021. gada beigās salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni samazinājās par 0.6%. Tas notika apstākļos, kad saslimšanas ar Covid-19 gadījumu skaits strauji kāpa un nozarēs ar intensīviem klātienē kontaktiem tika ieviesti stingrāki ierobežojumi. Privātais patēriņš 2021. gada beigās bija par 2.5% mazāks nekā pirms pandēmijas. Saņemtie dati neliecina par šīs starpības izzušanu 2022. gada 1. ceturksnī. 2022. gada janvārī mazumtirdzniecības kāpums bija neliels (0.2%) pēc decembrī vērotā sarukuma (salīdzinājumā ar iepriekšējo mēnesi – par 3%), kad samazinājās arī reģistrēto jauno automobiļu skaits (par 5.4%). Patērētāju konfidence februārī turpināja samazināties, joprojām atspoguļojot ietilgušo nenoteiktību saistībā ar pandēmiju, kā arī paaugstināto inflācijas spiedienu. Kopumā negatīvā ar pandēmiju saistītā ietekme uz klātienē pakalpojumiem apvienojumā ar augstākām enerģijas cenām, kuras spēcīgi un negatīvi ietekmē mājāsaimniecību pirktspēju, nozīmē, ka 2022. gada 1. ceturksnī būs vērojama vāja patēriņa dinamika. Pēc tam gaidāms, ka privātais patēriņš joprojām būs tautsaimniecības izaugsmes galvenais virzītājspēks, ko pozitīvi ietekmēs pastāvīga uzkrājumu veidošanas ieradumu normalizēšanās un tas, ka

mājsaimniecības izmantos pandēmijas laikā izveidotos papildu uzkrājumus. Neraugoties uz pastiprinātiem piesardzības apsvērumiem, kas nosaka uzkrājumu veidošanu saistībā ar karu Ukrainā, gaidāms, ka lielle uzkrājumi zināmā mērā mazinās enerģijas cenu radīto šoku.

Uzņēmējdarbībā veiktie (ar būvniecību nesaistītie) ieguldījumi 2021. gada 4. ceturksnī būtiski palielinājās, jo parādījās pirmās piegādes problēmu mazināšanās pazīmes, un pieprasījums pēc kapitālpēcēm joprojām bija spēcīgs. Ar būvniecību nesaistīti ieguldījumi euro zonā 4. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni palielinājās par 6.3% pēc 3. ceturksnī vērotā sarukuma, bet joprojām bija aptuveni par 13% mazāki nekā pirms pandēmijas. Lielākajās euro zonas valstīs ar būvniecību nesaistīti ieguldījumi salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni strauji palielinājās Spānijā un Ītālijā (gandrīz par 7%), Vācijā un Francijā tie pieauga aptuveni par 1% un Itālijā – gandrīz par 2%. Pievēršoties ar būvniecību nesaistītajiem ieguldījumu komponentiem, ieguldījumi intelektuālā īpašuma produktos palielinājās par 13%, savukārt ieguldījumi transporta iekārtās euro zonā kopumā arī strauji pieauga. Dažās valstīs šis kāpums bija izsakāms ar divciparu skaitli pēc trijos ceturkšņos vērotā krituma. Neliela dažu uz apsekojumiem balstītu piegādes laika un krājumu veidošanas rādītāju uzlabošanās varētu liecināt par piegādes problēmu pakāpeniskas mazināšanās pirmajām pazīmēm. Raugoties nākotnē, februārī vērotā lielāka uzņēmēju konfidence un optimistiskāks kapitālpēcību ražotāju pasūtījumu novērtējums norādīja uz ieguldījumiem uzņēmējdarbībā labvēlīgiem apstākļiem 2022. gada 1. pusgadā (pirms kara sākšanās Ukrainā). Turklāt stabils uzņēmumu ieņēmumu kāpums un lielle to uzkrājumi varētu veicināt ieguldījumus, esošajām piegādes problēmām samazinoties (4. ielikums). Tomēr gaidāms, ka karš Ukrainā un ar to saistītie ierobežojumi un nenoteiktība mazinās ieguldījumus uzņēmējdarbībā euro zonā, īpaši tuvākajā laikā. Turklāt enerģijas cenu kāpums varētu būtiski ietekmēt energoietilpīgu kapitālpēcību ražošanu.

Ieguldījumi mājokļos pagājušā gada 4. ceturksnī pieauga, un gaidāms, ka īstermiņā tie turpinās palielināties. Ieguldījumi mājokļos 2021. gada 4. ceturksnī pieauga par 0.7% pēc krituma 3. ceturksnī (par 1.4%) salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni. Eiropas Komisijas būvniecības aktivitātes jaunāko tendenču rādītājs 2022. gada pirmajos divos mēnešos vidēji būtiski palielinājās, krietni pārsniedzot tā ilgtermiņa vidējo vērtību. Mājokļu būvniecības aktivitātes IVI arī nozīmīgi pieauga un turpināja palielināties. Attiecībā uz mājsaimniecībām Eiropas Komisijas apsekojuma dati liecina par strauju pieprasījuma kāpumu, patērētāju nodomiem tuvākajā laikā remontēt mājokli saglabājoties ļoti augstā līmenī 2022. gada 1. ceturksnī (neraugoties uz nelielu samazināšanos), savukārt patērētāju nodomi iegādāties vai būvēt mājokli nākamajos divos gados turpināja palielināties. Labvēlīgā pieprasījuma dinamika atspoguļojas arī uzņēmumu pusē, kur to veiktais pasūtījumu līmeņa novērtējums uzlabojies un nepietiekama pieprasījuma radīti apzināti būvniecības aktivitātes ierobežojumi vēl nedaudz samazinājušies. Vienlaikus piegādes problēmas, šķiet, joprojām ir ievērojamas. Uzņēmumi ziņo tikai par nelielu materiālu un darbaspēka trūkuma (kas bija ļoti liels) samazināšanos pasūtījumu piegādes laika pagarināšanas un februārī vērotā izejvielu cenu kāpuma apstākļos. Turklāt nesena Krievijas un Ukrainas kara izcelšanās un ar to saistītā nenoteiktība rada papildu riskus tuvākā laika perspektīvai.

Preču eksports 2021. gada 4. ceturksnī nedaudz pieauga, savukārt pakalpojumu eksportu negatīvi ietekmēja omikrona variants.

Preču un pakalpojumu eksports uz ārpus euro zonas esošajām valstīm 4. ceturksnī palielinājās par 2.9%. Preču eksporta dalījums liecina, ka tā tempu noteica ASV, savukārt eksports uz Apvienoto Karalisti joprojām bija stabils, un eksports uz Ķīnu saruka. Preču un pakalpojumu imports no ārpus euro zonas esošajām valstīm 4. ceturksnī palielinājās par 4.6%. Preču importa kāpums pēc iepriekšējā ceturksnī vērotā krituma atspoguļo rūpniecības nozares aizkavēto pieprasījumu. Globālo enerģijas cenu straujā kāpuma dēļ importa pieaugums vērtības ziņā bija īpaši spēcīgs. Uz nākotni vērstie rādītāji liecina par pirmajām piegādes ķēžu problēmu mazināšanās pazīmēm, bet Krievijas un Ukrainas kara radītie tirdzniecības pārrāvumi varētu neļaut šim uzlabojumam notikt. Pēc jaunā koronavīrusa viļņa radītās aktivitātes samazināšanās ceļojumu nozarē uz nākotni vērstie pakalpojumu jomas rādītāji liecina, ka ceļošanas pakalpojumu eksports palielināsies pēc tam, kad tiks atviegloti ar pandēmiju saistītie ierobežojumi. Tomēr Krievijas un Ukrainas kara nesenā izcelšanās palielina starptautiskās tirdzniecības perspektīvas nenoteiktību.

Paaugstinātas nenoteiktības apstākļos gaidāms, ka euro zonas aktivitāte 2022. gada gaitā palielināsies.

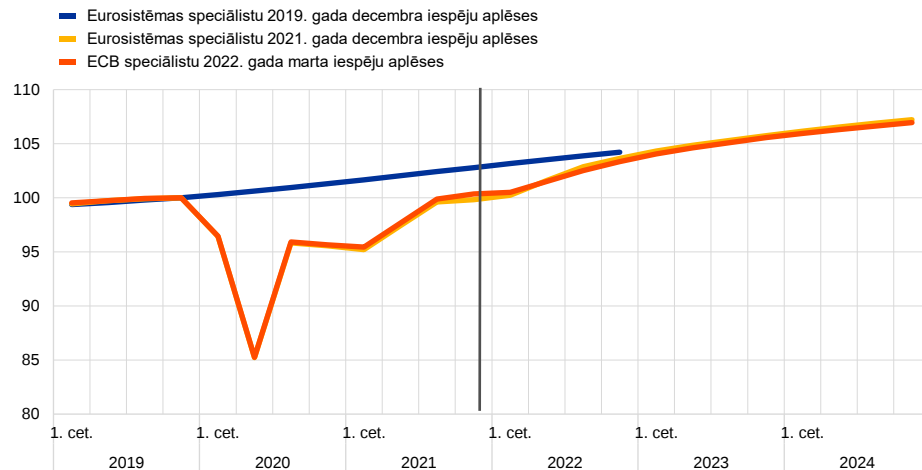
ECB speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai paredz, ka reālā IKP gada pieaugums 2022. gadā būs 3.7%, 2023. gadā – 2.8% un 2024. gadā – 1.6% (13. att.). Salīdzinājumā ar Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm izaugsmes profils 2022. gadam koriģēts un pazemināts, bet 2023. un 2024. gadam tas kopumā nav mainīts. Tuvākā laika perspektīvas leņķī pārskatīšana galvenokārt atspoguļo spēcīgāku, nekā gaidīts, enerģijas cenu šoku, neraugoties uz tā daļēju mazināšanu (izmantojot pandēmijas laikā izveidotos uzkrājumus), un negatīvos Krievijas un Ukrainas kara radītos konfidences šokus. Neraugoties uz grūtībām, izaugsmes kāpumu vidējā termiņā joprojām veicina iekšējā pieprasījuma turpmāka nostiprināšanās vienlaikus ar darba tirgus situācijas uzlabošanos un globālās izaugsmes nostiprināšanos, kā arī nepārtraukto politikas atbalstu. Turklāt "Nākamās paaudzes ES" programmas līdzekļu izmantošanā panāktais progress ir papildu faktors, kam vajadzētu veicināt atveseļošanos.⁴

⁴ Sk. rakstu "ECB speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai", kas 2022. gada 10. martā publicēts ECB tīmekļvietnē.

13. attēls

Euro zonas reālais IKP (t.sk. aplēses)

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



Avoti: Eurostat un raksts "ECB speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai", kas 2022. gada 10. martā publicēts ECB tīmekļvietnē.

Piezīme. Vertikālā līnija norāda 2022. gada marta iespēju aplēšu perioda sākumu, ņemot vērā pēdējo euro zonas reālā IKP novērojumu, kas saistīts ar 2021. gada 4. ceturksni.

Riski, kas apdraud tautsaimniecības perspektīvu, būtiski palielinājušies pēc Krievijas iebrukuma Ukrainā, un tie ir lejupvērsti. Lai gan ar pandēmiju saistītie riski mazinājušies, karš Ukrainā varētu spēcīgāk, nekā gaidīts, ietekmēt ekonomisko noskaņojumu un atkal pastiprināt piedāvājuma ierobežojumus. Pastāvīgi augstās enerģijas izmaksas apvienojumā ar konfidences zudumu varētu mazināt pieprasījumu vairāk, nekā gaidīts, un ierobežot patēriņu un ieguldījumus.

4. Cenas un izmaksas

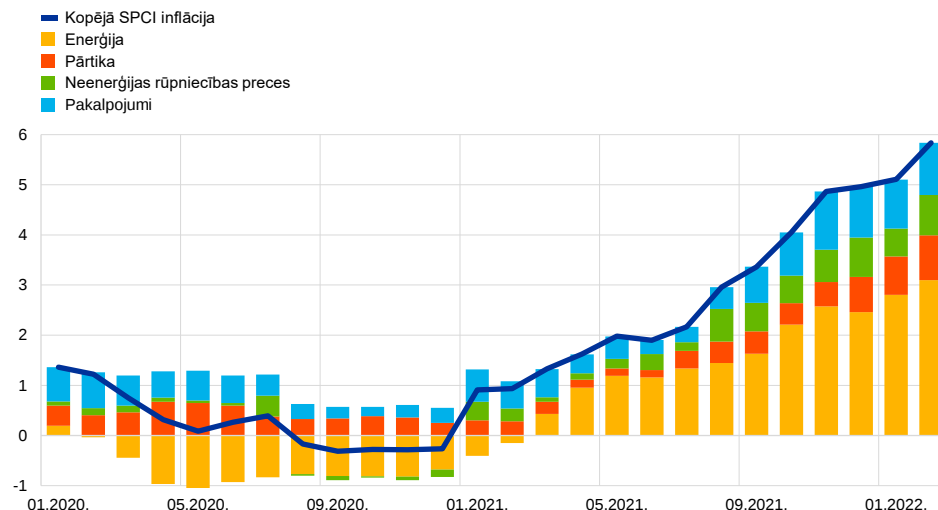
Euro zonas SPCI inflācija 2022. gada februārī pieauga līdz 5.1% (janvārī – 5.1%) un īstermiņā, visticamāk, saglabāsies augsta. Inflācijas augstā līmeņa galvenais iemesls joprojām ir enerģijas cenas. Tās bija tiešais iemesls vairāk nekā pusei no visas kopējās inflācijas februārī, un tās turpina paaugstināt cenas arī daudzās citās nozarēs. Sezonālo faktoru, augstāku pārvadājumu izmaksu un minerālmēslojuma cenu kāpuma ietekmē palielinājušās arī pārtikas cenas. Ukrainā notiekošā kara dēļ gaidāms turpmāks spiediens uz dažām pārtikas un izejvielu cenām. Cenu pieaugums kļuvis izplatītāks, un ir vērojams būtisks daudzu preču un pakalpojumu cenu kāpums. Vairākums pamatinflācijas rādītāju pēdējos mēnešos ir palielinājušies, lai gan īslaicīgo ar pandēmiju saistīto faktoru ietekme nozīmē to, ka šo kāpumu noturība joprojām ir neskaidra. Uz tirgus instrumentiem balstītie rādītāji norāda uz to, ka enerģijas cenu dinamika 2022. gadā kļūs mērenāka un arī globālo piegādes ķēžu problēmu radītajam cenu spiedienam vajadzētu mazināties. Gan uz tirgus instrumentiem, gan uz apsekojumiem balstītie ilgāka termiņa inflācijas rādītāji saglabājas 2% līmenī.

Saskaņā ar Eurostat ātro aplēsi SPCI gada inflācija 2022. gada februārī turpināja palielināties, sasniedzot 5.8% (14. attēls). Tas bija vēl viens vēsturiski augstākais rādītāju līmenis pēc 5.1% janvārī un 5.0% decembrī, bet joprojām tikai daļēji atspoguļoja Ukrainā notiekošā kara ietekmi uz cenām. Kopējās inflācijas pieaugumu veicināja visi galvenie komponenti – enerģija, pārtika, pakalpojumi un neenerģijas rūpniecības preces. SPCI inflācija, neietverot pārtiku un enerģiju (SPCIX), februārī palielinājās līdz 2.7%, atkal uzrādot augšupvērstu tendenci pēc īslaicīgās palēnināšanās janvārī (kad tā saglabājās 2.3% līmenī). Šis pieaugums atspoguļoja gan pakalpojumu cenu, gan neenerģijas rūpniecības preču cenu dinamiku.

14. attēls

Kopējā inflācija un tās galvenie komponenti

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



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada februārī.

SPCIX inflācijā joprojām dominēja enerģijas cenas, un februārī enerģijas cenu inflācija sasniedza jaunu vēsturiski augstāko līmeni – 31.7 % (janvārī – 28.8%).

Janvāra dati liecina, ka šajā gada pirmajā mēnesī augstākais punkts galvenokārt atspoguļoja augstākus gāzes un elektroenerģijas tarifus, un daudzās valstīs, sākoties jaunam gadam, cenas tika pārskatītas. Arī gāzes un elektroenerģijas cenas veido lielu daļu no nesenās nevienmērīgās enerģijas cenu inflācijas, un gan elektroenerģijas, gan gāzes devums, piemēram, Itālijā un Nīderlandē, kā arī elektroenerģijas devums Spānijā ir spēcīgs un ilgstošs. Šīs augošās enerģijas izmaksas, iespējams, veicinājušas arī citu SPCIX komponentu kāpumu, t.sk. pārtikas cenu inflāciju un neenerģijas rūpniecības preču cenu inflāciju (februārī tā bija attiecīgi 4.1% un 3.0%), ņemot vērā to, ka enerģija ir gan ražošanas, gan piegādes izejviela.

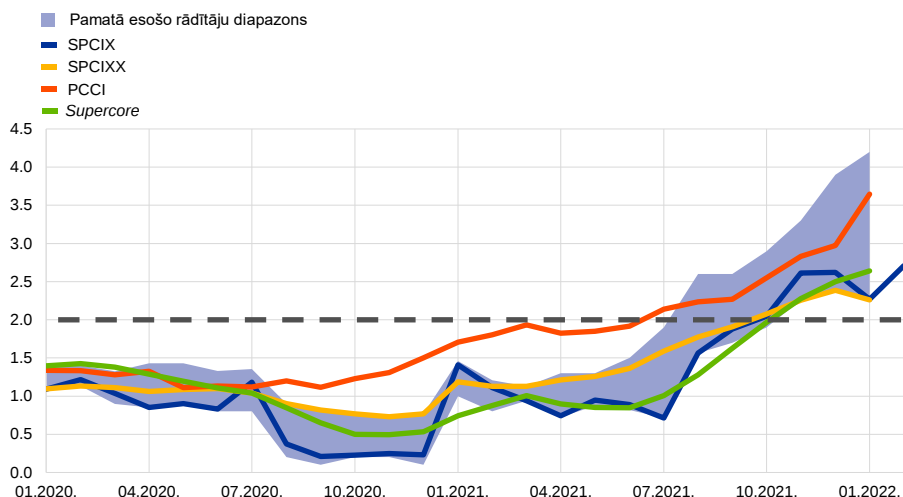
Pamatinflācijas rādītāji turpināja neseno augšupejošo tendenci, lai gan tā, iespējams, lielā mērā atspoguļo enerģijas cenu dinamiku un ar pandēmiju saistīto faktoru netiešo ietekmi. Inflācijas rādītāji, kuru mērķis ir novērst pagaidu faktoru ietekmi, pēdējos mēnešos ir palielinājušies (15. att.). Piemēram, SPCIX inflācija februārī pieauga līdz 2.7% (janvārī – 2.3%). Dati par citiem pamatinflācijas rādītājiem pieejami tikai līdz janvārim. Šajā mēnesī SPCIX inflācija (kas papildus enerģijai un pārtikas cenām neietver arī ar ceļošanu saistītos posteņus, apģērba un apavu cenas) samazinājās līdz 2.3% (decembrī – 2.4%). Viena laiku uz modeli balstītais *Persistent and Common Component of Inflation* (PCCI) rādītājs pieauga līdz 3.6% (decembrī – 3.0%), bet PCCI, neietverot enerģijas cenas, – līdz 2.3% (decembrī – 2.1%), un *Supercore* rādītājs, kas ietver cikliski jutīgus SPCIX komponentus, palielinājās līdz 2.6% (decembrī – 2.5%). Lai gan visi pamatinflācijas rādītāji pašlaik pārsnieguši 2%, tas, iespējams, vismaz daļēji atspoguļo gan paaugstinātu enerģijas cenu netiešo ietekmi, gan ietekmi, ko rada dažādi ar

pandēmiju saistīti faktori (piemēram, piegādes ķēžu traucējumi un ar koronavīrusu saistītu ierobežojumu atkārtota ieviešana).

15. attēls

Pamatinflācijas rādītāji

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Pamatinflācijas rādītāju diapazons ietver SPCI (neietverot enerģijas cenas), SPCI (neietverot enerģijas un neapstrādātās pārtikas cenas), SPCIX (SPCI, neietverot enerģijas un pārtikas cenas), SPCIXX (SPCI, neietverot enerģijas un pārtikas cenas, ar ceļošanu saistītos posteņus, apģērba un apavu cenas), 10% un 30% apgrieztos vidējos rādītājus un svēto medānu. Jaunākie novērojumi attiecas uz 2022. gada janvāri, izņemot SPCIX (tie iegūti no 2022. gada februāra ātrās aplēses).

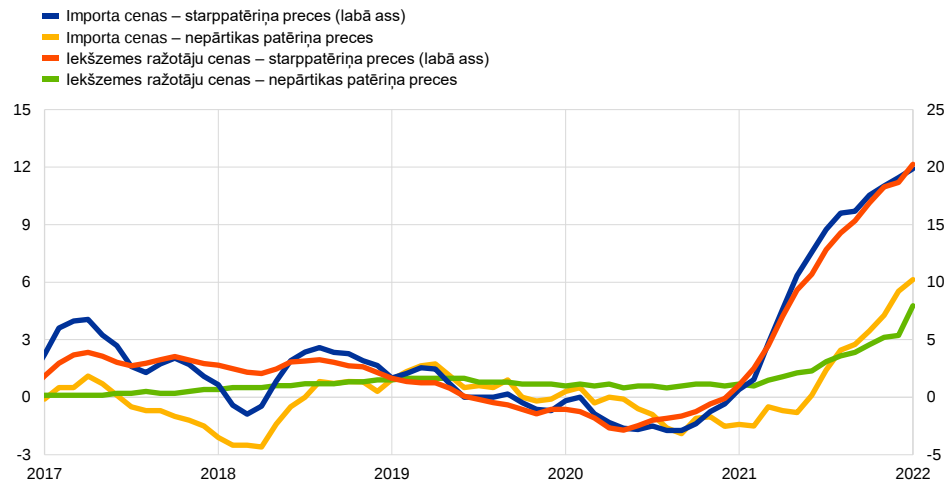
Ar naftas piegādi saistītā spiediena pārnese uz neenerģijas rūpniecības preču patēriņa cenām turpināja palielināties, rādītājiem sasniedzot rekordlīmeni (16. att.).

Izmaksu spiediens salīdzinājumā ar iepriekšējo gadu sakarā ar pasaules preču cenu un īpaši enerģijas cenu kāpumu ir ievērojami palielinājies. Arī piegādes ķēdes traucējumi un pieprasījuma atjaunošanās pasaulē veicināja ražošanas izmaksu spiedienu. Runājot par cenu noteikšanas ķēdes sākumposmiem, starppatēriņa preču ražotāju cenu gada kāpuma temps iekšzemes tirgū turpināja augt, janvārī sasniedzot 20.2% (decembrī – 18.7%). Līdzīgi importa starppatēriņa preču cenu gada kāpuma temps janvārī palielinājās līdz 19.9% (decembrī – 19.1%). Spiediens, kas izveidojies cenu noteikšanas ķēdes sākumposmā, jūtams arī vēlākajos ķēdes posmos, un ražotāju cenu inflācija nepārtikas patēriņa preču iekšzemes tirgū 2022. gada janvārī sasniedza jaunu vēsturiski augstāko līmeni (4.8%) salīdzinājumā ar mēnesi iepriekš (3.2%). Nepārtikas patēriņa preču importa cenu inflācija janvārī sasniedza 6.1%, un atšķirība salīdzinājumā ar iekšzemes ražotāju cenām, iespējams, skaidrojama ar euro vērtības samazināšanos pēdējā gada laikā. Nepārtikas patēriņa preču importa un ražotāju cenas ir galvenie neenerģijas rūpniecības preču cenu inflācijas dinamikas rādītāji SPCI, un tas nozīmē, ka tuvākajā nākotnē maz ticams, ka spiediens uz patēriņa cenām mazināsies.

16. attēls

Ar naftas piegādi saistītais spiediens

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada janvārī.

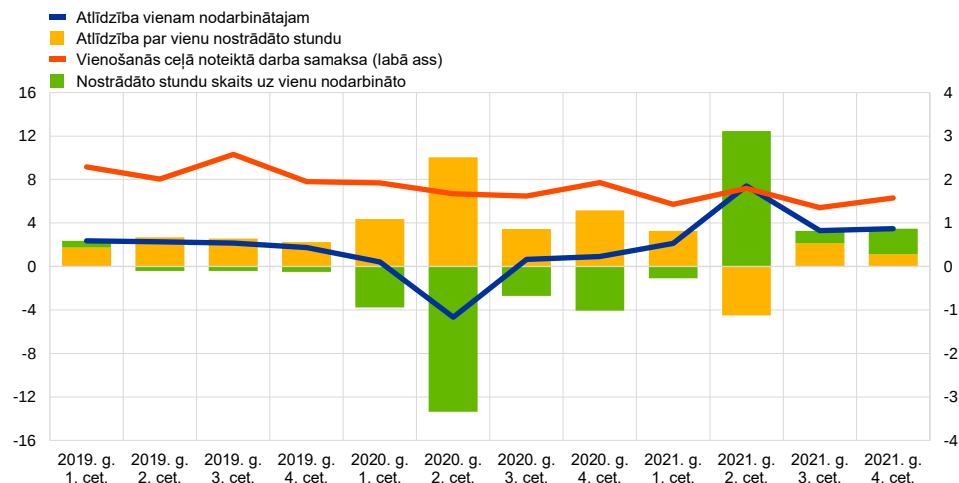
Darba samaksas pieaugums euro zonā līdz šim saglabājies mērens (17. att.).

Atlīdzība vienam nodarbinātajam 2021. gada 4. ceturksnī palielinājās līdz 3.5%. To noteica nostrādāto stundu skaita pieaugums uz vienu nodarbināto un – mazākā mērā – arī atlīdzības par vienu stundu pieaugums, kas palielinājās līdz 1.1%. Nostrādāto stundu skaita pieaugums liecina par notiekošu normalizēšanos pēc tautsaimniecību aktivitātes atjaunošanās kopš pandēmijas sākuma. Šajā ziņā atlīdzības vienam nodarbinātajam pieauguma modelis atspoguļo arī ietekmes maiņu, ko rada valdības atbalsta pasākumi saistībā ar darbvietu saglabāšanas shēmām. Turpretī vienošanās ceļā noteiktā darba samaksa nav tieši ietekmējusi ar nostrādāto stundu skaitu saistītās norises vai no darbvietu saglabāšanas shēmām, kuras ieviestas, reaģējot uz pandēmiju, izrietošo pabalstu reģistrāciju, tāpēc tas ir svarīgs darba samaksas spiediena papildu rādītājs. Vienošanās ceļā noteiktās darba samaksas pieaugums 2021. gada 4. ceturksnī saglabājās mērens, sasniedzot 1.5% (iepriekšējā ceturksnī – 1.4%), un 2021. gadā kopumā vidēji bija 1.5% (2020. gadā – 1.8%). Vienlaikus maz ticams, ka šis rādītājs atspoguļos inflācijas kāpuma ietekmi pašlaik, jo tas ir retrospektīvs un balstīts uz pagātnes vienošanām par darba samaksu. ECB aptauja par lielajiem Eiropas uzņēmumiem liecina, ka 2022. gadā darba samaksas pieaugums varētu būt nedaudz spēcīgāks, un daži respondenti kā veicinošu faktoru min pašreizējo augsto inflācijas līmeni.

17. attēls

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

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 4. ceturksnī.

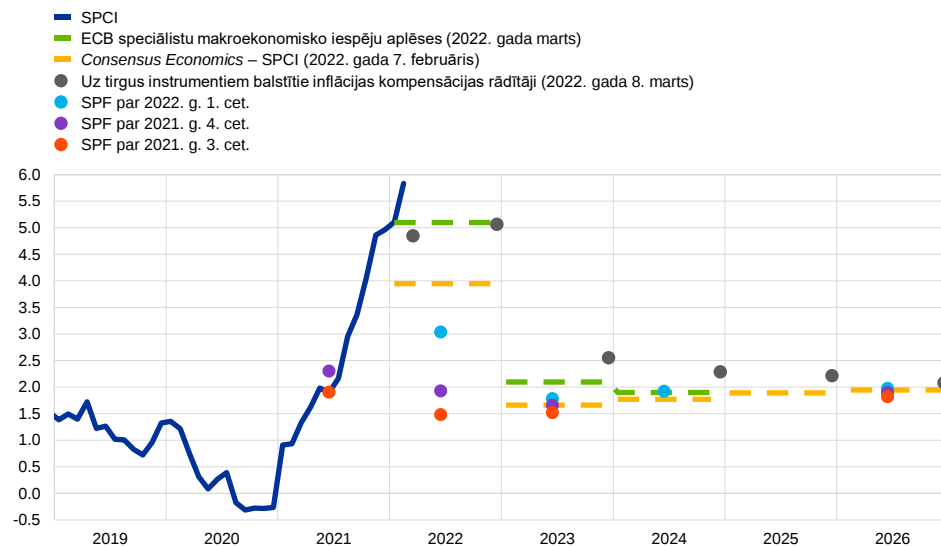
Uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji perioda svārstību robežās ir ievērojami palielinājušies, un kopš 2022. gada sākuma auguši arī uz apsekojumiem balstītie inflācijas gaidu rādītāji. Krievijas

iebrukums Ukrainā izraisījis ievērojamu naftas un dabasgāzes pārcenošanu un gaidāmu krasu piedāvājuma kritumu, vienlaikus īstermiņa inflācijas spiediens bija spēcīgs jau pirms šiem notikumiem. Tādējādi euro zonā būtiski palielinājusies nākotnes īstermiņa inflācijas kompensācija. Pašlaik salīdzinājumā ar decembra vidu tirgus nosaka straujāku un noturīgāku euro zonas inflācijas pieaugumu īstermiņā. 1 gada tagadnes inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu (ILS) procentu likme pēc viena gada nākotnē pašlaik ir aptuveni 2.50% (aptuveni par 78 bāzes punktiem augstāka nekā 2021. gada 16. decembrī – aplūkojamā perioda sākumā). Vienlaikus ilgāka termiņa nākotnes ILS procentu likmes sākotnēji samazinājās, gaidot ierobežojošāku monetāro politiku, bet vēlāk – pēc ģeopolitiskās spriedzes pastiprināšanās un kara uzliesmojuma Ukrainā – atkal pieauga. 5 gadu nākotnes procentu likme ILS pēc 5 gadiem nākotnē nedaudz samazinājās, janvāra beigās sasniedzot aptuveni 1.85%, bet marta sākumā pieaugot līdz 2.16%. Saskaņā ar ECB *Survey of Professional Forecasters* 2022. gada 1. ceturkšņa aptauju, kas tika veikta janvāra pirmajā nedēļā, kā arī *Consensus Economics* 2022. gada janvāra prognozēm, ilgāka termiņa inflācijas gaidas palielinājās līdz 2.0% (attiecīgajās iepriekšējās apsekojuma kārtās – 1.9%; 18. att.).

18. attēls

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

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat, Refinitiv, Consensus Economics, Survey of Professional Forecasters, Eurosistēmas speciālistu makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai un ECB aprēķini.

Piezīmes. Uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju laikrindu pamatā ir tagadnes inflācija 1 gada periodam, inflācija 1 gada periodam pēc 1 gada, inflācija 1 gada periodam pēc 2 gadiem, inflācija 1 gada periodam pēc 3 gadiem un inflācija 1 gada periodam pēc 4 gadiem. Jaunākie uz tirgus instrumentiem balstīto inflācijas kompensācijas rādītāju dati atbilst stāvoklim 2022. gada 8. martā. 2022. gada 1. ceturksņa aptauja Survey of Professional Forecasters tika veikta no 2022. gada 7. janvāra līdz 13. janvārim. Consensus Economics prognozē ietvertie dati par 2024., 2025. un 2026. gadu atbilst stāvoklim 2022. gada 10. janvārī, bet par 2022. un 2023. gadu – 2022. gada 7. februārī. ECB speciālistu makroekonomisko iespēju aplēsēs ietvertie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 2. martā.

Eurosistēmas speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskajās iespēju aplēsēs euro zonai prognozēts, ka nākamajos mēnešos inflācija saglabāsies paaugstināta, bet 2. pusgadā samazināsies. Paredzams, ka iespēju aplēšu perioda beigās kopējā inflācija stabilizēsies 1.9% līmenī. Gaidāms, ka,

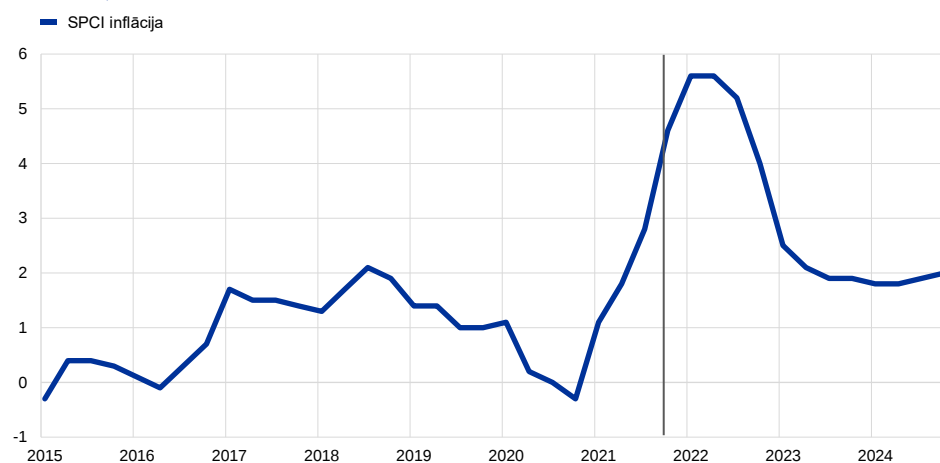
2022. gada februārī sasniedzot 5.8%, nākamajos mēnešos SPCI inflācija saglabāsies augsta, bet 2. pusgadā lēnām samazināsies. Pamataplēse norāda, ka kopējā SPCI inflācija 2022. gadā būs vidēji 5.1%, 2023. gadā – 2.1% un 2024. gadā – 1.9% (sk. 19. att.). Kopējās inflācijas augstākais punkts 2022. gadā atspoguļo elektroenerģijas un gāzes cenu izraisītu enerģijas cenu būtisku pieaugumu, spēcīgu pārtikas cenu kāpumu, augšupvērstu ietekmi, ko rada darbības atsākšana pakalpojumu nozarēs, kuru darbība ietver intensīvus klātienes kontaktus, un cenu spiedienu visā cenu noteikšanas ķēdē, t.sk. enerģijas ražošanas izmaksās. Salīdzinājumā ar Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm euro zonai SPCI inflācijas iespēju aplēses tika koriģētas visam iespēju aplēšu periodam, īpaši attiecībā uz 2022. gadu (korekcija – 1.9 procentu punkti). Augšupvērsto korekciju daļēji var saistīt ar nesenajiem pārsteidzošajiem novērojumiem attiecībā uz faktisko inflāciju un spēcīgākām, nekā gaidīts, pašreizējām un nākotnes enerģijas cenu norisēm, ko saasina ģeopolitiskā spriedze saistībā ar iebrukumu Ukrainā. Paredzams, ka SPCI, neietverot enerģijas un pārtikas cenas (SPCIX), nākamajos divos ceturkšņos svārstīsies aptuveni 2.6% līmenī, bet 2022. gada pēdējā ceturksnī samazināsies līdz 2.3%. Tiek prognozēts, ka SPCIX gada vidējais pieauguma temps 2022. gadā

būs 2.6%. Spēcīgais pieprasījums, augstāku enerģijas cenu netiešā ietekme un cenu spiediens cenu noteikšanas ķēdē, kas saistīts ar piegādes traucējumiem, ir faktori, kam, domājams, būs pozitīva ietekme. Tā kā paredzams, ka šie faktori vidējā termiņā mazināsies, SPCIX 2023. gadā pazemināsies līdz 1.8% un 2024. gadā – līdz 1.9%. Tiek prognozēts, ka darba samaksas pieaugums 2022. gadā būs 3.6%, un gaidāms, ka 2024. gadā tas samazināsies līdz 2.9% (vairāk par vēsturiski vidējo rādītāju kopš 1999. gada (2.2%), kā arī līmeni, kas tika konstatēts pirms lielās finanšu krīzes (2.6%)), atspoguļojot arvien ierobežotāku darba tirgu un ierobežotu otrreizējo ietekmi, ko izraisījusi augstāka inflācija.

19. attēls

Euro zonas SPCI inflācija (t.sk. aplēses)

(gada pārmaiņas, %)



Avoti: Eurostat un ECB speciālistu makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai (2022. gada marts).

Piezīmes. Vertikālā līnija norāda uz iespēju aplēšu perioda sākumu. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 4. ceturksnī (faktiskie dati) un stāvoklim 2024. gada 4. ceturksnī (aplēses). Iespēju aplēsēs ietvertie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 2. martā.

5. Nauda un kredītu atlikumi

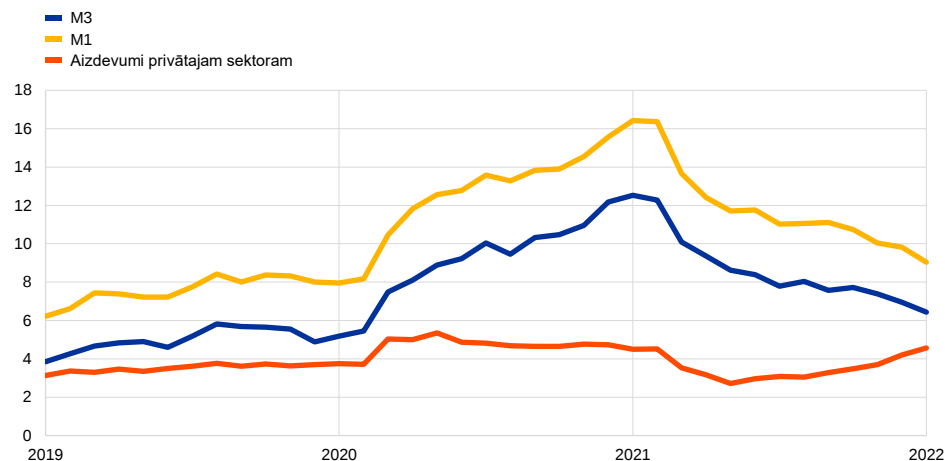
Naudas piedāvājuma kāpuma temps euro zonā, pieaugot svārstīgumam un neraugoties uz paaugstinātiem ģeopolitiskajiem riskiem, 2022. gada janvārī turpināja normalizēties. Eurosistēmas aktīvu iegādes joprojām bija galvenais naudas piedāvājuma kāpināšanas avots. Privātajam sektoram izsniegto aizdevumu atlikuma pieauguma temps palielinājās, un to noteica labvēlīgi finansējuma nosacījumi un ekonomiskās situācijas uzlabošanās. Banku aizdevumu procentu likmes 2022. gada janvārī saglabājās tuvu vēsturiski zemākajam līmenim, neraugoties uz uzņēmumiem izsniegto aizdevumu procentu likmju nelielo kāpumu. Uzņēmumu kopējais ārējā finansējuma apjoms 2021. gada 4. ceturksnī turpināja palielināties, un to galvenokārt noteica būtisks banku aizdevumu atlikuma pieaugums. Uzņēmumu kopējās ārējā finansējuma izmaksas no 2021. gada oktobra līdz 2022. gada janvārim palielinājās, sasniedzot rekordaugstu līmeni, kāds pēdējo reizi bija vērojams 2020. gada martā. To noteica uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksu kāpums un statistikas vajadzības. Krievijas iebrukuma Ukrainā nesen izraisītās tirgus svārstības pēc krasā akciju tirgus krituma veicinājušas turpmāku uz tirgus instrumentiem balstītā parāda izmaksu pieaugumu un kapitāla vērtspapīru izmaksu palielināšanos.

Plašās naudas pieaugums 2022. gada janvārī stabilizējās tuvu pirms pandēmijas vērotajam līmenim. M3 gada kāpuma temps, pieaugot svārstīgumam un neraugoties uz paaugstinātajiem ģeopolitiskajiem riskiem, samazinājās no 6.9% decembrī līdz 6.4% janvārī (sk. 20. att.), tādējādi veicinot likvīdu aktīvu pieprasījumu. Monetāro rādītāju ceturkšņa pieauguma temps atgriezās tuvu tā ilgāka termiņa vidējā rādītāja līmenim, un M3 īsāka termiņa dinamiku joprojām pozitīvi ietekmēja būtiskais ar pandēmiju saistīto politikas atbalsta pasākumu apjoms. No M3 komponentiem M3 kāpumu galvenokārt noteica šaurās naudas rādītājs M1, kas ietver vislikvīdākās M3 sastāvdaļas. Naudas līdzekļu turētāji pandēmijas agrīnajos posmos 2020. gadā deva priekšroku likvīdiem aktīviem, un tas atspoguļoja piesardzības apsvērumus. Līdz ar pandēmiju ierobežojošo pasākumu atvieglošanu un ekonomiskās aktivitātes atjaunošanos M1 kāpuma temps pēc 2020. gadā vērotā pieauguma 2021. gadā samazinājās. M1 gada pieauguma temps 2022. gada janvārī turpināja sarukt (no 9.8% līdz 9.0%), galvenokārt atspoguļojot noguldījumu uz nakti atlikuma kāpuma tempa normalizēšanos. Savukārt apgrozībā esošās skaidrās naudas gada pieauguma temps, kas samazinājies kopš 2021. gada 1. ceturkšņa, janvārī bija 7.7%. Citu īstermiņa noguldījumu un tirgojamo finanšu instrumentu devums šajā mēnesī bija neitrāls, atspoguļojot zemo atlīdzību par šiem instrumentiem.

20. attēls

M3, M1 un aizdevumi privātajam sektoram

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



Avots: ECB.

Piezīmes. Aizdevumu atlikumi koriģēti atbilstoši aizdevumu pārdošanas, vērtspapīrošanas darījumu un naudas līdzekļu apvienošanas virtuālā grupas kontā ietekmei. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada janvārī.

Noguldījumu uz nakti atlikuma kāpuma temps turpināja samazināties, taču tas vēl arvien bija augsts.

Noguldījumu uz nakti atlikuma gada pieauguma temps janvārī saruka līdz 9.2% (decembrī – 10.2%). Šo kritumu noteica uzņēmumu un mājsaimniecību noguldījumi, kuru devums nozaru dalījumā bija vislielākais. Kopš pandēmijas sākuma bija vērojamas apjomīgas ieplūdes noguldījumos uz nakti, atspoguļojot augošo ekonomisko nenoteiktību.⁵ Uzņēmumu un mājsaimniecību noguldījumu turējumu pieauguma temps dažādās valstīs bijis atšķirīgs, atspoguļojot atšķirīgās likviditātes vajadzības un valstu (fiskālā) atbalsta pasākumus. Mājsaimniecību noguldījumu uzkrāšanas temps 2021. gada 4. ceturksnī īslaicīgi noslīdēja zemāk par līmeni, kāds bija vidēji pirms pandēmijas, atspoguļojot patērētāju konfidences un patēriņa palielināšanos, kā arī enerģijas cenu kāpumu, kas veicināja rīcībā esošo ienākumu sarukumu. Tomēr 2022. gada janvārī bija plaši vērojama noguldījumu plūsmu atjaunošanās, kas liecināja, ka mājsaimniecības palielinājušas uzkrājumus un samazinājušas patēriņu. Turklāt uzņēmumu noguldījumu atlikuma kāpuma temps turpināja palielināties, lai gan daudz lēnāk nekā mājsaimniecību noguldījumu atlikuma pieauguma temps.

Naudas piedāvājuma kāpināšanas tempu 2022. gada janvārī joprojām veicināja Eurosistēmas veiktās aktīvu iegādes.

Eurosistēmas veiktās valdības vērtspapīru neto iegādes aktīvu iegādes programmas (AIP) un pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) ietvaros veidoja M3 kāpuma lielāko daļu (sk. 21. att. stabiņu sarkano daļu), lai gan tā nedaudz samazinājās. Arī lielāks privātajam sektoram izsniegto kredītu devums veicināja M3 pieaugumu (sk. stabiņu zilo daļu). Tomēr trīs faktori negatīvi ietekmēja naudas piedāvājuma kāpināšanas tempu: pirmais no tiem bija valdībai izsniegto banku kredītu atlikuma negatīvā ietekme, ko izraisīja valdības obligāciju pārdošana (sk. stabiņu gaiši zaļo daļu), otrais faktors bija

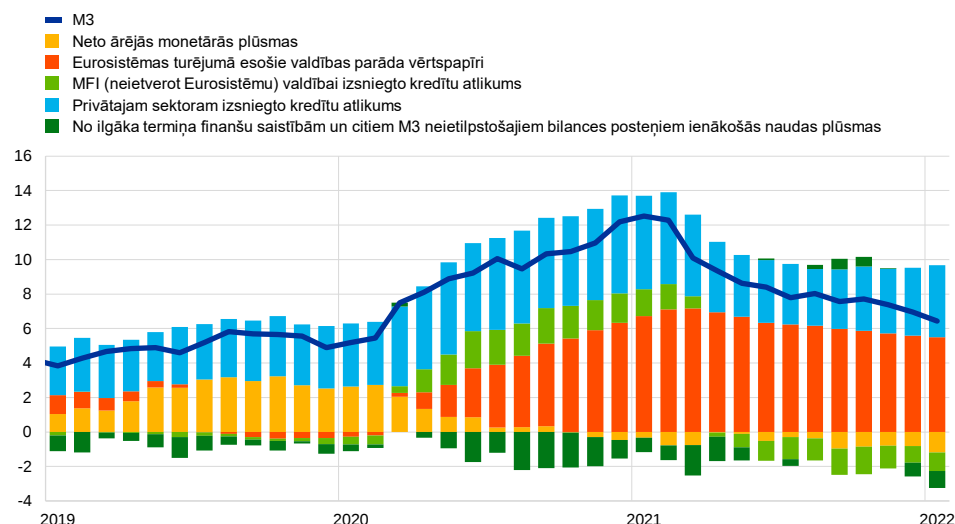
⁵ Sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biljetena" Nr. 5 ielikumu [COVID-19 and the increase in household savings: an update](#) ("Covid-19 un mājsaimniecību uzkrājumu pieaugums: aktualizēta informācija").

neto ārējo monetāro aizplūžu palielināšanās (sk. stabiņu dzelteno daļu), kas notika vienlaikus ar euro efektīvā kursa kritumu, un trešais faktors bija saistīts ar to, ka no citiem M3 neietilpstošajiem bilances posteņiem izejošās naudas plūsmas pārsniedza nelielās ieplūdes no ilgāka termiņa finanšu saistībām (sk. stabiņu tumši zaļo daļu).

21. attēls

M3 un tajā neietilpstošie bilances posteņi

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



Avots: ECB.

Piezīmes. Privātajam sektoram izsniegto kredītu atlikums ietver privātajam sektoram izsniegto monetāro finanšu iestāžu (MFI) aizdevumu atlikumu un euro zonas ne-MFI privātā sektora emitēto MFI parāda vērtspapīru turējumus. Kā tāds tas ietver arī uzņēmumu sektora aktīvu iegādes programmas un PĀAIP ietvaros Eurosistēmas veiktās ne-MFI parāda vērtspapīru iegādes. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada janvārī.

2022. gada janvārī palielinājās privātajam sektoram izsniegto aizdevumu

atlikuma gada pieauguma temps. Privātajam sektoram izsniegto aizdevumu

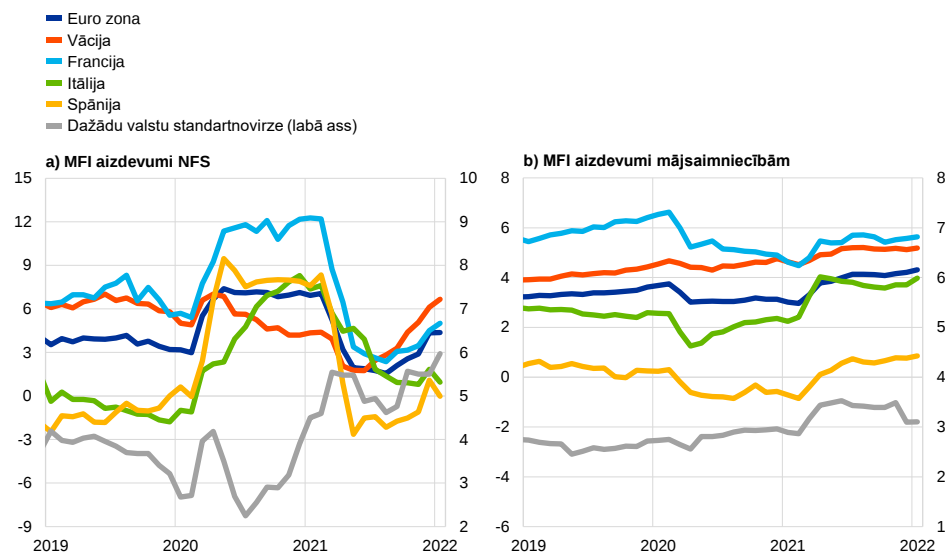
atlikuma kāpuma temps janvārī turpināja palielināties (līdz 4.6%; decembrī – 4.2%; sk. 20. att.). Šo norisi veicināja uzņēmumu un mājsaimniecību kreditēšana, ko joprojām noteica labvēlīgi finansējuma nosacījumi un notiekošā tautsaimniecības atveseļošanās. Nefinanšu sabiedrībām (NFS) izsniegto aizdevumu atlikuma gada pieauguma temps janvārī nedaudz palielinājās (līdz 4.4%; decembrī – 4.3%; sk. 22. att. a) paneli) – to noteica ilgtermiņa aizdevumu atlikums, un tas, iespējams, atspoguļoja finansējuma vajadzības ieguldījumiem pamatlīdzekļos. Arī mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu atlikuma gada kāpuma temps janvārī nedaudz pieauga (līdz 4.3%; decembrī – 4.2%; sk. 22. att. b) paneli). To pamatā noteica stabila hipotekārā kreditēšana, jo patēriņa kredītu kāpuma temps saglabājās vājš. Kopumā aizdevumu dinamika neatklāj euro zonas valstu atšķirības, kas atspoguļo arī nevienmērīgo pandēmijas ietekmi un atšķirīgo tautsaimniecības atveseļošanās gaitu visās valstīs.⁶

⁶ Sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 5 ielikumu "The heterogeneous economic impact of the pandemic across euro area countries" ("Pandēmijas neviendabīgā ekonomiskā ietekme euro zonas valstīs").

22. attēls

MFI aizdevumi atsevišķās euro zonas valstīs

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



Avots: ECB.

Piezīmes. Aizdevumu atlikumi koriģēti atbilstoši aizdevumu pārdošanas un vērtspapīrošanas darījumu ietekmei; nefinanšu sabiedrību (NFS) gadījumā aizdevumu atlikumi koriģēti arī atbilstoši naudas līdzekļu apvienošanas virtuālā grupas kontā ietekmei. Dažādu valstu standartnovirzi aprēķina, izmantojot fiksētu 12 euro zonas valstu izlasi. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada janvārī.

Euro zonas banku parāda finansējuma izmaksas sākušas palielināties un pašlaik atrodas līmenī, kāds bija pirms pandēmijas.

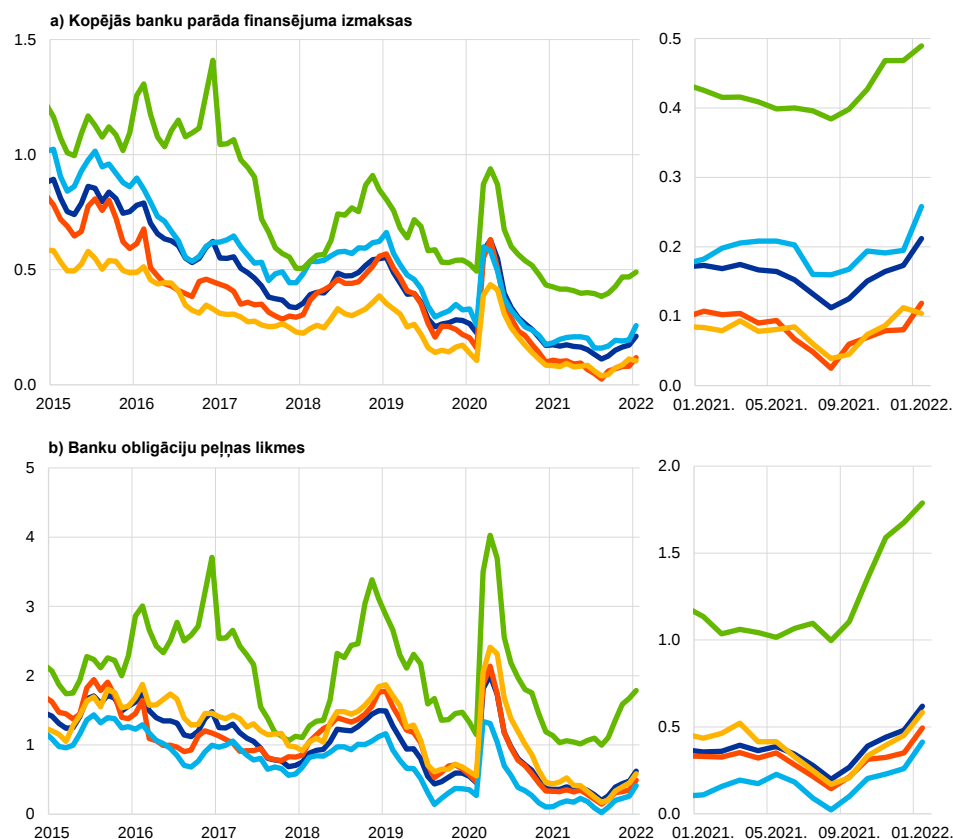
Kopējo banku parāda finansējuma izmaksu neseno kāpumu (23. att. a) panelis) noteica banku obligāciju ienesīguma likmju pieaugums (23. att. b) panelis), atspoguļojot bezrisku procentu likmju palielināšanos, savukārt noguldījumu procentu likmes saglabājušās stabilas vēsturiski zemā līmenī. ECB monetārās politikas pasākumi līdz šim palīdzējuši ierobežot augšupvērstu spiedienu uz banku obligāciju ienesīguma likmēm un samazināt finansējuma nosacījumu atšķirības dažādās valstīs, kā arī riska kategoriju un termiņu atšķirības. Banku finansējuma izmaksas līdz 4. ceturksnim bijušas pasargātas no augšupvērstā spiediena triju iemeslu dēļ: pastāvīgā noguldījumu pārcenošana, piemērojot tiem negatīvas procentu likmes; banku parāda finansējuma īpatsvara samazināšanās un banku iespējas piesaistīt centrālās bankas finansējumu ar labvēlīgiem nosacījumiem, īpaši attiecībā uz trešā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopuma operācijām (ITRMO III) un pandēmijas ārkārtas ilgāka termiņa refinansēšanas operācijām (PĀITRO). Tomēr, ja tirgus procentu likmes turpina palielināties, pastāv risks, ka banku finansējuma izmaksas tiks pakļautas augšupvērstā spiediena kāpumam, īpaši, ņemot vērā ITRMO līdzekļu atlikuma iespējamo atmaksu. Tas attiecīgi vēlāk varētu izraisīt uzņēmumiem un mājāsaimniecībām izsniegto aizdevumu procentu likmju pieaugumu.

23. attēls

Banku finansējuma kopējās procentu likmes atsevišķās euro zonas valstīs

(gada dati; %)

— Euro zona
— Vācija
— Francija
— Itālija
— Spānija



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

Piezīmes. Banku finansējuma kopējās procentu likmes ir noguldījumu un uz nenodrošinātiem tirgus instrumentiem balstīta parāda finansējuma svērtās izmaksas. Noguldījumu kopējo izmaksu rādītāju aprēķina kā noguldījumu uz nakti, noguldījumu ar noteiktu termiņu un noguldījumu ar brīdinājuma termiņu par izņemšanu, kas svērti ar to attiecīgo atlikumu, jauno darījumu procentu likmju vidējo rādītāju. Banku obligāciju ienesīguma likmes attiecas uz augstākās prioritātes laidiena obligāciju mēneša vidējiem rādītājiem. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada janvārī.

Banku aizdevumu procentu likmes 2022. gada janvārī saglabājās tuvu

vēsturiski zemākajam līmenim (sk. 24. att.), lai gan uzņēmumiem izsniegto aizdevumu procentu likmes nedaudz palielinājās. NFS banku izsniegto

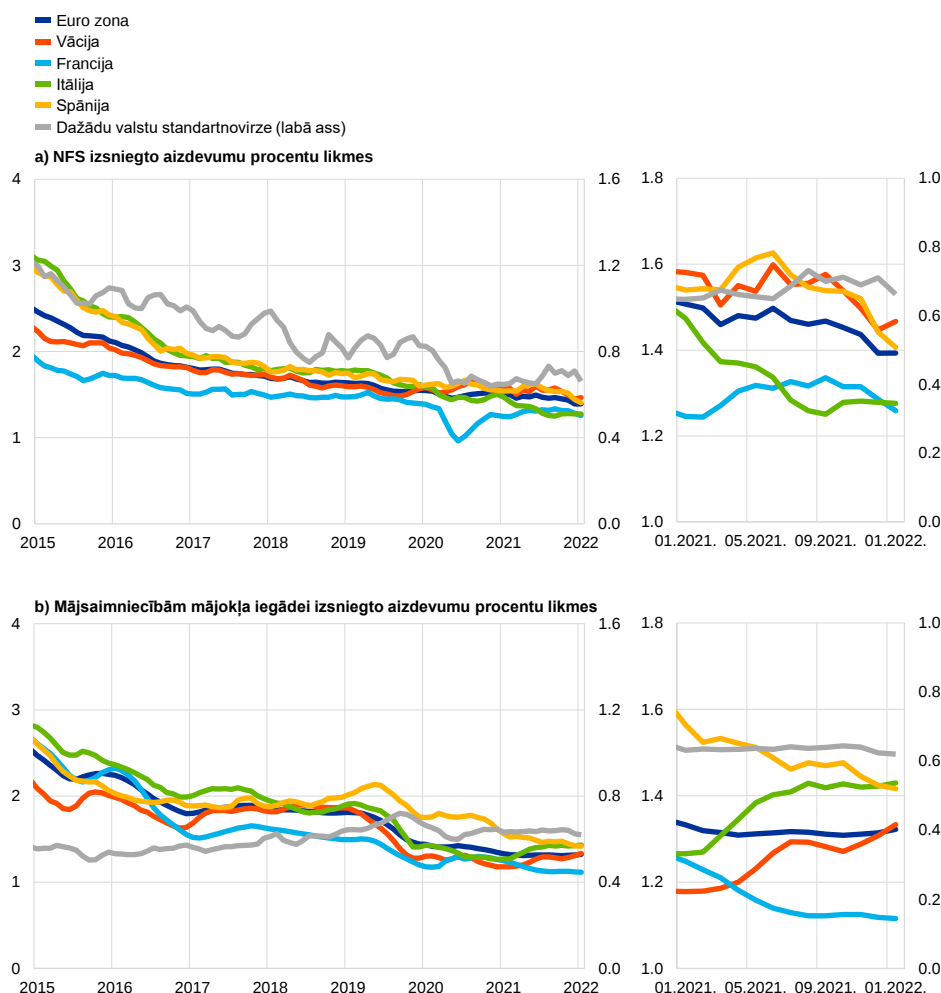
aizdevumu kopējā procentu likme pieauga līdz 1.43%, kompensējot 2021. gada 4. ceturksnī vēroto kritumu, savukārt atbilstošā māsasaimniecībā mājokļa iegādei izsniegto aizdevumu procentu likme kopumā nemainījās (1.33%). Uzņēmumiem izsniegto aizdevumu procentu likmju kāpums (visspēcīgākais bija vidēja termiņa aizdevumu procentu likmju pieaugums) atspoguļoja plašu tirgus procentu likmju kāpumu, saglabājoties valstu atšķirībām. Pavisam neliela un liela apjoma banku aizdevumu procentu likmju starpība kopumā nemainījās, joprojām atrodoties zemākā līmenī nekā pirms pandēmijas. Euro zonas valstu valdības obligāciju peļņas likmju kāpums dažu pēdējo mēnešu laikā varēja radīt augšupvērstu spiedienu uz banku aizdevumu procentu likmēm. ECB politikas pasākumi līdz šim neļāva plaši piemērot

stingrākus finansējuma nosacījumus, kas būtu pastiprinājuši pandēmijas negatīvo ietekmi uz euro zonas tautsaimniecību.

24. attēls

Banku aizdevumu kopējās procentu likmes atsevišķās euro zonas valstīs

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



Avots: ECB.

Piezīmes. Banku izsniegto aizdevumu kopējo procentu likmi aprēķina, agregējot īstermiņa un ilgtermiņa procentu likmes, izmantojot jauno datījumu apjomu 24 mēnešu slīdošo vidējo rādītāju. Dažādu valstu standartnovirzi aprēķina, izmantojot fiksētu 12 euro zonas valstu izlasi. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada janvārī.

Uzņēmumu ārējā finansējuma kopējais apjoms 2021. gada 4. ceturksnī

turpināja palielināties. Ārējā finansējuma gada pieauguma temps krasi palielinājās no 2.3% oktobrī līdz 2.8% decembrī, un to veicināja uzņēmumu finansējuma vajadzību pieaugums un zemās parāda finansējuma izmaksas. Ārējā finansējuma plūsmu palielināšanos galvenokārt noteica uzņēmumiem izsniegto banku aizdevumu atlikuma pieaugums, savukārt lielāks parāda vērtspapīru un kotēto akciju emisijas apjoms nodrošināja mazāku devumu (sk. 25. att.). Šo pieprasījumu pēc aizdevumiem veicināja ieguldījumu uzņēmējdarbībā kāpums un apgrozāmā kapitāla izdevumu pieaugums, kas daļēji saistīts ar ilgstošām piegādes problēmām.⁷ Valstīs

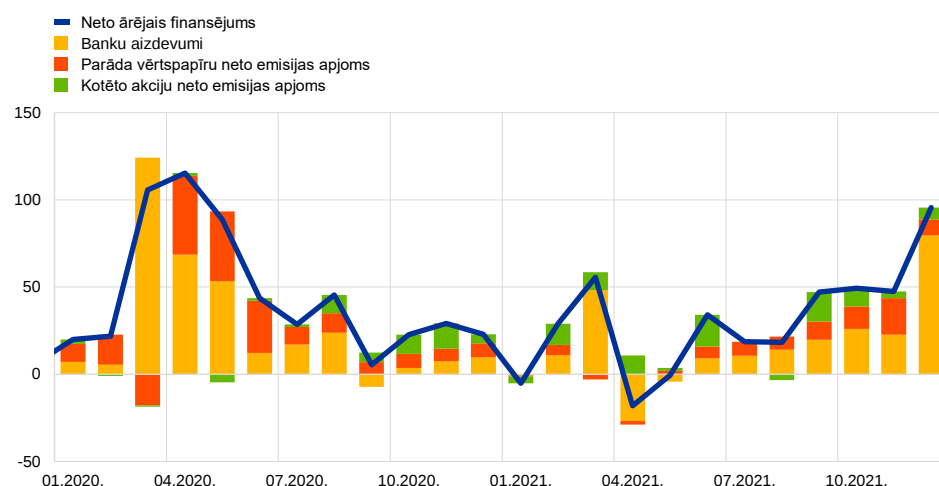
⁷ Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu "Piegādes ķēžu problēmas euro zonā un ASV: kur esam mēs?".

un nozarēs, kuras īpaši ietekmējušas piegādes problēmas, apgrozāmā kapitāla finansējuma vajadzību pieaugums nepietiekama ražošanas līmeņa un krājumu atjaunošanas dēļ noteicis īstermiņa aizņēmumu apjoma palielināšanos.

25. attēls

Euro zonas NFS ārējā finansējuma neto plūsmas

(mēneša plūsmas; miljrd. euro)



Avoti: ECB un ECB aprēķini, Eurostat un Dealogic.

Piezīmes. Neto ārējais finansējums definēts kā banku aizdevumu (MFI aizdevumu), parāda vērtspapīru neto emisijas apjoma un kotēto akciju neto emisijas apjoma summa. MFI aizdevumi koriģēti atbilstoši aizdevumu pārdošanas, vērtspapīrošanas darījumu un naudas līdzekļu apvienošanas virtuālā grupas kontā ietekmei. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada decembrī.

NFS ārējā finansējuma (tas ietver banku aizdevumus, parāda vērtspapīru emisiju tirgū un kapitāla vērtspapīru finansējumu) kopējās nominālās izmaksas no 2021. gada oktobra līdz 2022. gada janvārim palielinājās, un to galvenokārt noteica uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksas. Ārējā finansējuma izmaksas 2022. gada janvārī pieauga līdz 5.2% (sk. 26. att.), tikpat, cik 2020. gada martā reģistrētā rekordlīmeņa laikā, un par 110 bāzes punktiem vairāk nekā vēsturiski zemākā līmeņa laikā 2021. gada martā. To pamatā noteica uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksu pieaugums un kapitāla vērtspapīru īpatsvara kāpums kopējo finansējuma izmaksu aprēķināšanā.⁸ Kapitāla vērtspapīru īpatsvara pieaugums janvārī salīdzinājumā ar oktobri ar uzviju kompensēja nelielo janvārī vēroto kapitāla vērtspapīru izmaksu kritumu, kuru noteica kapitāla vērtspapīru riska prēmiju sarukums, atsverot augstāku bezriskā procentu likmju ietekmi. Banku aizdevumu izmaksas no oktobra līdz janvārim faktiski saglabājās nemainīgas. Bezriskā procentu likmju kāpums un uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību palielināšanās gan investīciju kategorijas, gan augsta ienesīguma segmentā bija faktori, kas noteica uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksu pieaugumu – tās sasniedza līmeni, kāds pēdējo reizi tika reģistrēts 2020. gada augustā. Tiek lēsts, ka pēdējā

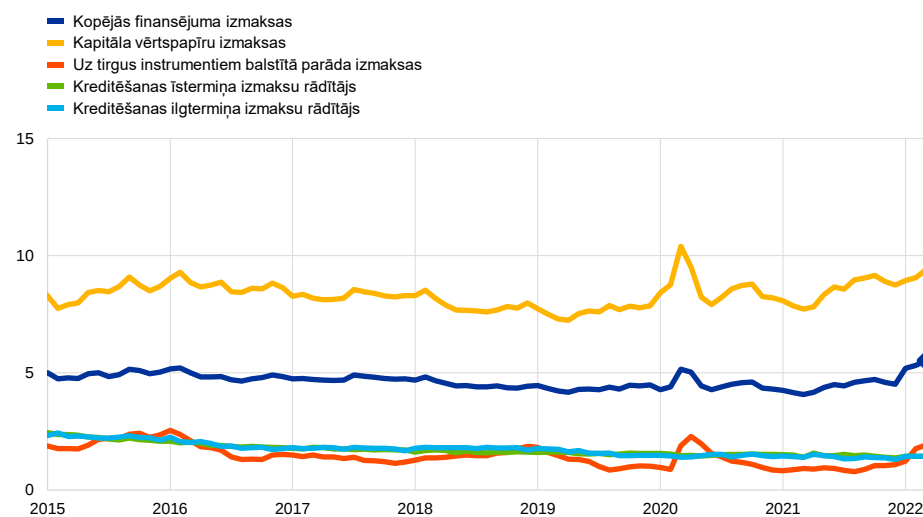
⁸ Finansējuma izmaksas tiek aprēķinātas kā vidējais svētais kapitāla vērtspapīru, uz tirgus instrumentiem balstītā parāda un īstermiņa un ilgtermiņa banku aizdevumu izmaksu rādītājs. Svāri atspoguļo katra finansējuma instrumenta īpatsvaru kopējā NFS ārējā finansējuma instrumentu apjomā. Tādējādi katra komponenta devumu kopējo finansējuma izmaksu līmeni jebkurā brīdī nosaka kā izmaksu summu procentos, kas reizināta ar tā svaru. Svāri tiek regulāri atjaunoti, lai ņemtu vērā NFS finansējuma struktūras pārmaiņas. Tāpēc pārmaiņas konkrēta komponenta devuma kopējo finansējuma izmaksu pārmaiņās ir izmaksu pārmaiņu un svaru pārmaiņu neto rezultāts.

laikā (no janvāra beigām līdz 9. martam) kopējās finansējuma izmaksas turpinājušas palielināties, atspoguļojot kapitāla vērtspapīru izmaksu kāpumu, kuru kopš februāra beigām noteicis būtisks akciju cenu kritums, ko izraisīja karš Ukrainā. Arī uzņēmumu obligāciju peļņas likmju starpību pieaugums apvienojumā ar turpmāku bezriskā procentu likmes kāpumu veicinājis finansējuma izmaksu palielināšanos.

26. attēls

Euro zonas NFS ārējā finansējuma nominālās izmaksas komponentu dalījuma

(gada dati; %)



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

Piezīmes. NFS kopējās finansējuma izmaksas aprēķina kā banku aizdevumu izmaksu, uz tirgus instrumentiem balstītā parāda izmaksu un kapitāla vērtspapīru izmaksu vidējo svēto rādītāju, pamatojoties uz to attiecīgajiem atlikumiem. Tumši zilie rombi attiecas uz īstermiņa prognozi 2022. gada februāra un marta (t.sk. datiem līdz 9. martam) kopējām finansējuma izmaksām, pieņemot, ka banku aizdevumu izmaksas saglabājas nemainīgas 2022. gada janvārī vērotajā līmenī. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 9. martā (uz tirgus instrumentiem balstītā parāda izmaksām; dienas datu mēneša vidējais rādītājs), 2022. gada 4. martā (kapitāla vērtspapīru izmaksām; nedēļas dati) un 2022. gada februārī (banku aizdevumu izmaksām; mēneša dati).

6. Fiskālās norises

Saskaņā ar ECB speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskajām iespēju aplēsēm euro zonas valstu valdības budžeta bilance turpina uzlaboties (koronavīrusa (Covid-19) krīzes ietekmē tika reģistrēts ļoti augsts budžeta deficīta rādītājs). Tomēr pastāv būtiski pamataplēšu riski, kas izraisa arvien lielāku budžeta deficītu, un tas galvenokārt saistīts ar Krievijas karu Ukrainā. Saskaņā ar bāzes scenāriju tiek lēsts, ka budžeta deficīta rādītājs, kas 2020. gadā sasniedzis augstāko punktu (7.2% no IKP), 2021. gadā sarucis līdz 5.5% no IKP. Paredzams, ka 2022. gadā tas turpinās samazināties (līdz 3.1% no IKP) un līdz iespēju aplēšu perioda beigām saruks līdz 2% no IKP. Attiecībā uz euro zonas fiskālo nostāju 2020. gadā vērotajai straujajai ekspansijai sekoja tās stingrības pastiprināšanās 2021. gadā, to koriģējot atbilstoši "Nākamās paaudzes ES" (NPES) subsīdijām. Tiek prognozēts, ka 2022. gadā fiskālā nostāja kļūs arvien stingrāka, un to galvenokārt noteiks būtiskas daļas krīzes ārkārtas atbalsta pasākumu atcelšana. Paredzams, ka pēdējos divos iespēju aplēšu perioda gados tā kļūs tikai nedaudz stingrāka un tautsaimniecībai joprojām tiks sniegts būtisks atbalsts. Ņemot vērā augsto riska līmeni, kuru šobrīd nosaka dažādi faktori (daļēji šie riski jau īstenojušies), fiskālie pasākumi, t.sk. Eiropas Savienības līmenī, palīdzētu pasargāt tautsaimniecību. Situācijai mainoties, fiskālās politikas īstenošanā jā saglabā elastīga pieeja. Vēlme īstenot fiskālo politiku nav pretrunā ar nepieciešamību vidējā termiņā ticamā veidā mazināt budžeta nesabalansētību.

Saskaņā ar ECB speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskajām iespēju aplēsēm kopš 2021. gada joprojām vērojama euro zonas valstu valdības budžeta bilances uzlabošanās.⁹

Tiek lēsts, ka pēc nepieredzēta kāpuma 2020. gadā (7.2% no IKP) euro zonas valstu valdības budžeta deficīta attiecība pret IKP 2021. gadā samazinājusies līdz 5.5% no IKP. Tiek prognozēts, ka 2022. gadā tā saruks vēl straujāk (līdz 3.1% no IKP) un turpmākajos divos gados turpinās samazināties (attiecīgi līdz 2.1% no IKP un 2.0% no IKP; sk. 27. att.). Tiek lēsts, ka pēc ekonomiskā atbalsta pasākumu īstenošanas 2020. gadā saistībā ar Covid-19 pandēmiju (aptuveni 4.0% no IKP apmērā) krīzes un atveseļošanās atbalsta apjoms 2021. gadā palielinājies aptuveni līdz 4.3% no IKP. Tas atspoguļo to, ka, lai veicinātu atveseļošanos, valstu valdības pagarinājušas ārkārtas pasākumu piemērošanu un pakāpeniski palielinājušas to apjomu un/vai apstiprinājušas jaunus pasākumus, t.sk. valstu tautsaimniecības atveseļošanas un noturības plānos ietvertos pasākumus NPES ietvaros.¹⁰ Tiek lēsts, ka lielās negatīvās cikliskās komponentes, kura noteica valdības budžeta deficīta būtisko palielināšanos 2020. gadā, devums 2021. gadā sācis samazināties, lai gan tikai nedaudz. Paredzams, ka būtiskāku budžeta bilances uzlabošanos no 2022. gada noteiks cikliski koriģētās sākotnējās bilances pieaugums, jo liela daļa ārkārtas pasākumu, kuri netiek finansēti ar NPES subsīdijām, vairs netiks īstenoti. Turklāt gaidāms, ka ekonomiskās attīstības cikla

⁹ Sk. "ECB speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskās iespēju aplēses euro zonai", kas 2021. gada 11. martā publicētas ECB tīmekļvietnē.

¹⁰ NPES subsīdiju apjoms iespēju aplēšu periodā ir vidēji 0.5% no IKP, un pēc 2022. gada tas pakāpeniski samazināsies. Tiek pieņemts, ka tās apvienojumā ar ierobežotu aizdevumu apjomu finansēs budžeta izdevumus aptuveni 2.5% apmērā no euro zonas IKP budžeta izdevumu daļas. Šajā nodaļā aprakstītās fiskālās norises neietver ar NPES pārvedumiem saistīto Eiropas starpvalstu budžeta deficītu un parādu.

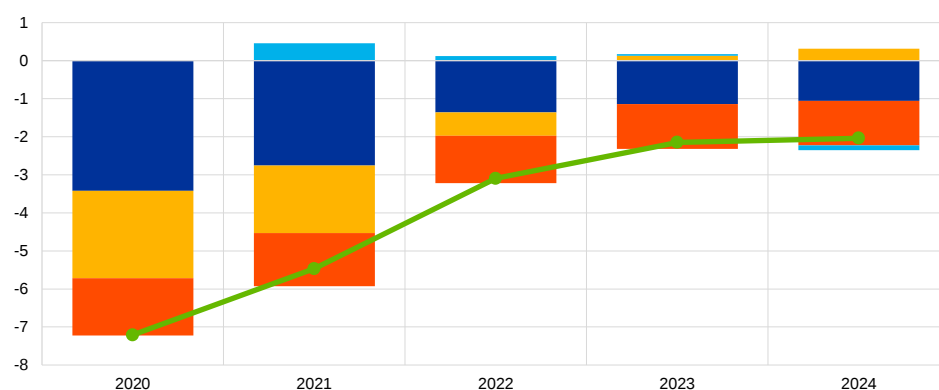
negatīvā ietekme 2022. gadā strauji saruks un no 2023. gada kļūs nedaudz pozitīva. Tāpat kā dažos pēdējos gados, budžeta bilances uzlabošanās veicinās (lai gan mazāk) arī procentu maksājumu neliela samazināšanās. Saskaņā ar jaunākajām iespēju aplēsēm šī ietekme galvenokārt attiecas uz 2022. gadu un izzudīs 2023.–2024. gadā.

27. attēls

Budžeta balance un tās komponenti

(% no IKP)

- Cikliski koriģētā sākotnējā bilance (koriģēta, lai atspoguļotu NPES subsīdiju ietekmi ieņēmumu pusē)
- Cikliskais komponents
- Procentu maksājumi
- NPES subsīdijas (ieņēmumu pusē)
- Budžeta bilance



Avoti: ECB un ECB speciālistu 2022. gada makroekonomiskās iespēju aplēses.
Piezīme: Dati attiecas uz euro zonas valstu vispārējās valdības sektoru.

Tiek lēsts, ka pēc ļoti ekspansīvas ainas 2020. gadā euro zonas kopējā fiskālā nostāja 2021. gadā kļuvusi nedaudz stingrāka.¹¹ Gaidāms, ka 2022. gadā pēc vēl arvien lielā atbalsta nodrošināšanas pēc NPES subsīdiju korekcijas ieņēmumu pusē tiks ieviesta stingrāka fiskālā nostāja, jo fiskālā atbalsta ietekme izzūd vienlaikus ar pandēmiju un pagaidu atbalsta pasākumiem. Tiek prognozēts, ka 2023. un 2024. gadā fiskālā nostāja kļūs tikai nedaudz stingrāka.¹² Neatkarīgi no fiskālās nostājas stingrības pastiprināšanās tautsaimniecības atveseļošanās fiskālā atbalsta apjoms visā iespēju aplēšu periodā joprojām ir liels, un to atspoguļo kopējā sākotnējā fiskālā bilance, kas saglabājas pārliecinoši negatīva.

Salīdzinājumā ar Eurosistēmas speciālistu 2021. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm budžeta bilance iespēju aplēšu perioda beigās koriģēta un mazliet pazemināta. Būtiskākā korekcija gada skatījumā attiecas uz labvēlīgākām 2021. gada budžeta bilances aplēsēm. Konkrētāk – euro zonas valstu valdības budžeta bilance procentos no IKP 2021. gadā tika pārskatīta

¹¹ Fiskālā nostāja atspoguļo uz tautsaimniecību vērsto fiskālās politikas stimulu virzienu un apjomu papildu valsts finanšu automātiskajai reakcijai uz ekonomiskās attīstības ciklu. Šajā gadījumā to mēra kā cikliski koriģētas sākotnējās bilances rādītāja pārmaiņas, neietverot valdības atbalstu finanšu sektoram. Tā kā lielākiem budžeta ieņēmumiem, kas saistīti ar NGEU dotācijām no ES budžeta, nav samazinošas ietekmes uz pieprasījumu, cikliski koriģētā sākotnējā bilance tādējādi tiek koriģēta, lai izslēgtu šos ieņēmumus. Sīkāk par euro zonas fiskālās nostājas jēdzienu sk. ECB 2016. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 rakstā *The euro area fiscal stance* ("Euro zonas fiskālā nostāja").

¹² Euro zonas kopējā fiskālā nostāja 2020. gadā bija –4.2 procentu punkti no IKP, un tiek lēsts, ka 2021. gadā tā bijusi +0.5 procentu punkti no IKP. Tiek prognozēts, ka pēc NPES subsīdiju korekcijas ieņēmumu pusē tā 2022., 2023. un 2024. gadā būs attiecīgi +0.9, +0.2 un +0.1 procentu punkts no IKP.

un palielināta par 0.5 procentu punktiem (līdz -5.5% no IKP), un to galvenokārt noteica lielāks, nekā gaidīts, cikliski koriģētās sākotnējās bilances kāpums. Neraugoties uz šo uzlabošanos, budžeta bilance 2022. gadam koriģēta un tikai nedaudz palielināta (par 0.1 procentu punktu), savukārt 2023. gadam tā netika mainīta un 2024. gadam – koriģēta un pazemināta par 0.2 procentu punktiem. Bāzes scenārijā ietverto budžeta bilances lejupvērsto korekciju iespēju aplēšu perioda beigās nosaka makroekonomiskās perspektīvas pasliktināšanās, ko izraisījusi Ukrainas krīze un procentu maksājumu (procentos no IKP) augšupvērstā korekcija.

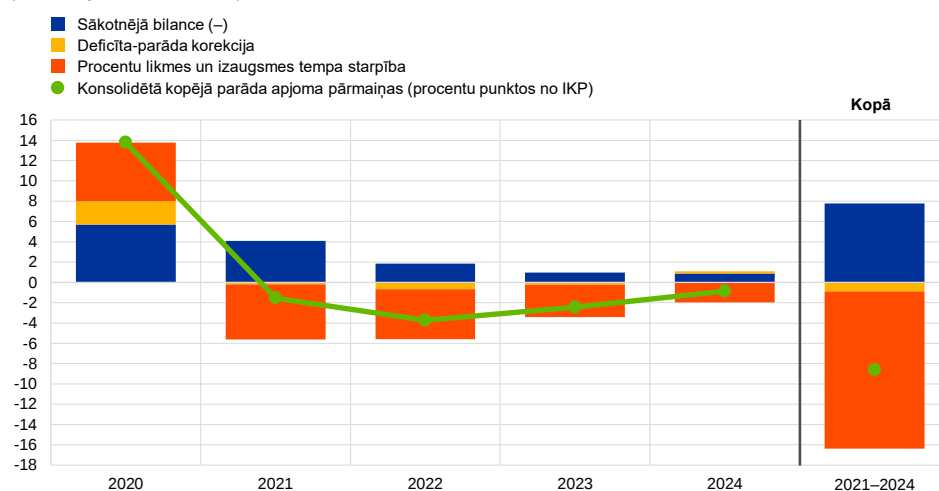
Tiek lēsts, ka euro zonas valstu valdības parāda attiecība pret IKP pēc 2020. gadā vērotā būtiskā kāpuma 2021. gadā nedaudz samazinājusies (līdz aptuveni 96%), un gaidāms, ka 2024. gadā tā turpinās sarukt (līdz 89%).

Gaidāms, ka pēc 2020. gadā vērotā parāda rādītāja kāpuma gandrīz par 14 procentu punktiem 2021. gadā sarūkošo, bet joprojām lielo sākotnējo deficītu ar uzviju būs kompensējis tas, ka izaugsmes un procentu likmju starpība būs būtiski veicinājusi parāda samazināšanos. Tiek prognozēts, ka parāda rādītājs 2022. un 2023. gadā saruks daudz ātrāk, jo parādu palielinošo sākotnējo deficītu, lai gan tam ir tendence samazināties, ar uzviju kompensēs labvēlīgas procentu likmju un izaugsmes tempa starpības ietekme un (mazāk) negatīvas deficīta un parāda korekcijas (sk. 28. att.). Gaidāms, ka parāda attiecība pret IKP iespēju aplēšu perioda beigās 2024. gadā samazināsies līdz līmenim, kas nedaudz zemāks par 89%, par 5 procentu punktiem pārsniedzot rādītāju, kāds bija pirms krīzes 2019. gadā. Kopumā Covid-19 krīzes negatīvā ietekme uz euro zonas kopējo parāda dinamiku bijusi būtiski mazāka, nekā tika gaidīts krīzes sākumposmā.¹³

28. attēls

Euro zonas valstu valdības parāda pārmaiņas noteicošie faktori

(% no IKP, ja nav norādīts citādi)



Avoti: ECB un ECB speciālistu 2022. gada marta makroekonomiskās iespēju aplēses.
Piezīme: Dati attiecas uz euro zonas valstu vispārējās valdības sektoru.

¹³ Piemēram, Eurosistēmas speciālistu 2020. gada jūnija makroekonomiskajās iespēju aplēsēs parāda attiecība pret IKP 2022. gada beigās vairāk nekā par aptuveni 8 procentu punktiem pārsniedza jaunākajās iespēju aplēsēs prognozēto.

Tomēr pastāv būtiski pamataplēšu riski, kas arvien vairāk saistīti ar budžeta deficīta palielināšanos. Nenoteiktība lielākoties saistīta ar kara Ukrainā un iespējamo euro zonas papildu fiskālo stimulu makroekonomisko ietekmi. Šādus stimulus galvenokārt rada trīs avoti: (i) papildu atbalsts, reaģējot uz augstajām enerģijas cenām; (ii) ar aizsardzību saistīto izdevumu pieaugums; un (iii) ar bēgļiem saistīto izdevumu palielināšanās. Turklāt nevar izslēgt ar turpmākajiem Covid-19 pandēmijas viļņiem saistītos fiskālos riskus.

Situācijai mainoties, valstu fiskālās politikas īstenošanā jā saglabā elastīga pieeja, vienlaikus saglabājot uzmanību attiecībā uz fiskālo ilgtspējību vidējā termiņā. Ņemot vērā augsto riska līmeni, kuru šobrīd nosaka dažādi faktori (daļēji šie riski jau ir īstenojušies), fiskālie pasākumi, t.sk. Eiropas Savienības līmenī, palīdzētu pasargāt tautsaimniecību. Situācijai mainoties, fiskālās politikas īstenošanā jā saglabā elastīga pieeja. Izlēmīga virzība uz izaugsmei labvēlīgākas valsts finanšu struktūras izveidošanu un strukturālajām reformām, kas palielina euro zonas valstu izaugsmes potenciālu, nepieciešamības gadījumā radītu papildu fiskālās manevrēšanas iespējas, vienlaikus arī palīdzot samazināt budžeta nesabalansētību. Vēlme īstenot fiskālo politiku nav pretrunā ar nepieciešamību vidējā termiņā ticamā veidā mazināt budžeta nesabalansētību.

Ielikumi

1. Piegādes ķēžu problēmas euro zonā un ASV: kur esam mēs?

Sagatavojuši Marija Gracija Atināzi (*Maria Grazia Attinasi*), Roberto De Santiss (*Roberto A. De Santis*), Klaudija Di Stefano (*Claudia Di Stefāno*), Rinalds Gerinovics un Matē Barnabass Tots (*Máté Barnabás Tóth*)

Kopš 2020. gada beigām sasprindzinājums globālajās preču piegādes ķēdēs apdraud globālo ekonomiskās attīstības ciklu. Piegādes ķēžu problēmas izriet no vairāku faktoru mijiedarbības. Pirmkārt, lielajam globālajam apstrādes rūpniecības preču pieprasījumam, ko daļēji izraisīja patēriņa pieprasījuma pārvirze no pakalpojumiem pandēmiju ierobežojošo pasākumu dēļ, neatbilda līdzvērtīgs preču piedāvājuma pieaugums. Otrkārt, dažas nozares ir skāris liels piegādes deficīts, īpaši pusvadītāju jomā, vienlaikus piedāvājumam tiecoties pielāgoties krasi pieaugušajam pieprasījumam pēc elektroniskajiem ražojumiem un iekārtām, un autobūves nozarē, kas pakāpeniski atjaunojas pēc strauja izlaides apjoma sarukuma 2020. gadā. Visbeidzot, pārrāvumi loģistikas nozarē, ko galvenokārt noteica konteinerkuģu darbība, ostu pārslogotība un stingrie pārvietošanās ierobežojumu pasākumi dažās nozīmīgās Āzijas valstīs, kuras ražo starppatēriņa preču izejmateriālus, vēl vairāk saasināja piegādes problēmas.¹

Nemot vērā piegādes problēmu daudzšķautņainību, ir lietderīgi monitorēt relatīvi lielu rādītāju kopumu, lai noskaidrotu to cēloņus. Tas var atvieglot jebkādu uzlabošanās vai pasliktināšanās pazīmju identificēšanu konkrētās tautsaimniecības nozarēs agrākā posmā. Šajā ielikumā novērtēts, cik nopietnas ir piegādes problēmas, aplūkojot ļoti plašu rādītāju kopumu, kas aptver apstrādes rūpniecības un pakalpojumu nozares, kā arī transporta un preču cenas.²

Turpmāk sniegtie euro zonas un Amerikas Savienoto Valstu piegādes problēmu rādītāji pa nozarēm ir attēloti intensitātes karšu veidā. Lai gan rādītāju atlase ir atkarīga no datu pieejamības, abu reģionu intensitātes kartes ietver iepirkumu vadītāju indeksus (IVI) attiecībā uz pasūtījumu piegādes laiku (PPL), neveikto darbu apjomu, pasūtījumu attiecību pret krājumiem un starppatēriņa preču izejmateriālu cenas. Ja informācija ir pieejama, iekļauj arī attiecīgos pakalpojumu nozares IVI. Turklāt intensitātes kartes aptver transportēšanas izmaksas, ko veido ar

¹ Sīkāku analīzi par šiem faktoriem un to ekonomisko ietekmi sk. Lane, P.R., *Bottlenecks and monetary policy* ("Piegādes ķēdes un monetārā politika"), *ECB blogs*, ECB, 2022. gada 10. februāris, un šādos ielikumos: ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 3 ielikumā *What is driving the recent surge in shipping costs* ("Kas nosaka nesen vēroto transportēšanas izmaksu kāpumu ASV?"); ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 ielikumā *Pusvadītāju trūkums un tā ietekme uz euro zonas tirdzniecību, ražošanu un cenām*; ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 ielikumā *Piegādes problēmu ietekme uz tirdzniecību* un ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 8 ielikumā *Piegādes ķēžu pārrāvumu iemesli un ietekme uz euro zonas apstrādes rūpniecību*.

² Līdzīgu pieeju ierosināja Van Roye, B., Murray, B., Orlik, T., *Supply chain crisis risks taking the global economy down with it*, *Bloomberg*, November 2021; un Benigno, G., di Giovanni, J., Groen, J.J.J., Noble, A.I., *A new barometer of global supply chain pressures*, *New Liberty Street Economics*, Federal Reserve Bank of New York, January 2022.

gaisa kravu pārvadājumiem un jūras kravu pārvadājumiem saistītās pārvadājumu likmes. Jūras kravu pārvadājumu gadījumā jānošķir izmaksas, kas saistītas ar konteinerkravu un sauso beramkravu pārvadājumiem. Sauso beramkravu pārvadājumus izmanto izejvielu transportēšanai, savukārt konteinerkravas – lai pārvadātu starppatēriņa un gatavās preces. Tāpēc konteinerkravu pārvadāšanas izmaksas ir svarīgākas, lai novērtētu pašreizējo piegādes problēmu nopietnību, jo šķiet, ka ierobežojumi galvenokārt ietekmējuši starppatēriņa un gatavās preces. Šā iemesla dēļ intensitātes karšu pamatā ir *Harper Petersen* (HARPEX) jūras pārvadājumu izmaksu indekss, kas atspoguļo globālās pārmaiņas konteineru kuģu fraktēšanas likmēs, un *Freightos Baltic Index* (FBX), kas nosaka noteikta virziena konteineru pārvadājumu likmes no Ķīnas uz ES un Amerikas Savienotajām Valstīm.³ Euro zonas intensitātes kartē ir atspoguļots arī no apsekojumiem gūto datu par visas tautsaimniecības mēroga resursu (piemēram, darbaspēka, iekārtu un būvmateriālu, kas ir pieejami tikai Vācijai) trūkumu mērījums, lai gūtu priekšstatu par esošajiem piegādes ķēžu pārrāvumiem no skarto uzņēmumu viedokļa. Amerikas Savienoto Valstu brīvo darbvieta attiecība pret bezdarbu transporta nozarē ir iekļauta, lai konstatētu darbaspēka trūkumu loģistikas nozarē. Lai varētu salīdzināt dažādus rādītājus, Z rādītājus aprēķina, atņemot izlases vidējo vērtību no katras laikrindas un dalot starpību ar izlases standartnovirzi. Katra rādītāja pozitīvās vērtības atspoguļo to, par cik standartnovirzēm katrs indekss pārsniedz vidējo rādītāju, savukārt negatīvās vērtības atspoguļo to, par cik standartnovirzēm katrs indekss ir zemāks par vidējo rādītāju. Negatīvie Z rādītāji, kas norāda uz deficītu piedāvājumā un pieprasījumā, liecina par piegādes problēmām un ir izcelti sarkanā krāsā. Kopumā Z rādītāji, kuru vērtība ir zemāka par –1.5, liecina par to, ka piegādes problēmas ir būtiskas.

Jaunākie dati liecina, ka piegādes problēmas euro zonā un Amerikas Savienotajās Valstīs joprojām ir vēsturiski augstā līmenī.

Intensitātes kartes (A attēls), kurās apzīmējumu krāsu diapazons ir no tumši zilas (liels piedāvājums attiecībā pret pieprasījumu) līdz tumši sarkanai (piedāvājuma deficīts), liecina, ka visi rādītāji 2021. gadā ir pārvirzījušies uz līmeni sarkanā krāsā un 2022. gada janvārī un februārī abās tautsaimniecībās lielākoties palika līmenī, kas ir sarkanā krāsā. Kopumā situācija vēl arvien ir sarežģīta, īpaši euro zonā. To nesen apstiprināja mūsu regulārais uzņēmumu sektora kontaktu apsekojums, kurā tika konstatēts, ka piegādes problēmas pēdējos mēnešos kopumā nav mazinājušās un gaidāms, ka tās turpināsies 2022. gadā.⁴ Konkrēti, piegādes ierobežojumi, ko izraisa pārrāvumi transportēšanā un loģistikā, visticamāk, būs vēl izplatītāki, ja nesamazināsies pieprasījums pasaulē.

³ Nav neparasti monitorēt *Baltic Dry Index*. Tomēr šis indekss ir veidots tā, lai atspoguļotu tikai izejvielu (piemēram, ogļu, rūdas un graudu) piegādes izmaksas, kuras, šķiet, piegādes problēmas ir ietekmējušas mazāk.

⁴ Saistībā ar uzņēmumu viedokli par ietilgušajiem piegādes ierobežojumiem sk. ECB 2022. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 1 ielikumu [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#) ("Galvenie secinājumi, kas iegūti ECB nesenaajos kontaktos ar nefinanšu sabiedrībām").

A attēls

Spiediens uz piegādes ķēdēm – euro zonas un Amerikas Savienoto Valstu intensitātes kartes

(Z rādītāji)



Avoti: ASV Darba statistikas birojs, Eiropas Komisija (EK), ISM, *IHS Markit*, *Ifo* institūts, *Bloomberg* un ECB speciālistu aprēķini. Piezīmes. Intensitātes kartes parāda Z rādītājus, ko aprēķina, atņemot vidējo vērtību no novērojuma laikā t un dalot starpību ar standartnovirzi. Vidējo vērtību un standartnovirzi aprēķina no 1999. gada janvāra pieejamajiem izlasei. Attiecībā uz transportēšanas izmaksām un preču cenām ir sniegti Z rādītāji, kas balstīti uz pieauguma tempu salīdzinājumu ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu. Ieteikuma rādītāji ir norādīti kopā ar to avotiem. Novērojumi, kas atzīmēti ar X, vēl nav pieejami.

No intensitātes kartes iegūtie kopsavilkuma rādītāji apstiprina, ka piegādes ķēžu pārrāvumi rada pastāvīgu spiedienu, lai gan dažās nozarēs šis spiediens, iespējams, mazinās. IVI PPL ir noderīgs rādītājs piegādes pārrāvumu monitorēšanai loģistikas nozarē.⁵ Lai apkopotu pierādījumus no citiem mērījumiem, veido vienotu kopsavilkuma rādītāju, izmantojot dinamisko faktoru modeli (DFM).⁶ Pirmais DFM faktors, kas veido vairāk nekā 50% no pamatā esošo rādītāju kopējās dispersijas, ir cieši saistīts ar IVI PPL gan euro zonā, gan ASV (B attēls), tādējādi atspoguļojot līdzīgu tendenci piegādes problēmās. 2022. gada janvāra un februāra

⁵ IVI PPL atspoguļo to uzņēmumu procentuālo daļu, kuri ziņojuši par starppatēriņa un gatavo preču piegādes laika uzlabošanās, pasliktināšanos vai saglabāšanos bez pārmaiņām. Indekss zem 50 liecina, ka piegādes laiki ir pasliktinājušies salīdzinājumā ar iepriekšējo mēnesi.

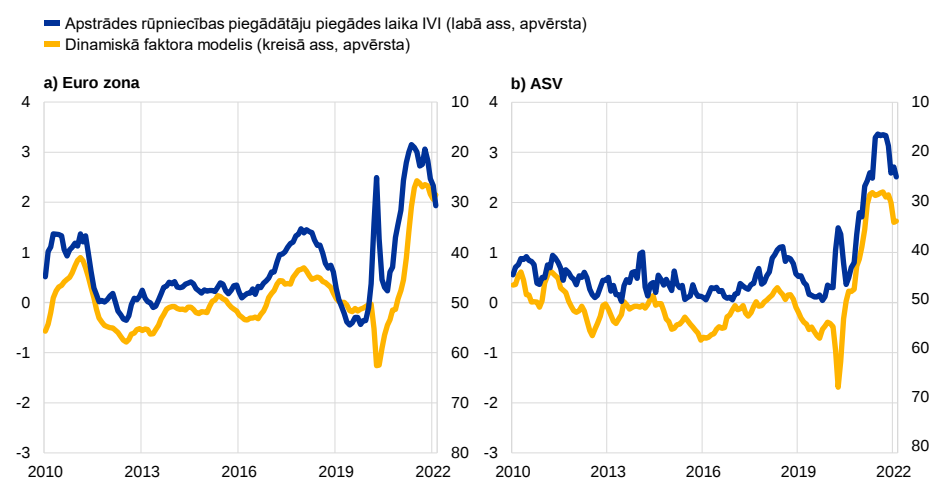
⁶ Lai pārbaudītu datu ticamību, tiek aprēķināts arī statistikas kopsavilkums, kura pamatā ir galvenā komponenta modelis, un tas sniedz ļoti līdzīgus rezultātus. DFM priekšrocība salīdzinājumā ar galvenā komponenta modeli ir tāda, ka tas ļauj risināt datu iztrūkumus, izmantojot aplēsto kopīgo komponentu (sk. Stock, J.H., Watson, M.W., Macroeconomic Forecasting Using Diffusion Indexes, *Journal of Business & Economic Statistics*, Vol. 20, Issue 2, 2002, pp. 147–162, un Doz, C., Giannone, D., Reichlin, L., A two-step estimator for large approximate dynamic factor models based on Kalman filtering, *Journal of Econometrics*, Vol. 164, Issue 1, 2011, pp. 188–205). Tāpēc DFM ietver arī FBX pārvadājumu izmaksu indeksus, kas ir pieejami tikai kopš 2016. gada.

dati par IVI PPL un DFM liecina, ka piegādes ķēžu spiediens, lai gan saglabājas vēsturiski augsts, abās tautsaimniecībās ir sasniedzis maksimumu un sāk mazināties (B att.). Konkrēti, Amerikas Savienotajās Valstīs uzlabojas IVI pasūtījumu attiecība pret krājumiem, kas liecina, ka uzņēmumi sāk atjaunot krājumus un ka problēmas var mazināties. Tomēr koronavīrusa (Covid-19) omikrona varianta izplatīšanās un tādējādi iespējamā rūpnīcu un ostu slēgšana rada papildu nenoteiktību, īpaši attiecībā uz tuvāko laikposmu. Konkrēti, ja Ķīna turpinās ievērot stingru Covid-19 nulles stratēģiju, piegādes ķēdēm varētu rasties šķēršļi. Arī karš Ukrainā var izraisīt piegādes problēmu atkārtotu pastiprināšanos.

B attēls

Spiediens uz piegādes ķēdēm euro zonā un Amerikas Savienotajās Valstīs

(kreisā ass: standartnovirzes no ilgtermiņa vidējās vērtības, labā ass: difūzijas indekss)



Avoti: ASV Darba statistikas birojs, Eiropas Komisija, ISM, *IHS Markit*, *Ifo* institūts, *Haver Analytics*, *Bloomberg* un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. DFM ietver tikai mēneša rādītājus (tajā netiek iekļauts euro zonas darbaspēka un iekārtu trūkuma ceturkšņa rādītājs). Laikrindai piemēro atbilstošus pārveidojumus, lai nodrošinātu stacionaritāti. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada februārī.

2. Kredītriska nozīme jaunākajos pasaules uzņēmumu obligāciju novērtējumos

Sagatavoja Līvija Čitu (*Livia Chițu*), Magdalēna Grote (*Magdalena Grothe*) un Tatjana Šulce (*Tatjana Schulze*)

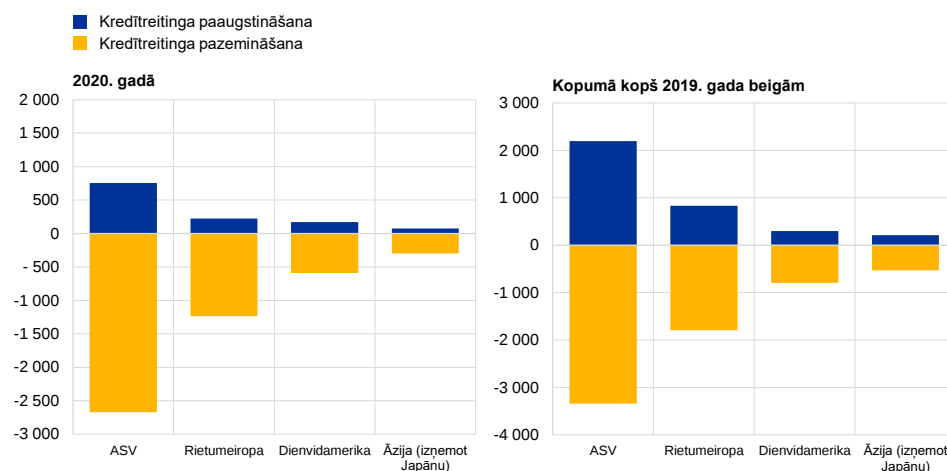
Uzņēmumu ievainojamība visā pasaulē īpaši krasi palielinājās koronavīrusa (Covid-19) pandēmijas sākumā, un, neraugoties uz sekojošo atveseļošanos, tā joprojām dažās tirgus daļās varētu būt iemesls bažām. Ievainojamība būtiski palielinājās, un uzņēmumi visā pasaulē piedzīvoja kredītreitinga pazemināšanas vilni (A att., a) panelis). Uzņēmumu kredītu kvalitāte (saskaņā ar kredītreitingu aģentūru vērtējumu) 2021. gada laikā nedaudz uzlabojās, un, piemēram, ASV uzņēmumiem kredītreitings lielākā skaitā gadījumu tika paaugstināts, nevis pazemināts. Tomēr tas vēl nav pilnībā atgriezies līmenī, kāds bija pirms pandēmijas, jo dažu nozaru, īpaši pandēmijas vissmagāk skarto nozaru, ilgāka termiņa perspektīvas ir neskaidras. Turklāt, lai gan vienas akcijas peļņa vidēji palielinājusies, pašreizējai pandēmijai bijusi nelabvēlīga ietekme, tāpēc atsevišķu uzņēmumu peļņa samazinājusies, neraugoties uz tiem sniegtajiem valsts atbalsta pasākumiem (sk., piemēram, A att., b) paneli, kurā aplūkoti *S & P 500* indeksā iekļautie uzņēmumi).

A attēls

Kredītu kvalitātes pārmaiņas pandēmijas laikā

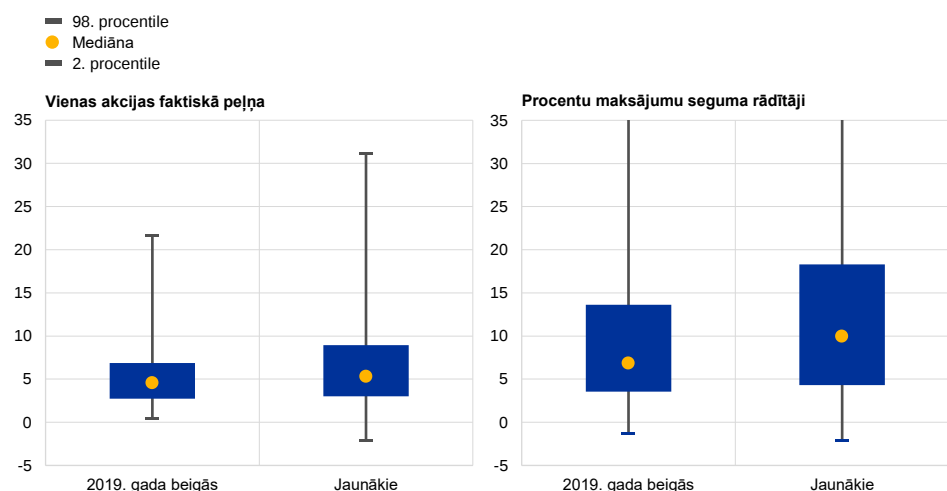
a) Uzņēmumu ilgtermiņa kredītreitinga pārmaiņas

(kredītreitinga paaugstināšanas un pazemināšanas gadījumu skaits)



b) S & P 500 indeksā iekļauto uzņēmumu vienas akcijas peļņa un procentu maksājumu seguma rādītāji

(vienas akcijas peļņa ASV dolāros; procentu maksājumu seguma rādītāji (%))



Avoti: Bloomberg un ECB aprēķini.

Piezīmes. a) panelī attēlots to nefinanšu sabiedrību skaits dažādos reģionos, kuru kredītreitings tika paaugstināts un pazemināts 1) 2020. gadā un 2) laikā kopš 2019. gada beigām; jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 1. ceturksnī. b) panelī parādīta S & P 500 indeksā iekļauto uzņēmumu vienas akcijas faktiskā peļņa un procentu maksājumu seguma rādītāji (procentu maksājumi attiecībā pret peļņu): punkti apzīmē mediānu, stabīņi rāda starpkvartīļu diapazonu (25.–75. procentili) un nogriežņi apzīmē 2. un 98. procentili. Attēlā b) paneļa labajā pusē abu procentu maksājumu seguma rādītāju sadalījuma (attēlā nav parādīts) 98. procentile 2019. gada beigās atbilda aptuveni 130% un 390%, un attiecīgi iekļauti jaunākie dati. b) panelī jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 14. janvārī (vienas akcijas peļņa; nedēļas dati) un 2021. gada 4. ceturksnī (procentu maksājumu seguma rādītāji; ceturksņa dati).

Uzņēmumu obligāciju novērtējumi tuvojas vēsturiski augstākajam līmenim, neraugoties uz ielgušo ievainojamību.

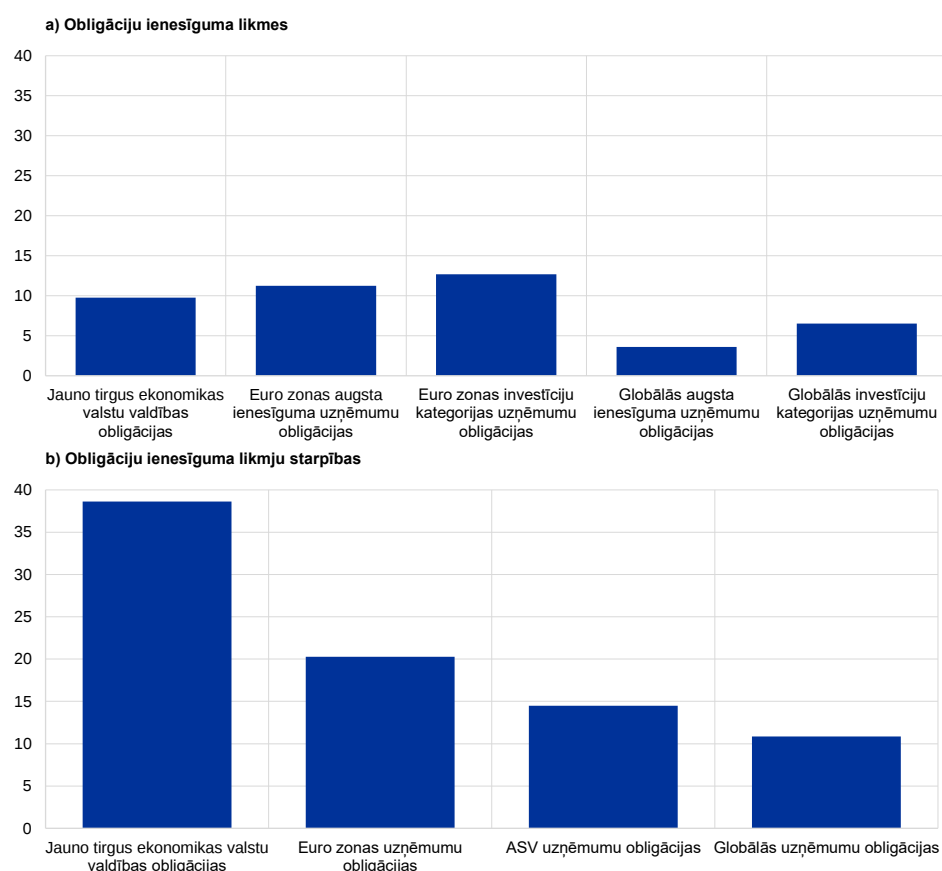
Tas īpaši attiecas uz zemāka reitinga segmentiem. Pēc augstākā punkta sasniegšanas 2020. gada martā ASV uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmes visās reitingu kategorijās sarukušas līdz vēsturiski zemākajam līmenim. Šīs zemās ienesīguma likmes daļēji atspoguļo zemo procentu likmju līmeni, jo centrālās bankas ir samazinājušas monetārās politikas procentu likmes un veikušas aktīvu iegādes, lai samazinātu valdības obligāciju termiņu prēmijas. Tomēr uzņēmumu obligāciju novērtējumi relatīvā izteiksmē ir arī ļoti augsti

(tos parasti nosaka kā uzņēmumu augsta un zema riska obligāciju ienesīguma likmju starpību vai uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju un bezriskā procentu likmju starpību). Uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības atgriezušās līmenī, kāds bija vērojams pirms pandēmijas, un tuvojas vēsturiski zemākajam rādītājam, kas tika reģistrēts tieši pirms globālās finanšu krīzes. Līdz ar uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību tālāku samazināšanos, kas pēdējos mēnešos bija vērojama vairākumā aktīvu grupu, radušās bažas par to iespējamo pieaugumu atsevišķos uzņēmumu kredītu tirgus segmentos (sk. B att.).¹

B attēls

Pasaules obligāciju tirgu novērtējumi

(%; mēnešos kopš 1999. gada janvāra, kad tika reģistrētas zemākas obligāciju ienesīguma likmes/to starpības)



Avoti: Bloomberg, Refinitiv Datastream un ECB aprēķini.

Piezīmes. Novērtējumi balstās uz jauno ASV dolāros denominēto valdības obligāciju tirgu ICE BofA uzņēmumu obligāciju indeksiem un JPM EMBI indeksiem. Šajā attēlā uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības tiek aprēķinātas kā augsta ienesīguma un investīciju kategorijas uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpība. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada janvārī.

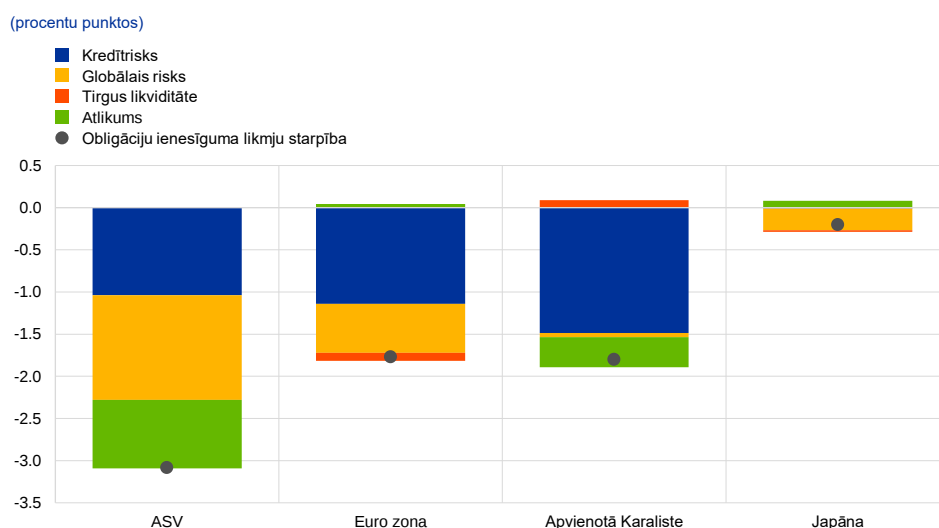
Neraugoties uz neseno uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību palielināšanos dažos tirgos, straujais kritums, kas kopumā novērots kopš Covid-19 krīzes kulminācijas, lielākoties saistīts ar ieguldītāju augsto vēlmi uzņemties risku. Balstoties uz literatūru par uzņēmumu obligāciju cenām, pasaules uzņēmumu obligāciju novērtējumu dinamiku var interpretēt, izmantojot modeli ar kredītriska komponentu un faktorus, kas ietver tirgus apstākļus un likviditāti plašākā

¹ Plašāku izklāstu par riskiem, kas saistīti ar aktīvu tirgus vērtību, sk. ECB 2021. gada novembra *Financial Stability Review* 2. nodaļā.

nozīmē. Kredītrisku vērtē, izmantojot kredītreitingu aģentūras *Moody's* noteikto paredzamās saistību neizpildes biežuma rādītāju. Balstoties uz iespēju līgumu cenu noteikšanas teoriju, tas mēra varbūtību, ka uzņēmums nākamajos 12 mēnešos neizpildīs savas saistības (t.i., paredzētajā termiņā nespēs veikt pamatsummas vai procentu maksājumus).² Tāpēc šis rādītājs ietver tirgus novērtējumu attiecībā uz uzņēmumu kredītu kvalitāti. Modelis atspoguļo tirgus nenoteiktību un vēlmi izvairīties no riska, izmantojot VIX indeksu (paredzamā akciju tirgus svārstīguma rādītāju), ko nosaka pēc iespēju līgumu cenām (un ko visbiežāk izmanto kā nenoteiktības un izvairīšanās no riska rādītāju finanšu tirgos). Modelis atspoguļo likviditātes nosacījumus, izmantojot naudas tirgus procentu likmju starpību, ko definē kā 3 mēnešu starpbanku kredītu procentu likmju un 3 mēnešu valdības obligāciju peļņas likmju starpību. Modeļa aplēses liecina, ka tirgus nenoteiktības mazināšanās un tirgus relatīvi pozitīvais uzņēmumu saistību neizpildes riska novērtējums noteicis uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību vispārēju samazināšanos, kas vērojama kopš pandēmijas kulminācijas, neraugoties uz to neseno kāpumu dažos segmentos (sk. C att.).³ Devums, ko nodrošina ar modeli iegūtie atlikumi dažos tirgos, norāda uz potenciāli augstāku novērtējumu un ieguldītāju īpaši spēcīgo vēlmi uzņemties risku.

C attēls

Faktori, kas noteikuši uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību palielināšanos kopš 2020. gada marta



Avoti: *Moody's Analytics*, *Refinitiv Datastream* un ECB aprēķini.

Piezīmes. Šajā attēlā aplūkotas uz modeli balstītās aplēses par to, kā kredītrisks, tirgus nenoteiktība un tirgus likviditāte noteikuši BBB reitīnga uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību pārmaiņas kopš 2020. gada marta. Šeit uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības nosaka uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju un tā paša termiņa valdības obligāciju peļņas likmju starpību tajā pašā jurisdikcijā. Uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības BBB reitīnga 3–5 gadu obligāciju gadījumā nosaka valsts indeksa līmenī. "Kredītrisks" norāda uz tirgus novērtējumu attiecībā uz uzņēmumu saistību neizpildes risku (ko nosaka, izmantojot kredītreitingu aģentūras *Moody's* noteikto paredzamās saistību neizpildes biežuma rādītāju (EDF)); "globālo risku" nosaka kā VIX indeksu; un "tirgus likviditāti" nosaka kā tirgus procentu likmju starpību – t.i., 3 mēnešu starpbanku kredītu procentu likmes un 3 mēnešu valdības obligāciju peļņas likmes starpību (piemēram, TED starpību ASV gadījumā). Modeļa aplēses veiktas, izmantojot dienas datus, sākot ar 2006. gada jūniju, un jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 17. februārī.

² Sk., piemēram, *Moody's Analytics*, *EDF Overview*, 2011.

³ Rezultātus neietekmē alternatīvu skaidrojošo mainīgo izvēles kritēriju izmantošana. Plašāku pārskatu par euro zonas novērtējumiem sk., piemēram, Altavilla, C., Lemke, W., Linzert, T., Tapking, J., von Landesberger, J., *Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014*, *Occasional Paper Series*, No 278, ECB, September 2021.

Šos rezultātus var pārbaudīt, salīdzinot ar otrā modeļa, kas balstās uz daudz detalizētākiem datiem, rezultātiem, un tas apstiprina riska apetītes nozīmi nesen veiktajos novērtējumos, tādējādi norādot uz iespējamo tirgus pārcenošanas risku. Izmantojot obligāciju un uzņēmuma līmeņa datus par ASV, kas ir viens no pasaules lielākajiem uzņēmumu obligāciju tirgiem, uz modeli balstītās aplēses tiešām parāda ieguldītāju riska apetītes izšķirošo nozīmi uzņēmumu obligāciju novērtējumos, kas nesen veikti attiecībā uz *S & P 500* indeksā iekļautajām nefinanšu sabiedrībām. Modelī tiek izmantots pieņēmums, ka pastāv lineāra saikne starp uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpībām un atsevišķa uzņēmuma saistību neizpildes risku un atsevišķu obligāciju parametru vektoru.⁴ Ar obligācijas modeli iegūto atlikuma pozitīvo vērtību, ko sauc arī par obligāciju papildu prēmiju, var interpretēt kā kompensāciju par obligācijas pakļautību riskam, kas pārsniedz kompensāciju, kas parasti tiek prasīta par paredzamo saistību neizpildi. Kopš Covid-19 krīzes kulminācijas obligāciju papildu prēmija ir samazinājusies un sasniegusi negatīvu līmeni, pārsniedzot rādītāju, kāds bija vērojams pirms 2007. gada un kas ir līdzīgs tam, kāds bija pirms pandēmijas. Tas liecina, ka ieguldītāju augošā vēlme uzņemties risku noteikusi riska prēmiju sarukumu līdz līmenim, kas nedaudz zemāks par tirgus vēsturiskajām kredītriska cenām (sk. D att.).

D attēls

S & P 500 indeksā iekļauto nefinanšu sabiedrību obligāciju papildu prēmijas

(bāzes punktos)



Avoti: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream un ECB aprēķini.

Piezīmes. Atbilstoši Gilchrista un Zakrajšeka pieejai uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību (pēc korekcijas ar iespēju līgumiem) obligāciju papildu prēmijas komponents aplēsts attiecībā uz *S & P 500* indeksā iekļauto nefinanšu sabiedrību izlasi un apkopots uzņēmumu līmenī. Šajā attēlā parādītas uzņēmumu ar mediānas peļņitspēju obligāciju papildu prēmijas vienas akcijas faktiskās peļņas ziņā. Aplēšu process ietver atsevišķa uzņēmuma paredzamās saistību neizpildes biežuma rādītāju (kā to atspoguļo Moody's noteiktais paredzamās saistību neizpildes biežuma rādītājs (EDF)) un atsevišķu obligāciju parametru (t.sk. atsaucamo obligāciju ilguma, kupona, vecuma un apjoma un fiktīvā mainīgā) vektoru, kā arī nozares fiksēto ietekmi un divkārtā klasterī apvienotas standartklūdas. Uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību (pēc korekcijas ar iespēju līgumiem) rādītājs paredz iestrādātu iespēju līgumu iekļaušanu obligāciju izlases apakškopā. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 17. decembrī (nedēļas dati).

Iespējamie tirgus mēroga šoki, ko radījusi vēlme riskēt mazāk, varētu būtiski palielināt uzņēmumu, īpaši to, kuru bilances ir vājas, finansējuma izmaksas un paredzamo saistību neizpildes varbūtību. Aktīvu pārcenošana, reaģējot uz globālā riska noskaņojuma pārmaiņām, varētu pastiprināt uzņēmumu finansēšanas ievainojamību un palielināt to saistību neizpildes varbūtību. Šo ietekmi īpaši spēcīgi varēja just uzņēmumi, kuru pamatrādītāji ir vāji (piemēram, vājas peļņas

⁴ Šī pieeja atbilst Gilchrist, S., Zakrajšek, E., "Credit Spreads and Business Cycle Fluctuations", *American Economic Review*, Vol. 102, No 4, June 2012, pp. 1692-1720, kā arī Favara, G., Gilchrist, S., Lewis, K., Zakrajšek, E., "Updating the Recession Risk and the Excess Bond Premium", *FEDS Notes*, 2016.

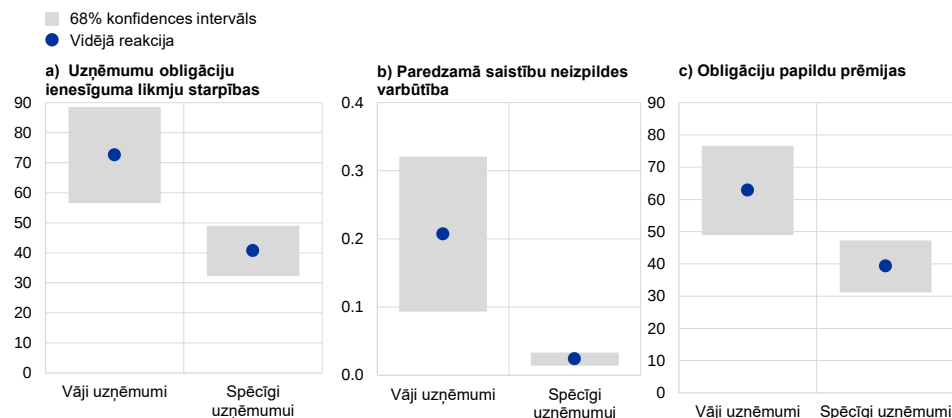
perspektīvas vai zemi procentu maksājumu seguma rādītāji). Uz modeli balstītās aplēses, aplūkojot reakciju uz globālajiem šokiem, kurus izraisījusi vēlme riskēt mazāk, ļauj aplēst ieguldītāju noskaņojuma pārmaiņu iespējamo ietekmi uz uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpībām un saistību neizpildes varbūtību.⁵ Rezultāti rāda, ka uzņēmumu, īpaši visvājāko uzņēmumu, obligāciju ienesīguma likmju starpības ir ļoti jutīgas pret globālajiem šokiem, kurus radījusi vēlme riskēt mazāk. Šo uzņēmumu aplēstā reakcija pārcenošanas ziņā trīs nedēļas pēc šoka sasniedz aptuveni 70 bāzes punktu (spēcīgāku uzņēmumu gadījumā tā ir aptuveni 40 bāzes punktu; E att. a) panelis). Turklāt paredzamā uzņēmuma saistību neizpildes varbūtība nākamajā gadā palielinās par 0.2 procentu punktiem (E att. b) panelis), un tas ir būtisks kāpums, ņemot vērā, ka ASV mediānas nefinanšu sabiedrības paredzamās saistību neizpildes biežuma rādītājs parasti nepārsniedz 1%. Finansējuma izmaksu jutīgumu lielākoties var skaidrot ar ieguldītāju pastiprinātu vēlmi izvairīties no riska (ko nosaka obligāciju papildu prēmijas; E att. c) panelis).

⁵ Šis šoks tiek aplēsts, izmantojot dienas BVAR modeli atbilstoši Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. un Van Robays, I., pieejai "[What drives euro area financial market developments? ASV ietekmes nozīmīgums un globālais risks](#)", *Working Paper Series*, No 2560, ECB, 2020. Modelī izmantota zīmju, relatīvā mēroga un naratīvo ierobežojumu kombinācija. Izmantojot šo pieeju, globālais riska šoks ietver līdzekļu novirzīšanas uz drošākiem aktīviem dinamiku, pieņemot, ka paaugstināta globālā vēlme izvairīties no riska izraisa kapitāla vērtspapīru novirzīšanu uz drošām ASV ilgtermiņa obligācijām, vienlaikus veicinot arī ASV dolāra, kas uzskatāms par drošu ieguldīšanas līdzekli, nostiprināšanos. Turklāt *Lehman Brothers* sabrukuma dienā tiek piemērots naratīvs notikums, un globālais riska šoks šajā dienā ir vissvarīgākais kapitāla vērtspapīru cenu noteicējfaktors. Šoka ietekmi kalibrē kā ASV valdības ilgtermiņa obligāciju peļņas likmju sarukumu par 10 bāzes punktiem piecu dienu laikā. Autori pateicas Inei Van Robesai (*Ine Van Robays*) par dalīšanos ar šajā projektā izmantotajām globālā riska šoku laikrindām.

E attēls

Tirgus mēroga šoku, kurus radījusi vēlme riskēt mazāk, ietekme uz spēcīgāko un vājāko uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpībām, paredzamo saistību neizpildes varbūtību un obligāciju papildu prēmijām

(uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības un obligāciju papildu prēmijas (bāzes punktos); paredzamā saistību neizpildes varbūtība (%))



Avoti: Bloomberg, Moody's Analytics, Refinitiv Datastream un ECB aprēķini.

Piezīmes. Šajā attēlā parādītas uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību, paredzamās saistību neizpildes varbūtības un obligāciju papildu prēmiju aplēstās reakcijas trīs nedēļas pēc globālā šoka, kuru radījusi vēlme riskēt mazāk, attiecībā uz *S & P 500* indeksā iekļauto nefinanšu sabiedrību izlasi. Reakcijas tiek aplēstas, izmantojot izlases prognožu pieeju. 20% no izlases ir "vājie" uzņēmumi, kuru procentu maksājumu seguma rādītāji ir viszemākie; 20% no izlases ir "spēcīgie" uzņēmumi, kuru procentu maksājumu seguma rādītāji ir visaugstākie. Šoki tiek aplēsti, izmantojot dienas BVAR modeli, kurš ietver zīmju, relatīvā mēroga un naratīvo ierobežojumu kombināciju, un tos kalibrē kā ASV valsts ilgtermiņa obligāciju peļņas likmju samazināšanos par 10 bāzes punktiem piecu dienu laikā. Vietējo prognožu aplēses balstās uz nedēļas datiem un aptver laikposmu no 2005. gada janvāra līdz 2021. gada maijam, kontrolē *Citigroup* ekonomiskā pārsteiguma indeksu, ASV valsts 2 gadu obligāciju peļņas likmes un VIX indeksu, kā arī globālās finanšu krīzes un Covid-19 krīzes fiktīvos mainīgos un ņem vērā uzņēmumu fiksēto ietekmi. Standartklūdas apvienotas klasterī nozaru un laika dalījumā. Paredzamo saistību neizpildes varbūtību nosaka, izmantojot EDF – Moody's noteikto rādītāju, kas mēra varbūtību, ka uzņēmums nākamajā gadā neizpildīs savas saistības (t.i., paredzētajā termiņā nespēs veikt pamatsummas vai procentu maksājumus). Atbilstoši Gilkrista un Zakrajšeka pieejai uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību obligāciju papildu prēmiju komponents tiek aplēsts attiecībā uz *S & P 500* indeksā iekļauto uzņēmumu obligāciju izlasi un tiek apkopots uzņēmumu līmenī. Aplēšu process ietver atsevišķa uzņēmuma paredzamās saistību neizpildes biežuma rādītāju (kā to atspoguļo Moody's noteiktais paredzamās saistību neizpildes biežuma rādītājs (EDF)) un atsevišķu obligāciju parametru (t.sk. atsaucamo obligāciju ilguma, kupona, vecuma un apjoma, un fiktīvā mainīgā) vektoru, kā arī nozares fiksēto ietekmi. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 17. decembrī (nedēļas dati).

Kopumā šis ielikums ilustrē vēlmes uzņemties risku būtisko nozīmi uzņēmumu obligāciju novērtējumos starptautiskā un uzņēmumu līmenī vienā no lielākajiem uzņēmumu obligāciju tirgiem. Uz modeli balstītā analīze liecina, ka, lai gan straujais uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpību sarukums, kas dažādās valstīs novērots kopš Covid-19 pandēmijas kulminācijas, daļēji atspoguļojis tirgus novērtējumu attiecībā uz dažādu uzņēmumu kredītu kvalitātes uzlabošanos, to lielā mērā noteikusi arī ieguldītāju augošā vēlme uzņemties risku. To apstiprina obligāciju līmeņa novērtējumu analīze ASV uzņēmumu obligāciju tirgū. Raugoties nākotnē, ielikumā arī norādīts, ka, ņemot vērā, ka dažiem uzņēmumiem ir samērā vājas bilances un pastāv iespēja, ka ieguldītāju noskaņojums varētu mainīties, tirgus mēroga šoki, ko radījusi vēlme riskēt mazāk, varētu būtiski palielināt uzņēmumu, īpaši vājāko uzņēmumu, finansējuma izmaksas un paredzamo saistību neizpildes varbūtību.

3. Finansēšanas nosacījumi euro zonas uzņēmumu skatījumā

Sagatavojuši Ross Džeimss Mērfijs (*Ross James Murphy*) un Nikolauss Solonars (*Nikolaus Solonar*)

Šajā ielikumā aplūkotas ECB monetārās politikas operācijas un likviditātes norises 2021. gada septītajā un astotajā rezervju prasību izpildes periodā. Šie abi rezervju prasību izpildes periodi kopā ilga no 2021. gada 3. novembra līdz 2022. gada 8. februārim (aplūkojamais periods).

Euro zonas banku sistēmas vidējais likviditātes pārpalikums aplūkojamā periodā palielinājās par 45.6 mljrd. euro, sasniedzot rekordaugstu līmeni – 4412.6 mljrd. euro. To noteica pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) un aktīvu iegādes programmas (AIP) ietvaros veiktās aktīvu iegādes. Aktīvu iegāžu ietekmi uz likviditātes pārpalikumu daļēji dzēsa būtisks neto autonomo faktoru apjoma pieaugums. ITRMO III programmai pirmo reizi neto izteiksmē bija likviditāti samazinošs efekts.

Likviditātes vajadzības

Aplūkojamā periodā vidējais banku sistēmas dienas likviditātes vajadzību apjoms, ko definē kā neto autonomo faktoru un rezervju prasību summu, palielinājās par 205.4 mljrd. euro (līdz 2495.7 mljrd. euro). Šo palielinājumu salīdzinājumā ar iepriekšējiem diviem rezervju prasību izpildes periodiem gandrīz pilnībā noteica neto autonomo faktoru pieaugums par 202.5 mljrd. euro, tiem sasniedzot 2340.8 mljrd. euro (sk. A tabulas sadaļu "Cita ar likviditāti saistīta informācija"). Turpretī obligāto rezervju prasības pieauga tikai nedaudz (par 2.9 mljrd. euro; līdz 154.8 mljrd. euro).

Likviditāti samazinošie autonomie faktori aplūkojamā periodā palielinājās par 55.3 mljrd. euro (līdz 3172.0 mljrd. euro). To pamatā noteica citu autonomo faktoru un apgrozībā esošo banknošu apjoma kāpums. Citi autonomie faktori (A tabula) aplūkojamā periodā palielinājās par 76.4 mljrd. euro (līdz 1035.8 mljrd. euro). Vienlaikus apgrozībā esošo banknošu apjoms palielinājās par 27.3 mljrd. euro (līdz 1531.0 mljrd. euro). Valdības noguldījumu atlikums saglabājās liels, neraugoties uz sarukumu no 48.3 mljrd. euro līdz 605.2 mljrd. euro, lai gan tas ir krietni mazāk nekā aplūkojamā periodā, kas aptvēra 2020. gada piekto un sesto rezervju prasību izpildes periodu, sasniegtais rekordapjoms – 729.8 mljrd. euro.

Likviditāti palielinošie autonomie faktori saruka par 147.2 mljrd. euro (līdz 831.4 mljrd. euro). Šo samazinājumu veidoja euro denominēto tīro aktīvu sarukuma par 174.7 mljrd. euro un tīro ārējo aktīvu pieauguma par 27.5 mljrd. euro neto efekts. Euro denominēto tīro aktīvu sarukumu lielā mērā noteica Eurosistēmas bilances posteņa L.6 ("Saistības euro pret ārpus euro zonas esošo valstu rezidentiem") pieaugums, ko noteica Eurosistēmas rezervju pārvaldības pakalpojumu noguldījumu

atlikuma un vērtspapīru aizdevumu operāciju ar naudas nodrošinājumu ar darījuma partneriem ārpus euro zonas pieaugums gada beigās. Balances postenis L.6 2021. gada 31. decembrī sasniedza 10 mljrd. euro – augstāko līmeni, kāds jebkad reģistrēts, jo likviditātes izvietošana tirgū gada nogalē kļuva ļoti dārga.

A tabulā sniegts apskats par minētajiem autonomajiem faktoriem²⁵ un to pārmaiņām.

A tabula

Eurosistēmas likviditāte

Saistības

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods 2021. gada 3. novembris–2022. gada 8. februāris						Iepriekšējais aplūkojamais periods 2021. gada 28. jūlijs–2021. gada 2. novembris	
	Septītais un astotais rezervju prasību izpildes periods		Septītais rezervju prasību izpildes periods 3. novembris– 21. decembris		Astotais rezervju prasību izpildes periods 22. decembris– 8. februāris		Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods	
Autonomie likviditātes faktori	3 172.0%	(+55.3)	3 146.4%	(–0.6)	3 197.5%	(+51.1)	3 116.6%	(+120.3)
Banknotes apgrozībā	1 531.0	(+27.3)	1 521.4	(+14.0)	1 540.6	(+19.2)	1 503.7	(+28.7)
Valdības noguldījumi	605.2	(–48.3)	628.3	(–43.0)	582.0	(–46.3)	653.5	(+36.6)
Citi autonomie faktori (neto) ¹	1 035.8	(+76.4)	996.7	(+28.4)	1 074.9	(+78.2)	959.4	(+55.1)
Pieprasījuma noguldījumu kontu atlikums, kas pārsniedz obligāto rezervju prasības	3 673.0	(+58.5)	3 689.1	(+35.4)	3 656.9	(–32.2)	3 614.5	(+143.3)
t. sk. virsrezerves, kurām piemēroja atbrīvojumu saskaņā ar divu līmeņu sistēmu	919.6	(+15.3)	919.6	(+10.4)	919.6	(+0.0)	904.2	(+17.1)
t. sk. virsrezerves, kurām nepiemēroja atbrīvojumu saskaņā ar divu līmeņu sistēmu	2 769.5	(+60.0)	2 769.5	(+25.8)	2 769.5	(+0.0)	2 709.5	(+123.2)
Obligāto rezervju prasības²	154.8	(+2.9)	154.2	(+1.4)	155.4	(+1.2)	151.9	(+3.0)
Atbrīvojuma kvota³	928.9	(+17.7)	925.4	(+8.5)	932.5	(+7.0)	911.3	(+18.1)
Noguldījumu iespēja	739.6	(–12.9)	745.0	(+6.5)	734.2	(–10.8)	752.6	(+32.2)
Likviditāti samazinošās precizējošās operācijas	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)

Avots: ECB.

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

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

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

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

²⁵ Sīkāku informāciju par autonomajiem faktoriem sk. ECB 2002. gada maija "Mēneša Biļetena" rakstā *The liquidity management of the ECB* ("ECB likviditātes pārvaldība").

Aktīvi

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods 2021. gada 3. novembris–2022. gada 8. februāris						Iepriekšējais aplūkojamais periods 2021. gada 28. jūlijs–2021. gada 2. novembris	
	Septītais un astotais rezervju prasību izpildes periods		Septītais rezervju prasību izpildes periods 3. novembris– 21. decembris		Astotais rezervju prasību izpildes periods 22. decembris– 8. februāris		Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods	
Autonomie likviditātes faktori	831.4	(–147.2)	870.5	(–99.5)	792.3	(–78.3)	978.6	(–47.5)
Tīrie ārējie aktīvi	858.4	(+27.5)	839.2	(+4.1)	877.7	(+38.5)	830.9	(+15.6)
Euro denominētie tīrie aktīvi	–27.0	(–174.7)	31.4	(–103.6)	–85.4	(–116.7)	147.7	(–63.1)
Monetārās politikas instrumenti	6 908.3	(+251.0)	6 864.5	(+142.2)	6 952.0	(+87.5)	6 657.3	(+346.3)
Atklātā tirgus operācijas	6 908.3	(+251.0)	6 864.5	(+142.2)	6 952.0	(+87.5)	6 657.3	(+346.3)
Kredītooperācijas	2 205.4	(–6.3)	2 208.9	(–1.1)	2 201.8	(–7.1)	2 211.7	(+63.5)
GRO	0.2	(+0.1)	0.2	(+0.0)	0.3	(+0.2)	0.2	(+0.0)
ITRO ar termiņu 3 mēneši	0.1	(–0.0)	0.1	(–0.0)	0.1	(–0.0)	0.1	(–0.1)
ITRMO II operācijas	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)
ITRMO III operācijas	2 202.2	(+7.2)	2 206.3	(+5.2)	2 198.1	(–8.2)	2 195.0	(+74.3)
PĀITRO	2.9	(–13.5)	2.4	(–6.2)	3.4	(+1.0)	16.4	(–10.8)
Tiešo darījumu portfeļi	4 702.9	(+257.3)	4 655.6	(+143.3)	4 750.2	(+94.5)	4 445.6	(+282.8)
Pirmā nodrošināto obligāciju iegādes programma	0.4	(–0.0)	0.4	(–0.0)	0.4	(–0.1)	0.4	(–0.0)
Otrā nodrošināto obligāciju iegādes programma	2.1	(–0.3)	2.4	(+0.0)	1.8	(–0.6)	2.4	(–0.0)
Trešā nodrošināto obligāciju iegādes programma	297.7	(+1.8)	298.1	(+0.9)	297.3	(–0.7)	295.9	(+4.4)
Vērtspapīru tirgu programma	6.5	(–3.0)	6.5	(+0.0)	6.5	(+0.0)	9.5	(–7.7)
Ar aktīviem nodrošināto vērtspapīru iegādes programma	28.3	(+1.3)	28.7	(+2.1)	28.0	(–0.7)	27.0	(–1.4)
Valsts sektora aktīvu iegādes programma	2 487.7	(+39.8)	2 479.3	(+23.0)	2 496.2	(+16.9)	2 448.0	(+36.0)
Uzņēmumu sektora aktīvu iegādes programma	310.2	(+15.4)	307.1	(+8.2)	313.2	(+6.1)	294.8	(+15.4)
Pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programma	1 570.0	(+202.4)	1 533.2	(+109.0)	1 606.8	(+73.7)	1 367.5	(+236.1)
Aizdevumu iespēja uz nakti	0.0	(–0.0)	0.0	(–0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)

Avots: ECB.

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

Cita ar likviditāti saistīta informācija

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods 2021. gada 3. novembris–2022. gada 8. februāris						Iepriekšējais aplūkojamais periods 2021. gada 28. jūlijs–2021. gada 2. novembris
	Septītais un astotais rezervju prasību izpildes periods		Septītais rezervju prasību izpildes periods 3. novembris– 21. decembris		Astotais rezervju prasību izpildes periods 22. decembris– 8. februāris		Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods
Kopējās likviditātes vajadzības ¹	2 495.7	(+205.4)	2 430.5	(+100.3)	2 560.9	(+130.4)	2 290.2 (+170.8)
Neto autonomie faktori ²	2 340.8	(+202.5)	2 276.2	(+98.9)	2 405.5	(+129.2)	2 138.4 (+167.8)
Likviditātes pārpalikums ³	4 412.6	(+45.6)	4 434.1	(+42.0)	4 391.1	(−43.0)	4 367.0 (+175.5)

Avots: ECB.

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

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

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

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

Procentu likmju norises

(vidējie rādītāji; %)

	Pašreizējais aplūkojamais periods 2021. gada 3. novembris–2022. gada 8. februāris						Iepriekšējais aplūkojamais periods 2021. gada 28. jūlijs–2021. gada 2. novembris
	Septītais un astotais rezervju prasību izpildes periods		Septītais rezervju prasību izpildes periods 3. novembris– 21. decembris		Astotais rezervju prasību izpildes periods 22. decembris– 8. februāris		Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods
GRO	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)	0.00	(+0.00)	0.00 (+0.00)
Aizdevumu iespēja uz nakti	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)	0.25	(+0.00)	0.25 (+0.00)
Noguldījumu iespēja	−0.50	(+0.00)	−0.50	(+0.00)	−0.50	(+0.00)	−0.50 (+0.00)
€STR	−0.576	(−0.006)	−0.574	(−0.004)	−0.578	(−0.004)	−0.570 (−0.005)
RepoFunds Rate Euro Index	−0.746	(−0.156)	−0.615	(−0.018)	−0.878	(−0.263)	−0.590 (+0.003)

Avots: ECB, RepoFunds Rate (CME Group).

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

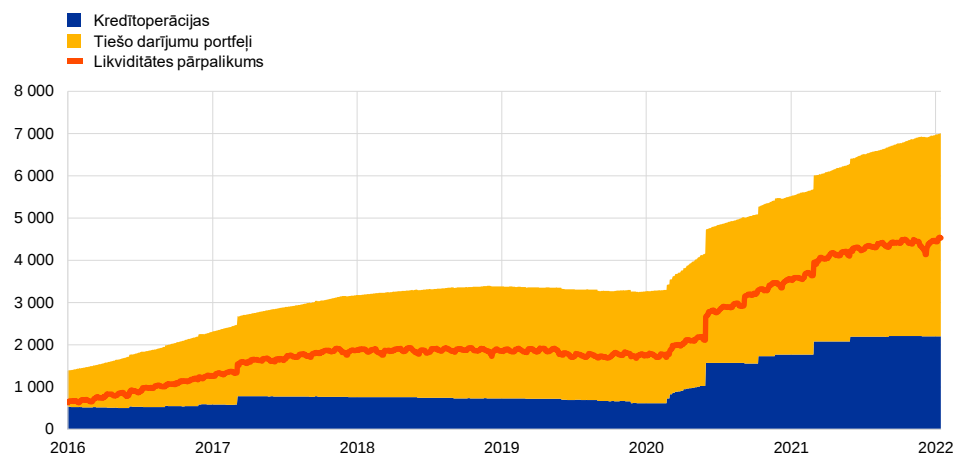
Ar monetārās politikas instrumentiem nodrošinātā likviditāte

Vidējais likviditātes apjoms, kas nodrošināts ar monetārās politikas instrumentiem, pieauga par 251.0 mljrd. euro, aplūkojamā periodā sasniedzot 6908.3 mljrd. euro (A att.). Šo likviditātes palielinājumu noteica neto iegādes aktīvu iegādes programmu (galvenokārt PĀAIP) ietvaros, bet likviditāti samazināja kredītooperāciju dzēšana un ITRMO atmaksas.

A attēls

Atklātā tirgus operācijās nodrošinātās likviditātes un likviditātes pārpalikuma dinamika

(mljrd. euro)



Avots: ECB.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 8. februārī.

Ar kredītooperāciju starpniecību nodrošinātais vidējais likviditātes apjoms

aplūkojamā periodā samazinājās par 6.3 mljrd. euro. Lielāko daļu šā sarukuma radīja pandēmijas ārkārtas ilgāka termiņa refinansēšanas operāciju (PĀITRO) dzēšana iepriekšējā aplūkojamajā periodā, kuras ietekme pilnībā jūtama tikai šajā periodā. PĀITRO ietvaros 2021. gada decembrī veiktās pēdējās operācijas laikā piešķirums bija tikai 1.1 mljrd. euro. Kopumā jaunais PĀITRO piešķiruma apjoms un iepriekšējo izsoļu dzēšana noteica vidēju neto likviditātes samazinājumu par 13.5 mljrd. euro salīdzinājumā ar iepriekšējo aplūkojamo periodu. Norēķinu 51.97 mljrd. euro apjomā 22. decembrī notikušajā desmitajā ITRMO III kompensēja iepriekšējo ITRMO III operāciju (60.2 mljrd.) brīvprātīga atmaksa tajā pašā dienā tā, lai neto izteiksmē ITRMO III pirmo reizi pēc to uzsākšanas mazinātu likviditāti. Galveno refinansēšanas operāciju (GRO) un ilgāka termiņa refinansēšanas operāciju (ITRO) ar termiņu 3 mēneši nozīme joprojām bija tikai neliela, un abu šo regulāro refinansēšanas operāciju izmantošanas apjoms tāpat kā iepriekšējā aplūkojamā periodā saglabājās rekordzems.

Tiešo darījumu portfeli palielinājās par 257.3 mljrd. euro (līdz 4702.9 mljrd.

euro). To noteica neto iegādes PĀAIP un AIP ietvaros. Vidējie aktīvu turējumi PĀAIP ietvaros pieauga par 202.4 mljrd. euro (līdz 1570.0 mljrd. euro) salīdzinājumā ar iepriekšējā aplūkojamā perioda vidējo apjomu. Aktīvu iegādēm PĀAIP ietvaros bija būtiski lielākais pieaugums no visām ECB aktīvu iegādes programmām. Tai sekoja valsts sektora aktīvu iegādes programma (VSAIP) un uzņēmumu sektora aktīvu iegādes programma (USAIP) (vidējais pieaugums attiecīgi par 39.8 mljrd. euro (līdz 2487.7 mljrd. euro) un 15.4 mljrd. euro (līdz 310.2 mljrd. euro)). Neaktīvu programmu ietvaros turēto vērtspapīru dzēšana samazināja tiešo darījumu portfeļus par 3.4 mljrd. euro.

Likviditātes pārpalikums

Vidējais likviditātes pārpalikums palielinājās par 45.6 mljrd. euro, sasniedzot jaunu rekordlīmeni (4412.6 mljrd. euro; A att.). Likviditātes pārpalikumu aprēķina kā banku rezervju, kas pārsniedz rezervju prasības, un noguldījumu iespējas izmantošanas apjoma summu, no kuras atskaitīts aizdevumu iespējas uz nakti izmantošanas apjoms. Tas atspoguļo banku sistēmai nodrošinātās kopējās likviditātes un banku likviditātes vajadzību starpību. Banku pieprasījuma noguldījumu kontu atlikumi, kas pārsniedz obligāto rezervju prasības, pieauga par 58.5 mljrd. euro (līdz 3673.0 mljrd. euro), savukārt vidējais izmantotais noguldījumu iespējas apjoms samazinājās par 12.9 mljrd. euro (līdz 739.6 mljrd. euro).

Virszerves, kurām saskaņā ar divu līmeņu sistēmu netika piemērota negatīvā noguldījumu iespējas procentu likme, palielinājās par 15.3 mljrd. euro (līdz 919.6 mljrd. euro).²⁶ Likviditātes pārpalikums, kuram netiek piemērots atbrīvojums un kurš ietver noguldījumu iespēju, palielinājās par 47.1 mljrd. euro (līdz 3509 mljrd. euro). Maksimālās atbrīvojuma kvotas kopējais izmantošanas līmenis, t.i., attiecība starp to rezervju apjomu, kuram tika piemērots atbrīvojums, un maksimālo apjomu, kuram varēja piemērot atbrīvojumu²⁷, kopš 2020. gada trešā rezervju prasību izpildes perioda saglabājies virs 98% un nedaudz samazinājies (no 99.2% līdz 99.0%). Tā virszervju apjoma, kuram tika piemērots atbrīvojums, īpatsvars kopējā likviditātes pārpalikumā bija 20.8% (iepriekšējā aplūkojamā periodā – 20.7%).

Procentu likmju norises

Vidējā €STR aplūkojamā periodā kopumā nemainījās (–57.6 bāzes punkti). Tā kā likviditātes pārpalikums ir liels, €STR joprojām ir samērā neelastīga, pat reaģējot uz būtiskām likviditātes svārstībām. Ar 2022.gada 3. janvāri tika pārtraukta EONIA publicēšana, tāpēc informācija par to vairs nav jāsniedz. ECB monetārās politikas procentu likmes – noguldījumu iespējas, GRO un aizdevumu iespējas uz nakti procentu likmes – aplūkojamajā periodā netika mainītas.

Euro zonas vidējā repo procentu likme, ko mēra ar RepoFunds Rate Euro Index, aplūkojamajā periodā samazinājās par 15.6 bāzes punktiem (līdz –0.746%). Šis sarukums bija neparasti liels un plaši vērojams, kas ietekmēja ne tikai repo procentu likmes darījumos, kuros Vācijas un Francijas valdības obligācijas tika izmantotas par nodrošinājumu, bet arī darījumos, kuros Itālijas un Spānijas valdības obligācijas tika izmantotas par nodrošinājumu. Samazinājumu var attiecināt uz gada beigām raksturīgām tendencēm, kuras bija īpaši spēcīgas. Pēc pastāvīgā krituma aplūkojamā perioda sākumā repo procentu likmes 2021. gada 31. decembrī strauji samazinājās, kad RepoFunds Rate Euro Index sasniedza visu laiku zemāko līmeni (–4.498%). 2022. gada janvārī šī procentu likme ātri normalizējās un gandrīz

²⁶ Sīkāka informācija par divu līmeņu sistēmu attiecībā uz atlīdzību par virszervēm sniegta ECB tīmekļvietnē.

²⁷ Maksimālo apjomu, kuram var piemērot atbrīvojumu, aprēķina kā obligāto rezervju un atbrīvojuma kvotas, ko iegūst, obligāto rezervju summu reizinot ar seši, summu.

atgriezās vidējā līmenī, kāds bija vērojams septītajā rezervju prasību izpildes periodā.

4. Uzņēmumu pandēmijas laika uzkrājumu rādītāji

Sagatavojis Gabe de Bonts (*Gabe de Bondt*)

Šajā ielikumā aplūkota euro zonas un lielāko euro zonas valstu nefinanšu sabiedrību uzkrājumu rādītāju veidošanās pandēmijas laikā. Tā uzmanības

centrā ir uzkrājumi kā euro zonas integrēto kontu daļa. Uzkrājumi, kuri ietver pamatlīdzekļu patēriņu, ko sauc arī par amortizācijas izdevumiem, tiek nodalīti no neto uzkrājumiem, kurus bieži dēvē par nesadalīto peļņu. Uzņēmumu uzkrājumi veido uzņēmējdarbības ienākumu daļu, kura netiek sadalīta akcionāriem dividendēs. Kopumā uzņēmumi veido uzkrājumus tāpēc, ka tie palīdz aizsargāt uzņēmumus finanšu ārkārtas situācijas gadījumā, tos var izmantot darbības, kā arī kapitāla izdevumu segšanai, tie palīdz uzņēmumiem piekļūt ārējam finansējumam, samazina finanšu spiedi un sniedz lielāku finansiālās brīvības sajūtu. Uzkrājumi ir svarīgs iekšējā finansējuma avots ieguldījumu veikšanai. Uzņēmumu finanšu neoficiālās hierarhijas teorijā teikts, ka uzņēmumi savus finansējuma avotus sakārto prioritārā secībā, priekšroku dodot iekšējam finansējumam, tad parādam un kā galējam līdzeklim – kapitālam.¹ Turklāt augsta uzkrājumu rādītāja gadījumā uzņēmumiem ir vieglāk aizņemties līdzekļus ar noteikumu, ka šis rādītājs liecina par to, ka uzņēmums sekmīgi pārvalda savu bilanci un tam ir labas uzņēmējdarbības perspektīvas. Tomēr, ja lieli uzkrājumi saglabājas ilgāku laiku, tie var liecināt par produktīvu ieguldījumu iespēju trūkumu vai nevēlēšanos uzņemties uzņēmējdarbības riskus.²

Uzņēmumu uzkrājumu rādītāji pēdējos ceturkšņos sasnieguši rekordlīmeni.

Pēc pēdējoreiz 2017. gadā sasniegtā rekordaugstā līmeņa euro zonas nefinanšu sabiedrību uzkrājumu rādītāji sāka samazināties, vienlaikus pārsniedzot vēsturiskos vidējos rādītājus. Covid-19 izraisītās krīzes sākumā euro zonas nefinanšu sabiedrību bruto uzkrājumu rādītājs turpināja sarukt galvenokārt ieņēmumu samazināšanās dēļ. Uzkrājumu kritums neto izteiksmē, kurā nav ietverts pamatlīdzekļu patēriņš, bija vēl spēcīgāks (A att. a) panelis). Uzkrājumu galvenais virzītājspēks bija uzņēmējdarbības ienākumi, kas 2020. gada 2. ceturksnī strauji samazinājās. Aptuveni kopš 2020. gada vidus uzkrājumi sāka būtiski palielināties, un to jau atkal galvenokārt noteica uzņēmējdarbības ienākumu dinamika, un uzkrājumu rādītāji krietni pārsnieguši kopš 1999. gada vēroto vidējo līmeni. Šo pieaugumu spēcīgi

¹ Empīriskos datus par to, ka finansējuma iekšējo avotu pieejamībai ir liela nozīme kopējos ieguldījumos uzņēmējdarbībā euro zonā un ASV, sk. de Bondt, G., Diron, M., "Investment, financing constraints and profit expectations: new macro evidence", *Applied Economics Letters*, Vol. 15(8), 2008, pp. 577–581. Paneļa datus, kas iegūti 47 valstīs un liecina, ka lielāki uzņēmumu uzkrājumi cieši saistīti ar apjomīgākiem ieguldījumiem uzņēmējdarbībā, sk. Bebczuk, R., Cavallo, E., "Is business saving really none of our business?", *Applied Economics*, Vol. 48(24), 2016, pp. 2266–2284. Šajā pētījumā secināts, ka uzņēmumu uzkrājumi un ārējais finansējums veido ieguldījumu finansēšanas papildu avotus.

² Piemēram, pārmērīgi uzņēmumu uzkrājumi Japānā saistīti ar izaugsmes iespēju trūkumu un sliktu korporatīvo vadību. Sk., piemēram, Tong, J., Bremer, M., "Stock repurchases in Japan: A solution to excessive corporate saving?", *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 41(C), 2016, pp. 41–56; Aoyagi, C., Ganelli, G., "Unstash the Cash! Corporate Governance Reform in Japan", *Journal of Banking and Financial Economics*, Vol. 1(7), University of Warsaw, Faculty of Management, 2017, pp. 51–69; Sun, Z. and Wang, Y., "Corporate precautionary savings: Evidence from the recent financial crisis", *Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 56(C), 2015, pp. 175–186; un Dudley, E., Zhang, N., "Trust and corporate cash holdings", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 41(C), 2016, pp. 363–387.

veicināja monetārās politikas pasākumi un uzņēmumu centieni uzlabot likviditātes apstākļus.³ Šīs norises bija plaši vērojamas visās valstīs. Pēdējos ceturkšņos trijās no četrām lielākajām euro zonas valstīm (t.i., neietverot Spāniju) nefinanšu sabiedrību bruto uzkrājumu rādītājs bija sasniedzis rekordaugstu līmeni vai atradās tuvu tam. Kopš pandēmijas sākuma vērojamās atšķirības starp valstīm daļēji atspoguļo dažādus monetārās politikas atbalsta pasākumus.⁴ Tomēr ilgākā laikposmā (kopš globālās finanšu krīzes sākuma) Spānijas nefinanšu sabiedrību uzkrājumu rādītāji salīdzinājumā ar pārējām valstīm bijuši augsti, atspoguļojot spēcīgu un ilgstošu uzņēmumu aizņemto līdzekļu īpatsvara samazināšanas procesu.

³ Sīkāku aprakstu sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 ielikumā "[Nefinanšu sabiedrību stāvoklis pandēmijas laikā](#)" un šā "Tautsaimniecības Biļetena" rakstā *Assessing corporate vulnerabilities in the euro area* ("Izvērtējot euro zonas uzņēmumu ievainojamību").

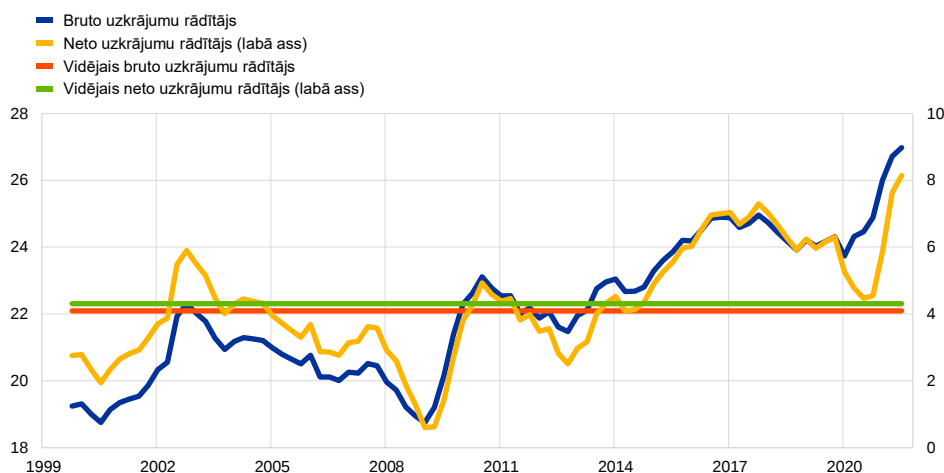
⁴ Valsts aizdevumu garantiju izmantošanas atšķirības starp valstīm sk. ECB 2020. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 ielikumā "[Valsts aizdevumu garantijas un banku aizdevumi Covid-19 laikā](#)".

A attēls

Euro zonas un lielāko euro zonas valstu nefinanšu sabiedrību uzkrājumu rādītājs

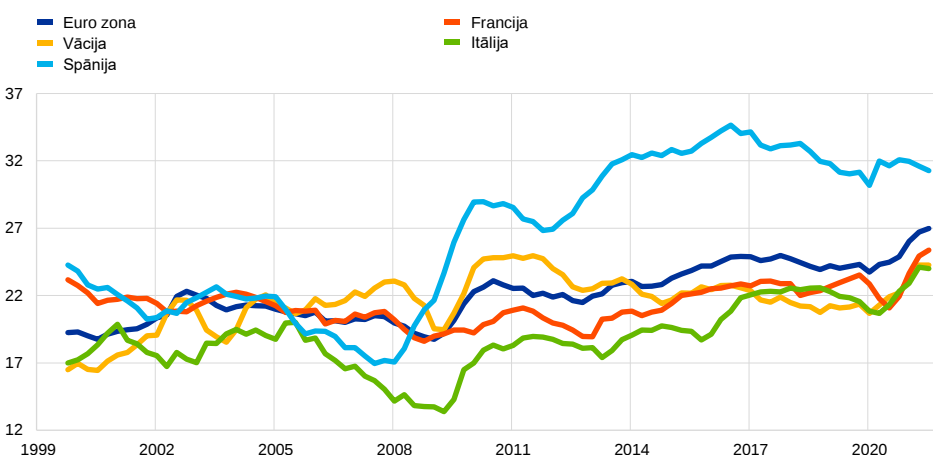
a) Euro zona

(uzkrājumi; % no pievienotās vērtības; četru ceturkšņu kopsummas)



b) Bruto uzkrājumu rādītājs

(uzkrājumi; % no pievienotās vērtības; četru ceturkšņu kopsummas)



Avoti: Eurostat, ECB un autoru aprēķini.

Piezīme: Starpība starp bruto un neto uzkrājumiem ir pamatlīdzekļu patēriņš.

Līdzīgā veidā uzkrājumu rādītāji attiecībā pret ieguldījumiem nefinanšu sabiedrību sektorā pēdējo ceturkšņu laikā ievērojami palielinājušies.

Ja uzņēmumi uzkrāj vairāk nekā iegulda, tie kļūst par neto aizdevējiem. Euro zonas nefinanšu sabiedrību neto aizdevumi (t.i., uzkrājumu pārsniegums pār ieguldījumiem) un nefinanšu sabiedrību uzkrājumu attiecība pret ieguldījumiem pēdējos ceturkšņos sasnieguši jaunu augstāko līmeni (B att. a) panelis). Neto aizdevumi 2021. gada 3. ceturksnī bija 318 mljrd. euro. Nav skaidrs, cik noturīgs būs neto aizdevumu kāpums. Tas atkarīgs no dažādiem faktoriem, t.sk. uzņēmumu ilgtermiņa paļāvības uz savu spēju nodrošināt ārējo finansējumu.⁵ Neto aizdevumu palielināšanās plaši vērojama lielākajās euro zonas valstīs, kur šā pieauguma vērtība ir pozitīva, t.i., aptuveni 0.5% no IKP Francijā un aptuveni 3% no IKP pārējās

⁵ Sk. Nakajima, K., Sasaki, T., "Bank dependence and corporate propensity to save", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol. 36, February 2016, pp. 150–165.

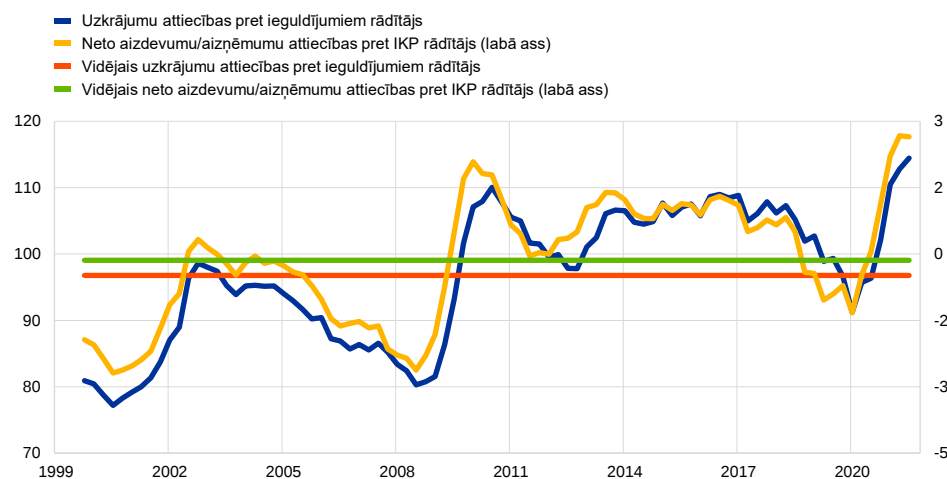
lielajās euro zonas valstīs (B att. b) panelis). Jāatzīmē, ka euro zonas nefinanšu sabiedrību neto aizdevumi kopš 1999. gada vidēji bijuši tuvu nullei. Līdzīgi nefinanšu sabiedrību uzkrājumi bijuši tuvu 100% no ieguldījumiem uzņēmējdarbībā, apliecinot uzkrājumu kā iekšējā finansējuma avota nozīmīgumu.

B attēls

Euro zonas un lielāko euro zonas valstu nefinanšu sabiedrību uzkrājumu attiecība pret ieguldījumiem un neto aizdevumu attiecība pret IKP

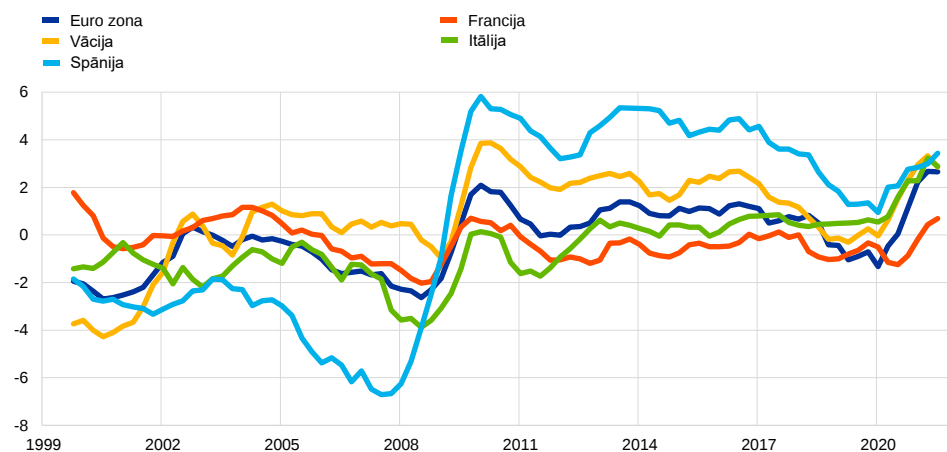
a) Euro zona

(četrus ceturkšņu kopsummas; %)



b) Neto aizdevumu/aizņēmumu attiecības pret IKP rādītājs

(četrus ceturkšņu kopsummas; %)



Avoti: Eurostat, ECB un autoru aprēķini.

Piezīmes. "Uzkrājumu attiecība pret ieguldījumiem" ir bruto uzkrājumu attiecība pret bruto pamatkapitāla veidošanu. Negatīvus neto aizdevumus dēvē par "neto aizņēmumiem".

Euro zonas kopējā līmenī pašlaik netrūkst iekšējā finansējuma ieguldījumu veikšanai uzņēmējdarbībā. Euro zonas uzņēmumi pēdējos ceturkšņos samērā lielu daļu savu finanšu aktīvu novirzījuši uz likvidajiem aktīviem (C att. a) panelis). Turklāt kopējā euro zonas nefinanšu sabiedrību parāda attiecība pret aktīviem un neto parāda attiecība pret bruto darbības rezultātiem 2021. gada 3. ceturksnī bija mazāka nekā 2019. gada 4. ceturksnī, t.i., pirms pandēmijas (C att. b) panelis). Pēdējais rādītājs aptuveni atbilst neto parāda attiecībai pret peļņu pirms procentiem,

nodokļiem, nolietojuma un amortizācijas (EBITDA), ko kredītu aģentūras parasti izmanto uzņēmuma parādsaistību neizpildes varbūtības noteikšanai. Šis rādītājs nosaka, cik ilgi uzņēmumam vajadzēs darboties pašreizējā līmenī, lai nokārtotu visus parādus. Ņemot to vērā, nefinanšu sabiedrību plašajām iespējām izmantot uzkrājumus un tādējādi iekšējos finansējuma avotus euro zonas kopējā līmenī vienlaikus ar pastāvīgiem labvēlīgiem ārējās finansēšanas nosacījumiem turpmākajā periodā vajadzētu veicināt ieguldījumu uzņēmējdarbībā nostiprināšanos.⁶ Savukārt pašreizējā lielā nenoteiktība un fiskālā atbalsta pasākumu mazināšanās varētu liecināt par to, ka uzņēmumi piesardzības nolūkos gādā par lielākiem uzkrājumiem.⁷

⁶ Disagregētāku ietekmi uz nozarēm un apjomu sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" rakstā *Assessing corporate vulnerabilities in the euro area* ("Izvērtējot euro zonas uzņēmumu ievainojamību").

⁷ Sk. arī Demary, M., Hasenclever, S., Hüther, M., "Why the COVID-19 Pandemic Could Increase the Corporate Saving Trend in the Long Run", *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, Vol. 56, No 1, 2021, pp. 40–44; un Riddick, L.A., Whited, T.M., "The Corporate Propensity to Save", *The Journal of Finance*, Vol. 64, No 4, 2009, pp. 1729–1766. Pēdējais šeit minētais pētījums atklāj, ka uzņēmumi piesardzības nolūkos veido lielākus skaidrās naudas atlikumus gadījumos, kad ārējais finansējums ir dārgs, kad valda liela ienākumu nenoteiktība un/vai tiek veikti lieli ieguldījumi, kas saistīti ar dārgu finansējumu. Iespējams, ka kapitāla zema ražīguma apstākļos uzņēmumi uzkrāj arī likvidos aktīvus.

C attēls

Euro zonas nefinanšu sabiedrību likvīdo aktīvu un parāda rādītāji

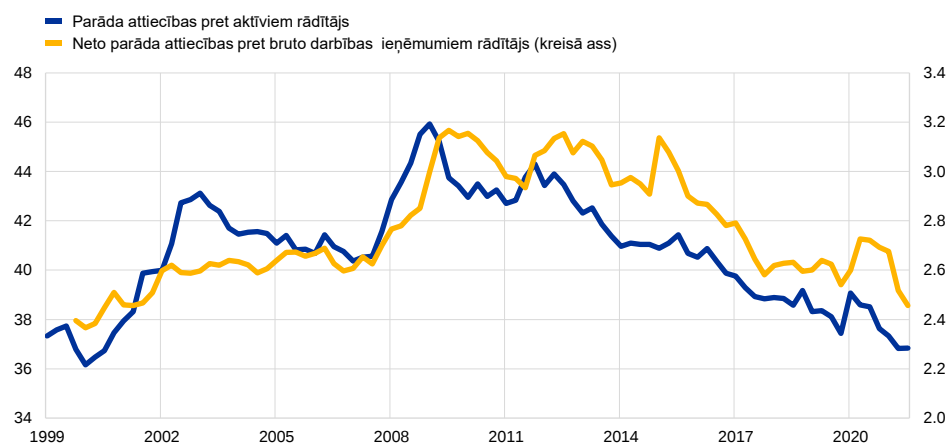
a) Likvīdo aktīvu rādītājs

(%)



b) Parāda rādītāji

(%)



Avoti: Eurostat, ECB un autoru aprēķini.

Piezīmes. "Liquido aktīvu rādītājs" ir skaidrās naudas un noguldījumu procentuālā attiecība pret kopējiem finanšu aktīviem. "Parāda attiecība pret aktīviem" ir nekonsolidētā parāda procentuālā attiecība pret kopējiem finanšu un nefinanšu aktīviem. "Neto parāds" ir konsolidētie aizdevumi plus parāda vērtspapīri, plus apdrošināšana un pensiju plāni minus likvidie aktīvi. Bruto darbības ieņēmumus mēra kā četru ceturkšņu kopsummas.

5. Krājumu cikla nozīme pašreizējās atveseļošanās laikā

Sagatavojuši Mālina Andersone (*Malin Andersson*) un Gvenēls Le Bretons (*Gwenaél Le Breton*)

Krājumu cikls parasti ir prociklisks, un krājumu pārmaiņas ir ļoti nepastāvīgs IKP izdevumu komponents. Šajā ielikumā aplūkota krājumu un to noteicošo faktoru ietekme uz euro zonas aktivitāti pašreizējās tautsaimniecības atveseļošanās laikā. Krājumu cikls spēcīgi un pozitīvi korelē ar aktivitāti. Pēdējo 20 gadu laikā tā devums IKP pieauguma tempā salīdzinājumā ar iepriekšējo gadu bijis no 1.0 procentu punkta līdz –1.5 procentu punktiem, būtiski svārstoties krīzes periodos (A att.). Krājumu dinamikas ekonomiskā interpretācija ir sarežģīts uzdevums divu galveno iemeslu dēļ. Pirmkārt, krājumu devums IKP pieaugumā atspoguļo to veidošanas ātruma pārmaiņas, t.i., paātrināšanos vai palēnināšanos.¹ Tāpēc krājumu devums izaugsmē var būt pozitīvs, ja krājumu sarukuma temps (t.i., krājumu samazināšana) tikai palēninās; krājumu veidošana faktiski nav nepieciešama. Otrkārt, krājumu veidošana ne tikai atspoguļo norises dažās krājumu kategorijās, kuras cita citu kopumā var kompensēt, bet arī ietver neatbilstības ("atlikušo" komponentu) un vērtslietu neto iegādi. Šo abu elementu dinamika bieži nav saistīta ar ekonomiskās attīstības ciklu.²

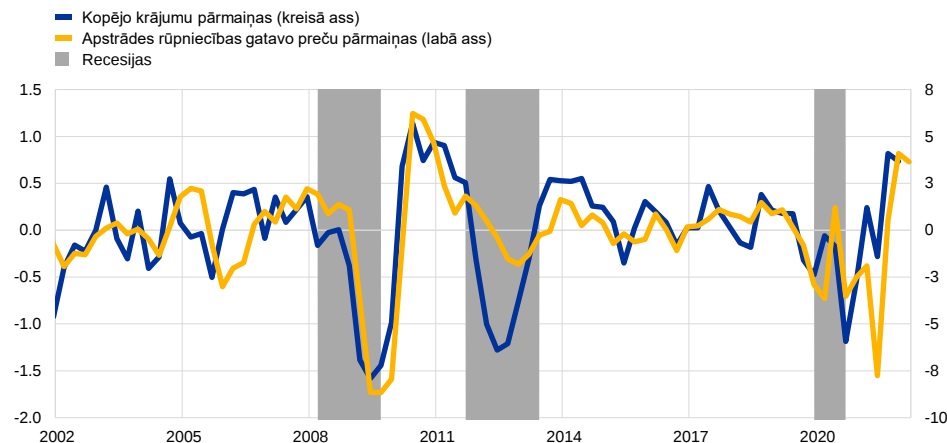
¹ Tas ir tāpēc, ka produkcija, kura netiek pārdota tajā uzskaites periodā, kurā tā saražota, palielina attiecīgā perioda krājumus; tādējādi tieši krājumu pārmaiņas tiek iekļautas "bilances vienādojumā", kas sasaista IKP ar tā izdevumu komponentiem. Sk. ECB 2012. gada maija "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu "[Stockbuilding – theoretical considerations and recent developments](#)" ("Krājumu veidošana – teorētiskie apsvērumi un jaunākās norises").

² Neatbilstības rodas tāpēc, ka krājumiem bieži ir liela nozīme nacionālo kontu līdzsvarošanas procesā, un tādējādi to "atlikušais" komponents ir liels. To nosaka faktisko vai no ticamiem avotiem iegūtu ceturkšņa datu par krājumiem trūkums. Vērtslietas ir, piemēram, dārgmetāli un mākslas priekšmeti, un to īpatsvars krājumos ir neliels.

A attēls

Krājumu pārmaiņas

(devums IKP kāpumā salīdzinājumā ar iepriekšējo gadu; procentu punktos – kreisā ass; difūzijas indekss, četru ceturkšņu atšķirības – labā ass)



Avoti: Eurostat un Markit.

Piezīmes. Markit dati ietver mēneša datu ceturkšņa vidējos rādītājus. Kopējie krājumi balstīti uz nacionālo kontu datiem. Gatavās produkcijas krājumi attiecas uz atbildēm, kas tika sniegtas uz Iepirkumu vadītāju indeksa (IVI) aptaujas jautājumu par "tās gatavās produkcijas daudzumu, kura atstājusi ražošanas līniju un gaida nosūtīšanu/pārdošanu (vienībās, nevis naudas izteiksmē) šajā mēnesī salīdzinājumā ar situāciju pirms mēneša". Izmantoti Ekonomiskās politikas pētījumu centra definētie recesijas periodi. Jaunākie dati par krājumiem atbilst stāvoklim 2021. gada 4. ceturksnī un IVI aptaujas dati – stāvoklim 2022. gada februārī.

Krājumos ietilpst gatavā produkcija, tālākai pārdošanai paredzētās preces, notiekošais darbs un izejvielas. Tāpēc krājumi saistīti ar vairākiem dažādiem ražošanas procesa posmiem. Piemēram, izejvielu krājumu attiecība pret gatavo produkciju ir procikliska, jo izejvielu krājumu veidošana notiek tautsaimniecības augšupejas sākumā pirms gatavās produkcijas uzkrāšanas. Konjunktūras datu neesamības dēļ apsekojumu rādītāji var sniegt ieskatu īstermiņa krājumu situācijā. Gatavās produkcijas krājumu gada pārmaiņas apstrādes rūpniecībā, balstoties uz Iepirkumu vadītāju indeksa (IVI) (kas mēra krājumu pieauguma pārmaiņas) aptauju, labi saskaņotas ar krājumu pārmaiņu gada devumu IKP pieaugumā (balstoties uz nacionālajiem kontiem) un liecina par krājumu veidošanas pastāvīgu pozitīvu devumu 2022. gada 1. ceturksnī (A att.).

Krājumu veidošanas devuma IKP kāpumā svārstības atspoguļo piedāvājuma un pieprasījuma nosacījumu pārmaiņu korekcijas.

Uzņēmumu krājumu pārmaiņas galvenokārt pilda rezervju funkciju, lai nodrošinātu raitu darba procesu un mazinātu ražošanas koriģēšanas un piegāžu izmaksas, jo pārdošanas apjomi atšķiras.³ Regresijas vienādojums, kas novērtēts, izmantojot datu izlasi laikposmā no 2000. gada līdz 2019. gadam, liecina, ka ražošanas atšķirības (kas definētas kā atšķirība starp rūpnieciskās ražošanas dinamiku un mazumtirdzniecību) krīzes laikā samērā labi izskaidro krājumu ciklu (B att.). Citiem vārdiem sakot, uzkrājumu veidošanas devums IKP pieaugumā sarūk, kad ražošana samazinās vairāk nekā mazumtirdzniecība (jo krājumi tiek izmantoti deficīta kompensēšanai), un otrādi. Pieprasījuma faktori, ko atspoguļo pasūtījumu dinamika, arī liek uzņēmumiem koriģēt savus krājumus. Tirdzniecības nosacījumu pasliktināšanās un nenoteiktības

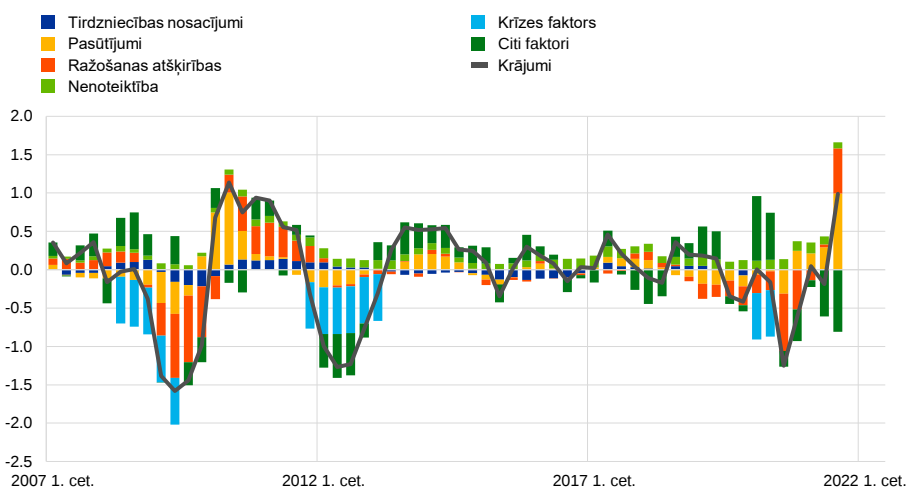
³ Sk. Khan, A., *The Role of Inventories in the Business Cycle*, Business Review, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Q3 2003.

palielināšanās aspektam, kas potenciāli varētu izraisīt krājumu veidošanu, bijusi mazsvarīga nozīme. Krīzes laikā krājumu veidošanas devums bijis īpaši negatīvs. "Normālos apstākļos" "citi faktori", t.i., atlikušais komponents, izskaidro to, ka krājumu devums IKP nav nenozīmīgs, atspoguļojot to, ka krājumu statistika ietver atlikušo komponentu, kurš nav saistīts ar ekonomiskās attīstības ciklu (kā norādīts iepriekš).

B attēls

Krājumi un to noteicošie faktori

(devums IKP kāpumā salīdzinājumā ar iepriekšējo gadu; procentu punktos)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Novērtējums balstīts uz Boata, A., "Painful destocking in sight for European corporates", *EulerHermes*, 2019. Attēlā izmantotais novērtējuma periods aptver laikposmu no 2000. gada 1. ceturkšņa līdz 2019. gada 4. ceturksnim. Pasūtījumi (balstoties uz apstrādes rūpniecības IVI aptaujā iegūto informāciju), tirdzniecības nosacījumi (eksporta/importa deflators) un ražošanas atšķirības (rūpnieciskā ražošana mīnus mazumtirdzniecība) izteikti salīdzinājumā ar iepriekšējo gadu ar nobīdi par vienu ceturksni. Nenoteiktību atspoguļo Eiropas politikas nenoteiktības indekss. Krīzes faktors ir recesijas periodu fiktīvais mainīgais (saskaņā ar Ekonomiskās politikas pētījumu centra definīciju). Pozīcija "Citi faktori" atspoguļo atlikušo komponentu. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 3. ceturksnī.

Pašreizējā krājumu veidošanas paātrināšanās varētu atspoguļot arī ar piegādes problēmām saistīto "pātagas efektu".

Augsta pieprasījuma un nenoteiktības par izejvielu piegādi apstākļos apstrādes rūpniecības uzņēmumi piesardzības nolūkos mēdz veidot izejvielu krājumus un reizēm to pasūtījumi pārsniedz faktiskās vajadzības. Šis tā dēvētais pātagas efekts pašreizējos apstākļos, iespējams, pastiprinājis krājumu pārmaiņu procikliskumu.^{4,5} Apstrādes rūpniecības nozares IVI datu sadalījums liecina, ka kapitālpreču, starppatēriņa preču un mehānisko transportlīdzekļu ražošanai nepieciešamo pirkumu (t.i., izejvielu) krājumu veidošanas ātrums 2021. gada beigās sasniedza vēsturiski augstāko līmeni (C att. a) panelis), bet pēc tam 2022. gada sākumā tas sāka samazināties. Kopumā IVI dati par gatavās produkcijas krājumiem liecina, ka dažu pēdējo mēnešu laikā kapitālpreču un starppatēriņa preču krājumi pēc pakāpeniska pieauguma, kas bija vērojams kopš 2021. gada vidus, kopumā nav mainījušies. Turpretī mehānisko transportlīdzekļu ražošanai nepieciešamo izejvielu krājumi turpināja palielināties līdz 2021. gada beigām (C att. b) panelis), un to noteica (gandrīz) pabeigtu vieglo

⁴ Sk. Lee, H. L., Padmanabhan, V., Whang, S., "Information Distortion in a Supply Chain: The Bullwhip Effect", *Management Science*, 1997, Vol. 43, Issue 4.

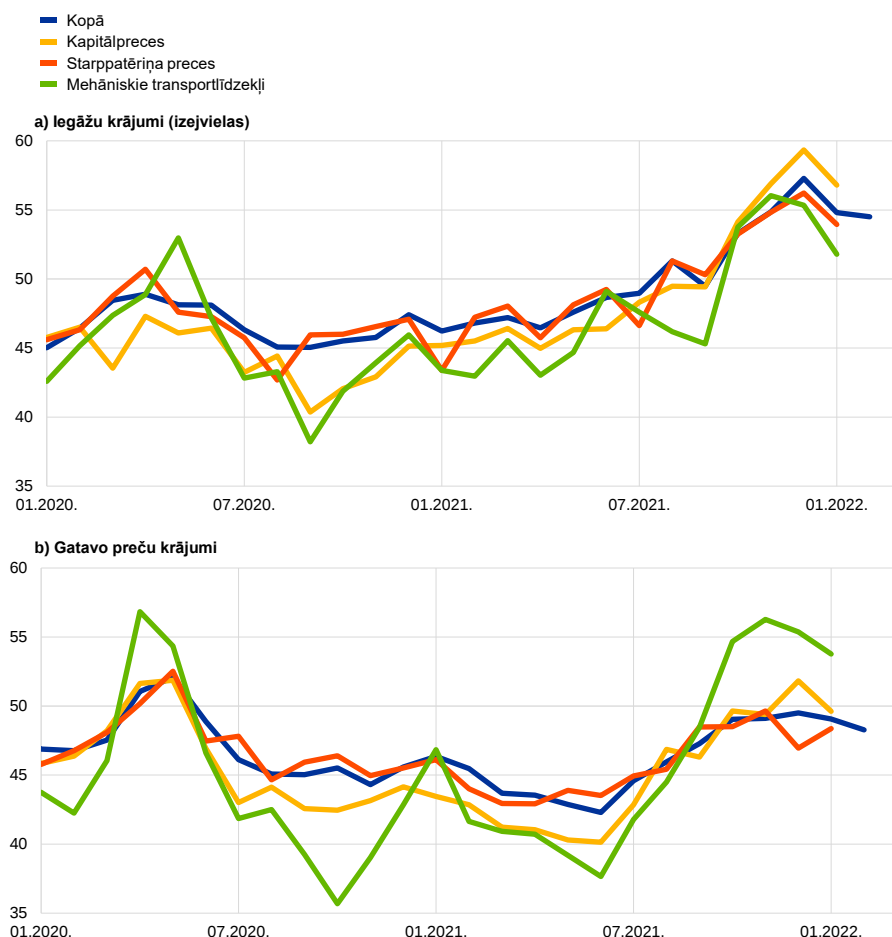
⁵ Sk. Shin, H. S. runu *Bottlenecks, labour markets and inflation in the wake of the pandemic* G20 starptautiskajā seminārā "Recover together, recover stronger", kas notika 2021. gada decembrī.

automobiļu uzkrāšanās mikroshēmu trūkuma dēļ. Uzlabojoties globālajai mikroshēmu piegādei, pabeigtu mehānisko transportlīdzekļu krājumi tikai nesen sāka mazināties.

C attēls

Krājumi to veidu un nozaru dalījumā

(difūzijas indeksi; 50 = nekādu pārmaiņu)



Avots: Markit.

Piezīmes. Iegāžu krājumi attiecas uz atbildēm, kas tika sniegtas uz IVI aptaujas jautājumu par "šajā mēnesī iegādāto materiālu krājumiem (vienībās, nevis naudas izteiksmē) salīdzinājumā ar situāciju pirms mēneša"; informāciju par gatavo preču krājumiem sk. A attēla piezīmēs. Jaunākie dati par kopējiem krājumiem atbilst stāvoklim 2022. gada februārī un par to komponentiem – stāvoklim 2022. gada janvārī.

Nākotnē paredzams, ka ļoti mazie krājumi un ieilgušie piedāvājuma ierobežojumi var liecināt par papildu krājumu veidošanu.

Apstrādes rūpniecības IVI aptauja atklāj, ka 2022. gada 1. ceturksnī notikusi vispārēja un pastāvīga krājumu veidošanas paātrināšanās, savukārt Eiropas Komisijas veiktais apsekojums liecina, ka krājumi gan apstrādes rūpniecības, gan mazumtirdzniecības nozarē joprojām tiek vērtēti kā vēsturiski mazi, neraugoties uz nesen vēroto krājumu nelielo pieaugumu apstrādes rūpniecības nozarē (D att.). Informācija, kas saņemta tiešajos kontaktos ar uzņēmumiem,⁶ atspoguļo atšķirīgus viedokļus par krājumiem dažādās nozarēs,

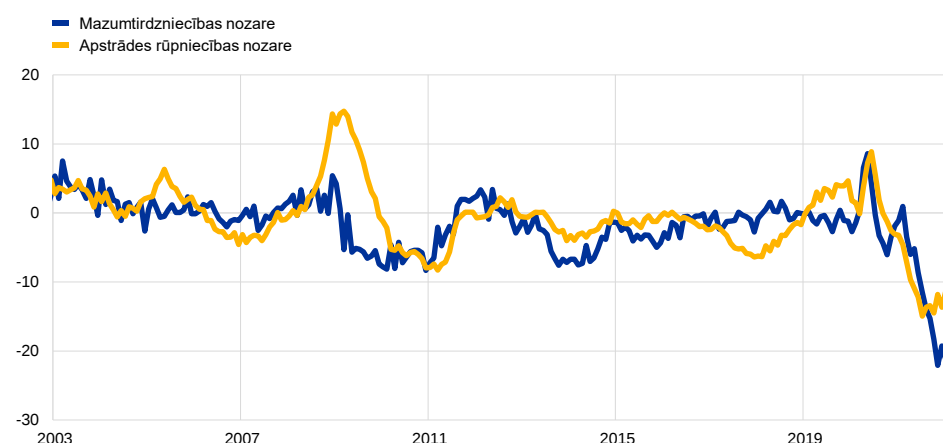
⁶ Sīkāku informāciju par šo kontaktu būtību un mērķi sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 1 rakstā "The ECB's dialogue with non-financial companies" ("ECB dialogs ar nefinanšu sabiedrībām").

ražojumu sarežģītību un to vietu ražošanas ķēdē, bet kopumā tā apstiprina to, ka izejvielu un gatavo preču krājumi ir nelieli, savukārt pusfabrikātu un tranzītpreču krājumi mēdz būt lieli.⁷ Krājumu veidošanas tempa kopējās pārmaiņas, kuras nosaka krājumu devumu IKP kāpumā, īpaši atkarīgas no to jautājumu atrisināšanas, kuri saistīti ar piedāvājuma ierobežojumiem un iespējamo pārmērīgo pasūtīšanu. Saskaņā ar informāciju, kas saņemta, kontaktējoties ar uzņēmumiem, gaidāms, ka piegādes problēmas saglabāsies vismaz līdz šā gada 2. pusgamam, un tas varētu paildzināt pātagas efektu. Lai gan gaidāmā papildu krājumu veidošana varētu atspoguļot piesardzības apsvērumus, no uzņēmumiem un citiem avotiem⁸ saņemta informācija līdz šim nav nepārprotami liecinājusi par vispārējām pārmaiņām uzņēmumu krājumu pārvaldības stratēģijās, pārejot no ražošanas "tieši laikā"⁹ uz ražošanu "katram gadījumam", kas varētu pastāvīgi ietekmēt krājumu ciklu.

D attēls

Gatavo preču krājumu novērtējums

(vidējots; negatīvo un pozitīvo atbilstību starpība, %)



Avoti: Eiropas Komisija (DG-ECFIN) un ECB aprēķini.

Piezīmes. Dati attiecas uz atbildēm, kas sniegtas uz Eiropas Komisijas veiktā apsekojuma jautājumu "Vai uzskatāt, ka jūsu pašreizējie gatavo preču krājumi ir pārāk lieli (pārsniedz normālo apjomu)/pietiekami/pārāk mazi (mazāki par normālo apjomu)?" Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2022. gada februārī.

⁷ Sk. ECB 2022. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 1 ielikumu [Main findings from the ECB's recent contacts with non-financial companies](#) ("Galvenie secinājumi, kas iegūti ECB nesenajos kontaktos ar nefinanšu sabiedrībām"). Gatavo preču krājumi, kas lielāki nekā parasti, varētu atspoguļot piegādes problēmas, komponentu trūkumu vai augstas cenas, kas palielina krājumu vērtību un tādējādi – apgrozāmā kapitāla izmaksas, savukārt neparasti mazus krājumus rada liels pieprasījums.

⁸ Sk., piemēram, Alicke, K., Barriball, E., Trautwein, V., [How COVID-19 is reshaping supply chains](#), McKinsey & Company, November 2021.

⁹ Piegādes ķēžu modeli "tieši laikā" uzsvars likts uz nelieliem krājumiem, lai samazinātu ražošanas izmaksas, kuras ierobežo krājumu ciklu. Sk. Piger, M., [Is the Business Cycle Still an Inventory Cycle?](#), Economic Synopses, No 2, Federal Reserve Bank of St Louis, 2005. Krājumi tiek maksimāli samazināti, un tiek izmantoti īstermiņa piegādes līgumi, kurus var ātri pielāgot pieprasījuma pārmaiņām.

6. Euro zonas darba tirgus atveseļošanās, pamatojoties uz ECB Apsekojumu par patērētāju gaidām

Sagatavojuši **Antoniū Diašs da Silva** (*Antonio Dias da Silva*), **Desislava Rusinova** un **Marko Veislērs** (*Marco Weißler*)

Šajā ielikumā analizēta pašreizējā darba tirgus atveseļošanās, izmantojot ECB Apsekojuma par patērētāju gaidām (CES) datus.¹ CES piedāvā svaigu ieskatu euro zonas darba tirgus norisēs.² Respondenti sniedz informāciju par savu nodarbinātības statusu, darba meklējumiem, ar nodarbinātību un ienākumiem saistītajām gaidām, apmierinātību ar darbu un prasmju atbilstību darbam. Oficiālā ES darba tirgus statistika neietver visus šos datus, un CES nodrošina jaunākos galvenos darba tirgus rādītājus. Tāpēc CES dati ir noderīgs papildinājums oficiālajiem ES datiem. Minētie dati šajā ielikumā izmantoti, lai viestu skaidrību par pašreizējo euro zonas darba tirgus atveseļošanos.

Darbaspēka līdzdalības līmenis kopumā paaugstinās atbilstoši cerības atrast darbu zaudējušo strādājošo skaita sarukumam. CES dati liecina, ka darbaspēka līdzdalības līmenis, t.i., to darbaspējas vecuma cilvēku daļa, kuri strādā vai aktīvi meklē darbu, palielinājies kopš pagājušā gada janvāra (sk. A att.).³ Tomēr dati par 2022. gada janvāri norāda uz darbaspēka līdzdalības līmeņa kritumu un cerības atrast darbu zaudējušo strādājošo, t.i., cilvēku, kuri pašlaik darbu nemeklē, jo uzskata, ka nav piemērota darba piedāvājumu, vai kuri vēl nav sākuši to meklēt, skaita kāpumu. Šīs jaunākās norises, visticamāk, saistītas ar stingrāku koronavīrusa (Covid-19) izplatību ierobežojošo pasākumu ieviešanu, kā arī ar sezonāliem faktoriem, kuri ziemas mēnešos slāpēja darbaspēka pieprasījumu. Vienlaikus ar darbaspēka līdzdalības līmeņa kāpumu 2021. gadā bija vērojams cerības atrast darbu zaudējušo strādājošo skaita sarukums.⁴ Tāpēc līdzdalības līmeņa pieaugumu daļēji noteikusi to respondentu tieša pāreja uz nodarbinātības statusu, kuri nav aktīvi iesaistīti darba meklējumos (t.i., neaktīvi), tādējādi norādot arī uz to bezdarbnieka statusu ieguvušo respondentu darba tirgus perspektīvu uzlabošanos, kuri aktīvi meklē darbu. Saskaņā ar CES datiem bezdarba līmenis 2022. gada janvārī turpināja samazināties, un tas bija par 2.4 procentu punktiem zemāks nekā pandēmijas periodā sasniegtais augstākais rādītājs.

¹ Stikāka informācija par CES pieejama [ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation](#), *Occasional Paper Series*, No 287, ECB, December 2021.

² Datu kopa aptver sešas euro zonas valstis: Beļģiju, Vāciju, Spāniju, Franciju, Itāliju un Nīderlandi.

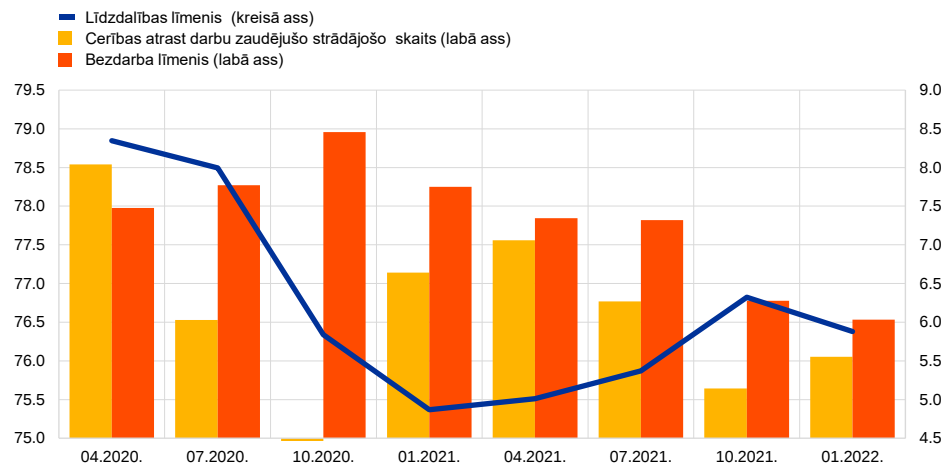
³ Darba tirgus norišu analīzi, kas nesen veikta, izmantojot *Eurostat* datus, sk. ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 7 ielikumā [Labour supply developments in the euro area during the COVID-19 pandemic](#) ("Euro zonas darbaspēka norises Covid-19 pandēmijas laikā").

⁴ Saistībā ar metodoloģiskām pārmaiņām CES pilotprojekta posmā respondentu nodarbinātības statusus 2020. gada aprīlī un jūlijā un cerības atrast darbu zaudējušo strādājošo skaits 2020. gada jūlijā un oktobrī nav pilnībā salīdzināmi ar pārējo izlases periodu.

A attēls

Darbaspēks, bezdarbs un cerības atrast darbu zaudējušie strādājošie

(kreisā ass: % no darbaspējas vecuma iedzīvotāju skaita; labā ass: respondentu, kuri nav aktīvi iesaistīti darba meklējumos, un cerības atrast darbu zaudējušo strādājošo skaita attiecība (%), kā arī darbaspēka un bezdarba līmeņa attiecība (%))



Avots: CES.

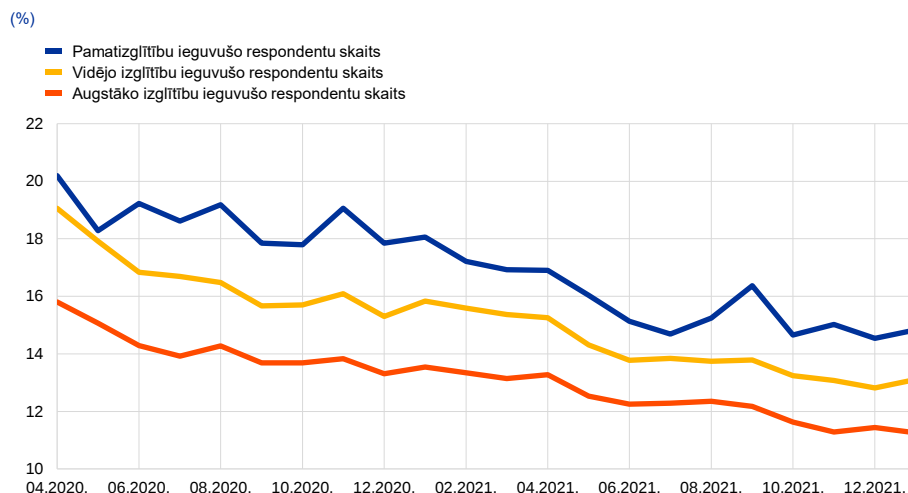
Piezīmes. Darbaspēka līdzdalības līmenis ir nodarbināto respondentu īpatsvars un to bezdarbnieka statusu ieguvušo respondentu īpatsvara summa, kuri pašlaik meklē darbu, attiecībā pret visiem apsekojuma respondentiem vecumā no 20 līdz 64 gadiem. Bezdarba līmenis ir to bezdarbnieka statusu ieguvušo respondentu īpatsvars, kuri meklē darbu, attiecībā pret darbaspēku vecumā no 20 līdz 64 gadiem. Saskaņā ar CES abi rādītāji dažādu izlases un metodoloģisko atšķirību dēļ atšķiras no Eurostat aprēķinātajiem. Turklāt, tā kā CES jautājums par nodarbinātības statusu tika precizēts, 2020. gada oktobrī šajās laikrindās iespējams pārrāvums. Cerības atrast darbu zaudējušo strādājošo skaits ir visu to respondentu vecumā no 20 līdz 64 gadiem īpatsvars, kuri pašlaik nav darba meklējumos, jo "nav darba piedāvājumu" vai "viņi vēl nav sākuši meklēt darbu".

Izpratne par darba tirgus norisēm būtiski palielinājās pēc Covid-19 pandēmijas dažiem pirmajiem mēnešiem (sk. B att.). Ekonomiskajiem apstākļiem kopumā uzlabojoties, palielinājās izpratne par darba tirgus norisēm, un tas atspoguļojās stabilā bezdarba līmeņa gaidu rādītāja sarukumā visās respondentu grupās, pamatojoties uz to izglītības līmeni. Pamatizglītību vai vidējo izglītību ieguvušie respondenti mēdz prognozēt augstāku bezdarba līmeni nākamajos 12 mēnešos, nekā paredz augstāko izglītību ieguvušie respondenti. Visu grupu bezdarba līmeņa gaidu rādītājs līdz šim bijis būtiski augstāks nekā novērotais līmenis, un tas gaidu apsekojumos nav nekas neparasts.⁵ Atbilstoši bezdarba līmeņa gaidām darbinieki nesen norādīja, ka bijuši mazāk noraizējušies par varbūtību zaudēt darbu.

⁵ Sk., piemēram, Broer, T., Kohlhas, A., Mitman, K., Schlafmann, K., "Information and Wealth Heterogeneity in the Macroeconomy", *CEPR Discussion Paper*, No 15934, 2021. Atsevišķas gaidas attiecībā uz darba zaudēšanu sk., piemēram, Stephens, M., "Job loss expectations, realizations, and household consumption behavior", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 86, No 1, 2004, pp. 253–269.

B attēls

Gaidas attiecībā uz bezdarba līmeni nākamajos 12 mēnešos respondentu izglītības līmeņu dalījumā



Avots: CES.

Piezīmes. Dati attiecas uz vidējo bezdarba līmeņa gaidu rādītāju respondentu valstīs nākamajos 12 mēnešos. Izglītības līmenis attiecas uz pabeigtu augstākā līmeņa izglītību vai iegūto grādu atbilstoši Starptautiskajai izglītības standarta klasifikācijai (ISCED).

Darbavietu maiņa un peļņas gaidu uzlabošanās liecina, ka darbinieku izpratne par darba tirgus situāciju kopumā uzlabojusies (C att.).

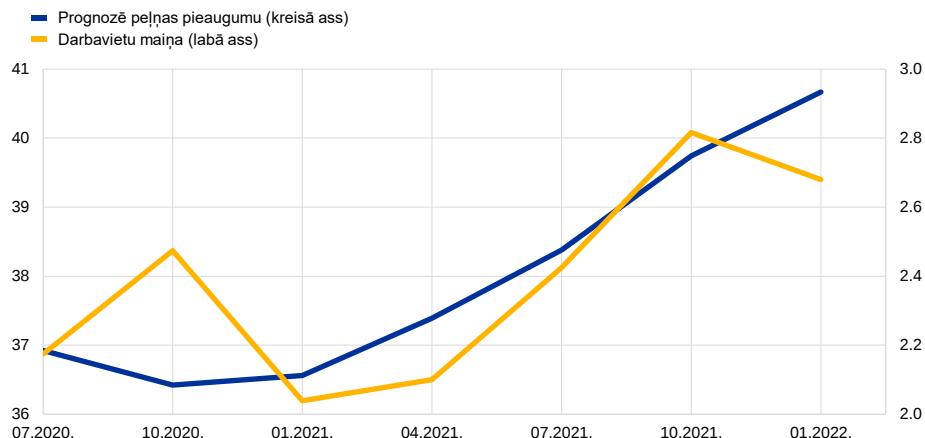
Tendence mainīt darbavietas mēdz būt vājāka ekonomiskās lejupslīdes laikā un pieaug ekonomiskā uzplaukuma fāzē. Tā kā uzplaukuma laikā darba tirgus apstākļi uzlabojas, uzņēmumi konkurē par citu uzņēmumu darbiniekiem, un strādājošie izmanto iespēju pāriet uz labāk atalgotām darbavietām. Tas, iespējams, nozīmē nelielu augšupvērstu spiedienu uz algām.⁶ CES dati liecina, ka to darbinieku īpatsvars, kuri ceturkšņa laikā pāriet uz citu uzņēmumu, stabili pieaudzis kopš 2021. gada janvāra, ja neņem vērā jaunākajos datos par 2022. gada janvāri redzamo nelielo kritumu, kas, iespējams, tiek skaidrots ar tiem pašiem faktoriem, kuri noteikuši darbaspēka līdzdalības līmeņa sarukumu. Vienlaikus ar aktīvāku pāreju no vienas darbavietas uz citu 2021. gadā bija vērojams arī to respondentu īpatsvara pieaugums, kuri paredz kopējo neto mājsaimniecību ienākumu kāpumu nākamajos 12 mēnešos, jo strādājošie, kuri meklēja darbu, arvien optimistiskāk vērtēja savu algu, nostrādāto stundu skaitu vai nodarbinātības iespējas kopumā.

⁶ Sk., piemēram, Karahan, F., Michaels, R., Pugsley, B., Şahin, A., Schuh, R., "Do Job-to-Job Transitions Drive Wage Fluctuations Over the Business Cycle?", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 107, No 5, 2017, pp. 353–357; un Moscarini, G., Postel-Vinay, F. "The Relative Power of Employment-to-Employment Reallocation and Unemployment Exits in Predicting Wage Growth", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, Vol. 107, No 5, 2017, pp. 364–368.

C attēls

Darbavietu maiņa un peļņas pieauguma gaidas

(kreisā ass: respondentu skaits (%); labā ass: darbinieku skaits (%))



Avots: CES.

Piezīmes. Darbavietu maiņa attiecas uz to respondentu, kuriem pirms trijiem mēnešiem bija darbs un kuri norāda, ka pie pašreizējā darba devēja strādā laiku, kas sāks par trijiem mēnešiem, īpatsvaru. Peļņas gaidas atspoguļotas kā to respondentu īpatsvars, kuri prognozē savu mājāsaimniecību neto ienākumu kāpumu nākamajos 12 mēnešos.

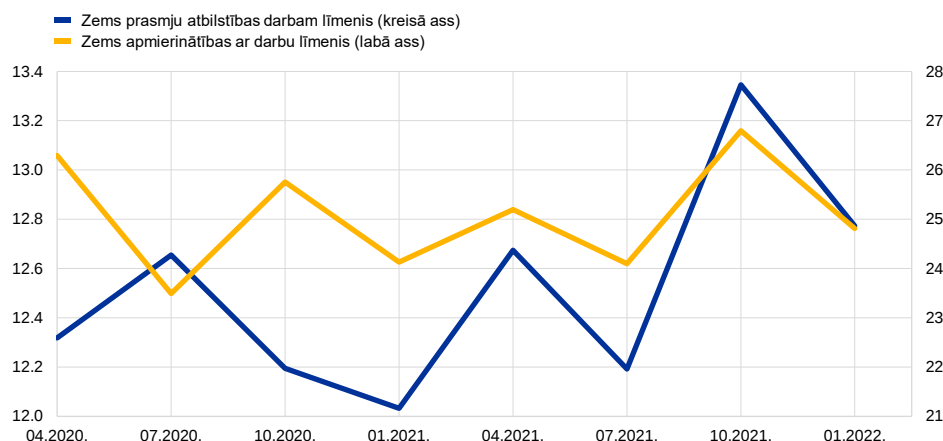
Vienlaikus strādājošie neuzskata, ka viņu darba apstākļi pandēmijas laikā būtu būtiski pasliktinājušies.

CES ietver jautājumus par to, kā respondenti vērtē savu prasmju atbilstību darbam un apmierinātību ar darbu, ļaujot iegūt informāciju par darba kvalitāti (sk. D att.). 2022. gada janvārī mazāk nekā 13% respondentu savā pašreizējā darbā šo atbilstības līmeni novērtēja kā zemu, un aptuveni 26% respondentu apgalvoja, ka viņu apmierinātība ar darbu ir zema. Neviens no šiem abiem rādītājiem neliecina par būtisku darba kvalitātes pasliktināšanos kopš pandēmijas sākuma, tādējādi norādot uz to, ka darba tirgus atveseļošanās nenosaka zemas kvalitātes darbavietu skaita pieaugums. Sasaistot šo informāciju ar atbildēm uz jautājumiem par darbavietu maiņu, var secināt, ka strādājošie, kuri maina darbavietas, visticamāk, norādīs uz lielāku prasmju atbilstību darbam un apmierinātību ar darbu.

D attēls

To strādājošo īpatsvars, kuru apmierinātība ar darbu un prasmju atbilstība darbam ir zema

(% no respondentiem)



Avots: CES.

Piezīme. To nodarbināto respondentu īpatsvars, kuri norāda uz prasmju zemu atbilstību darbam savā pašreizējā darbavietā, tiek definēts kā tie, kuri izvēlas viszemākās trīs vērtības skalā no 1 līdz 7, savukārt zema apmierinātība ar darbu tiek definēta kā to respondentu īpatsvars, kuri norāda uz divām viszemākajām vērtībām skalā no 1 līdz 5.

Kopumā CES liecina par pozitīvu darba tirgus dinamiku, savukārt pandēmija joprojām ietekmē atveseļošanās tempu. 2021. gadā palielinājās to strādājošo skaits, kuri ir aktīvi darba tirgū, un vienlaikus bija vērojams arī cerības atrast darbu zaudējušo strādājošo skaita kritums un bezdarba līmeņa sarukums. Tādējādi darbaspēka piedāvājums ir strauji reaģējis uz pieprasījuma kāpumu. Turklāt vairāk respondentu mainīja darbavietu, paaugstināja savas peļņas gaidas un prognozēja darba tirgus apstākļu uzlabošanos. Šīs norises liecina par dinamisku darba tirgu.

7. Kādi apakškomponenti ir ģpašnieka apdzīvota mājokļa izmaksu virzītājspēks?

Sagatavoja Rodolfo Arioli un Eduardo Gonsalvess (*Eduardo Gonçalves*)

2022. gada janvārī Eurostat sāka publicēt oficiālos euro zonas kopējos rādītājus kā daļu no ģpašnieka aizņemto mājokļu cenu indeksa (ĢAMCI). Šajā ielikumā aplūkoti šā indeksa dažādie apakškomponenti un sniegta sīkāka informācija par to korelāciju ar citiem cenu indikatoriem.

Ģpašnieka apdzīvota mājokļa izmaksas ietver izmaksas, kas saistģtas ar mājokļa iegādi un ģpašumtiesģbām.⁷ Iegādes izmaksas ir "pašu būvētu mājokļu un lielāku remontu" un "jaunu mājokļu pirkumu" izmaksas. Jauna mājokļa pirkumu uzskata gan par patģriņa daļu, gan aktģvu daļu, ar pirmo atspoguļojot ēkas sniegto pakalpojumu vērtģbu (piemģram, tās piedāvāto pajumti) un ar otro – pašas ēkas un zemes, uz kuras tā atrodas, vērtģbu.⁸ Turpretģ zemes cena nav iekļauta apakškomponentā "pašu būvēti mājokģi un lielāki remontģ", kas galvenokārt aptver tādu savrupu mājokļu būvniecģbas izmaksas, kuri būvēti uz zemes, kas jau pieder attiecģgajiem būvētāģiem. Ar ĢAMCI arī novģrtģ "citu pakalpojumu, kas saistģti ar mājokļu iegādi" izmaksas, piemģram, ģpašuma nodošanas nodokģus un maksas nekustamā ģpašuma aģentiem. Attiecģbā uz ģpašumtiesģbu izmaksām šis indekss galvenokārt attiecas uz "lielākiem remontdarbiem un uzturģšanu" un "apdrošināšanu, kas saistģta ar mājokģiem".⁹

2021. gadā iegādes izmaksas veidoja aptuveni 78% no SPCI euro zonas lģmenģ (A att.). "Pašu būvēti mājokģi un lielāki remontģ", "jaunu mājokļu pirkumi" un "citi ar mājokļu iegādi saistģti pakalpojumi" veidoja attiecģgi 45%, 21% un 12%. Atlikušie 22% no ĢAMCI bija saistģti ar ģpašumtiesģbu izmaksām, un "lielie remontdarbi un uzturģšana" veidoja 19%, bet "apdrošināšana saistģbā ar mājokģiem" – 3%.

⁷ Sk. arī ECB 2022. gada "Tautsaimniecģbas Biļetena" Nr.1 rakstu "[Owner-occupied housing and inflation measurement](#)" ("Ģpašnieka aizņemtu mājokļu un inflācijas mģrģjumi").

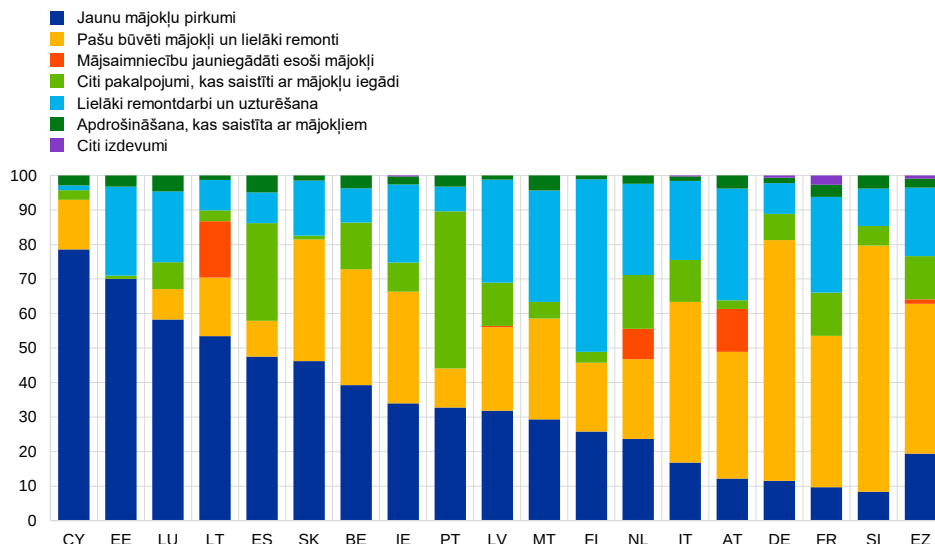
⁸ Sk. ielikumu "Work stream on inflation measurement" publikācijā [Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review](#), *Occasional Paper Series*, No 265, ECB, September 2021..

⁹ Iegādes izmaksas ietver arī "mājsaimniecģbu jauniegādātus esošus mājokģus", kas veido aptuveni 0.5% no euro zonas kopģjā indeksa. Tomģr, izņemot A attģlu, šģs apakškomponents nav ietverts šajā ielikumā sniegtajā analizģ, jo datu vāķšana ir saistģta ar kvalitātes problēmām, ko rada ierobeģotais aptvģrums un saskaņotģbas trūkums starp valstģim. Tas pats attiecas uz "citiem izdevumiem" – ģpašumtiesģbu izmaksu apakškomponentu, kas veido 0.9% no euro zonas kopģjiem rādģtāģiem.

A attēls

ĪAMCI sadalījums euro zonā

(%)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Nav pieejami dati par Grieķiju. Visi dati attiecas uz 2021. gadu.

Analizējot ĪAMCI euro zonas līmenī, ir svarīgi atzīmēt, ka atsevišķu

apakškomponentu relatīvā nozīme dažādās valstīs būtiski atšķiras.

Piemēram, Vācijā, Francijā un Itālijā apakškomponents "pašu būvēti mājokļi un lielāki remontu" ir daudz svarīgāks par "jaunu mājokļu pirkumiem", savukārt tādās valstīs kā Spānija ir gluži pretēji.

Euro zonas līmenī cenu dinamika apakškomponentos ievērojami atšķiras.

Cenu indekss "jaunu mājokļu pirkumiem" pēdējo 10 gadu laikā ir piedzīvojis visspēcīgāko vidējo gada pieaugumu (B att. a) panelis).¹⁰ Tomēr apakškomponents "pašu būvēti mājokļi un lielāki remontu" ir veidojis vislielāko devumu indeksa gada pieauguma tempā kopumā. Tam seko "jaunu mājokļu pirkumi". Patiešām, šie divi apakškomponenti kopā veidoja 5.0 procentu punktus no 6.6% gada pieauguma, kas attiecībā uz ĪAMCI tika kopumā reģistrēts 2021. gada 3. ceturksnī, un lielāko daļu pārējā pieauguma veidoja "lielāki remontdarbi un uzturēšana" (B att. b) panelis). Tā kā citi apakškomponenti veido mazāku ĪAMCI daļu un vērojamas mērenākas cenu norises, to atsevišķais devums gada vidējā pieaugumā ir pastāvīgi bijis mazāks, lai gan tie, kopā sagrupēti, joprojām ir nozīmīgi (kopā veidojot aptuveni trešdaļu no vidējā gada pieauguma kopš 2012. gada).

¹⁰ Kopš 2012. gada apakškomponenta "jaunu mājokļu pirkumi" cenu indeksa gada vidējais pieaugums ir bijis 2.4%; salīdzinājumam: "pašu būvēti mājokļi un lielāki remontu" – 2.1% un "lielāki remontdarbi un uzturēšana" – 1.6%.

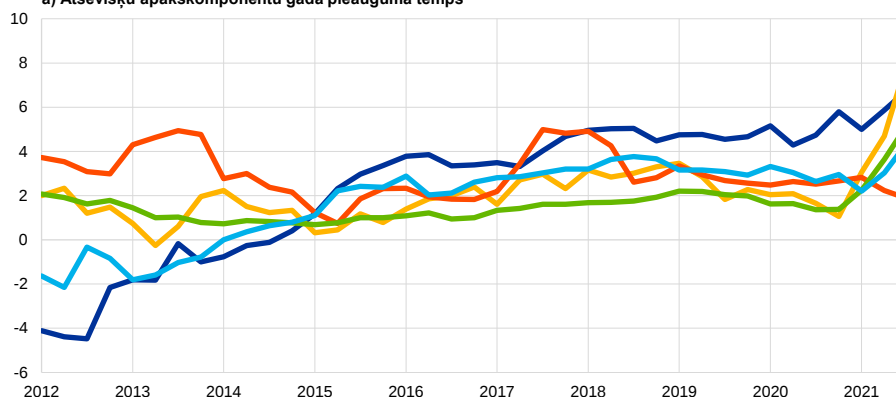
B attēls

Apakškomponentu devums īpašnieka apdzīvota mājokļa izmaksu gada pieaugumā

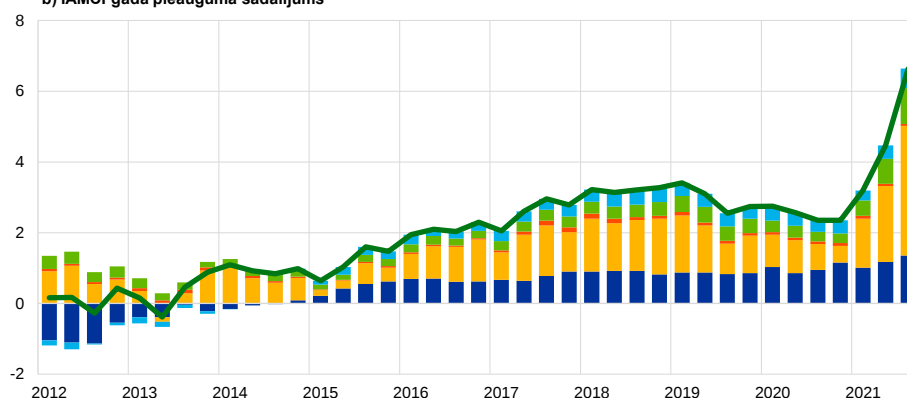
a) panelis: pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu, %; b) panelis: gada pārmaiņas, % un devums; procentu punktos)

- Jaunu mājokļu pirkumi (21%)
- Pašu būvēti mājokļi un lielāki remontu (45%)
- Apdrošināšana, kas saistīta ar mājokļiem (3%)
- Lielāki remontdarbi un uzturēšana (19%)
- Citi pakalpojumi, kas saistīti ar mājokļu iegādi (12%)
- ĪAMCI

a) Atsevišķu apakškomponentu gada pieauguma temps



b) ĪAMCI gada pieauguma sadalījums



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

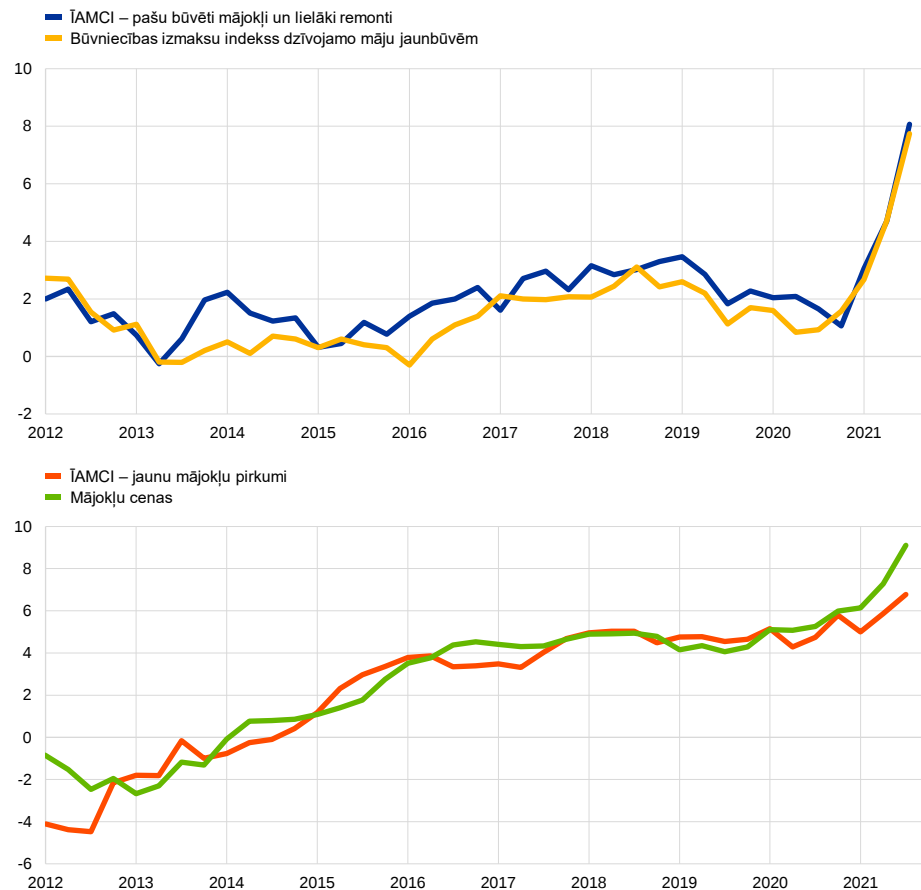
Piezīmes. Skaitļi, kas apzīmējumā ietverti iekavās, norāda attiecīgā apakškomponenta svaru ĪAMCI 2021. gadā. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2021. gada 3. ceturksnī.

Daži atsevišķi apakškomponenti ir cieši saistīti ar būvniecības izmaksām un mājokļu cenām. Piemēram, apakškomponenta "pašu būvēti mājokļi un lielāki remontu" gada pieauguma temps liecina par spēcīgu korelāciju ar būvniecības izmaksām, kas pieejamas īstermiņa uzņēmējdarbības statistikā (C att., augšējais panelis). Līdzīgi, "lielāki remontdarbi un uzturēšana" liecina par spēcīgu dinamikas sakritību ar apakškomponenta "mājokļa uzturēšanas un remonta pakalpojumi" SPCI datu laikrindām. Tīkmēr apakškomponents "jaunu mājokļu pirkumi" ir cieši saistīts ar mājokļu cenām (C att., apakšējais panelis).

C attēls

Korelācija starp ĪAMCI apakškomponentiem un citiem indeksiem

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

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

Kopumā ir vajadzīga papildu analīze, lai novērtētu SPCI un tā pamatā esošo apakškomponentu procesus laika gaitā.¹¹ Labāka izpratne par dažādajām

korelācijām palīdzēs arī izstrādāt veidus, kā veikt īstermiņa (un tālākas nākotnes) ĪAMCI norišu prognozes (piemēram, ja dati par konkrētām korelācijām būtu pieejami agrāk nekā ar 100 darbadienu nobīdi, ar kādu tiek publicēts ĪAMCI).

¹¹ Sk. arī ECB 2021. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 7 rakstu "[The euro area housing market during the COVID-19 pandemic](#)" ("Euro zonas mājokļu tirgus Covid-19 pandēmijas laikā") un ECB 2018. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 7 rakstu "[The state of the housing market in the euro area](#)" ("Mājokļu cikla stāvoklis euro zonā").

Statistika

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

© Eiropas Centrālā banka, 2022

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

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

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

Šajā numurā iekļautie statistiskie dati atbilst stāvoklim 2022. gada 9. martā.

ISSN 2363-3506 (PDF)

ES kataloga numurs QB-BP-22-002-LV-N (PDF)