

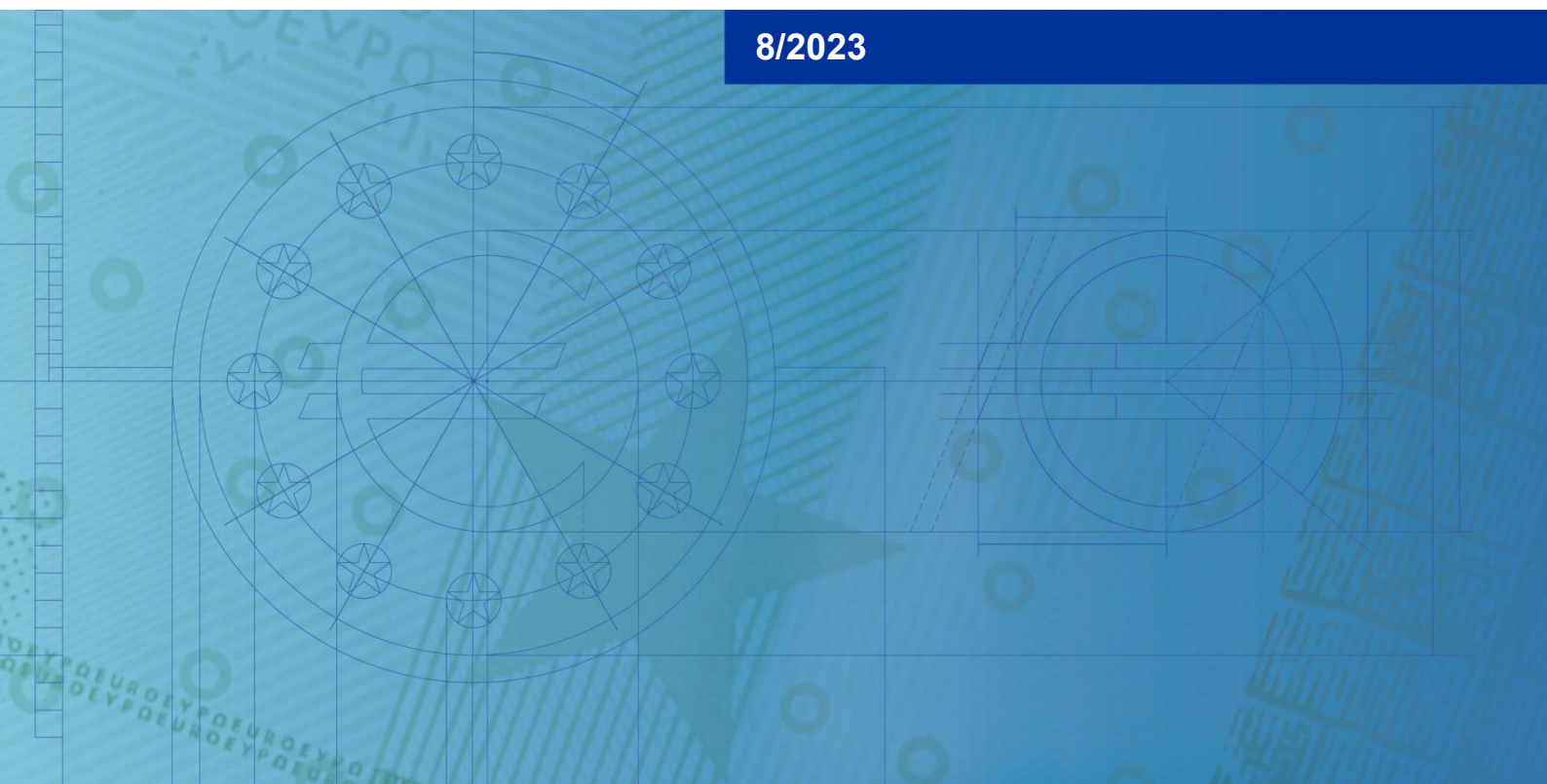


EIROPAS CENTRĀLĀ BANKA

EUROSISTĒMA

Tautsaimniecības Biļetens

8/2023



Saturs

Saturs	1
Tautsaimniecības, finansiālās un monetārās norises	2
Kopskats	2
1. Ārējā vide	8
2. Ekonomiskā aktivitāte	14
3. Cenas un izmaksas	22
4. Finanšu tirgus norises	29
5. Finansēšanas nosacījumi un kreditēšanas dinamika	35
6. Fiskālās norises	44
Ielikumi	48
1. ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus apstākļi un globālā tirgus reakcija uz ASV monetāro politiku	48
2. Ģeopolitisks risks un naftas cenas	54
3. Potenciālā izlaide īslaicīgu piedāvājuma šoku apstākļos	59
4. Monetārā politika un nesena apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitātes kritums	65
5. Mājsaimniecību ienākumu mērīšanas pamati	70
6. Likviditāte un monetārās politikas operācijas (2023.gada 2. augusts–31. oktobris)	78
7. Mājsaimniecību un uzņēmumu tīrie procentu ienākumi	85
8. Monetāro rādītāju dinamika stingrākas monetārās politikas cikla laikā	91
Statistika	99
Raksts*	
1. Liela apjoma darījumu veikšana ar centrālās bankas naudas līdzekļiem tehnoloģisko jauninājumu apstākļos	

* Raksts pieejams šā izdevuma angļu valodas versijā ECB tīmekļvietnē.

Tautsaimniecības, finansiālās un monetārās norises

Kopskats

Padome 2023. gada 14. decembra sanāksmē nolēma nemainīt trīs galvenās ECB procentu likmes. Lai gan inflācija pēdējos mēnešos samazinājusies, domājams, ka tuvākajā laikā tā atkal īslaicīgi pieaugs.¹ Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm eurozonai gaidāms, ka inflācija 2024. gada laikā pakāpeniski pazemināsies un pēc tam, 2025. gadā, tuvosies Padomes noteiktajam 2 % mērķrādītājam. Kopumā Eurosistēmas speciālisti prognozē, ka kopējā inflācija 2023. gadā būs vidēji 5.4 %, 2024. gadā – 2.7 %, 2025. gadā – 2.1 % un 2026. gadā – 1.9 %. Tātad salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2023. gada septembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm eurozonai 2023. gadam un īpaši 2024. gadam veikta lejupvērsta korekcija.

Pamatinflācija turpinājusi samazināties. Iekšzemes cenu spiediens gan joprojām ir paaugstināts. Tas galvenokārt saistīts ar vienības darbaspēka izmaksu spēcīgo kāpumu. Eurosistēmas speciālisti prognozē, ka inflācija (neietverot enerģijas un pārtikas cenas) 2023. gadā būs vidēji 5.0 %, 2024. gadā – 2.7 %, 2025. gadā – 2.3 % un 2026. gadā – 2.1 %.

Turpinās iepriekš veiktās procentu likmju paaugstināšanas spēcīga transmisija uz tautsaimniecību. Stingrāki finansēšanas nosacījumi vājina pieprasījumu, un tas palīdz samazināt inflāciju. Eurosistēmas speciālisti prognozē, ka tuvākajā laikā saglabāsies gausa tautsaimniecības izaugsme. Tālākā nākotnē gaidāms, ka tautsaimniecība atveseļosies sakarā ar reālo ienākumu kāpumu – iedzīvotājiem sajūtot inflācijas krituma un darba samaksas pieauguma labvēlīgo ietekmi – un ārējā pieprasījuma uzlabošanos. Tāpēc Eurosistēmas speciālisti paredz, ka izaugsmes temps kļūs straujāks, pieaugot no vidēji 0.6 % 2023. gadā līdz 0.8 % 2024. gadā un līdz 1.5 % 2025. un 2026. gadā.

Padome ir apņēmusies nodrošināt savlaicīgu inflācijas atgriešanos 2 % vidējā termiņa mērķrādītāja līmenī. Pamatojoties uz pašreizējo novērtējumu, Padome uzskata, ka galvenās ECB procentu likmes sasniegušas līmeni, kas, uzturēts pietiekami ilgi, būtiski veicinās šā mērķa sasniegšanu. Padomes turpmākie lēmumi nodrošinās, ka tās monetārās politikas procentu likmes tiks noteiktas pietiekami ierobežojošā līmenī tik ilgi, kamēr tas būs nepieciešams.

Padomes pieeja, tai nosakot ierobežojumu atbilstīgo apmēru un ilgumu, arī turpmāk balstīsies uz datiem. Konkrētāk, lēmumi par procentu likmēm būs atkarīgi no Padomes veiktā inflācijas perspektīvas novērtējuma, ņemot vērā saņemtos

¹ Šajā "Tautsaimniecības Biļetena" numurā iekļautie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 13. decembrī.

tautsaimniecības un finanšu datus, pamatinflācijas dinamiku un monetārās politikas transmisijas spēku.

Galvenās ECB procentu likmes ir būtiskākais monetārās politikas nostājas noteikšanas instruments. Padome 2023. gada 14. decembra sanāksmē nolēma arī turpināt Eurosistēmas bilances normalizēšanu. Tā paredz arī 2024. gada 1. pusgadā turpināt pilnībā atkārtoti ieguldīt pandēmijas ārkārtas aktīvu iegādes programmas (PĀAIP) ietvaros iegādāto un dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumus. 2024. gada 2. pusgadā Padome paredz samazināt PĀAIP portfeli vidēji par 7.5 mljrd. euro mēnesī. Padome paredz atkārtotu ieguldīšanu PĀAIP ietvaros pārtraukt 2024. gada beigās.

Ekonomiskā aktivitāte

Eurozonas tautsaimniecība 2023. gada 3. ceturksnī nedaudz saruka, galvenokārt krājumu samazināšanās dēļ. Domājams, ka stingrāki finansēšanas nosacījumi un neliels ārējais pieprasījums īstermiņā turpinās negatīvi ietekmēt ekonomisko aktivitāti. Īpaši nelabvēlīga perspektīva ir būvniecībā un apstrādes rūpniecībā – divās nozarēs, ko visvairāk ietekmē augstākas procentu likmes. Paredzams, ka tuvākajos mēnešos aktivitāte kļūs vājāka arī pakalpojumu nozarē. Tas skaidrojams ar ietekmi, ko rada vājāka rūpniecības aktivitāte, tautsaimniecības atkalatvēršanās efektu izzušana un plašākas stingrāku finansēšanas nosacījumu sekas.

Darba tirgus turpina atbalstīt tautsaimniecību. Bezdarba līmenis oktobrī bija 6.5 %, un nodarbinātība 3. ceturksnī pieauga par 0.2 %. Vienlaikus vājāka tautsaimniecība ierobežo pieprasījumu pēc darbiniekiem, un uzņēmumi pēdējo mēnešu laikā publicējuši mazāk darba sludinājumu. Turklāt, lai gan ir nodarbināts vairāk cilvēku, nostrādāto stundu kopskaits 3. ceturksnī saruka par 0.1 %.

Saskaņā ar 2023. gada decembra iespēju aplēsēm pieejamie īstermiņa rādītāji liecina, ka ekonomiskā aktivitāte 2023. gada 4. ceturksnī joprojām būs vāja. Tomēr paredzams, ka ar 2024. gada sākumu izaugsme nostiprināsies, jo reālie rīcībā esošie ienākumi inflācijas sarukuma, stabila darba samaksas pieauguma un noturīga nodarbinātības līmeņa ietekmē palielināsies un eksporta kāpums turēsies kopš ar ārējā pieprasījuma uzlabošanos. Stingrāka ECB monetārā politika un nelabvēlīgi kredītu piedāvājuma nosacījumi turpina noteikt ekonomisko attīstību, ietekmējot īstermiņa izaugsmes perspektīvu. Paredzams, ka šī negatīvā ietekme vēlāk aplēšu periodā izzudīs, tādējādi veicinot izaugsmi. Kopumā gaidāms, ka gada vidējais reālā IKP pieaugums samazināsies (no 3.4 % 2022. gadā līdz 0.6 % 2023. gadā), bet 2024. gadā palielināsies (līdz 0.8 %) un 2025. un 2026. gadā stabilizēsies (1.5 %). Salīdzinājumā ar 2023. gada septembra iespēju aplēsēm IKP pieauguma perspektīva 2023.–2024. gadam jaunāko datu publiskojumu un vājo apsekojumu datu ietekmē nedaudz samazināta, savukārt perspektīva 2025. gadam saglabājas nemainīga.

Enerģētikas krīzei atkāpjoties, valdībām būtu jāturpina ierobežot attiecīgos atbalsta pasākumus. Tas ir ļoti svarīgi, lai novērstu vidējā termiņa inflācijas spiediena pastiprināšanos, jo tā radītu nepieciešamību pēc vēl stingrākas monetārās politikas.

Fiskālajai politikai vajadzētu būt vērstai uz eurozonas tautsaimniecības produktivitātes uzlabošanu un pakāpenisku augstā valsts parāda līmeņa samazināšanu. Strukturālās reformas un ieguldījumi, kas vērsti uz eurozonas piegādes kapacitātes uzlabošanu, kuru nostiprinātu "Nākamās paaudzes ES" programmas pilnīga īstenošana, var palīdzēt mazināt cenu spiedienu vidējā termiņā, vienlaikus atbalstot zaļo un digitālo pārkārtošanos. Tāpēc ir svarīgi ātri panākt vienošanos par ES ekonomiskās pārvaldības sistēmas reformu. Turklāt obligāti jāpaātrina progress ceļā uz kapitāla tirgu savienību un banku savienības izveides pabeigšanu.

Inflācija

Saskaņā ar *Eurostat* ātro aplēsi inflācija 2023. gada oktobrī un novembrī samazinājās, novembrī gada pieauguma tempam noslīdot līdz 2.4 %. Šis kritums bija plašs. Enerģijas cenu inflācija turpināja samazināties, un pārtikas cenu inflācija arī saruka, tomēr kopumā saglabājās samērā augsta. 2023. gada decembrī inflācija, iespējams, palielināsies enerģijas izmaksu augšupvērstā bāzes efekta ietekmē. Eurosistēmas speciālisti prognozē, ka 2024. gadā inflācija samazināsies lēnāk. To noteiks turpmāki augšupvērsti bāzes efekti un tādu agrāko fiskālo pasākumu pakāpeniska atcelšana, kuru mērķis bija mazināt enerģijas cenu šoka ietekmi.

Inflācija (neietverot enerģijas un pārtikas cenas) 2023. gada oktobrī un novembrī samazinājās gandrīz par vienu procentu punktu, novembrī sarūkot līdz 3.6 %. Tas atspoguļo piedāvājuma nosacījumu uzlabošanos, agrāko enerģijas šoku ietekmes vājināšanos un stingrākas monetārās politikas ietekmi uz pieprasījumu un uzņēmumu cenu noteikšanas spēju. Preču un pakalpojumu inflācija samazinājās attiecīgi līdz 2.9 % un 4.0 %.

Oktobrī saruka visi pamatinflācijas rādītāji, bet iekšzemes cenu spiediens joprojām bija paaugstināts – to galvenokārt noteica spēcīgais darba samaksas pieaugums un darba ražīguma kritums. Ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāji lielākoties ir aptuveni 2 %. Daži uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji, kas iepriekš bija augsti, samazinās.

Saskaņā ar 2023. gada decembra iespēju aplēsēm paredzams, ka, neraugoties uz gaidāmo īslaicīgo inflācijas kāpumu, pamatā esošais inflācijas mazināšanās process turpināsies. Lai gan darbaspēka piedāvājums nedaudz uzlabosies, tiek prognozēts, ka tas joprojām būs ierobežots. Tam kopā ar agrākās augstās inflācijas kompensācijas ietekmi būtu jāsaglabā augsts nominālās darba samaksas pieaugums. Tomēr gaidāms, ka līdz ar inflācijas kompensācijas augšupvērstās ietekmes pakāpenisku izzušanu darba samaksas pieaugums aplēšu periodā palēnināsies. Peļņa 2022. gadā būtiski pieauga, taču paredzams, ka aplēšu periodā tā mazināsies un amortizēs darbaspēka izmaksu ietekmi. Kopumā, vērtējot, ka vidējā termiņa inflācijas gaidas saglabāsies līmenī, kas atbilst ECB noteiktajam 2 % inflācijas mērķrādītājam, paredzams, ka kopējā SPCI inflācija saruks no 5.4 % 2023. gadā līdz vidēji 2.7 % 2024. gadā, 2.1 % 2025. gadā un 1.9 % 2026. gadā. Salīdzinājumā ar 2023. gada septembra iespēju aplēsēm SPCI inflācijas prognozes

2023. un 2024. gadam samazinātas. To galvenokārt noteica zemāki jaunākie dati, nekā gaidīts, un zemāki pieņēmumi par enerģijas izejvielu cenām. Savukārt SPCI inflācijas prognozes 2025. gadam saglabājušās nemainīgas.

Risku novērtējums

Tautsaimniecības izaugsmes riski vēl arvien ir vairāk lejupvērsti. Izaugsmes temps varētu būt lēnāks, ja monetārās politikas ietekme izrādītos spēcīgāka, nekā gaidīts. Vājāka pasaules tautsaimniecība vai turpmāks pasaules tirdzniecības sarukums varētu kavēt arī eurozonas izaugsmi. Krievijas neattaisnojamais karš pret Ukrainu un traģiskais konflikts Tuvajos Austrumos ir galvenie ģeopolitisko risku avoti. To rezultātā var mazināties uzņēmumu un mājsaimniecību konfidence attiecībā uz nākotni. Izaugsme varētu būt straujāka, ja reālo ienākumu pieaugums palielinātu tēriņus vairāk, nekā gaidīts, vai pasaules tautsaimniecības izaugsme būtu spēcīgāka, nekā paredzēts.

Augšupvērstie riski, kas apdraud inflāciju, ietver paaugstinātu ģeopolitisko spriedzi, kas varētu īstermiņā palielināt enerģijas cenas, kā arī ekstrēmus laikapstākļu notikumus, kas varētu izraisīt pārtikas cenu kāpumu. Inflācija varētu būt arī augstāka, nekā gaidīts, ja inflācijas gaidas paaugstinātos virs Padomes noteiktā mērķrādītāja līmeņa vai darba samaksas vai peļņas maržu kāpums būtu spēcīgāks, nekā paredzēts. Tomēr inflācija var arī pārsteigt ar lejupvērstu tendenci, ja monetārā politika mazinās pieprasījumu vairāk, nekā gaidīts, vai ekonomiskā vide pārējā pasaulē negaidīti pasliktināsies, ko daļēji varētu noteikt nesensais ģeopolitisko risku pieaugums.

Finanšu un monetārie nosacījumi

Tirgus procentu likmes kopš Padomes 2023. gada 26. oktobra monetārās politikas sanāksmes būtiski sarukušas un ir zemākas, nekā speciālistu iespēju aplēsēs iekļautās likmes. Padomes īstenotā ierobežojošā monetārā politika joprojām spēcīgi atspoguļojas plašākos finansēšanas nosacījumos. Aizdevumu procentu likmes oktobrī atkal palielinājās līdz 5.3 % uzņēmumiem izsniegtajiem aizdevumiem un līdz 3.9 % hipotekārajiem kredītiem.

Augstākas aizņēmumu procentu likmes, vājš aizdevumu pieprasījums un stingrāki aizdevumu piedāvājuma nosacījumi vēl vairāk vājinājuši kreditēšanas dinamiku. Uzņēmumiem izsniegto aizdevumu gada pieauguma temps oktobrī palēninājās (līdz 0.3 %), un mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu dinamika arī saglabājās ierobežota (gada pieauguma temps – 0.6 %). Vājākas kreditēšanas dinamikas un Eurosistēmas bilances sarukuma apstākļos plašās naudas rādītājs, ko mēra ar M3, turpināja samazināties. Oktobrī tā gada krituma temps bija 1.0 %.

Atbilstoši savai monetārās politikas stratēģijai Padome padziļināti novērtēja saikni starp monetāro politiku un finanšu stabilitāti. Eurozonas bankas ir apliecinājušas savu noturību. Tām ir augsti kapitāla rādītāji, un to peļnītspēja salīdzinājumā ar

pēro gadu būtiski pieaugusi. Taču finanšu stabilitātes perspektīva joprojām ir trausla pašreizējā vidē, ko nosaka stingrāki finansēšanas nosacījumi, vāja izaugsme un ģeopolitiskā spriedze. Stāvoklis īpaši varētu pasliktināties, ja banku finansējuma izmaksas pieaugtu vairāk, nekā gaidīts, un ja lielākam skaitam aizņēmēju rastos grūtības atmaksāt aizņēmumus. Vienlaikus šāda scenārija kopējai ietekmei uz tautsaimniecību vajadzētu būt ierobežotai, ja finanšu tirgu reakcija būtu sistemātiska. Makrouzraudzības politika joprojām ir pirmā aizsardzības līnija pret finanšu ievainojamības pastiprināšanos, un ieviestie pasākumi palīdz saglabāt finanšu sistēmas noturību.

Monetārās politikas lēmumi

Galveno refinansēšanas operāciju procentu likme, kā arī aizdevumu iespējas uz nakti procentu likme un noguldījumu iespējas procentu likme netiek mainītas (attieciņi 4.50 %, 4.75 % un 4.00 %).

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

Padome paredz 2024. gada 1. pusgadā turpināt pilnībā atkārtoti ieguldīt PĀAIP ietvaros iegādāto un dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumus. 2024. gada 2. pusgadā Padome paredz samazināt PĀAIP portfeli vidēji par 7.5 mljrd. euro mēnesī. Padome paredz atkārtotu ieguldīšanu PĀAIP ietvaros pārtraukt 2024. gada beigās.

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

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

Secinājums

Padome 2023. gada 14. decembra sanāsmē nolēma nemainīt trīs galvenās ECB procentu likmes. Padome ir apņēmusies nodrošināt savlaicīgu inflācijas atgriešanos 2 % vidējā termiņa mērķrādītāja līmenī. Pamatojoties uz pašreizējo novērtējumu, Padome uzskata, ka procentu likmes sasniegušas līmeni, kas, uzturēts pietiekami ilgi, būtiski veicinās inflācijas savlaicīgu atgriešanos mērķrādītāja līmenī. Padomes turpmākie lēmumi nodrošinās, ka galvenās ECB procentu likmes tiks noteiktas pietiekami ierobežojošā līmenī tik ilgi, kamēr tas būs nepieciešams. Padomes pieeja, tai nosakot ierobežojumu atbilstīgo apmēru un ilgumu, arī turpmāk balstīsies uz datiem.

Padome 2024. gada 2. pusgadā paredz samazināt PĀAIP portfeli un 2024. gada beigās pārtraukt atkārtotu ieguldīšanu PĀAIP ietvaros.

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

1. Ārējā vide

Saskaņā ar aplēsēm globālā tautsaimniecība 2023. gadā palielinājās mērenā, bet stabilā tempā, atspoguļojot spēcīgu privāto patēriņu un noturīga darba tirgus atbalstu. Prognozēts, ka globālā izaugsme 2024. gadā nedaudz palēnināsies, galvenokārt saistībā ar attīstītajās valstīs īstenotās monetārās politikas stingrības palielināšanas ietekmi. Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs globālās izaugsmes perspektīva salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2023. gada septembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs ietvertu kopumā nav mainīta, un paredzams, ka globālās tautsaimniecības pieauguma temps iespēju aplēšu periodā joprojām būs lēnāks par vēsturisko vidējo pieauguma tempu. Pēc vājiem 2023. gada rādītājiem gaidāms, ka pasaules tirdzniecības kāpuma temps atlikušajā iespēju aplēšu periodā atkal palielināsies un kopumā pieaugs atbilstoši globālajai aktivitātei. Salīdzinājumā ar septembra iespēju aplēsēm gan pasaules importa, gan eurozonas ārējā pieprasījuma pieaugums 2023. gadam pārskatīts un paaugstināts, lielākoties saistībā ar labākiem, nekā lēsts, 2. un 3. ceturkšņa rezultātiem. Tomēr atlikušajam iespēju aplēšu periodam ārējā pieprasījuma kāpums pārskatīts un pazemināts salīdzinājumā ar septembra iespēju aplēsēm. Aplēses liecina, ka, izejvielu cenām turpinot sarukt un iekšzemes un ārvalstu cenu spiediena pārnesei mazinoties, eurozonas konkurentu eksporta cenas (nacionālajās valūtās) 2023. gada 2. ceturksnī strauji samazinājās. Paredzams, ka iespēju aplēšu periodā tās atkal pakāpeniski palielināsies un tuvināsies ilgtermiņa vidējam kāpuma tempam.

Pasaules tautsaimniecības izaugsme spēcīga privātā patēriņa un noturīga darba tirgus apstākļos 2023. gadā bija mērena, bet stabila. Globālo ekonomisko aktivitāti veicināja jaunietekmes valstis, t. sk. Ķīna, savukārt attīstīto valstu vidū globālo ekonomisko aktivitāti balstīja ASV.² Stabils iekšzemes pieprasījums un spēcīgs darba tirgus ASV noteica noturīgu izaugsmi, neraugoties uz būtisku monetārās politikas stingrības palielināšanu. Koronavīrusa (Covid-19) ierobežojumu atcelšana Ķīnā gada sākumā un plašāka privātā patēriņa atjaunošanās kompensēja mājokļu sektora vājo aktivitāti. Jaunākie dati par lielajām tautsaimniecībām sniedz neviendabīgu informāciju. Reālā IKP izaugsme 3. ceturksnī nostiprinājās gan Ķīnā, gan ASV, savukārt Apvienotajā Karalistē tā saglabājās nemainīga, bet Japānā – saruka, jo augstā inflācija Apvienotajā Karalistē un Japānā ierobežoja ekonomisko aktivitāti un patēriņu. Gaidāms, ka, izzūdot iepriekšējiem veicinošajiem faktoriem, pasaules reālā IKP pieaugums 4. ceturksnī nedaudz palēnināsies, un tas atbilst jaunākajiem globālā apvienotā produkcijas izlaides iepirkumu vadītāju indeksa (IVI) datiem. Pēc samazināšanās sešus mēnešus pēc kārtas apvienotais IVI novembrī kopumā stabilizējās un vēl arvien ir ekspansīvs. Tautsaimniecības nozaru IVI dati liecina, ka apstrādes rūpniecības aktivitāte joprojām bija gausa, un indekss turpina svārstīties neitrālās robežvērtības līmenī. Vienlaikus pakalpojumu nozarē pēc Covid-19 vērotais izaugsmes temps, šķiet, sācis sarukt, un šīs nozares IVI

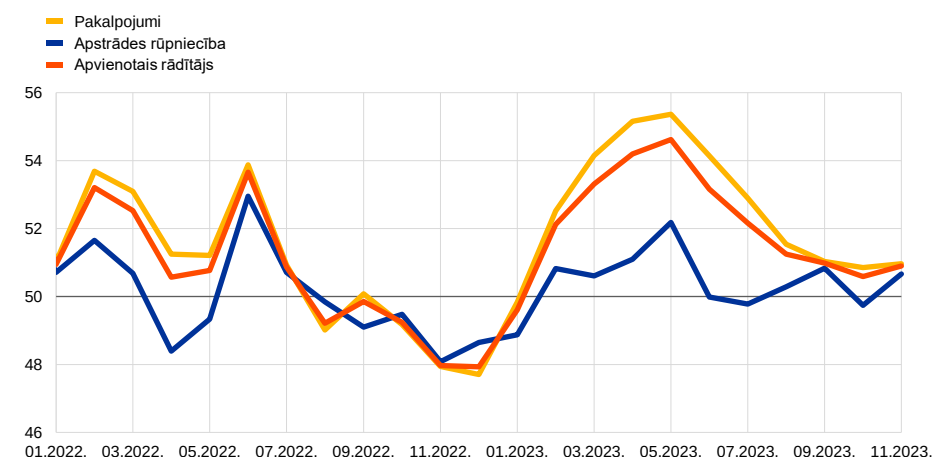
² Tā kā šajā iedaļā galvenā uzmanība pievērsta globālajām norisēm, visās atsaucēs uz pasaules un/vai globālajiem kopējiem ekonomiskajiem rādītājiem nav ietverta eurozona.

2. pusgadā pastāvīgi samazinājās, bet novembrī nedaudz stabilizējās virs neitrālās robežvērtības (1. att.).

1. attēls

Globālais produkcijas izlaides IVI (neietverot eurozonu)

(difūzijas indeksi)



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

Prognozēts, ka globālās tautsaimniecības pieauguma temps iespēju aplēšu periodā būs lēnāks par vēsturisko vidējo pieauguma tempu. Prognozēts, ka globālā izaugsme 2024. gadā nedaudz palēnināsies (līdz 3.1 %; 2023. gadā – 3.3 %), galvenokārt atspoguļojot attīstītajās valstīs īstenotās monetārās politikas stingrības palielināšanas novēloto ietekmi. Vienlaikus pārvērtētas attīstīto valstu izaugsmes prognozes. ASV reālā IKP kāpuma temps tika pārskatīts un palielināts, ņemot vērā pēdējā laikā vēroto ekonomisko noturību, kas liecina par "mīkstāku piezemēšanos" un vienmērīgāku inflācijas mazināšanās procesu, nekā gaidīts. Gaidāms, ka Apvienotā Karaliste spēs izvairīties no recesijas, tomēr izaugsmes prognoze 2024. un 2025. gadam tika pārskatīta un samazināta, lai atspoguļotu vājākus datus un monetārās politikas stingrības palielināšanas ietekmi augstas inflācijas apstākļos. Āzijas jaunietekmes valstu, t. sk. Ķīnas, izaugsmes perspektīva saglabājusies kopumā nemainīga. Paredzams, ka Ķīnas tautsaimniecības izaugsme iespēju aplēšu periodā pakāpeniski samazināsies saistībā ar strukturāliem faktoriem, piemēram, sabiedrības novecošanu. Paredzams, ka pasaules tautsaimniecības izaugsmes temps 2025. un 2026. gadā būs 3.2 % – zemāks par 2012.–2019. gada vēsturisko vidējo rādītāju (3.6 %). Salīdzinājumā ar 2023. gada septembra iespēju aplēsēm pasaules reālā IKP izaugsme 2023. un 2024. gadam pārskatīta un palielināta par 0.1 procentu punktu.

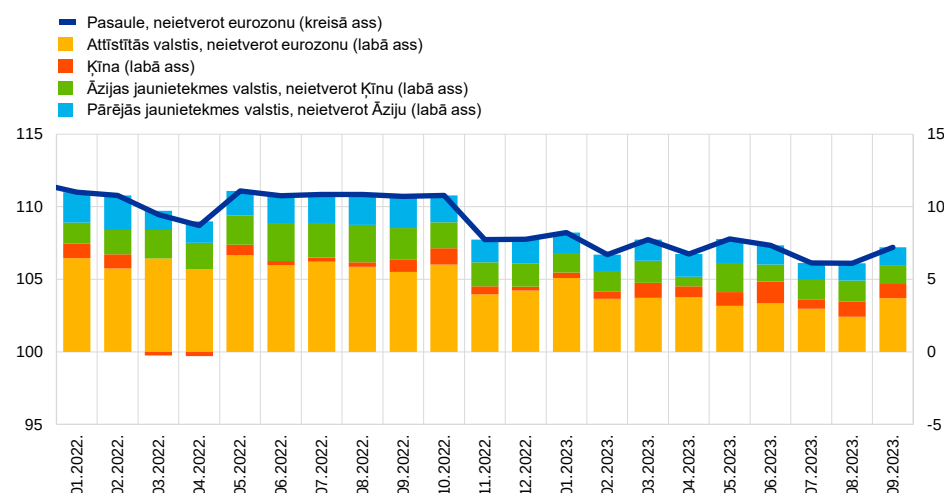
Patēriņa tendencēm pēc pandēmijas atgriežoties normālā līmenī, gaidāms, ka pasaules tirdzniecības pieaugums 2023. gadā būs saglabājies vājš, bet pēc tam atjaunosies. Tiek lēsts, ka tirdzniecības izaugsme 2023. gadā būs 1.1 % saistībā ar negatīvu ietekmes pārnesei, tomēr jau 2023. gada 2. ceturksnī vērojamas uzlabošanās pazīmes. Vājie tirdzniecības rādītāji gada izteiksmē skaidrojami ar to, ka globālajā izaugsmes struktūrā tirdzniecībai ir mazāka loma saistībā ar lielāku patēriņa īpatsvaru iekšzemes pieprasījumā un lielāku devumu, ko sniedz

jaunietekmes valstis, kam ir mazāks tirdzniecības elastīgums. Šogad tirdzniecības izaugsmi kavēja arī pakalpojumu patēriņa atjaunošanās saistībā ar pilnīgu Covid-19 ierobežojumu atcelšanu. Paredzams, ka globālā tirdzniecība iespēju aplēšu periodā pakāpeniski atgūsies un tās izaugsme paātrināsies atbilstoši pasaules ekonomiskajai aktivitātei, uzņēmumiem atjaunojot krājumus un precēm atkal veidojot lielāku īpatsvaru privātajā patēriņā. Tas atbilst jaunākajiem datiem par pasaules preču tirdzniecību – pēc kopumā nemainīgiem izaugsmes rādītājiem divos iepriekšējos mēnešos septembrī tie atkal kļuva pozitīvi (2. att.). Prognozēts, ka 2024. un 2025. gadā globālā tirdzniecība palielināsies par 3.0 % un 2026. gadā – par 3.2 %. Salīdzinājumā ar septembra iespēju aplēsēm šīs prognozes ir pārskatītas un pazeminātas (par 0.2 procentu punktiem 2024. gadam un par 0.3 procentu punktiem 2025. gadam), atspoguļojot pārvērtētās prognozes par tempu, kādā pasaules tirdzniecības elastīgums atgriezīsies gaidāmajā ilgtermiņa līmenī. Prognozēts, ka eurozonas ārējais pieprasījums 2024. gadā palielināsies par 2.6 %, 2025. gadā – par 2.9 % un 2026. gadā – par 3.1 %, un salīdzinājumā ar iepriekšējo prognožu kārtu eurozonas ārējā pieprasījuma prognozes gan 2024. gadam, gan 2025. gadam ir pārskatītas un samazinātas (attieciņi par 0.4 un 0.1 procentu punktu).

2. attēls

Pasaules preču importa pieaugums (neietverot eurozonu)

(indeksa devums, 2019. gada decembris = 100)



Avoti: CPB un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada septembrī.

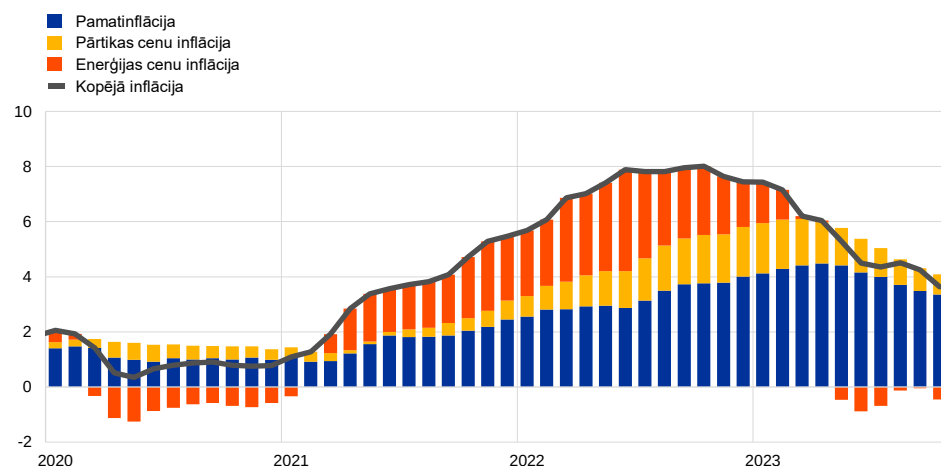
Globālās kopējās patēriņa cenu indeksa (PCI) inflācijas tendence joprojām ir lejupvērsta, un to nosaka zemākas enerģijas un pārtikas cenas. Savukārt pamatinflācija joprojām ir augsta. Kopējā PCI inflācija Ekonomiskās sadarbības un attīstības organizācijas (OECD) dalībvalstīs oktobrī pazeminājās līdz 5.6 % (septembrī – 6.2 %), atspoguļojot enerģijas un – mazākā mērā – pārtikas komponentu devuma mazināšanos. Paminācija (neietverot pārtikas un enerģijas cenas) saruka mazāk – līdz 6.5 % (septembrī – 6.6 %). Turcijā gada inflācija joprojām ir ļoti augsta, lai gan oktobrī tā nedaudz samazinājās (līdz 72 %; septembrī – 75 %). Neietverot Turciju, kopējā inflācija samazinājās līdz 3.6 % (septembrī – 4.2 %), savukārt pamatinflācija saruka no 4.4 % līdz 4.2 % (3. att.). Tiek

lēsts, ka, izejvielu cenām turpinot sarukt un iekšzemes un ārvalstu cenu spiediena pārnesei mazinoties, eurozonas konkurentu eksporta cenu kāpuma temps 2023. gada 2. ceturksnī noslīdēja zem to ilgtermiņa vidējā kāpuma tempa. Prognozēts, ka gadu mijā tās atkal pieaugs, mazinoties izejvielu cenu krituma kavējošajai ietekmei.

3. attēls

OECD patēriņa cenu inflācija

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



Avoti: OECD un ECB aprēķini.

Piezīmes. OECD kopējā rādītājā nav ietverta Turcija, un tas aprēķināts, izmantojot OECD patēriņa cenu indeksa gada svarus.

Pamatinflācija neietver pārtikas un enerģijas preču inflāciju. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada oktobrī.

Kopš 2023. gada septembra iespēju aplēsēm jēlnaftas cenas samazinājušās saistībā ar globālā pieprasījuma vājināšanos.

Saskaņā ar Starptautiskās Enerģētikas aģentūras sniegto informāciju Eiropas naftas pieprasījums 3. ceturksnī samazinājās aptuveni par 0.8 milj. barelu dienā, turklāt pēdējā laikā sācis sarukt arī ASV naftas pieprasījums. Attīstīto valstu pieprasījuma vājināšanās kompensēja augšupvērsto cenu spiedienu, ko radīja Ķīnas pastāvīgi spēcīgais naftas pieprasījums, OPEC+ lēmums pagarināt esošo brīvprātīgo ražošanas apjoma samazinājumu līdz 2024. gada 1. ceturksnim un palielināt apjoma samazinājumu par papildu 0.9 % no pasaules piedāvājuma, kā arī piedāvājuma riski saistībā ar konfliktu Tuvajos Austrumos. Samazinājās arī Eiropas gāzes cenas, jo pieprasījums apkures sezonas sākumā saglabājās zemāks par vēsturisko vidējo līmeni. Nesenie piedāvājuma riski saistībā ar Izraēlas gāzes ieguves vietas slēgšanu, Somiju un Igauniju savienojošā gāzes vada bojājumiem un iespējamām turpmākiem darbinieku streikiem sašķidrinātās gāzes terminālos Austrālijā tika atrisināti, un tas atspoguļojās finanšu tirgus cenās. Tomēr arī turpmāk cenu svārstīgumu gāzes tirgū nevar pilnībā izslēgt, jo cenas joprojām jutīgi reaģē uz dažādiem piegādes šokiem, kas līdzīgi 2023. gadā pieredzētajiem.

Salīdzinājumā ar 2023. gada septembra iespēju aplēsēm globālo finanšu nosacījumu stingrība attīstītajās valstīs svārstījās, un visbeidzot nedaudz mazinājās. Aplūkojamā perioda sākumā (no 2023. gada 14. septembra līdz 13. decembrim) globālo finanšu nosacījumu stingrība būtiski pastiprinājās visās attīstītajās valstīs, jo valdības ilgtermiņa obligāciju ienesīguma likmes tika

paaugstinātas – lielākoties saistībā ar augstāku atlīdzību par risku, valdot lielākai nenoteiktībai par nākotnes īstermiņa procentu likmēm. Tomēr nosacījumu stingrības palielināšanas ietekme tika vairāk nekā kompensēta pēc tam, kad izrādījās, ka inflācija vairākās valstīs bijusi nedaudz zemāka par gaidīto. Turklāt dažas centrālās bankas arī pieļāva iespēju, ka turpmāka procentu likmju kāpināšana, iespējams, nebūs nepieciešama. ASV tirgus gaidas par to, ka inflācija stabilas, bet arvien lēnākas izaugsmes apstākļos turpinās sarukt, noteica monetārās politikas gaidu pasliktināšanos un pastiprināja riska noskaņojumu. Kopumā riskantāku aktīvu cenu dinamika bija līdzīga procentu likmju svārstībām, periodu noslēdzot nedaudz augstākā līmenī.

ASV tautsaimniecības izaugsme 2023. gadā bija stabilāka, nekā iepriekš prognozēts, tomēr gaidāms, ka tā tuvākajā laikā palēnināsies, jo monetārās politikas stingrības palielināšanas rezultātā tiek ierobežoti tēriņi un darbaspēka tirgū rodas resursu pārpalikums. Reālais IKP 2023. gada

3. ceturksnī pieauga par 1.3 % salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni (par 5.2 % gada izteiksmē), un to noteica spēcīgs privātais patēriņš, krājumos veikto privāto ieguldījumu atjaunošanās un lieli valdības izdevumi. Augstas regularitātes rādītāji, piemēram, kredītkaršu maksājumu un mazumtirdzniecības dati, liecina par patērētāju tēriņu mazināšanos 4. ceturksnī. Turklāt studentu kredītu atmaksas atsākšana oktobrī un strauja uzkrājumu pārpalikuma samazināšana radīja papildu spiedienu uz māsaimniecību bilanci. Gaidāms, ka 2024. gada 2. pusgadā ekonomiskā izaugsme sāks atjaunoties. Gada kopējā PCI inflācija oktobrī saruka līdz 3.2 % (par 0.5 procentu punktiem zemāk nekā septembrī) galvenokārt saistībā ar enerģijas cenu kritumu, savukārt gada pamatinflācija pazeminājās vien nedaudz (līdz 4.0 %; par 0.1 procentu punktu zemāk nekā septembrī). Lai gan pakalpojumu cenu (neietverot ar mājokli saistīto pakalpojumu cenas) inflācija kopš šā gada sākuma ir sarukusi, oktobrī tā atradās augstā līmenī – nedaudz zem 4 %, savukārt pamatpreču un pamatpakalpojumu cenu inflācija ir samazinājusies.

Jaunākie Ķīnas rādītāji liecina, ka, neraugoties uz vājumu Ķīnas nekustamā īpašuma sektorā, tās ekonomiskā aktivitāte ir stabilizējusies. Reālā IKP kāpums 2023. gada 3. ceturksnī palielinājās līdz 1.3 % salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni, pārsniedzot tirgus gaidas. Šo uzlabojumu lielākoties noteica lielāki patēriņa izdevumi, bet īpašumos veikto ieguldījumu apjoms turpināja samazināties, lai gan tas notika lēnāk nekā iepriekšējos mēnešos. Rūpnieciskās ražošanas un mazumtirdzniecības mēneša rādītāji oktobrī turpināja uzlaboties. Māsaimniecību izdevumi, īpaši automobiļu iegādes un ceļošanas jomā, oktobrī negaidīti palielinājās saistībā ar Ķīnas Zelta nedēļu. Vienlaikus ar nekustamā īpašuma tirgu cieši saistīto preču un pakalpojumu piedāvājuma un patēriņa kāpums joprojām ir gauss, liecinot par Ķīnas tautsaimniecības atveseļošanos divos ātrumos. Gada kopējā PCI inflācija oktobrī atkal kļuva negatīva. Kopējā PCI inflācija septembrī saglabājās nemainīga, bet pēc tam samazinājās par 0.2 % salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu. Lejupslīde galvenokārt skaidrojama ar straujāku pārtikas cenu kritumu. Viskrasāk saruka cūkgaļas cenas, kas samazinājās par 30.1 % salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu, un gaidāms, ka cūkgaļas pārprodukcijas dēļ tās turpinās kristies. Pārtikas cenu norišu un vāja iekšzemes un ārējā pieprasījuma ietekmē inflācijas spiediens, iespējams, saglabāsies mērens.

Japānas tautsaimniecības atveseļošanās 2023. gada 3. ceturksnī apstājās, tomēr gaidāms, ka izaugsme 2023. gada 4. ceturksnī atkal būs pozitīva. Reālais IKP 2023. gada 3. ceturksnī saruka par 0.7 % salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni. Kritums bija straujāks, nekā gaidīts, un galvenokārt atspoguļoja krājumu negatīvo devumu un vāju iekšzemes pieprasījumu, un zināmā mērā arī augstās inflācijas ietekmi uz reālajiem ienākumiem. Mērenas reālā patēriņa atjaunošanās apstākļos gaidāms, ka reālā IKP pieaugums 4. ceturksnī atkal būs pozitīvs, tomēr izaugsme būs gausa. Gan kopējā inflācija, gan pamatinflācija oktobrī paaugstinājās, atspoguļojot pamatā esošo cenu kāpuma tempu. Gada kopējā inflācija palielinājās no 3.0 % līdz 3.3 %, galvenokārt atspoguļojot mazāku gada enerģijas cenu sarukumu, neraugoties uz to, ka joprojām augstā pārtikas cenu inflācija nedaudz mazinājās. Gada pamatinflācija (neietverot pārtikas un enerģijas cenas) oktobrī bija 2.7 % (par 0.1 procentu punktu augstāka nekā septembrī), atspoguļojot nelielu preču pamatinflācijas kāpumu un noturīgu pakalpojumu cenu inflāciju.

Apvienotajā Karalistē agrāk īstenotā monetārās politikas stingrības palielināšana arvien negatīvāk ietekmē mājsaimniecību tēriņus un privātos ieguldījumus. Reālā tautsaimniecības izaugsme 2023. gada 3. ceturksnī saglabājās zemā līmenī, jo vājāks iekšzemes pieprasījums kompensēja īpaši pozitīvu pakalpojumu eksporta devumu. Iekšzemes pieprasījuma vājināšanās liecina, ka agrāk īstenotā monetārās politikas stingrības palielināšana arvien vairāk ietekmē tautsaimniecību. Datu plūsma joprojām ir neviendabīga: mazumtirdzniecības rādītāji ir sarukuši un apvienotais IVI kopumā bijis mērens (lai gan novembrī tas paaugstinājās virs neitrālā sliekšņa līmeņa), savukārt citi uzņēmumu konfidences rādītāji jau sen uzlabojušies un reālie mājsaimniecību ienākumi palielinās. Paredzams, ka ierobežojošas fiskālās un monetārās politikas apstākļos ekonomiskā aktivitāte nākamajos ceturkšņos būs mērena. Gaidāms, ka gada beigās tā palielināsies, un to veicinās turpmāka reālās darba samaksas atjaunošanās. Gada kopējā PCI inflācija oktobrī būtiski samazinājās (līdz 4.6 %; septembrī – 6.7 %) negatīva enerģijas cenu devuma dēļ. Pamatinfācija saruka no 6.1 % septembrī līdz 5.7 % oktobrī, atspoguļojot gan pamatpreču, gan pamatpakalpojumu cenu inflācijas kritumu. Tomēr gaidāms, ka turpmāk inflācija samazināsies lēnāk, jo paredzams, ka pakalpojumu cenu inflācija saglabāsies augstā līmenī, ņemot vērā joprojām augsto darba samaksas kāpumu.

2. Ekonomiskā aktivitāte

Eurozonas tautsaimniecības izaugsme 2023. gada 2. pusgadā vēl vairāk vājinājusies, jo zemais konfidences līmenis, iepriekš vērotā konkurētspējas pazemināšanās, atsākusies ģeopolitiskā spriedze un stingrāki finansēšanas noteikumi negatīvi ietekmēja aktivitāti. Reālais IKP, kas šā gada 1. pusgadā pieauga tikai minimāli, 3. ceturksnī nedaudz samazinājās galvenokārt krājumu sarukuma dēļ. Nozaru līmenī rūpniecības izlaide kopš 2022. gada 4. ceturkšņa samazinājusies, lai gan nelielu atbalstu apstrādes rūpniecībai sniedza iepriekš neizpildīto pasūtījumu mazināšanās. Savukārt pakalpojumu aktivitāte turpināja pozitīvi ietekmēt izaugsmi 3. ceturksnī. Vienlaikus nodarbinātība 3. ceturksnī joprojām pieauga, lai gan kopējais nostrādāto stundu skaits pastāvīgā darbaspēka trūkuma apstākļos nedaudz saruka. Saņemtie dati par 2023. gada 4. ceturksni liecina, ka izaugsme, visticamāk, joprojām būs neliela, savukārt gaidāms, ka darba tirgus attīstība palēnināsies. Paredzams, ka izaugsmes temps 2024. gada pašā sākumā sāks palielināties, novēršot turpmākus satricinājumus un neraugoties uz pastāvīgiem nelabvēlīgo finansēšanas nosacījumu radītiem aktivitāti kavējošiem faktoriem, kuri laika gaitā tomēr varētu vājināties. Turklāt inflācijas sarukumam vajadzētu palīdzēt palielināt reālos ienākumus un eksporta kāpumam vajadzētu turēties kopsolī ar ārējā pieprasījuma uzlabošanos.

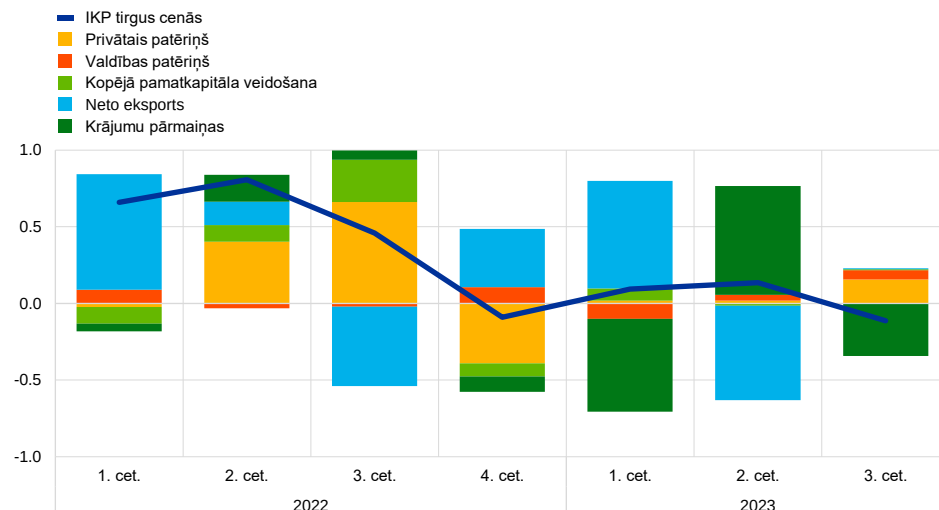
Šī perspektīva pamatā atspoguļota Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs eurozonai, kas paredz, ka reālā IKP gada kāpums 2023. gadā samazināsies līdz 0.6 %, 2024. gadā palielināsies līdz 0.8 % un gan 2025., gan 2026. gadā – līdz 1.5 %. Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2023. gada septembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm eurozonai IKP pieauguma perspektīva 2023. un 2024. gadam nedaudz samazināta, bet 2025. gadam tā nav mainīta.

Eurozonas tautsaimniecība 2023. gada 3. ceturksnī nedaudz saruka. Reālais IKP 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni samazinājās par 0.1 %, jo krājumu pārmaiņas daļēji atspoguļojot 2. ceturksnī lielos apjomos veidoto krājumu samazināšanos, kavēja izaugsmi (4. att.). Privātais patēriņš pēc divus ceturkšņus ilgas stagnācijas 3. ceturksnī nedaudz pieauga, un arī valdības patēriņš pozitīvi ietekmēja IKP izaugsmi, lai gan mazākā mērā. Nedaudz pozitīvais ieguldījumu devums slēpj ar būvniecību saistīto ieguldījumu pastāvīgās samazināšanās un ar būvniecību nesaistīto ieguldījumu joprojām pozitīvā pieauguma skaidri redzamo kontrastu. Eksporta un importa devums lielākoties kompensē viens otru. Pievienotās vērtības dalījuma redzams, ka starp nozarēm vērojamās atšķirības neizzūd arī 3. ceturksnī, pakalpojumu aktivitātei nedaudz palielinoties, bet pārējo nozaru, īpaši apstrādes rūpniecības, aktivitātei samazinoties.

4. attēls

Eurozonas reālais IKP un tā sastāvdaļas

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



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 3. ceturksnī.

Gaidāms, ka aktivitāte 2023. gada pēdējā ceturksnī joprojām būs vāja.

Rūpnieciskās ražošanas dati par oktobri liecina, ka apstrādes rūpniecības izlaide 4. ceturksnī joprojām samazinās. Saņemtie apsekojumu dati, kas pieejami par laikposmu līdz novembrim, norāda uz plašāku aktivitātes kritumu 4. ceturksnī. Tas atspoguļo gan ilgstošo apstrādes rūpniecības aktivitātes vājumu, gan lielāku iepriekš noturīgās pakalpojumu nozares aktivitātes samazināšanos. Apvienotais produkcijas izlaides iepirkumu vadītāju indekss (IVI) turpināja kristies, noslīdot zem izaugsmes robežvērtības (50) un zem 3. ceturkšņa vidējā rādītāja, neraugoties uz nelielu kāpumu novembrī salīdzinājumā ar oktobri, kas, iespējams, liecina par negatīvās tendences apstāšanos. Apstrādes rūpniecības produkcijas izlaides IVI joprojām ir stipri zems, jo iepriekšējais piegādes ķēžu apstākļu uzlabošanās sniegtais atbalsts, šķiet, ir beidzies un nepaveikto darbu apjoms apsīkst, savukārt jaunie pasūtījumi mazinās (5. att. a) panelis). Vāja aktivitāte, lai gan mazākā mērā, vērojama arī pakalpojumu nozarē, kur gan darījumu aktivitātes, gan jauno darījumu IVI rādītāji kopš augusta joprojām atrodas zem izaugsmes robežvērtības (5. att. b) panelis). Eiropas Komisijas ekonomiskā noskaņojuma rādītājs oktobrī un novembrī vēl nedaudz saruka, noslīdot zem 3. ceturkšņa vidējā rādītāja, atspoguļojot patērētāju un arī uzņēmumu konfidences pazemināšanos, lai gan dažas indikatīvās pazīmes liecina, ka konfidences pasliktināšanās novembrī ir apstājusies, sasniedzot lejupslīdes zemāko punktu. Vienlaikus pakalpojumu un īpaši apstrādes rūpniecības uzņēmumi ziņoja par vājāku pieprasījumu un stingrākiem finansēšanas nosacījumiem, kas šā gada 4. ceturksnī palielina ražošanas ierobežojumus.³

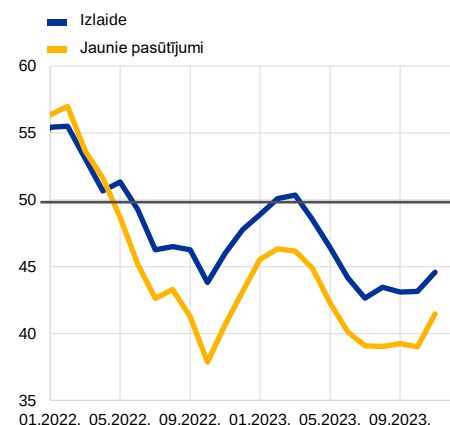
³ Sk. arī šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu "[Monetārā politika un nesensais apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitātes kritums](#)".

5. attēls

Dažādu tautsaimniecības nozaru IVI rādītāji

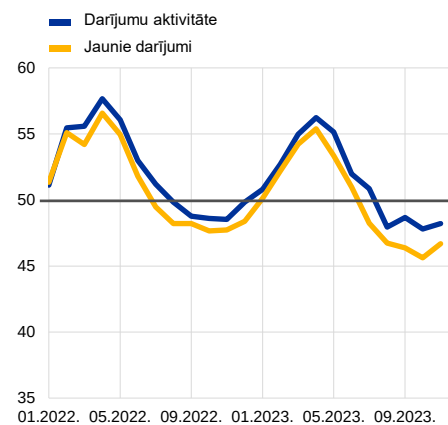
a) Apstrādes rūpniecība

(difūzijas indeksi)



b) Pakalpojumi

(difūzijas indeksi)



Avots: S&P Global Market Intelligence.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada novembrī.

Kopumā darba tirgus 2023. gada 3. ceturksnī joprojām bija noturīgs pret

ekonomiskās aktivitātes vājināšanos. Nodarbinātība 3. ceturksnī palielinājās par

0.2 %, savukārt kopējo nostrādāto stundu skaits samazinājās par 0.1 % (6. att.

a) panelis). Kopš 2019. gada 4. ceturkšņa nodarbinātība pieaugusi par 3.5 % un

kopējais nostrādāto stundu skaits – par 2.1 %. Tas nozīmē, ka vidējais nostrādāto

stundu skaits sarucis par 1.3 %, un tas saistīts ar notiekošo darbaspēka

saglabāšanu (tā daļa no darbaspēka ieguldījuma, kuru uzņēmums ražošanas

procesa attiecīgajā brīdī pilnībā neizmanto), kā arī ar citiem faktoriem, piemēram,

slimības dēļ prombūtnē pavadītā laika pieaugumu. Darbaspēks 2023. gada

3. ceturksnī atkal pieauga par 0.1 % un oktobrī vēl par 0.2 %. Tiek lēsts, ka

darbaspēks kopš 2022. gada decembra pieaudzis aptuveni par 1.5 milj. nodarbināto.

Bezdarba līmenis oktobrī bija 6.5 % – kopumā nemainīgs salīdzinājumā ar

septembri, un tas turējās tuvu zemākajam līmenim, kāds reģistrēts kopš euro

ieviešanas. Darbaspēka pieprasījums pakāpeniski samazinās, bet joprojām ir

augsts, un brīvo darbvieta rādītājs nedaudz samazinājies (līdz 2.9 %) un ir par

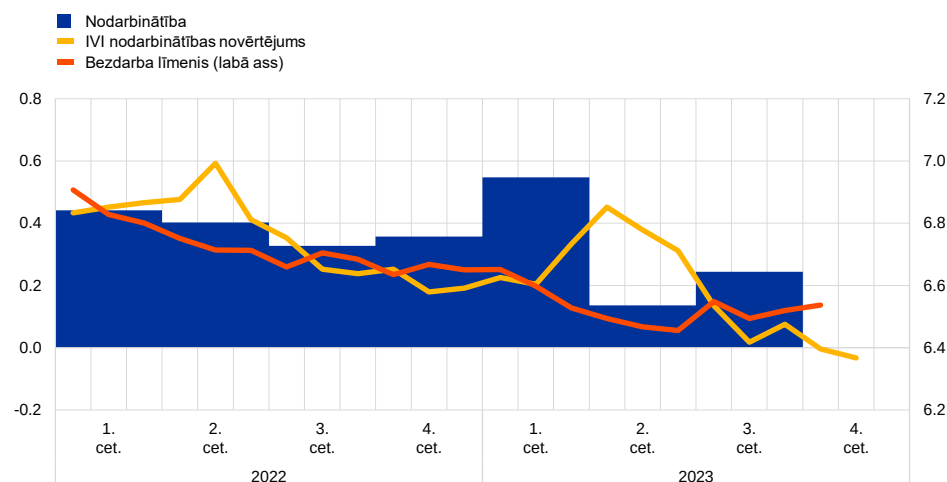
0.1 procentu punktu zemāks nekā iepriekšējā ceturksnī.

6. attēls

Eurozonas nodarbinātība, IVI nodarbinātības novērtējums, bezdarba līmenis un nozaru nodarbinātības IVI

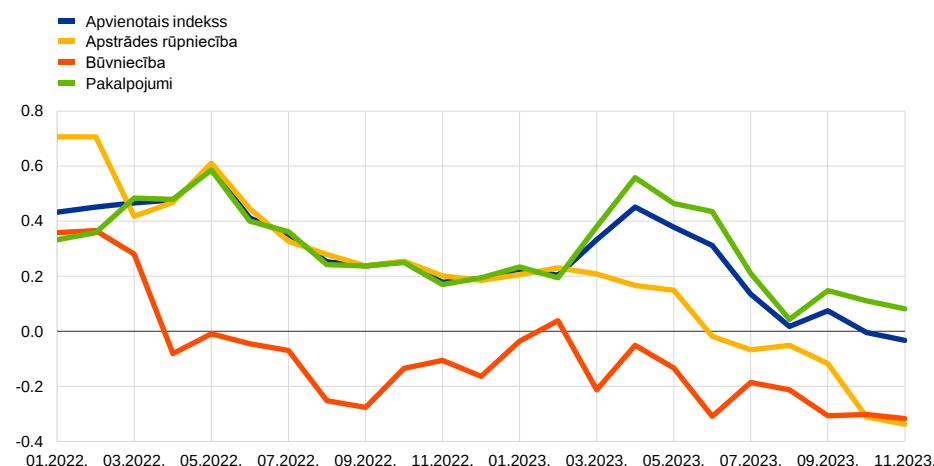
a) Nodarbinātība, IVI nodarbinātības novērtējums un bezdarba līmenis

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



b) Nozaru nodarbinātības IVI

(difūzijas indeksi)



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

Piezīmes. a) panelī abas līnijas atspoguļo mēneša norises, savukārt stabili – ceturksņa datus. IVI izteikts kā novirze no 50, dalīta ar 10. Jaunākie nodarbinātības dati atbilst stāvoklim 2023. gada 3. ceturksnī, IVI nodarbinātības novērtējuma dati – stāvoklim 2023. gada novembrī un bezdarba līmeņa dati – stāvoklim 2023. gada oktobrī. b) panelī redzami IVI, kas izteikti kā novirze no 50, dalīta ar 10.

Īstermiņa darba tirgus rādītāji liecina par nodarbinātības kāpuma

palēnināšanos 2023. gada 4. ceturksnī. Mēneša apvienotais IVI nodarbinātības

rādītājs saruka no 50.0 oktobrī līdz 49.7 novembrī; ja indeksa vērtība zemāka par robežvērtību (50), tā liecina par nodarbinātības samazināšanos. Šis rādītājs būtiski samazinājies salīdzinājumā ar aprīlī sasniegto augstāko līmeni (54.5). Pēdējā laikā vērotais kritums aptvēris visas nozares (6. att. b) panelis). Nozaru IVI liecina par lejupvērstiem riskiem apstrādes rūpniecībai un būvniecībai, kur indeksi ir zemāki par 50. Lai gan pakalpojumu IVI rādītājs joprojām ir nedaudz ekspansīvs, tas arī ir samazinājies un pašlaik ir tuvu robežvērtībai (50).

Privātais patēriņš 2023. gada 3. ceturksnī pieauga par 0.3 % pēc šā gada

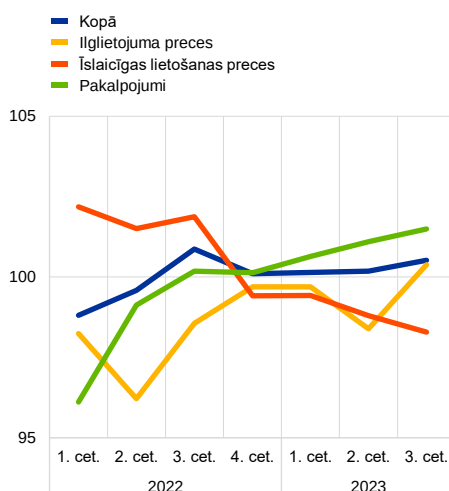
1. pusgadā vērotās stagnācijas (7. att. a) panelis). Šo kāpumu 3. ceturksnī galvenokārt noteica mājsaimniecību izmantoto pakalpojumu patēriņš, ko joprojām veicināja tautsaimniecības atkalatvēršanās ilgstošā ietekme. Pēc spēcīga krituma 2. ceturksnī tēriņi ilglietojuma preču iegādei 3. ceturksnī pieauga, galvenokārt atspoguļojot iepriekš iegādāto elektromobiļu un hibrīdautomobiļu piegāžu kavēšanos. Pēc būtiskas reģistrēto jauno vieglo automobiļu skaita palielināšanās tas oktobrī nedaudz saruka (par 0.8 %) un bija zemāks par 3. ceturksnī sasniegto līmeni. Turpretī tēriņi īslaicīgas lietošanas preču (un preču ar ierobežotu lietošanas laiku) iegādei 3. ceturksnī turpināja samazināties. Tas atspoguļojās mazumtirdzniecības apjumu kritumā, kuri, neraugoties uz nelielu kāpumu oktobrī salīdzinājumā ar iepriekšējo mēnesi, bija par 0.2 % mazāki nekā vidēji 3. ceturksnī.

7. attēls

Reālais privātais patēriņš un gaidas

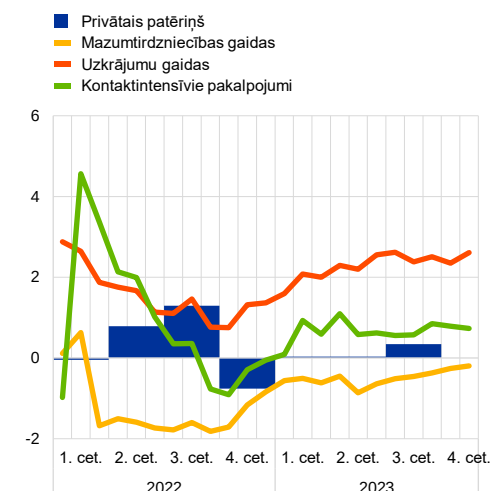
a) Privātais patēriņš un tā komponenti

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



b) Privātais patēriņš un mazumtirdzniecības nozares, uzkrājumu un pakalpojumu nozares gaidas

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni; %; standartizētas procentu starpības)



Avoti: Eurostat, Eiropas Komisija un ECB aprēķini.

Piezīmes: a) panelī patēriņa komponentu līmenis (iekšzemes koncepcija) ir mērogots, lai tas atbilstu kopējā privātā patēriņa līmenim (nacionālā koncepcija). Īslaicīgas lietošanas preces ietver preces ar ierobežotu lietošanas laiku. b) panelī uzkrājumu gaidas attiecībā uz nākamajiem 12 mēnešiem un mazumtirdzniecības uzņēmumu gaidas attiecībā uz nākamajiem 3 mēnešiem standartizētas laikposmā no 1985. gada līdz 2019. gadam. Gaidāmais kontaktintensīvo pakalpojumu pieprasījums nākamajos trijos mēnešos standartizēts laikposmā no 2005. gada līdz 2019. gadam (atbilstoši attiecīgajam katras laika garumam); "kontaktintensīvie pakalpojumi" ir izmitināšanas, ceļojumu un ēdināšanas pakalpojumi. Attiecībā uz a) paneli jaunākie novērojumi atbilst stāvoklim 2023. gada 3. ceturksnī un attiecībā uz b) paneli – stāvoklim 2023. gada 3. ceturksnī un 2023. gada novembrī.

Saņemtie apsekojumu dati joprojām liecina par preču iegādes tēriņu sarukumu gadu mijā. Eiropas Komisijas patērētāju konfidences rādītājs novembrī palielinājās pēc krituma trīs mēnešus pēc kārtas, bet tas joprojām bija zemāks par ilgtermiņa vidējo rādītāju. Novembra rezultāti atspoguļo gaidu uzlabošanos saistībā ar vispārējo tautsaimniecības perspektīvu un pašu mājsaimniecību finansiālo stāvokli. Vienlaikus Komisijas rādītāji par patērētāju gaidāmiem lielākiem pirkumiem un gaidāmo mazumtirdzniecības uzņēmējdarbību joprojām bija nelieli, neraugoties uz maziem uzlabojumiem mazumtirdzniecības uzņēmumu situācijā (7. att. b) panelis). Turpretī

gaidāmais pieprasījums pēc kontaktintensīviem pakalpojumiem, kurš novembrī bija noturīgs un pārsniedza vēsturisko vidējo rādītāju, nebija īpaši krities. Līdzīgi ECB oktobrī veiktā "Apsekojuma par patērētāju gaidām" (CES) dati liecina par stabilu gaidāmo pieprasījumu pēc brīvdienų ceļojumu rezervēšanas. Stingrāku finansēšanas nosacījumu transmisija uz reālo tautsaimniecību tuvākajā laikā, visticamāk, ierobežos mājsaimniecību aizņēmumus, saglabās lielas uzkrājumu veidošanas gaidas un mērenu patērētāju tēriņu kāpumu.⁴ Vienlaikus pirkjspējas pieaugumam vajadzētu palielināt patērētāju tēriņus situācijā, kad inflācija samazinās un darba tirgus apstākļi joprojām ir noturīgi.

Ieguldījumi uzņēmējdarbībā 2023. gada 3. ceturksnī pieauga, bet gaidāms, ka 4. ceturksnī tie samazināsies. Ar būvniecību nesaistīti ieguldījumi (neietverot Īrijas nemateriālos ieguldījumus) 2023. gada 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni palielinājās par 0.5 %. To noteica gan nemateriālo ieguldījumu, gan mehānismos un iekārtās veikto ieguldījumu kāpums (8. att. a) panelis). Eiropas Komisijas patērētāju konfidences apsekojumā, kā arī izlaides un jauno pasūtījumu IVI atspoguļotais pastāvīgais aktivitātes vājums 4. ceturksnī liecina par ieguldījumu samazināšanos. Uzņēmumus ietekmē arī negatīvie uzņēmumu tīrie procentu ienākumi, un nepaveikto darbu apjoma sniegtais atbalsts joprojām mazinās.⁵ Komisijas apsekojums par kapitālpreču ražošanas ierobežojumiem 4. ceturksnī apstiprināja pieprasījuma samazināšanos līdztekus tam, ka izzuda arvien vairāk aprīkojuma un jaudas trūkuma radīto šķēršļu. Tas atbilst jaudu izmantošanas sarukumam plašākā tautsaimniecībā, liecinot par nelielu nepieciešamību pēc ieguldījumiem ražošanas jaudas palielināšanai tuvākajā laikā. Tomēr gaidāms, ka ieguldījumi 2024. gadā un turpmāk pakāpeniski palielināsies, pieprasījumam atkal pieaugot, nenoteiktībai mazinoties un pašreizējai monetārās politikas stingrības palielināšanas un nelabvēlīgu kredītu piedāvājuma nosacījumu negatīvajai ietekmei izzūdot vidējā termiņā. Turklāt "Nākamās paaudzes ES" programmas ieviešanai vajadzētu piesaistīt privātos ieguldījumus.

⁴ Privātā patēriņa pieauguma pieticīgā perspektīva var atspoguļot arī patērētāju pesimistisko vērtējumu par nesenajām reālo ienākumu norisēm. Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu "[Mājsaimniecību ienākumu mērīšanas pamati](#)".

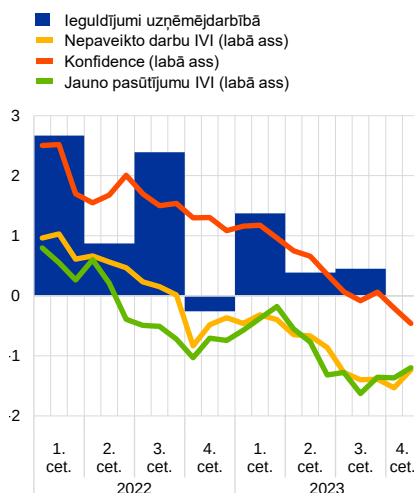
⁵ Sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumu "[Mājsaimniecību un uzņēmumu tīrie procentu ienākumi](#)".

8. attēls

Reālo ieguldījumu dinamika un apsekojumu dati

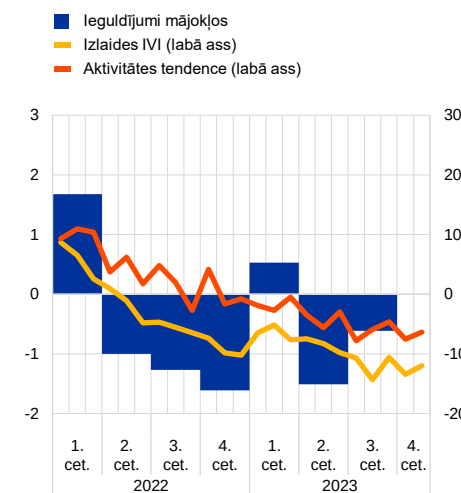
a) Ieguldījumi uzņēmējdarbībā

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



b) Ieguldījumi mājokļos

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



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

Piezīmes. Līnijas apzīmē mēneša norises, bet stabiņi – ceturkšņa datus. IVI izteikti kā novirze no 50. a) panelī ieguldījumus uzņēmējdarbībā mēra, izmantojot ar būvniecību nesaistītus ieguldījumus, neietverot nemateriālos ieguldījumus ģirijā. Līnijas attiecas uz kapitālpriekšu nozares reakciju, bet konfidences rādītāji iegūti no Eiropas Komisijas apsekojuma. b) panelī līnijas attiecas uz ēku būvniecības nozari. "Aktivitātes tendence" ir aktivitātes tendence salīdzinājumā ar iepriekšējiem trim mēnešiem, ko mēra ar Eiropas Komisijas apsekojuma datiem. Jaunākie dati par ieguldījumiem uzņēmējdarbībā un mājokļos atbilst stāvoklim 2023. gada 3. ceturksnī, bet dati par citiem posteņiem – stāvoklim 2023. gada novembrī.

Ieguldījumi mājokļos 2023. gada 3. ceturksnī atkal saruka, un tuvākajā laikā tie, visticamāk, joprojām turpinās samazināties.

Ieguldījumi mājokļos 2023. gada 3. ceturksnī salīdzinājumā ar iepriekšējo ceturksni samazinājās par 0.6 % pēc 1.5 % sarukuma 2. ceturksnī (8. att. b) panelis). Īstermiņa rādītāji liecina par turpmāku sarukumu 4. ceturksnī. Oktobrī un novembrī Eiropas Komisijas ēku būvniecības aktivitātes rādītājs pēdējos trijos mēnešos trešo ceturksni pēc kārtas nokritās zem vidējā rādītāja un mājokļu produkcijas izlaides IVI joprojām bija būtiski zem izaugsmes apstāšanās robežvērtības (50). Mājokļu noskaņojums, ko mēra ar Komisijas ceturkšņa apsekojuma datiem par māsaimniecību īslaicīgiem nodomiem remontēt, iegādāties vai būvēt mājokli, 2023. gada 4. ceturksnī nedaudz pasliktinājies. Līdzīgi saskaņā ar CES māsaimniecību izpratne par mājokli kā labu ieguldījumu oktobrī samazinājās. Vājā mājokļu veikto īstermiņa ieguldījumu perspektīva atbilst mājokļu būvatļauju izsniegšanas kopumā nozīmīgajai mazināšanās tendencei, ko rada būtiski stingrāki finanšu nosacījumi, kas nelabvēlīgi ietekmē mājokļu pieprasījumu. Māsaimniecību saņemto aizdevumu mājokļa iegādei apjoms oktobrī kārtējo reizi bija neliels, liecinot par to, ka mājokļu pieprasījuma atjaunošanās vēl nav aktuāla.

Eksporta kāpums 2023. gada 3. ceturksnī joprojām bija ierobežots, atspoguļojot vāju globālo pieprasījumu, euro kursa pieauguma novēloto ietekmi un augstās enerģijas cenas.

Trešajā ceturksnī eksporta apjoma ceturkšņa kāpums atkal bija negatīvs, jo vāja globālā tirdzniecība samazināja ārējo pieprasījumu pēc eurozonas precēm. Turklāt novēlotā ietekme, kuru radījis euro vērtības kāpums ar tirdzniecības apjomu svērtā izteiksmē, kas sākās 2022. gada

beigās, vājināja eurozonas konkurētspēju, un augstas enerģijas cenas vēl vairāk veicināja eksporta samazināšanos, īpaši energoietilpīgajās nozarēs. Preču importa samazināšanās 3. ceturksnī atbilda iekšzemes pieprasījuma vājumam un uzkrājumu sarukumam. Tādējādi tīrās tirdzniecības devums IKP izaugsmē 3. ceturksnī bija nedaudz pozitīvs. Raugoties nākotnē, apsekojumos balstītie rādītāji liecina par turpmāku eurozonas eksporta apjoma samazināšanos īstermiņā, jo jauni eksporta pasūtījumi gan gatavo preču, gan pakalpojumu jomā ir sarukuši.

Tālākā perspektīvā gaidāms, ka eurozonas aktivitāte pakāpeniski palielināsies, un to veicinās reālo ienākumu kāpums, nelabvēlīgu finansēšanas nosacījumu radītās ietekmes mazināšanās un ārējā pieprasījuma uzlabošanās. Novēršot turpmākus satricinājumus, gaidāms, ka IKP pieaugums pakāpeniski nostiprināsies, jo patēriņu arvien vairāk veicina inflācijas spiediena pazemināšanās un stabils darba ienākumu pieaugums ilgstoša spēcīga algu kāpuma apstākļos. Turklāt neseno negatīvo finansēšanas nosacījumu lejupvērstā ietekme uz ieguldījumiem izzudīs, un ārējā pieprasījuma kāpumam vajadzētu veicināt eurozonas eksporta pieauguma palielināšanos.

Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra iespēju aplēsēs eurozonai paredzēts, ka reālā IKP gada kāpums 2023. gadā samazināsies līdz 0.6 %, 2024. gadā palielināsies līdz 0.8 % un gan 2025., gan 2026. gadā – līdz 1.5 %. Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2023. gada septembra iespēju aplēsēm IKP izaugsmes perspektīva nedaudz samazināta gan 2023., gan 2024. gadam, bet 2025. gadam tā nav mainīta.⁶

⁶ Sk. Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai.

3. Cenas un izmaksas

Eurozonas kopējā inflācija 2023. gada novembrī bija 2.4 % (oktobrī – 2.9 %), taču enerģijas cenu augšupvērstu bāzes efektu ietekmē tā, iespējams, īstermiņā atkal īslaicīgi paaugstināsies. Inflācija (neietverot enerģijas un pārtikas cenas) novembrī samazinājās līdz 3.6 %, un visi pamatinflācijas rādītāji oktobrī turpināja sarukt. Tomēr iekšzemes cenu spiediens joprojām bija paaugstināts. Tas galvenokārt saistīts ar vienības darbaspēka izmaksu spēcīgo kāpumu. Lielākā daļa ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāju ir aptuveni 2 %. Daži uz tirgus instrumentiem balstītie un iepriekš augstie inflācijas kompensācijas rādītāji samazinās galvenokārt zemāku inflācijas riska prēmiju ietekmē. Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs eurozonai prognozēts, ka kopējā inflācija pakāpeniski saruks, sasniedzot vidēji 2.7 % 2024. gadā, 2.1 % 2025. gadā un 1.9 % 2026. gadā.

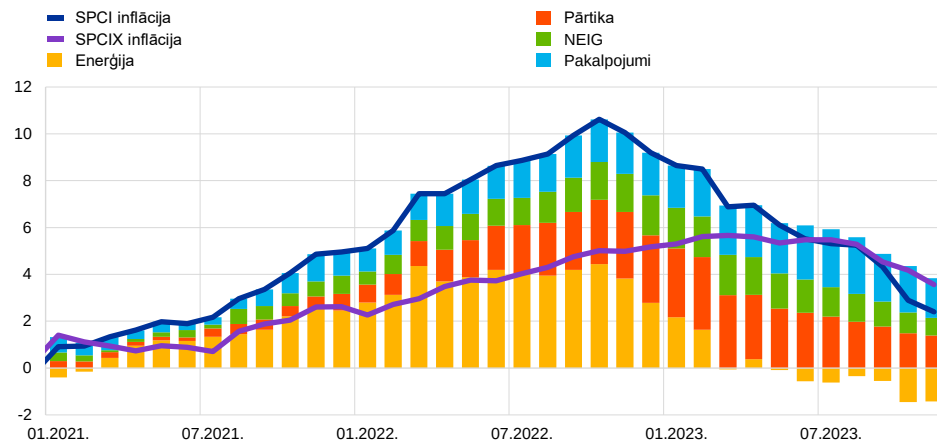
Saskaņā ar Eurostat ātro aplēsi SPCI inflācija novembrī turpināja samazināties līdz 2.4 % (oktobrī – 2.9 %; 9. att.).⁷ Šo samazinājumu izraisīja visu galveno apakškomponentu – proti, enerģijas, pārtikas, neenerģijas rūpniecības preču (NEIG) un pakalpojumu cenu – zemāks inflācijas rādītājs. Enerģijas cenu inflācija kļuva vēl negatīvāka. Novembrī tā sasniedza –11.5 % (oktobrī tā bija –11.2 %), atspoguļojot kritumu par 2.2 % salīdzinājumā ar iepriekšējo mēnesi. Arī pārtikas cenu inflācija turpināja sarukt, novembrī samazinoties līdz 6.9 % (oktobrī – 7.4 %), taču tā joprojām bija augsta. Šis samazinājums atspoguļoja apstrādātās pārtikas cenu lēnāku gada pārmaiņu tempu. Turpretī neapstrādātas pārtikas cenu gada pārmaiņu temps pieauga. To veicināja liels pieaugums salīdzinājumā ar iepriekšējo mēnesi un augšupvērstas bāzes efekts. SPCI inflācija (neietverot enerģijas un pārtikas cenas; SPCIX) novembrī saruka līdz 3.6 % (oktobrī – 4.2 %) abu tās galveno komponentu – NEIG un pakalpojumu cenu inflācijas – samazinājuma ietekmē. NEIG cenu inflācija novembrī samazinājās līdz 2.9 % (oktobrī – 3.5 %), atspoguļojot cenu spiediena pārneses nepārtraukto mazināšanos. Pakalpojumu cenu inflācija novembrī saruka līdz 4.0 % (oktobrī – 4.5 %).

⁷ Šajā "Tautsaimniecības Biļetena" numurā iekļautie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 13. decembrī. Eurostat galīgā aplēse 2023. gada 19. decembrī apstiprināja, ka eurozonas SPCI inflācija novembrī bija 2.4 %.

9. attēls

Kopējā inflācija un tās galvenie komponenti

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



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

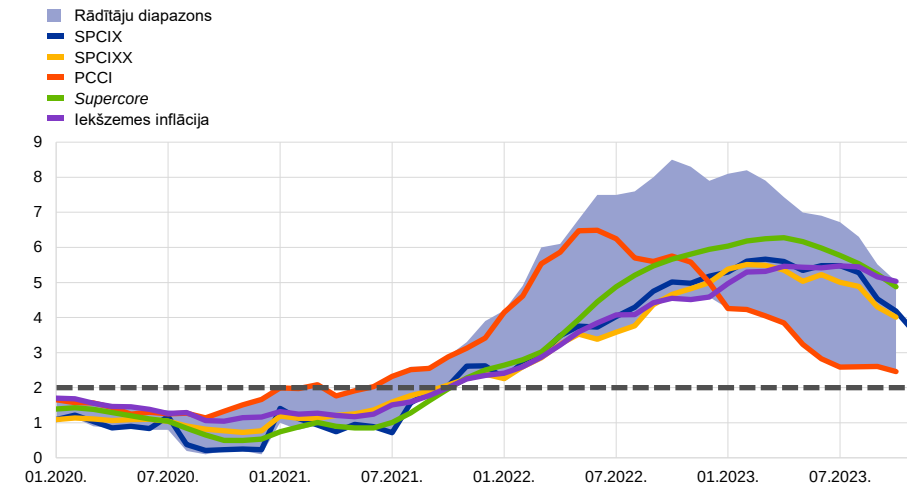
Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada novembrī (ātrā aplēse).

Jaunākie pieejamie dati liecina, ka visi pamatinflācijas rādītāji oktobrī turpināja samazināties, atspoguļojot enerģijas izmaksu un piegādes ķēžu agrāko šoku ietekmes mazināšanos, kā arī vājāku pieprasījumu stingrākas monetārās politikas apstākļos (10. att.). Lai gan visi pamatinflācijas rādītāji samazinās, pamatinflācijas dinamika nenoteiktība joprojām ir augsta. To apliecina pamatinflācijas rādītāju plašais diapazons – no *Persistent and Common Component of Inflation* (PCCI) 2.5 % apmērā līdz iekšzemes inflācijai 5.0 % apmērā. Tas rāda, ka vajadzīgs laiks, lai agrāko šoku ietekme uz lielāko daļu rādītāju pilnībā izzustu. *Supercore* rādītājs, kas ietver pret ekonomiskās attīstības cikla norisēm jutīgus SPCI posteņus, samazinājās no 5.2 % septembrī līdz 4.9 % oktobrī, savukārt uz modeli balstītais PCCI rādītājs tajā pašā periodā saruka vien nelielā mērā (no 2.6 % līdz 2.5 %). Iekšzemes inflācijas rādītājs (izņemot posteņus ar augstu importa īpatsvaru) ir bijis augsts visilgāk – 5.2 % septembrī un 5.0 % oktobrī –, atspoguļojot darba samaksas spiediena nozīmi. Tomēr pašlaik šis rādītājs ir samazinājies trīs mēnešus pēc kārtas.

10. 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), SPCI (neietverot enerģijas un pārtikas cenas; SPCIX), SPCI (neietverot enerģijas un pārtikas cenas, ar ceļošanu saistītos posteņus, apģērba un apavu cenas; SPCIXX), iekšzemes inflāciju, 10 % un 30 % apgrieztos vidējos rādītājus, PCCI un svērto medānu. Pelēkā pārtrauktā līnija atspoguļo ECB 2 % inflācijas mērķrādītāju vidējā termiņā. Jaunākie dati par SPCIX atbilst stāvoklim 2023. gada novembrī (ātrā aplēse), un jaunākie dati par pārējiem posteņiem atbilst stāvoklim 2023. gada oktobrī.

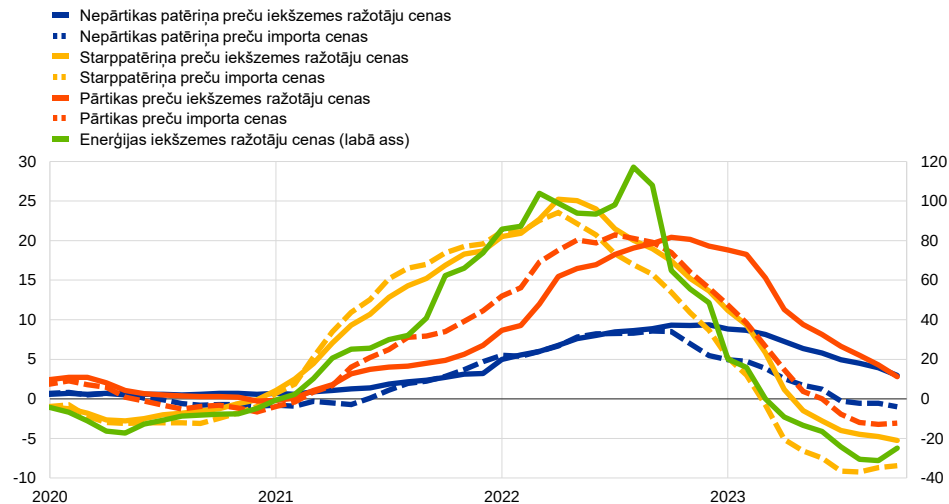
Cenu spiediena pārnese turpināja mazināties, jo agrāko šoku kumulatīvā

ietekme kļuva arvien vājāka (11. att.). Cenu noteikšanas ķēdes sākuma posmos cenu spiediens oktobrī turpināja mēreni samazināties. Starppatēriņa preču iekšzemes ražotāju pieauguma temps bijis negatīvs kopš maija un oktobrī turpināja samazināties līdz -5.3 % (septembrī tas bija -4.8 %), savukārt šo preču importa cenu inflācija turpināja sarukt strauji, šajā pašā periodā gan palielinoties no -8.7 % līdz -8.4 %. Enerģijas ražotāju cenu inflācija, kas bijusi negatīva kopš aprīļa, oktobrī pieauga līdz -25.0 % (septembrī tā bija -31.2 %). Cenu noteikšanas ķēdes vēlākajos posmos nepārtikas patēriņa preču iekšzemes ražotāju cenu inflācija oktobrī saruka līdz 3.0 % (septembrī - 3.9 %), apstiprinot uzkrātās cenu spiediena pārnesei pastāvīgo pakāpenisko mazināšanos. To pašu var teikt par cenu spiediena pārnesei patēriņa pārtikas segmentā, kurā pārtikas preču ražotāju cenu inflācija oktobrī turpināja samazināties līdz 2.8 % – zemākajam līmenim kopš 2021. gada aprīļa. Šo patēriņa preču kategoriju importa cenu gada pieauguma temps saglabājās negatīvs. Nepārtikas patēriņa preču importa cenu pieauguma temps oktobrī saruka līdz -1.0 % (septembrī tas bija -0.6 %), savukārt pārtikas preču importa cenu pieauguma tempa samazināšanās neturpinājās.

11. attēls

Cenu spiediena pārnese rādītāji

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada oktobrī.

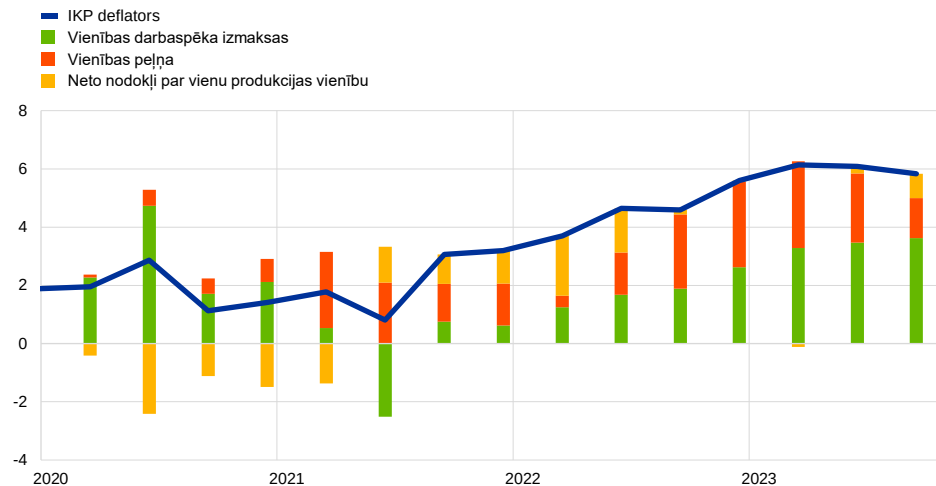
Iekšzemes cenu spiediens, ko mēra ar IKP deflatora pieaugumu, 2023. gada 3. ceturksnī samazinājās līdz 5.8 % (iepriekšējā ceturksnī – 6.1 %), jo vienības peļņas devums bija mazāks (12. att.). Vienības peļņas devums IKP deflatorā

2023. gada 3. ceturksnī saruka līdz 1.4 procentu punktiem (iepriekšējā ceturksnī – 2.4 procentu punkti), liecinot, ka peļņa sākusī amortizēt darba samaksas un darbaspēka izmaksu inflācijas spiedienu. Vienības darbaspēka izmaksu devums 3. ceturksnī nedaudz palielinājās (līdz 3.6 procentu punktiem; iepriekšējā ceturksnī – 3.5 procentu punkti). Nedaudz spēcīgāks vienības darbaspēka izmaksu gada pieaugums 3. ceturksnī atspoguļo negatīvāku darba ražīguma pieauguma tempu, savukārt darba samaksas kāpums, ko mēra ar atlīdzību vienam nodarbinātajam, 3. ceturksnī saruka līdz 5.2 % (2. ceturksnī – 5.5 %). Darba samaksas kāpums, ko mēra ar atlīdzību par vienu nostrādāto stundu, bija nemainīgs (5.2 %). Tas liecina, ka darbaspēka izmaksu spiediens joprojām ir spēcīgs. Pamatojoties uz šo dinamiku, vienošanās ceļā noteiktās darba samaksas pieaugums 2023. gada 3. ceturksnī turpināja nostiprināties, sasniedzot 4.7 % (iepriekšējā ceturksnī – 4.4%). Turklāt informācija, kas iegūta saistībā ar nesen vienošanās ceļā noteikto darba samaksu, turpina apliecināt, ka nākotnē gaidāms augsts darba samaksas spiediens, un pagaidām nenorāda uz skaidriem signāliem, kuri liecinātu par pavērsiena punktu vienošanās ceļā noteiktās darba samaksas pieauguma ziņā.

12. attēls

IKP deflatora dalījums

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



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

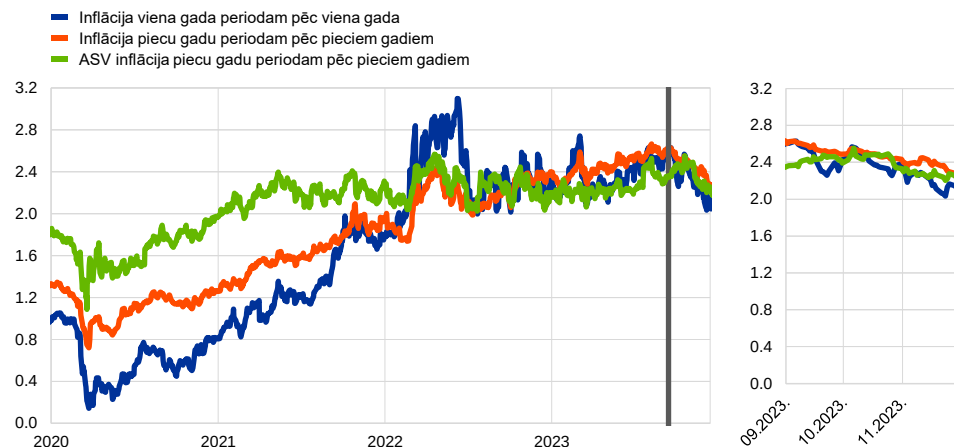
Piezīmes. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 3. ceturksnī. Attīdība vienam nodarbinātajam pozitīvi ietekmē vienības darbaspēka izmaksu pārmaiņas, savukārt darba ražīgums tās ietekmē negatīvi.

Uz apsekojumiem balstītie ilgāka termiņa inflācijas gaidu rādītāji joprojām bija aptuveni 2 %, savukārt uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji samazinājās. Gan ECB 2023. gada 4. ceturkšņa *Survey of Professional Forecasters*, gan ECB 2023. decembra *Survey of Monetary Analysts* medianālās ilgāka termiņa gaidas bija 2.0 %. Uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji (pamatojoties uz SPCI, neietverot tabakas cenas) kopš ECB Padomes septembra sanāksmes ir krasi samazinājušies, īpaši attiecībā uz tuvajiem termiņiem, jo septembra, oktobra un novembra inflācijas rādītāji, kas bija zemāki, nekā paredzēts, un gausā izaugsmes perspektīva mudināja tirgus dalībniekus leņupvērsti koriģēt inflācijas perspektīvu (13. att.). Viena gada nākotnes inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu procentu likme pēc viena gada saruka aptuveni par 50 bāzes punktiem (līdz 2.1 %). Ilgākā termiņā piecu gadu nākotnes inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu procentu likme pēc pieciem gadiem samazinājās aptuveni par 35 bāzes punktiem (līdz 2.3 %) no daudzgadu augstākā līmeņa, kuru tā sasniedza augusta sākumā, tomēr saglabājot augstu līmeni vēsturiskā skatījumā. Taču būtu jāņem vērā, ka šie uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji nav tiešs tirgus dalībnieku reālo inflācijas gaidu novērtējums, jo šie rādītāji ietver inflācijas riska prēmijas, kuras kompensē inflācijas riskus. Uz modeli balstītās reālo inflācijas gaidu aplēses (neietverot inflācijas riska prēmijas) aplūkojamā periodā nedaudz samazinājās un atspoguļo tirgus dalībnieku gaidas, ka inflācija ilgākā termiņā būs aptuveni 2 %. Runājot par patērētājiem, ECB 2023. gada oktobra Apsekojumā par patērētāju gaidām tika ziņots, ka kopējās inflācijas medianālās gaidas nākamajam gadam aizvien ir nemainīgas (4.0 %). Līdzīgi inflācijas gaidas trim gadiem stabilizējušās 2.5 % līmenī.

13. attēls

Uz tirgus instrumentiem balstītie inflācijas kompensācijas rādītāji

(gadā; %)



Avoti: Refinitiv, Bloomberg un ECB aprēķini.

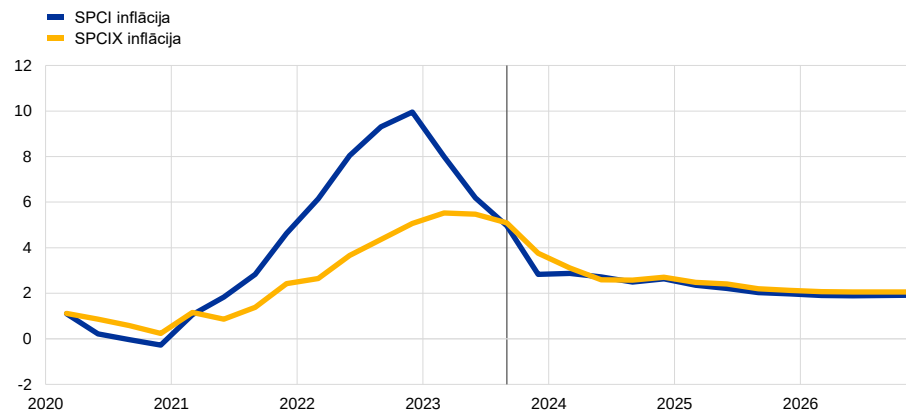
Piezīmes. Attēlā redzamas nākotnes inflācijai piesaistīto mijmaiņas darījumu procentu likmes dažādos periodos eurozonā un piecu gadu nākotnes līdzsvara inflācija pēc pieciem gadiem ASV. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2023. gada 14. septembrī). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 13. decembrī.

Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskajās iespēju aplēsēs prognozēts, ka kopējā inflācija samazināsies un sasniegs šādus vidējos rādītājus: 2023. gadā – 5.4 %, 2024. gadā – 2.7 %, 2025. gadā – 2.1 % un 2026. gadā – 1.9 % (14. att.). Šī inflācijas mazināšanās tendence virzībā uz 2 % mērķrādītāju atspoguļo sarūkošo enerģijas cenu inflāciju, stingrākas monetārās politikas ietekmi, cenu spiediena pārneses un piegādes problēmu pastāvīgo mazināšanos un to, ka ilgāka termiņa inflācijas gaidas joprojām ir stabilas. Paredzams, ka darba samaksas pieaugums aplēšu periodā palēnināsies, jo inflācijas kompensācijas augšupvērstā ietekme pakāpeniski izzudīs, taču darbaspēka izmaksas pamazām kļūst par SPCIX inflācijas galveno noteicējfaktoru. Peļņa aplēšu periodā mazināsies un amortizēs darbaspēka izmaksu ietekmi. Salīdzinājumā ar 2023. gada septembra iespēju aplēsēm kopējās inflācijas prognozes 2023. un 2024. gadam samazinātas attiecīgi par 0.2 un 0.5 procentu punktiem. To galvenokārt noteica zemāki jaunākie dati, nekā gaidīts, un zemāki pieņēmumi par enerģijas izejvielu cenām. Savukārt kopējās inflācijas prognozes 2025. gadam saglabājušās nemainīgas.

14. attēls

Eurozonas SPCI un SPCIX inflācija

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai.

Piezīmes. Vertikālā līnija iezīmē aplēšu perioda sākumu. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 3. ceturksnī (dati) un stāvoklim 2026. gada 4. ceturksnī (aplēses). Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses tika pabeigtas novembra beigās, un pēdējais datu aktualizēšanas termiņš attiecībā uz tehniskajiem pieņēmumiem bija 2023. gada 23. novembris. Gan vēsturiskie, gan faktiskie dati par SPCI un SPCIX inflāciju tiek apkopoti reizi ceturksnī.

4. Finanšu tirgus norises

Finanšu tirgus norises no 2023. gada 14. septembra līdz 13. decembrim noteica būtiskas svārstības ASV valsts kases vērtspapīru ienesīguma likmēs, kā arī publiskotie dati par zemāku, nekā gaidīts, inflāciju eurozonā. Gaidas attiecībā uz eurozonas monetārās politikas likmēm, kuras plānots noteikt nākamajās Padomes sanāksmēs un kuras tiek iecenotas īstermiņa bezriskā procentu likmēs, laikposmā starp septembra un oktobra sanāksmi saglabājās kopumā stabilas. Tas liecināja, ka tirgus dalībnieku skatījumā monetārās politikas likmes ir sasniegušas augstāko punktu un kādu laiku tiks saglabātas nemainīgas. Pēc oktobra sanāksmes gaidas par monetārās politikas likmju kāpumu būtiski samazinājās, jo mērenāki, nekā gaidīts, inflācijas rādītāji radīja pamatu gaidām, ka inflācijas temps varētu samazināties straujāk, nekā prognozēts. Ilgāka termiņa bezriskā procentu likmes sākotnēji paaugstinājās, attiecīgo termiņu ASV procentu likmju ietekmei atspoguļojoties arī eurozonas procentu likmēs. Vēlāk šī tendence pavērsās pretējā virzienā, jo ASV procentu likmes pazeminājās un eurozonas inflācijas rādītāji bija zemāki, nekā gaidīts. Kopumā eurozonas nominālās ilgtermiņa bezriskā procentu likmes pēc septembra sanāksmes būtiski pazeminājās. Valstu valdības obligāciju ienesīguma likmes samazinājās aptuveni tādā pašā tempā kā bezriskā procentu likmes, un tas notika samērā līdzīgi visā eurozonā. Riskanto aktīvu cenas sākotnēji samazinājās diskonta likmju palielināšanās dēļ. Tomēr, likmēm samazinoties, riskanto aktīvu cenas krietni paaugstinājās un kopumā atradās augstākā līmenī nekā septembra sanāksmes laikā. Visbeidzot euro kurss ar tirdzniecības apjomu svērtā izteiksmē valūtas tirgos nedaudz samazinājās.

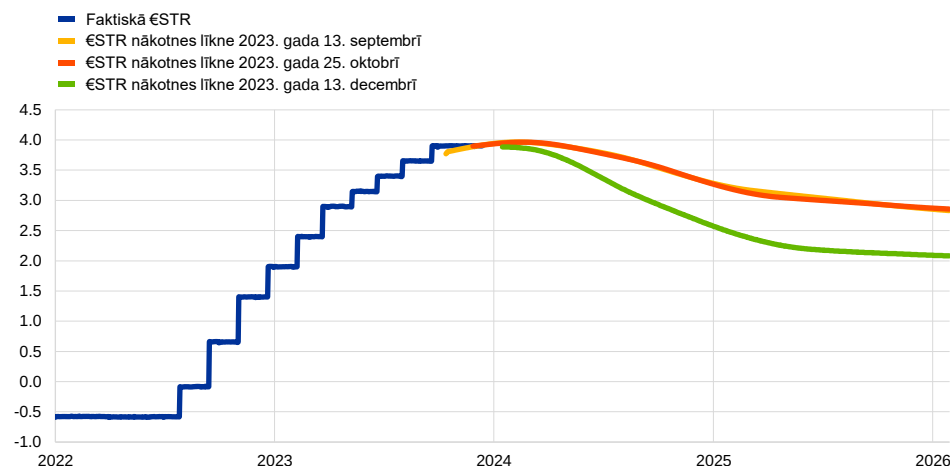
Uz nakti izsniegto kredītu indeksa mijmaiņas darījumu (OIS) nākotnes līkne laikā starp Padomes septembra un oktobra sanāksmēm kopumā nemainījās, bet pēc tam būtiski pazeminājās (15. att.). Vidējā euro īstermiņa etalonlikme (€STR) aplūkojamajā periodā bija 3.9 %. Tā cieši sekoja noguldījumu iespējas procentu likmei, kuru Padome 2023. gada 14. septembra monetārās politikas sanāksmē paaugstināja par 25 bāzes punktiem no 3.75 % līdz 4 %. Likviditātes pārpalikums samazinājās aptuveni par 79 mljrd. euro, sasniedzot 3584 mljrd. euro. To galvenokārt noteica trešā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopuma (ITRMO III) ietvaros veiktās atmaksas un aktīvu iegādes programmas (AIP) portfeļa samazināšanās, jo Eurosistēma vairs atkārtoti neiegulda dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumus. OIS procentu likmes, kuras noteiktas, pamatojoties uz €STR, un kuras bija spēkā nākamo Padomes sanāksmju laikā, laikposmā starp septembra un oktobra sanāksmēm bija kopumā stabilas. Tas norādīja uz tirgus dalībnieku gaidām, ka ar septembrī veikto monetārās politikas likmju paaugstināšanu būs sasniegts šo likmju kāpināšanas cikla augstākais punkts un tās kādu laiku saglabāsies pašreizējā līmenī. Nākotnes likmes pēc oktobra sanāksmes būtiski pazeminājās, jo zemāki, nekā gaidīts, eurozonas inflācijas rādītāji apvienojumā ar gausas izaugsmes perspektīvu lika tirgus dalībniekiem pārvērtēt inflācijas perspektīvu. Nākotnes līknē 13. decembrī bija iecenota 2024. gada pavasarī veiktā pirmā pilnīgā procentu likmju samazināšana par 25 bāzes punktiem, liela procentu likmju pazemināšanas varbūtība uzreiz pēc marta sanāksmes, kā arī

kumulatīvā procentu likmju pazemināšana 2024. gada laikā aptuveni par 140 bāzes punktiem.

15. attēls

€STR nākotnes procentu likmes

(gadā; %)



Avoti: Thomson Reuters un ECB aprēķini.

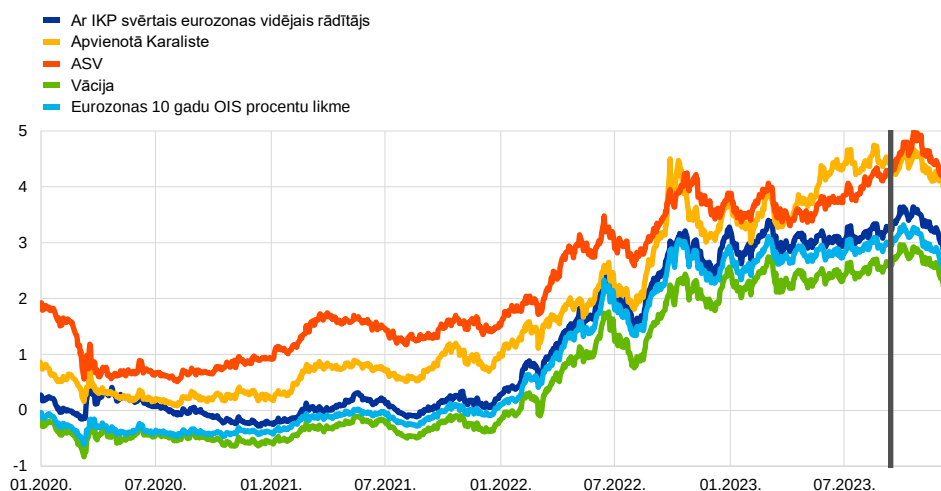
Piezīme. Nākotnes līkni aprēķina, izmantojot tagadnes OIS (€STR) procentu likmes.

Eurozonas ilgtermiņa bezriskā procentu likmes būtiski svārstījušās, galvenokārt atspoguļojot ilgtermiņa ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīguma likmju dinamiku, un ir būtiski zemākā līmenī nekā pirms septembra sanāksmes (16. att.). Aplūkojamā perioda sākumā ilgtermiņa bezriskā procentu likmes būtiski paaugstinājās: 10 gadu euro OIS procentu likme oktobra vidū atradās aptuveni par 30 bāzes punktiem augstāk nekā dienā pirms septembra sanāksmes. Šķiet, šo kāpumu galvenokārt noteica ASV ietekme, jo tās ilgtermiņa procentu likmju kāpums bija spēcīgāks nekā eurozonā. Tāpēc eurozonas ilgtermiņa bezriskā procentu likmju kāpums ne tikai izzuda, bet to nomainīja kritums, jo ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīguma likmes sāka pazemināties no augstākā līmeņa, eurozonas inflācijas rādītāji bija negaidīti zemi un tautsaimniecības perspektīva pasliktinājās. 10 gadu euro OIS procentu likme bija aptuveni 50 bāzes punktus zemāka nekā septembra vidū (aptuveni 2.4 %). ASV 10 gadu Valsts kases vērtspapīru ienesīguma likme pazeminājās aptuveni par 25 bāzes punktiem līdz 4.0 % pēc vairāk nekā 70 bāzes punktu kāpuma aplūkojamā perioda sākumā, bet attiecīgais Apvienotās Karalistes rādītājs saruka aptuveni par 45 bāzes punktiem līdz aptuveni 3.8 %.

16. attēls

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

(gadā; %)



Avoti: Refinitiv un ECB aprēķini.

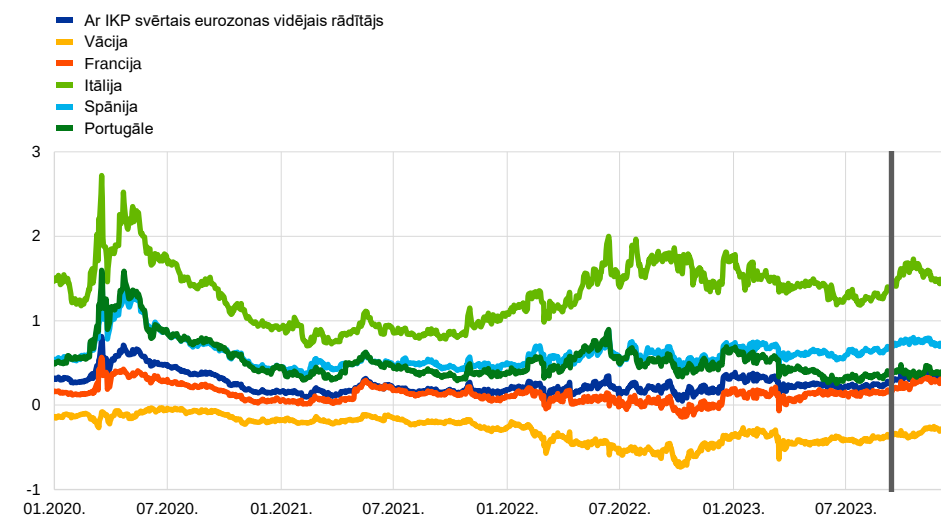
Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2023. gada 14. septembrī). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 13. decembrī.

Eurozonas valstu valdības obligāciju ienesīguma likmes samazinājās gandrīz vienā tempā un līdzīgā apmērā kā bezriskā likmes, līdz ar to valstu valdības obligāciju ienesīguma likmju starpības būtiski nemainījās (17. att.). Ar IKP svērtā eurozonas valstu valdības 10 gadu obligāciju ienesīguma likme pazeminājās aptuveni par 40 bāzes punktiem līdz aptuveni 2.8 %. Ar IKP svērtā vidējā eurozonas valstu valdības obligāciju ienesīguma likmju starpība aplūkojamajā periodā bija tikai nedaudz augstāka par OIS procentu likmi, kuras pamatā ir €STR. Lielākās daļas eurozonas valstu valdības obligāciju ienesīguma likmju starpības bija līdzīgas. Grieķijas valdības obligāciju ienesīguma likmju starpība bija izņēmums – tā samazinājās par 10 bāzes punktiem, jo Grieķijas valsts kredītreitings tika paaugstināts, to iekļaujot investīciju kategorijā. Itālijas valdības obligāciju ienesīguma likmju starpība aplūkojamā perioda sākumā palielinājās, bet pēc tam, kad kredītreitingu aģentūras apstiprināja Itālijas kredītreitingu, tā atkal pazeminājās, zaudējot lielāko daļu kāpuma.

17. attēls

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

(procentu punktos)



Avoti: Refinitiv un ECB aprēķini.

Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2023. gada 14. septembrī). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 13. decembrī.

Uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības aplūkojamajā periodā pozitīva riska noskaņojuma apstākļos saglabājās kopumā nemainīgas.

Augsta ienesīguma uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības kopumā atbilda ilgtermiņa procentu likmju svārstībām, kas būtiski palielinājās aplūkojamā perioda pirmajā pusē, bet pēc tam saruka. Turpretī uzņēmumu investīciju kategorijas obligāciju ienesīguma likmju starpības attiecīgajā periodā svārstījās tikai nedaudz. Šīs norises atbilst zemāka reitinga uzņēmumu, kas jutīgāk reaģē uz procentu likmju pārmaiņām, kredītriska novērtējumam. Tomēr ilgāka termiņa skatījumā, t. i., kopš monetārās politikas normalizēšanas uzsākšanas 2021. gada decembrī, uzņēmumu obligāciju ienesīguma likmju starpības pieaugušas vien nedaudz. Eurozonas uzņēmumu sektora noturība palīdzēja ierobežot obligāciju finansējuma izmaksas.

Eurozonas vērtspapīru cenas palielinājās, noturīgajam cenu kāpumam novembrī ar uzviju kompensējot aplūkojamā perioda sākumā vēroto kritumu (18. att.).

Eurozonas vērtspapīru tirgus indeksi aplūkojamajā periodā kopumā palielinājās par 4.3 %. Kopš novembra tie kompensēja līdz oktobra beigām uzkrātos zaudējumus. Tirgus noskaņojums sākotnēji bija vājš, jo ilgtermiņa procentu likmes un ģeopolitiskā nenoteiktība nelabvēlīgi ietekmēja vērtspapīru cenas, taču vēlāk, samazinoties kapitāla vērtspapīru riska prēmijai un procentu likmēm, tas atkal uzlabojās. Banku sektora vērtspapīru cenas pieauga visstraujāk – par 6.0 % –, jo šī sektora vērtspapīru tirgus vērtējumu joprojām labvēlīgi ietekmēja peļņas sadale akcionāriem. Turpretī nefinanšu sabiedrību vērtspapīru cenas pieauga tikai par 2.6 %, lai gan sektora ietvaros cenu dinamika bija atšķirīga. Nozares, kas ir jutīgas pret procentu likmēm, piemēram, tehnoloģiju un nekustamā īpašuma nozare, aplūkojamajā periodā piedzīvoja vislielākās cenu pārmaiņas. ASV vērtspapīru cenu

dinamika bija līdzīga – vispārējais indekss palielinājās par 4.5 %, un banku sektora rādītāji bija labāki par nefinanšu uzņēmumu rādītājiem.

18. attēls

Eurozonas un ASV kapitāla vērtspapīru cenu indeksi

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



Avoti: Refinitiv un ECB aprēķini.

Piezīmes. Vertikālā pelēkā līnija iezīmē aplūkojamā perioda sākumu (2023. gada 14. septembri). Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 13. decembrī.

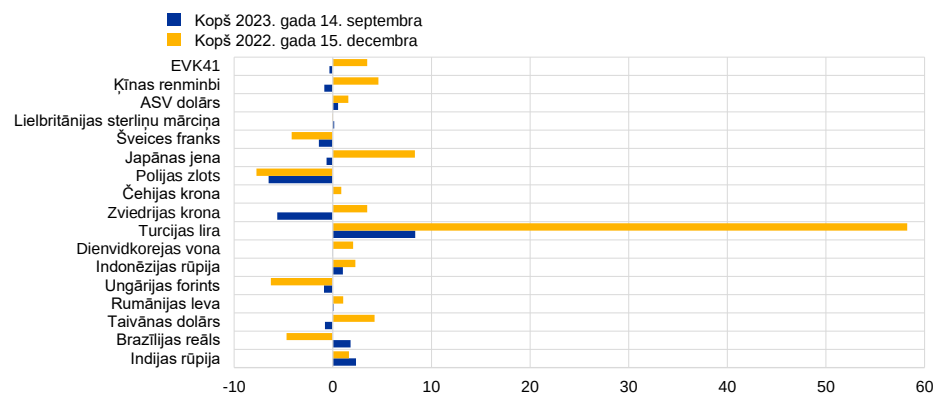
Valūtas tirgos euro kurss ar tirdzniecības apjomu svērtā izteiksmē nedaudz samazinājās (19. att.).

Euro nominālais efektīvais kurss, ko mēra attiecībā pret eurozonas 41 nozīmīgāko tirdzniecības partnervalstu valūtām, aplūkojamā periodā saruka par 0.3 %. Nelielais euro kursa kritums neatklāj perioda ietvaros vērotās svārstības, kas atspoguļo pārmaiņas tirgus dalībnieku gaidās attiecībā uz monetārās politikas likmi, īpaši ASV. Runājot par divpusējo valūtas kursu dinamiku, euro kurss samazinājās attiecībā pret nozīmīgāko tirdzniecības partnervalstu valūtām, t. sk. pret Ķīnas renminbi (par 0.9 %) un Šveices franku (par 1.4 %), kā arī attiecībā pret dažu ES valstu, kuras nav eurozonas dalībvalstis, valūtām (pret Polijas zlotu – par 6.5 % un pret Zviedrijas kronu – par 5.6 %). Vienlaikus euro kurss palielinājās attiecībā pret Indijas rūpiju (par 2.3 %) un Turcijas liru (par 8.4 %), kā arī attiecībā pret ASV dolāru (par 0.5 %). Euro kursa kāpums attiecībā pret ASV dolāru atspoguļoja gaidas, ka Federālo rezervju sistēma ilgāku laiku nemainīs monetārās politikas likmes. Turklāt zemāki, nekā gaidīts, ASV PCI rādītāji novembra vidū nodrošināja papildu atbalstu euro kursam, lai gan to daļēji kompensēja vēlāk publiskotie eurozonas SPCI rādītāji, kas arī bija zemāki par gaidītajiem.

19. attēls

Euro kursa pārmaiņas attiecībā pret atsevišķām valūtām

(pārmaiņas; %)



Avots: ECB.

Piezīmes. ENEK-42 ir euro nominālais efektīvais kurss attiecībā pret eurozonas 41 nozīmīgāko tirdzniecības partnervalstu valūtām.

Pozitīvas (negatīvas) pārmaiņas liecina par euro kursa kāpumu (kritumu). Visas pārmaiņas aprēķinātas, izmantojot valūtu 2023. gada 13. decembra kursu.

5. Finansēšanas nosacījumi un kreditēšanas dinamika

Stingrākas ECB monetārās politikas transmisija uz plašākiem finansēšanas nosacījumiem joprojām bija spēcīga. 2023. gada oktobrī uzņēmumu un mājsaimniecību banku finansējuma izmaksas un uzņēmumiem un mājsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu procentu likmes turpināja palielināties, sasniedzot augstāko līmeni gandrīz 15 gadu laikā. Tajā pašā mēnesī pieauga arī nefinanšu sabiedrību (NFS) kopējās finansējuma izmaksas. No 2023. gada 14. septembra līdz 13. decembrim būtiski samazinājās NFS uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma un kapitāla vērtspapīru finansējuma izmaksas. Pēdējā "Apsekojuma par finansējuma pieejamību uzņēmumiem", kurš aptvēra periodu no 2023. gada aprīļa līdz septembrim, rezultāti liecina par plaši vērojamo stingrāku finansēšanas nosacījumu izvirzīšanu uzņēmumiem. Uzņēmumiem un mājsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu atlikums oktobrī turpināja samazināties, atspoguļojot augstākas aizdevumu procentu likmes, vājāku aizdevumu pieprasījumu un stingrāku kreditēšanas standartu piemērošanu. Monetāro rādītāju dinamika gada izteiksmē turpināja palēnināties tempā, kas bija tuvu vēsturiski zemākajam līmenim, un to noteica augstās izvēles izmaksas, kreditēšanas dinamikas palēnināšanās un Eurosistēmas bilances samazināšanās.

Eurozonas banku finansējuma izmaksas 2023. gada oktobrī turpināja palielināties, un to noteica noguldījumu procentu likmju turpmāks kāpums.

Eurozonas banku kopējās parāda finansējuma izmaksas oktobrī pieauga, sasniedzot augstāko līmeni vairāk nekā 10 gadu laikā un atklājot lielākas atšķirības dažādās valstīs (20. att., a) panelis). Lai gan banku obligāciju ienesīguma likmes novembrī sāka samazināties, atspoguļojot ienesīguma līknes dinamiku (20. att., b) panelis), noguldījumu procentu likmes turpināja stabili pieaugt un bija vērojamas nelielas dažādu instrumentu un nozaru atšķirības. Lielā termiņnoguldījumu un noguldījumu uz nakti procentu likmju starpība, kam ir tendence palielināties, lika noguldītājiem pārvirzīt lielu savu naudas līdzekļu daļu no noguldījumiem uz nakti uz termiņnoguldījumiem un uz citiem instrumentiem ar lielāku atlīdzību. Uzņēmumiem piedāvātās termiņnoguldījumu procentu likmes bija tuvu ECB noteiktajai noguldījumu iespējas procentu likmei un joprojām pārsniedza mājsaimniecībām piedāvātās termiņnoguldījumu procentu likmes. Turklāt monetārās politikas procentu likmju palielināšanas ietekme uz noguldījumu procentu likmēm dažādās bankās joprojām būtiski atšķīrās, galvenokārt atspoguļojot konkurences, banku aktīvu un saistību termiņa un regulējošo noteikumu atšķirības.

Notiekošā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju (ITRMO) pārtraukšana joprojām liela likviditātes pārpalikuma apstākļos veicināja likviditātes pārpalikuma sarukumu. Kopējais trešajā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopumā (TLTRO III) piešķirto līdzekļu atlikums pēc norēķina veikšanas 2023. gada 20. decembrī bija sarucis par 1.721 trilj. euro (līdz 392 mljrd. euro). Šis rādītājs pirms 2022. gada oktobrī veiktās ITRMO III atlīdzības

pārkalibrēšanas ir par 81 % mazāks nekā atlikuma summa (2.113 trilj.).⁸ Lai kompensētu ECB nodrošinātās likviditātes apjoma sarukumu, bankas ir palielinājušas savu parāda vērtspapīru un naudas tirgus instrumentu emisijas apjomu, kā arī aktīvāk savstarpēji konkurējušas par noguldījumiem, palielinot atlīdzību par šiem instrumentiem. Noguldītāji ir pārvirzījuši savus noguldījumus no bankām ar mazāk pievilcīgu atlīdzību uz tām, kuras noguldījumu procentu likmes ir paaugstinājušas straujāk. Kopš 2022. gada septembra ITRMO pakāpeniskas samazināšanas un noguldījumu atlikuma sarukuma apstākļos bankas ir lielākā apmērā emitējušas obligācijas, kas tām ir dārgāks finansējuma avots nekā noguldījumi.

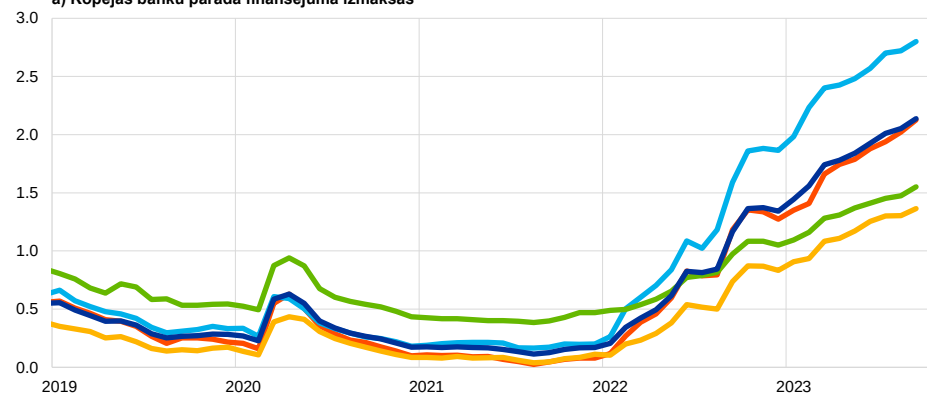
20. attēls

Kopējās banku finansējuma izmaksas atsevišķās eurozonas valstīs

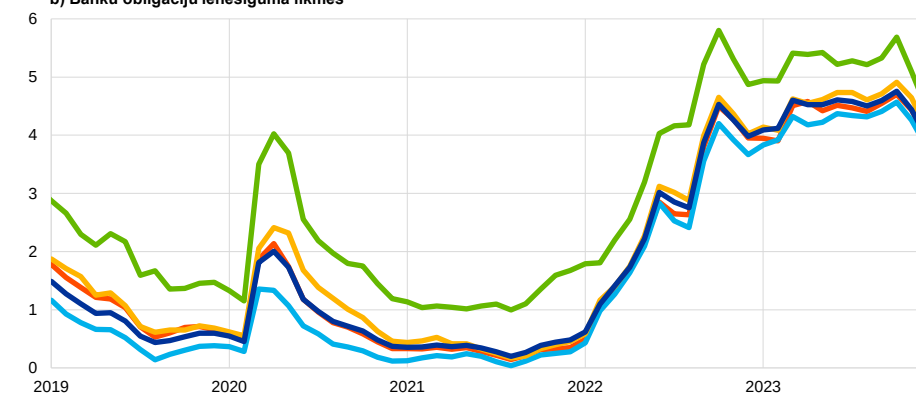
(gadā; %)

■ Eurozona
 ■ Vācija
 ■ Francija
 ■ Itālija
 ■ Spānija

a) Kopējās banku parāda finansējuma izmaksas



b) Banku obligāciju ienesīguma likmes



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

Piezīmes. Kopējās banku finansējuma izmaksas ir noguldījumu un uz nenodrošinātiem tirgus instrumentiem balstīta parāda finansējuma kopējo izmaksu vidējais svērtais rādītājs. Noguldījumu kopējo izmaksu rādītāju aprēķina kā jauno darījumu procentu likmju noguldījumiem uz nakti, noguldījumiem ar noteiktu termiņu un noguldījumiem ar brīdinājuma termiņu par izņemšanu, kas svērtas ar to attiecīgajiem atlikumiem, vidējo rādītāju. Banku obligāciju ienesīguma likmes attiecas uz augstākās prioritātes laidiena obligāciju mēneša vidējiem rādītājiem. Jaunākie banku parāda finansējuma kopējo izmaksu dati atbilst stāvoklim 2023. gada oktobrī un banku obligāciju ienesīguma likmju dati – stāvoklim 2023. gada 13. decembrī.

⁸ Sk. ECB paziņojumu presei "[ECB recalibrates targeted lending operations to help restore price stability over the medium term](#)", 2022. gada 27. oktobris.

Neraugoties uz ekonomiskās vides pasliktināšanos, banku bilances kopumā bijušas stabilas.

2023. gada 1. pusgadā bankas turpināja palielināt kapitalizācijas līmeni un uzturēja kapitāla rādītāju līmenī, kas būtiski pārsniedz kopējā pirmā līmeņa pamata kapitāla rādītāja (CET1) prasības. Labi kapitalizētai banku sistēmai atbilstīgos apstākļos ir liela nozīme ilgtspējīgas reālās tautsaimniecības kreditēšanas nodrošināšanā. Neraugoties uz banku finansējuma izmaksu kāpumu, kreditēšanas apjoma samazināšanos un aktīvu kvalitātes pasliktināšanos, banku peļņitspēju labvēlīgi ietekmēja neto procentu likmju starpības palielināšanās, saglabājoties būtiskām atšķirībām starp valstīm. Banku neto procentu ienākumi īpaši pieauga valstīs, kurās dominē aizdevumi ar mainīgo procentu likmi un banku finansējuma izmaksu pieaugums ir bijis mazāks. Banku ienākumus nenesošo kredītu apjoms 2023. gada 2. ceturksnī saglabājās zemā līmenī, bet uzņēmumu un privātpersonu riska darījumu saistību neizpildes rādītāji jau ir sākuši palielināties, liecinot par ienākumus nenesošo kredītu turpmāku pieaugumu. Bankas var saskarties ar augstāku uzkrājumu veidošanas izmaksu risku, ja vājāku, nekā prognozēts, ekonomisko apstākļu dēļ īstenotos nefinanšu sektoros apdraudošie riski.

Uzņēmumiem un māsaimniecībām izsniegto aizdevumu procentu likmes 2023. gada oktobrī turpināja palielināties, atspoguļojot augstākas ECB monetārās politikas procentu likmes un stingrākus kreditēšanas standartus.

ECB monetārās politikas procentu likmes no 2022. gada jūlija sākuma līdz 2023. gada septembrim būtiski un strauji pieauga (kopumā par 450 bāzes punktiem). Tas veicināja uzņēmumiem un māsaimniecībām izsniegto aizdevumu procentu likmju krasu kāpumu eurozonas valstīs (21. att.). NFS un māsaimniecībām no jauna izsniegto banku aizdevumu procentu likmes, samazinoties aizdevumu izsniegšanas apjomam un palielinoties kreditēšanas standartu stingrībai, sasniegušas augstāko līmeni gandrīz 15 gadu laikā. Kopš 2022. gada maija (t. i., pirms ECB izziņotā stingrākas monetārās politikas cikla laikā veiktā pirmā procentu likmju palielinājuma) uzņēmumiem un māsaimniecībām mājokļa iegādei izsniegto aizdevumu procentu likmes palielinājušās attiecīgi aptuveni par 350 bāzes punktiem un 210 bāzes punktiem. 2023. gada oktobrī uzņēmumiem izsniegto aizdevumu procentu likmes pieauga līdz 5.27 % (septembrī – 5.09 %). Šis aizdevumu procentu likmju kāpums bija izplatīts dažādos procentu likmju fiksācijas periodos – lielākais pieaugums bija aizdevumiem ar procentu likmes darbības sākotnējo periodu no 1 gada līdz 5 gadiem. Māsaimniecībām patēriņam no jauna izsniegto banku aizdevumu procentu likmes oktobrī kopumā nemainījās (7.90 %). No jauna izsniegto aizdevumu procentu likmes kategorijā "pārējie aizdevumi māsaimniecībām", kurā ietverti individuālie komersanti, oktobrī pieauga līdz 5.55 % (septembrī – 5.38 %). Māsaimniecībām mājokļa iegādei no jauna izsniegto banku aizdevumu procentu likmes oktobrī palielinājās tikai nedaudz (līdz 3.91 %; septembrī – 3.89 %). Šis lēnākais pieauguma temps atspoguļo stingrākas monetārās politikas cikla beigu posmu un pārskatīto kredītu apjoma pieaugumu, kas dažās eurozonas valstīs veicināja no jauna izsniegto aizdevumu procentu likmju sarukumu.⁹ Tas arī bija spēcīgāks hipotekārajiem kredītiem ar elastīgo procentu likmi nekā hipotekārajiem kredītiem ar fiksēto procentu likmi (bija vērojamas atšķirības starp valstīm).

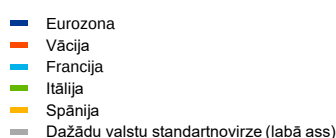
⁹ Kredītu pārskatīšanas mērķis ir atvieglot aizņēmēja iespējas tikt galā ar nākotnes maksājumiem un nodrošināt to, ka aizdevējs galu galā saņems atpakaļ savu naudu.

2023. gada oktobrī veiktā ECB [Apsekojuma par patērētāju gaidām](#) rezultāti liecina, ka patērētāji nākamajos 12 mēnešos gaida hipotekāro kredītu procentu likmju nelielu stabilizēšanos virs pašreizējā līmeņa. Neto izteiksmē liela daļa apsekojuma respondentu uzskatīja, ka kredītēšanas standarti kļuvuši stingri, un paredzēja, ka šajā periodā būs grūtāk saņemt aizdevumus mājokļa iegādei. Uzņēmumiem un mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu procentu likmju dispersija dažādās valstīs saglabājās zemā līmenī (21. att. a) un b) panelis).

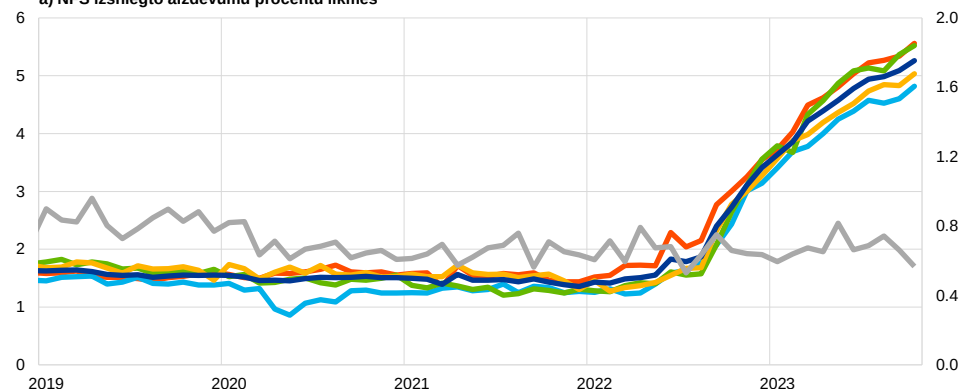
21. attēls

NFS un mājsaimniecībām izsniegto banku aizdevumu kopējās procentu likmes atsevišķās valstīs

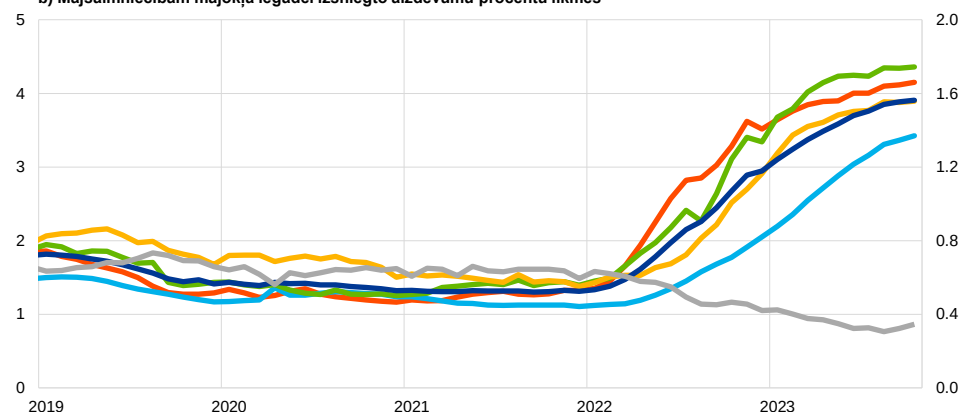
(gadā; %, standartnovirze)



a) NFS izsniegto aizdevumu procentu likmes



b) Mājsaimniecībām mājokļa iegādei izsniegto aizdevumu procentu likmes



Avots: ECB.

Piezīmes. Nefinanšu sabiedrībām (NFS) izsniegto banku aizdevumu kopējās procentu likmes aprēķina, apkopojot īstermiņa un ilgtermiņa procentu likmes, izmantojot jauno darījumu apjoma 24 mēnešu slidošo vidējo rādītāju. Dažādu valstu standartnovirzi aprēķina, izmantojot fiksētu 12 eurozonas valstu izlasi. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada oktobrī.

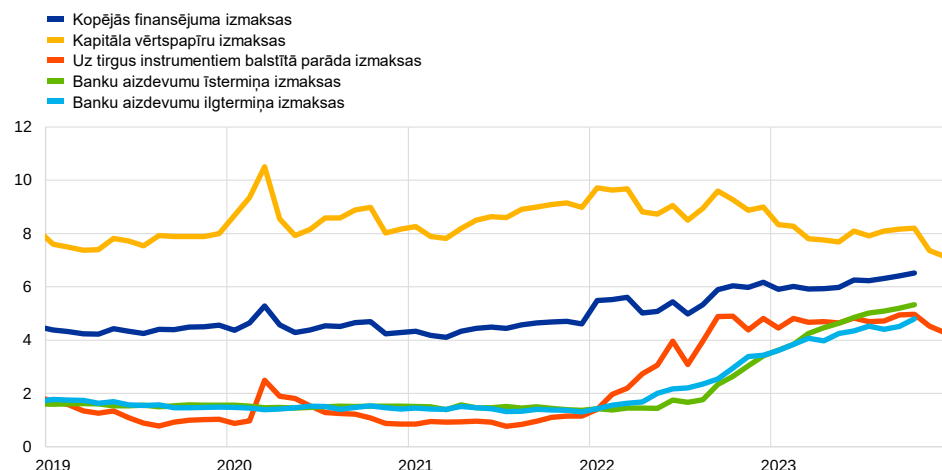
No 2023. gada 14. septembra līdz 13. decembrim būtiski samazinājās NFS uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma un kapitāla vērtspapīru finansējuma izmaksas. NFS kopējās finansējuma izmaksas, t. i., kopējās banku aizdevumu izmaksas, uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksas un kapitāla vērtspapīru izmaksas, pēc iepriekšējā mēnesī reģistrētā kāpuma par

11 bāzes punktiem (6.54 %) oktobrī sasniedza augstāko līmeni, kāds nebija pieredzēts daudzus gadus un kāds pēdējo reizi novērots 2010. gada 2. pusgadā (22. att.).¹⁰ Šo pieaugumu galvenokārt noteica no bankām saņemto ilgtermiņa un īstermiņa aizdevumu izmaksu kāpums. Tomēr kapitāla vērtspapīru finansējuma un uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksas aplūkojamā periodā (2023. gada 14. septembris–13. decembris) kopumā samazinājās. Kapitāla vērtspapīru finansējuma izmaksu kritumu noteica kapitāla vērtspapīru riska prēmiju un ilgtermiņa bezrisku procentu likmes (aproximētas ar 10 gadu uz nakti izsniegto kredītu indeksa mijmaiņas darījumu procentu likmi) sarukums. Ņemot vērā to, ka nefinanšu sabiedrību emitēto obligāciju ienesīguma likmju starpība saglabājās kopumā nemainīga, uz tirgus instrumentiem balstītā parāda finansējuma izmaksu kritums gandrīz atbilda bezrisku procentu likmes samazinājumam (sk. 4. iedaļu).

22. attēls

Eurozonas NFS ārējā finansējuma nominālās izmaksas komponentu dalījumā

(gadā; %)



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

Piezīmes. Nefinanšu sabiedrību (NFS) kopējās finansējuma izmaksas balstās uz mēneša datiem un tiek aprēķinātas kā banku aizdevumu izmaksu (datu mēneša vidējais rādītājs), uz tirgus instrumentiem balstītā parāda izmaksu un kapitāla vērtspapīru izmaksu (mēneša beigu dati) vidējais svērtais rādītājs, pamatojoties uz to attiecīgajiem atlikumiem. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 13. decembrī (uz tirgus instrumentiem balstītā parāda izmaksām un kapitāla vērtspapīru izmaksām; dienas dati) un 2023. gada oktobrī (kopējām finansējuma izmaksām un banku aizdevumu izmaksām; mēneša dati).

"Apsekojumā par finansējuma pieejamību uzņēmumiem", kas aptver periodu no 2023. gada aprīļa līdz septembrim, uzņēmumi turpināja norādīt uz banku aizdevumu procentu likmju un citu banku finansējuma izmaksu plašu kāpumu.

86 % (neto izteiksmē) uzņēmumu pēdējā apsekojuma kārtā norādīja uz banku procentu likmju pieaugumu (iepriekšējā apsekojuma kārtā – 87 %; 23. att.). Vienlaikus vēsturiski liels uzņēmumu skaits (58 % neto izteiksmē; pieaugums no 53 %) norādīja uz citu finansējuma izmaksu (t. i., maksu, nodevu un komisijas maksu) kāpumu. Uz banku aizdevumu procentu likmju pieaugumu norādīja lielāks skaits lielo uzņēmumu, savukārt mazie un vidējie uzņēmumi (MVU) biežāk ziņoja par citu banku aizdevumu izmaksu kāpumu. Neto izteiksmē uzņēmumi ziņoja arī par

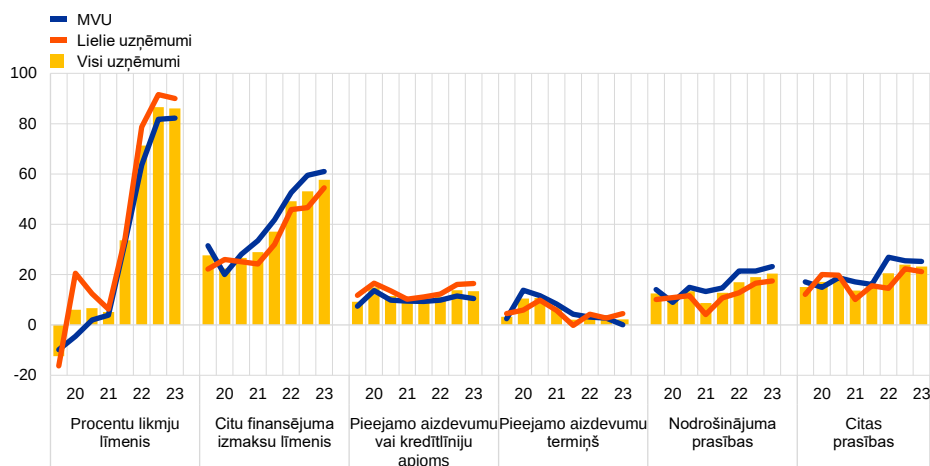
¹⁰ Ņemot vērā banku aizdevumu izmaksu datu pieejamības termiņa nobīdi, NFS kopējo finansējuma izmaksu dati ir pieejami tikai līdz 2023. gada oktobrim.

stingrākām nodrošinājuma prasībām. Neraugoties uz stingrākiem finansēšanas nosacījumiem, daži uzņēmumi norādīja uz šķēršļiem banku aizdevumu saņemšanai.

23. attēls

Eurozonas uzņēmumiem izsniegtā banku finansējuma nosacījumu pārmaiņas

(respondentu neto īpatsvars)



Avots: ECB "Apspekojums par finansējuma pieejamību uzņēmumiem".

Piezīmes. MVU ir mazie un vidējie uzņēmumi. Skaitļi balstīti uz uzņēmumiem, kuri pieteikušies banku aizdevumiem (t. sk. subsidētiem banku aizdevumiem), kredītlīnijām vai bankas kartes vai kredītkartes atlikuma pārsnieguma kredītiem. Neto procentuālā izteiksme ir par attiecīgā faktora kāpumu ziņojušo uzņēmumu un par attiecīgā faktora samazināšanos ziņojušo uzņēmumu īpatsvara starpība. Skaitļi attiecas uz apsekojuma datiem no 22. kārtas (2019. gada oktobris–2020. gada marts) līdz 29. kārtai (2023. gada aprīlis–septembris).

Uzņēmumi norādīja arī uz finansējuma starpības turpmāku nelielu palielināšanos un nākotnē paredzēja lielākās daļas ārējā finansējuma avotu pieejamības pasliktināšanos. Eurozonas uzņēmumi norādīja, ka ārējā finansējuma starpība, t. i., visu finanšu instrumentu ārējā finansējuma pieprasījuma pārmaiņu un tā piedāvājuma pārmaiņu starpība, ir 8 % (iepriekšējā apsekojuma kārtā – 6 %). Lielie uzņēmumi biežāk nekā MVU norādīja uz finansējuma starpības palielināšanos, un to noteica lielākās daļas instrumentu finansējuma vajadzību pieaugums. Nākotnes perspektīvā uzņēmumi ir nedaudz pesimistiskāki attiecībā uz ārējā finansējuma pieejamību nākamajos sešos mēnešos. Atspoguļojot arvien stingrāku banku kredītēšanas nosacījumu piemērošanu, 18 % (neto izteiksmē) uzņēmumu nākamajos sešos mēnešos gaida banku aizdevumu pieejamības turpmāku pasliktināšanos, savukārt atbilstošie kredītlīniju un parāda vērtspapīru pieejamības rādītāji ir attiecīgi 15 % un 17 %. Salīdzinājumā ar lielajiem uzņēmumiem lielāks skaits MVU gaida banku aizdevumu un kredītlīniju pieejamības pasliktināšanos. Turpretī salīdzinājumā ar MVU lielāks skaits lielo uzņēmumu paredz parāda vērtspapīru pieejamības pasliktināšanos.

NFS izsniegto aizdevumu atlikuma gada pieauguma temps 2023. gada oktobrī kļuva negatīvs.

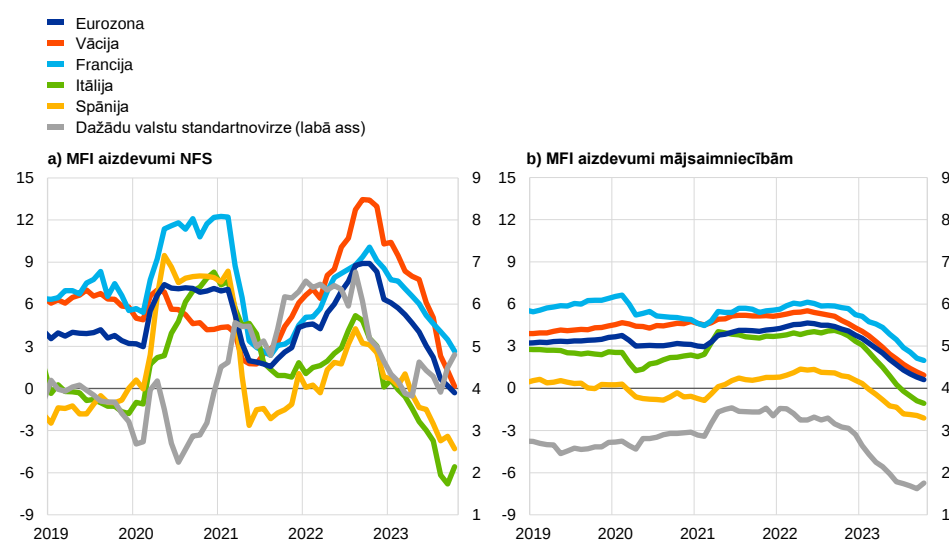
Oktobrī tas samazinājās līdz –0.3 % (septembrī – 0.2 %; 24. att. a) panelis), saglabājoties būtiskām atšķirībām starp valstīm un termiņiem. Kā liecina kredītēšanas standartu turpmākā pastiprināšana 2023. gada 3. ceturksnī, šis sarukums atspoguļoja aizdevumu pieprasījuma straujo samazināšanos, ko daļēji noteica aizdevumu procentu likmju kāpums un ar to saistītā tēriņu plānu sašaurināšana, un aizdevumu piedāvājuma kritumu. Mēneša plūsmas, kas vidēji

trijos mēnešos līdz oktobrim bijušas negatīvas, liecina, ka īstermiņa dinamika joprojām bija mērena. Mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu atlikuma gada pieauguma temps samazinājās no 0.8 % septembrī līdz 0.6 % oktobrī (24. att., b) panelis), pasliktinoties mājokļu tirgus perspektīvām, kreditēšanas standartiem kļūstot stingrākiem un paaugstinoties aizdevumu procentu likmēm. Šo sarukumu galvenokārt noteica aizdevumi mājokļa iegādei un aizdevumi individuālajiem komersantiem (t. i., maziem uzņēmumiem bez juridiskās personas statusa), savukārt patēriņa kredītu atlikuma kāpums joprojām bija stabilāks, neraugoties uz stingrāku kreditēšanas standartu piemērošanu un patērētāju konfidences mazināšanos. Šī īstermiņa dinamika liecina, ka pēdējos trijos mēnešos jauni neto aizdevumi praktiski netika izsniegti.

24. attēls

MFI aizdevumi atsevišķās eurozonas valstīs

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



Avots: ECB.

Piezīmes. Monetāro finanšu iestāžu (MFI) izsniegto aizdevumu atlikumi koriģēti atbilstoši aizdevumu pārdošanas un vērtspapīrošanas darījumu ietekmei; nefinanšu sabiedrību (NFS) gadījumā aizdevumu atlikumi koriģēti arī atbilstoši naudas līdzekļu apvienošanas virtuālā grupas kontā ietekmei. Dažādu valstu standartnovirzi aprēķina, izmantojot fiksētu 12 eurozonas valstu izlasi. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada oktobrī.

Eurozonas uzņēmumu neto ārējā finansējuma pieaugums 2023. gada

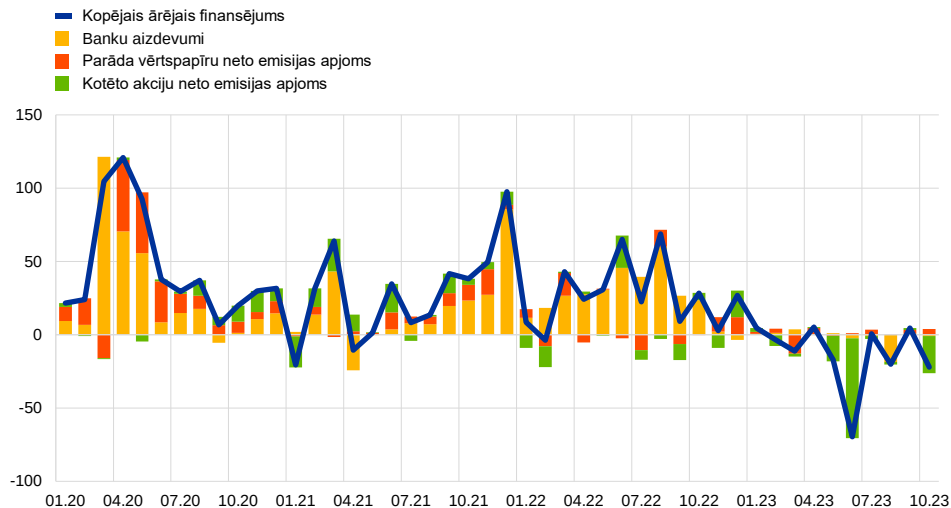
3. ceturksnī un oktobrī bija vājš, atspoguļojot zemo parāda finansējuma līmeni.

Neto ārējā finansējuma gada kāpuma temps samazinājās no 0.5 % 2023. gada jūnijā līdz -0.7 % oktobrī (25. att.). Atšķirībā no iepriekšējām vājas aizdevumu dinamikas epizodēm uzņēmumu obligāciju emisijas apjoms nekompensēja banku aizdevumu atlikuma pieauguma tempa sarukumu. Kotēto akciju emisijas apjoms kopumā bija neliels, un uzņēmumi, lai palielinātu akcionāru peļņu, iesaistījās arī akciju atpirkšanā.

25. attēls

Eurozonas NFS ārējā finansējuma neto plūsmas

(mēneša plūsmas; mljrd. euro)



Avoti: ECB, Eurostat, Dealogic un ECB aprēķini.

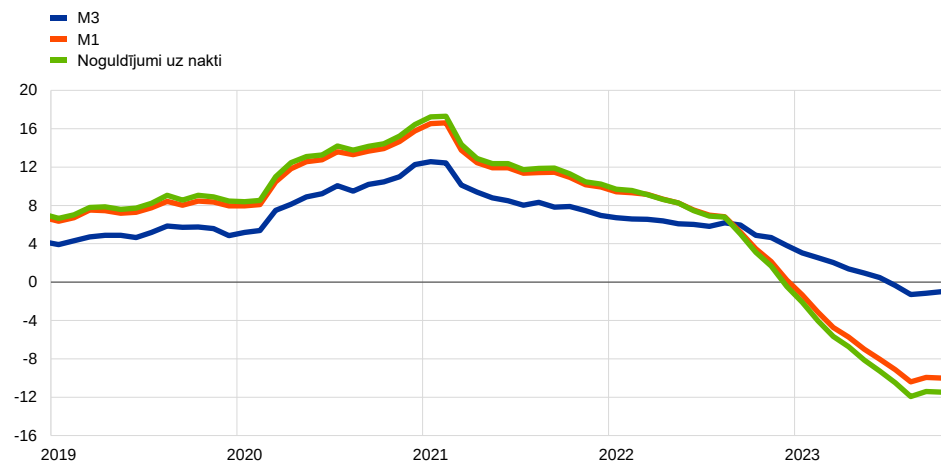
Piezīmes. Neto ārējais finansējums definēts kā banku aizdevumu (MFI aizdevumu), parāda vērtspapīru neto emisijas apjoma un kotēto akciju neto emisijas apjoma summa. MFI aizdevumi koriģēti atbilstoši aizdevumu pārdošanas, vērtspapīrošanas darījumu un naudas līdzekļu apvienošanas virtuālā grupas kontā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

Oktobrī pastiprinājās līdzekļu pārvirzīšana no noguldījumiem uz nakti uz termiņnoguldījumiem. Noguldījumu uz nakti atlikuma gada pieauguma tempa sarukums joprojām bija izsakāms ar divciparu skaitli: oktobrī tas sasniedza –11.5 % (septembrī – –11.4 %; 26. att.). Procentu likmju kāpums noteicis termiņnoguldījumu un noguldījumu uz nakti atlikuma starpības palielināšanos, ņemot vērā, ka atbilstoši stingrākas monetārās politikas ciklu laikā novērotajai tendencei noguldījumu uz nakti procentu likmes reaģējušas uz monetārās politikas procentu likmju pārmaiņām lēnāk nekā termiņnoguldījumu procentu likmes. Tas veicinājis likvīdo aktīvu turēšanas izvēles izmaksu kāpumu un pastāvīgo līdzekļu pārvirzīšanu no noguldījumiem uz nakti uz termiņnoguldījumiem. Oktobrī bija vērojama kopš stingrākas monetārās politikas cikla sākuma lielākā mājāsaimniecību noguldījumu uz nakti pārvirzīšana uz termiņnoguldījumiem, kas veikta mēneša laikā. Uzņēmumi viena instrumenta vietā izvēlējās otru daudz straujākā tempā nekā 2023. gada 1. pusgadā.

26. attēls

M3, M1 un noguldījumi uz nakti

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



Avots: ECB.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada oktobrī.

2023. gada oktobrī monetāro rādītāju dinamika gada izteiksmē turpināja palēnināties tempā, kas bija tuvu vēsturiski zemākajam līmenim, un to noteica augstās izvēles izmaksas, kredītēšanas pieauguma palēnināšanās un Eurosistēmas bilances samazināšanās. Eurozonas plašās naudas (M3) gada pieauguma temps oktobrī bija -1.0% (septembrī -1.2% ; 26. att.). Šaurās naudas (M1) gada kāpuma temps samazinājās tempā, kas izsakāms ar divciparu skaitli, un kopējo ierobežojošās monetārās politikas dinamiku veicināja portfeļa sastāva pārmaiņas. Oktobrī tas bija -10.0% (septembrī -9.9%). Tāpat kā iepriekšējos mēnešos Eurosistēmas bilances samazināšanai un naudas turētāju veiktajām banku obligāciju iegādēm joprojām bija ierobežojoša ietekme uz monetāro rādītāju dinamiku. Turklāt ITRMO līdzekļu atmaksa un noguldītāju likvīdo aktīvu turēšanas izvēles izmaksu kāpums rada bankām stimulu emitēt obligācijas ar ilgāku termiņu, kas nav iekļautas M3. Vienlaikus monetāro rādītāju dinamiku arvien vairāk noteikušas banku un ārvalstu investoru veiktās valdības obligāciju iegādes, tādējādi sistēmā iepludinot jaunu naudu, un tekošā konta pārpalikuma pieaugums, veicinot naudas līdzekļu ieplūdes no pārējām pasaules valstīm.

6. Fiskālās norises

Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm tiek lēsts, ka eurozonas valstu valdības budžeta bilance 2023. gadā nedaudz uzlabosies, un gaidāms, ka tā nedaudz uzlabosies arī 2024. gadā. Pēc tam 2025. un 2026. gadā būtu vērojama tikai neliela tās uzlabošanās. Kopumā atspoguļojot šīs norises, redzams, ka eurozonas fiskālā nostāja 2023. gadā, visticamāk, kļuvusi nedaudz stingrāka, un gaidāms, ka 2024. gadā tā kļūs būtiski stingrāka. Turpmākajos divos gados gaidāma tikai ļoti neliela fiskālās nostājas stingrības palielināšanās. Prognozēts, ka eurozonas valstu valdības parāda attiecība pret IKP iespēju aplēšu periodā saruks tikai nedaudz (no prognozētajiem 89 % 2023. gadā līdz aptuveni 88 % 2026. gadā), atspoguļojot kopš pandēmijas kulminācijas vērotā krituma tempa palēnināšanos. Enerģētikas krīzei atkāpjoties, valdībām būtu jāturpina ierobežot attiecīgos atbalsta pasākumus. Ir svarīgi izvairīties no inflācijas spiediena pastiprināšanās vidējā termiņā, tādējādi radot nepieciešamību pēc vēl spēcīgākas monetārās politikas reakcijas. Fiskālajai politikai vajadzētu būt vērstai uz eurozonas tautsaimniecības produktivitātes uzlabošanu un pakāpenisku augstā valsts parāda līmeņa samazināšanu. Ir svarīgi, lai dalībvalstis ātri vienotos par ES ekonomikas pārvaldības reformas īstenošanas pabeigšanu.

Saskaņā ar Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra

makroekonomiskajām iespēju aplēsēm eurozonas valstu valdības budžeta bilance visā iespēju aplēšu periodā lēnām uzlabosies.¹¹

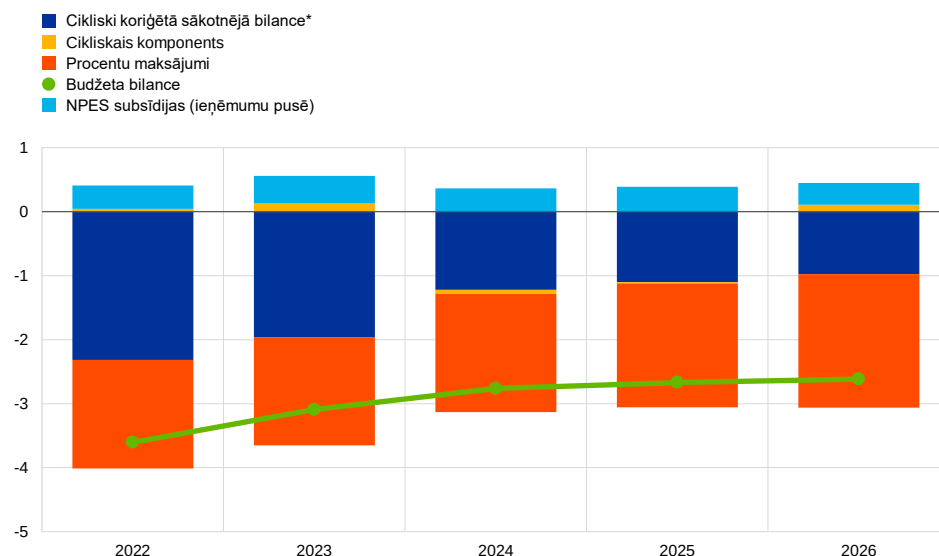
Saskaņā ar iespēju aplēsēm eurozonas budžeta deficīts 2023. gadā sarucis līdz 3.1 % no IKP, un 2024., 2025. un 2026. gadā tas samazināsies vēl vairāk – attiecīgi līdz 2.8 % no IKP, 2.7 % no IKP un 2.6 % no IKP (27. att.). Gaidāms, ka šo tendenci galvenokārt noteiks cikliski koriģētās sākotnējās bilances mazāka pasliktināšanās, savukārt paredzams, ka cikliskais komponents iespēju aplēšu periodā būs samērā stabils. Prognozēts, ka procentu maksājumi iespēju aplēšu periodā nedaudz palielināsies, taču pieaugums salīdzinājumā ar naudas tirgus procentu likmju kāpumu būs neliels, jo valsts parāda ilgā atlikušā termiņa (eurozonas vidējais rādītājs pašlaik ir nedaudz īsāks par 8 gadiem; 2015. gadā – 6.5 gadi) dēļ ietekme būs pakāpeniska. Cikliski koriģētā sākotnējā budžeta deficīta samazināšanos, kas koncentrējās 2023. un 2024. gadā, enerģijas krīzei izzūdēt un inflācijas augstajiem rādītājiem sarūkot, galvenokārt nosaka valdības fiskālā atbalsta pasākumu apjoma korekcija. Tagad tiek lēsts, ka šo pasākumu apjoms eurozonas līmenī 2023. gadā bijis 1.3 % no IKP, 2024. gadā tas būtiski saruks (līdz 0.4 % no IKP), savukārt 2025. un 2026. gadā – turpinās samazināties attiecīgi aptuveni līdz 0.1 % no IKP. Šo cikliski koriģētās sākotnējās bilances uzlabošanos ietekmē arī Vācijas Federālās konstitucionālās tiesas nesen pieņemtais lēmums attiecībā uz ārkārtas kredītu izmantošanu un to ietekmi uz parāda samazināšanas mehānismu. Tomēr, ņemot vērā to, ka Vācijas 2024. gada federālā budžeta izstrāde vēl nav pabeigta, joprojām pastāv nenoteiktība attiecībā uz šo ietekmi.

¹¹ Sk. ECB tīmekļvietnē 2023. gada 14. decembrī publicētās "Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai".

27. attēls

Budžeta balance un tās komponenti

(% no IKP)



Avoti: ECB speciālistu aprēķini un Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai. Piezīmes. * Cikliski koriģētā sākotnējā bilance (koriģēta, lai atspoguļotu NPES subsīdiju ietekmi ieņēmumu pusē). NPES nozīmē "Nākamās paaudzes ES". Dati attiecas uz 20 eurozonas valstu (t. sk. Horvātijas) vispārējās valdības sektoru.

Salīdzinājumā ar ECB speciālistu 2023. gada septembra makroekonomiskajām iespēju aplēsēm budžeta bilance 2023. gadam nedaudz palielināta par 0.1 procentu punktu, 2024. gadam nav mainīta un 2025. gadam nedaudz palielināta par 0.3 procentu punktiem. Šīs korekcijas var skaidrot ar cikliskā komponenta augšupvērstu korekciju visā iespēju aplēšu periodā (par 0.4 procentu punktiem gadā), un 2023. un 2024. gadā to gandrīz pilnībā kompensē negatīvāka cikliski koriģētā sākotnējā budžeta bilance. Tomēr 2025. gadā cikliskā komponenta augšupvērstā korekcija tiek kompensēta tikai mazākā apmērā. Procentu izdevumu ietekme iespēju aplēšu periodā saglabājas nemainīga.

Prognozēts, ka eurozonas fiskālā nostāja iespēju aplēšu periodā, īpaši 2024. gadā, kļūs nedaudz stingrāka.¹² Cikliski koriģētās sākotnējās bilances rādītāja (koriģēts atbilstoši "Nākamās paaudzes ES" (NPES) programmas ietvaros valstīm piešķirtajām subsīdijām) gada pārmaiņas liecina, ka kopumā 2023. un 2024. gadā eurozonā tiks īstenota būtiski stingrāka fiskālā politika, jo liela daļa 2022. gadā ieviesto atbalsta pasākumu energoresursu cenu un inflācijas pieauguma kompensēšanai ir atcelti. Tomēr, ņemot vērā iepriekš īstenotos pasākumus, t. sk. pasākumus, kurus valdības īstenoja, reaģējot uz pandēmijas uzliesmojumu 2020. gadā, un tos, kurus valdības nesen īstenoja, reaģējot uz enerģijas cenu un inflācijas krīzi, gaidāms, ka fiskālā atbalsta līmenis eurozonā visā iespēju aplēšu periodā galvenokārt saglabāsies stimulējošs. Ar nelielu gaidāmo fiskālās nostājas

¹² Fiskālā nostāja atspoguļo uz tautsaimniecību vērsto fiskālās politikas stimulu virzienu un apjomu papildus valsts finanšu automātiskajai reakcijai uz ekonomiskās attīstības ciklu. To mēra kā cikliski koriģētās sākotnējās bilances rādītāja pārmaiņas, neietverot valdības atbalstu finanšu sektoram. Ņemot vērā to, ka lielākiem budžeta ieņēmumiem, kas saistīti ar NPES subsīdijām no ES budžeta, nav samazinošas ietekmes uz pieprasījumu, cikliski koriģētā sākotnējā bilance tādējādi tiek koriģēta, lai izslēgtu šos ieņēmumus. Sīkāk par eurozonas fiskālo nostāju sk. ECB 2016. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 rakstā "The euro area fiscal stance" ("Eurozonas fiskālā nostāja").

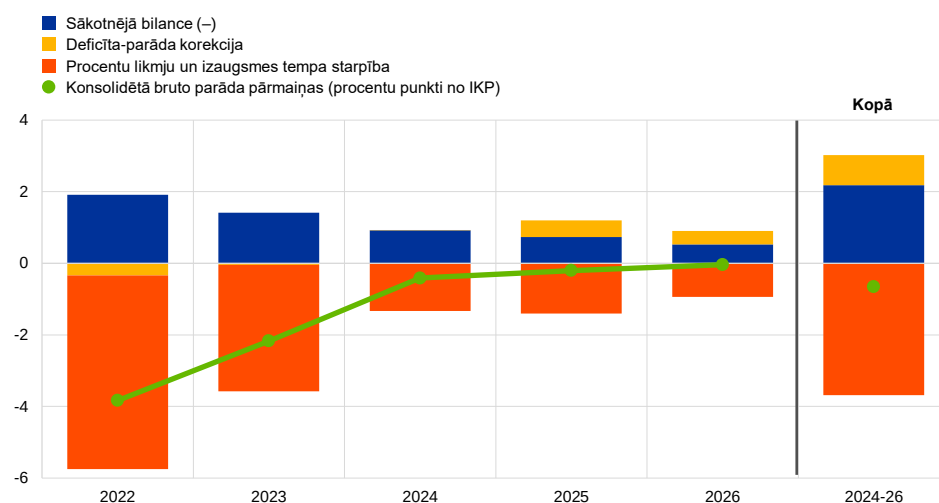
stingrības palielināšanu 2025. un 2026. gadā ir par maz, lai mainītu šo kopējo novērtējumu.

Paredzams, ka eurozonas valstu valdības parāda attiecība pret IKP joprojām pārsniegs pirms pandēmijas novēroto līmeni un tikai lēnām samazināsies no 88.7 % no IKP 2023. gadā līdz 88.1 % no IKP 2026. gadā. Parāda rādītājs 2020. gadā palielinājās aptuveni par 13 procentu punktiem (līdz aptuveni 97 %), bet kopš tā laika pakāpeniski sarucis, un gaidāms, ka tas iespēju aplēšu periodā turpinās samazināties (lai gan būtiski lēnākā tempā). Šo prognozēto samazināšanos galvenokārt nosaka sarūkošā, taču joprojām negatīvā procentu likmju un nominālā IKP pieauguma tempa starpība, ko daļēji kompensē sākotnējais deficīts un paredzamā pozitīvā deficīta-parāda korekcija iespēju aplēšu perioda otrajā pusē (28. att.).

28. attēls

Eurozonas valstu valdības parāda pārmaiņas noteicošie faktori

(% no IKP, ja nav norādīts citādi)



Avoti: ECB speciālistu aprēķini un Eurosistēmas speciālistu 2023. gada decembra makroekonomiskās iespēju aplēses eurozonai. Piezīme. Dati attiecas uz 20 eurozonas valstu (t. sk. Horvātijas) vispārējās valdības sektoru.

Enerģētikas krīzei atkāpjoties, valdībām būtu jāturpina ierobežot attiecīgos atbalsta pasākumus. Ir svarīgi izvairīties no inflācijas spiediena pastiprināšanās vidējā termiņā, tādējādi radot nepieciešamību pēc vēl spēcīgākas monetārās politikas reakcijas. Eurogrupa 7. decembra paziņojumā aicināja tās dalībvalstis, kuras joprojām īsteno būtiskus pasākumus, 2024. gadā tos pēc iespējas drīzāk pārtraukt un izmantot attiecīgos uzkrājumus budžeta deficīta samazināšanai. Eurogrupa uzskatīja, ka, lai gan, ņemot vērā lielo nenoteiktību, fiskālās politikas īstenošanā būtu jā saglabā elastīga pieeja, kopumā ierobežojoša eurozonas fiskālā nostāja 2024. gadā būtu atbilstoša, lai veicinātu valsts finanšu stabilitāti un izvairītos no inflācijas spiediena pastiprināšanās. Turklāt būs svarīgi, lai fiskālā politika būtu vērsta uz eurozonas tautsaimniecības produktivitātes uzlabošanu un pakāpenisku augstā valsts parāda līmeņa samazināšanu. To vislabāk varētu panākt, izveidojot stabilu ES ekonomiskās un fiskālās politikas koordinācijas un uzraudzības regulējumu. ECB 2023. gada 5. jūlijā publicētajā [atzinumā](#) par priekšlikumu ekonomikas pārvaldības reformai Savienībā aicināja ES valstu likumdevējus pēc

iespējas drīzāk (vēlākais līdz 2023. gada beigām) panākt vienošanos par ekonomikas pārvaldības reformu.¹³

¹³ Eiropadome 2023. gada 21. decembrī un tādējādi pēc Padomes decembra sanāksmes, kurā tika apspriests šis Tautsaimniecības Biļetens, panāca vienošanos par ES ekonomikas pārvaldības reformu, kas nodrošina iespēju veidot dialogu starp Komisiju, Padomi un Eiropas Parlamentu.

Ielikumi

1. ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus apstākļi un globālā tirgus reakcija uz ASV monetāro politiku

Sagatavojuši Magdalēna Grote (*Magdalena Grothe*), Ana-Simona Manu un Pīters Makveids (*Peter McQuade*)

ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus ir pasaulē lielākais un likvidākais valdības vērtspapīru tirgus. Šo tirgu, kurā ir apgrozībā vērtspapīri vairāk nekā 25 trilj.

ASV dolāru vērtībā, izmanto, lai finansētu ASV valdību, un tam ir būtiska loma ASV Federālo rezervju sistēmas monetārās politikas īstenošanā. ASV Valsts kases vērtspapīri kalpo arī kā nozīmīgs etalons gan ASV iekšzemes privātā sektora finansēšanā, gan starptautiskajos tirgos. Tādējādi šā tirgus likviditātes nosacījumu pārmaiņas var jūtami ietekmēt globālos finanšu tirgus.

Pēdējā laikā ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus likviditāte ir samazinājusies vairāku faktoru ietekmē. A attēls (a) panelis) atspoguļo obligāciju tirgus likviditātes attīstību atsevišķās attīstītajās valstīs, t. sk. ASV Valsts kases vērtspapīru tirgū. Šo attīstību mēra ar splainu starptību – ienesīguma līknes vidējo pielāgošanas kļūdu. Šī starptība kalpo kā aizstājējvērtība arbitražas iespēju apmēra noteikšanai obligāciju tirgū, augstākas vērtības saistot ar zemāku tirgus likviditāti.¹ ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus raita darbība pēdējos gados traucēta vairākkārt, īpaši 2020. gada martā, kad sākās pandēmija. Pēdējā laikā monetārās politikas stingrības palielināšana (t. sk. ASV Valsts kases vērtspapīru mazāka absorbēšana Federālo rezervju sistēmā, kā parādīts ar zilo līniju A attēla b) panelī) un paaugstināta inflācijas un izaugsmes nenoteiktība, visticamāk, veicinājušas likviditātes samazināšanos un palielinājušas ASV un globālā valdības obligāciju tirgus jutīgumu.²

¹ Likviditāte ir arī apgriezti proporcionāla svārstīgumam, jo, pārējiem datiem saglabājoties līdzšinējā līmenī, tirgus uzturētāji paplašina pirkšanas un pārdošanas cenu starptības un sniedz mazāk informācijas, lai pārvaldītu paaugstināto risku, kas saistīts ar pozīcijas izvēli augsta svārstīguma apstākļos. Sk. Fleming, M., "How Has Treasury Market Liquidity Evolved in 2023?", *Liberty Street Economics*, 17 October 2023.

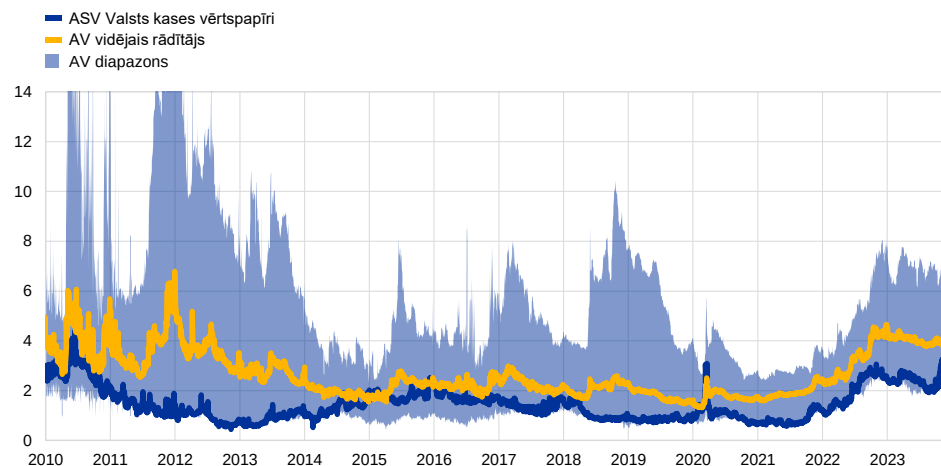
² Stikāk par faktoriem, kas veicina pašreizējo zemo likviditāti, sk. *Quarterly Review*, Bank for International Settlements (BIS), September 2023; *Global Financial Stability Review*, International Monetary Fund, October 2023, Chapter 1; un Duffie, D., "Dealer Capacity and US Treasury market functionality", *BIS Working Papers*, No 1138, BIS, October 2023.

A attēls

Likviditātes norises valdības obligāciju tirgos

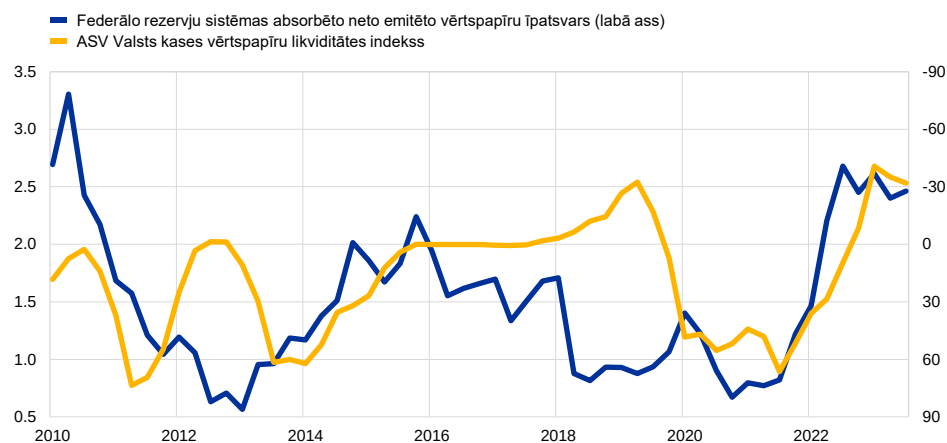
a) ASV Valsts kases vērtspapīru un atsevišķu citu lielāko attīstīto valstu valdības obligāciju splainu starpības

(%)



b) ASV Valsts kases vērtspapīru splainu starpības un ASV Valsts kases emitēto vērtspapīru absorbēšana Federālo rezervju sistēmā

(kreisā ass: indeksu vērtības; labā ass: % (apgriezt))



Avoti: Bloomberg, Haver un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. a) panelis: ienesīguma līknes splainu starpība ir novērotās ienesīguma līknes un kubiskā splaina interpolācijas savstarpējās novirzes absolūto vērtību summa. Šis rādītājs atspoguļo arbitražas iespēju klātbūtni, nelikvidu tirgu iezīmi, un ir viens no vairākiem tirgus likviditātes rādītājiem, kuri parasti spēcīgi savstarpēji korelē. Starpības pieaugums norāda uz mazāku likviditāti. Citas attīstītās valstis (AV) ietver Kanādu, Franciju, Vāciju, Itāliju, Japānu, Spāniju un Apvienoto Karalisti. 2011.–2012. gadā splainu starpības maksimālās vērtības sasniedza aptuveni 25 bāzes punktus, taču tas lasāmības iemeslu dēļ attēlā nav atspoguļots. b) panelis: Federālo rezervju sistēmas absorbēto neto emitēto vērtspapīru īpatsvars ir aprēķināts kā četru ceturkšņu vidējais rādītājs. Likviditātes indekss attēlo vidējo ienesīguma kļūdu tādu ASV Valsts kases parādzīmju un obligāciju kopumā, kuru atlikušais termiņš ir vismaz viens gads. Labā ass ir apgriezta – augstākas vērtības apzīmē ASV Valsts kases emitēto vērtspapīru mazāku absorbēšanu. Jaunākie dati: a) panelis – 2023. gada 15. decembris; b) panelis – 2023. gada 3. ceturksnis.

Fondu ar finanšu sviras izmantošanu aktivitāte ASV Valsts kases vērtspapīru biržā tirgto nākotnes līgumu tirgū varētu arī pastiprināt tirgus jutīgumu pret jaunu informāciju. Šo fondu neto īsās pozīcijas ASV Valsts kases vērtspapīru biržā tirgto nākotnes līgumu tirgū ir sasniegušas vēsturiski augstāko līmeni – aptuveni 650 mljrd. ASV dolāru, no kuriem aptuveni 300 mljrd. ASV dolāru termiņš ir divi gadi

(B att.).³ Tas var būt saistīts ar vairākām tirdzniecības stratēģijām, piemēram, naudas un biržā tirgto nākotnes līgumu tirdzniecību vai virzienu tirdzniecību, kurā paļaujas uz procentu likmju kāpumu.⁴ Lai gan šī aktivitāte principā varētu palīdzēt uzturēt likviditāti Valsts kases vērtspapīru tagadnes darījumu tirgū, tiek uzskatīts, ka tas dažkārt varētu saasināt tirgus jutīgumu.⁵

B attēls

Fondu ar finanšu sviras izmantošanu spekulatīvās pozīcijas ASV Valsts kases vērtspapīru biržā tirgotajos nākotnes līgumos

Neto pozīcija ASV Valsts kases vērtspapīru biržā tirgotajos nākotnes līgumos

(mljrd. ASV dolāru)



Avoti: Bloomberg, Biržā tirgto preču nākotnes līgumu tirdzniecības komisija un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Attēlā redzama fondu ar finanšu sviras izmantošanu neto pozīciju summa 2, 5 un 10 gadu ASV Valsts kases vērtspapīru biržā tirgotajos nākotnes līgumos. Neto pozīcijas ir garo un īso pozīciju vērtību starpība.

Jaunākie dati: 2023. gada 15. decembris.

ASV monetārās politikas šoka ietekme uz obligāciju cenām var atšķirties

atkarībā no ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus apstākļiem. Empīriskā analīzē pētīts, vai ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus apstākļi varētu būt saistīti ar to, cik spēcīga ir ASV monetārās politikas šoka radītā ietekme uz obligāciju tirgu. Empīriskā struktūra ir vērsta uz ASV monetārās politikas šoku ietekmi, jo tie parasti ir būtisks globālo finanšu nosacījumu noteicējfaktors. Lai pētītu, kā ietekme uz obligāciju tirgiem atšķiras atkarībā no apstākļiem ASV Valsts kases vērtspapīru tirgū, izmanto lokālo prognožu metodes. Tiek analizēta divu veidu atkarība no stāvokļa. Pirmā pieeja pēta, vai ASV monetārās politikas ietekme atšķiras atkarībā no ASV Valsts

³ Fondu ar finanšu sviras izmantošanu parasti ir riska ieguldījumu fondi, kuru stratēģijas var ietvert tiešās pozīcijas vai arbitražu tirgos un starp tiem. Īsā pozīcija biržā tirgotā obligāciju nākotnes līgumā ir rentabla, ja obligāciju cena samazinās.

⁴ Naudas un biržā tirgto nākotnes līgumu tirdzniecība ietver īsās pozīcijas izvēli attiecībā uz Valsts kases vērtspapīru biržā tirgotajiem nākotnes līgumiem, garās pozīcijas izvēli attiecībā uz Valsts kases naudu un aizņemšanas repo līgumu tirgū tirdzniecības finansēšanas nolūkā. Tas tieši saistīts ar būtisku ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus nelikviditāti jeb "dzišanos pēc skaidrās naudas" (*dash for cash*) 2020. gada martā. Sk. Vissing-Jorgensen, A., "The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of the Federal Reserve", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 124, November 2021, pp. 19–47; un Schrimpf, S., Shin, H.S. and Sushko, V., "Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis", *BIS Bulletin*, No 2, BIS, April 2020.

⁵ Piemēram, paaugstinātais jutīgums varētu būt saistīts ar to, ka šādas tirdzniecības stratēģijas parasti ietver lielu aizņemto līdzekļu īpatsvaru un ir pakļautas repo darījumu procentu likmju un biržā tirgto nākotnes līgumu starpību pārmaiņām. Sk. arī Avalos, F. and Sushko, V., "Margin leverage and vulnerabilities in US Treasury futures", *BIS Quarterly Review*, BIS, September 2023, Box A; un Barth, D., Kahn, R.J. and Mann, R., "Recent Developments in Hedge Funds' Treasury Futures and Repo Positions: is the Basis Trade 'Back'?", *FEDS Notes*, Board of Governors of the Federal Reserve System, August 2023.

kases vērtspapīru tirgus likviditātes līmeņa, ko mēra ar splainu starpību, t. i., novērotās ienesīguma līknes un splaina interpolētās līknes atšķirību (kā parādīts A attēlā). Otrā pieeja pēta, vai ASV monetārās politikas ietekme atšķiras atkarībā no fondu ar finanšu sviras izmantošanu neto pozīciju apmēra ASV Valsts kases vērtspapīru biržā tirgotajos nākotnes līgumos (kā parādīts B attēlā). ASV monetārās politikas šoki ir identificēti dienas Beijesa vektoru autoregresijas (BVAR) modelī, izmantojot zīmju ierobežojumus, un kalibrēti atbilstoši 10 gadu ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīguma samazinājumam vidēji par 10 bāzes punktiem vienas nedēļas laikā.⁶ Lokālo prognožu aplēsē ņemtas vērā pārmaiņas akciju tirgus svārstīgumā un ekonomiskajā aktivitātē un ietverts fiktīvais mainīgais, lai ņemtu vērā pandēmijas periodu.

Analīze liecina, ka ASV monetārās politikas šoka ietekme ir lielāka, ja tirgus likviditāte ir zema vai ja fondu ar finanšu sviras izmantošanu īsās pozīcijas ir lielas. ASV monetārās politikas šoka ietekme uz 2 gadu ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīgumu ir lielāka, ja ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus likviditāte ir samērā zema (C att. a) panelis).⁷ Tas saskan ar iepriekšējiem pētījumiem, kuri liecina, ka finanšu tirgi mēdz kļūt jutīgāki pret informāciju, ja tirgus likviditāte ir ierobežota.⁸ Līdzīgi ASV monetārās politikas šoka ietekme uz 2 gadu ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīgumu mēdz būt lielāka, ja fondiem ar finanšu sviras izmantošanu ir samērā lielas neto īsās pozīcijas ASV Valsts kases vērtspapīru biržā tirgotajos nākotnes līgumos (C att. b) panelis).⁹ Aplēstās ietekmes 68 % konfidences intervāli nedaudz pārklājas, norādot, ka, lai gan tirgus jutīgums pret šokiem dažādos stāvokļos atšķiras, ietekmes dažādība ne vienmēr ir būtiska.

⁶ Sīkāk par dienas BVAR modeli sk. Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. and Van Robays, I., "[What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk](#)", *Working Paper Series*, No 2560, ECB, May 2021.

⁷ Vidēji 10 bāzes punktu lielai ietekmei uz 10 gadu ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīgumu atbilstoša ASV monetārās politikas šoka rezultāts ir 2 gadu ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīguma pieaugums aptuveni par 13 bāzes punktiem pēc vienas nedēļas zemas likviditātes apstākļos, bet samērā augstas ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus likviditātes apstākļos – aptuveni par 7 bāzes punktiem.

⁸ Sk. piemēram, Guimaraes, R., Pinter, G. and Wijnandts, J.C., "[The liquidity state-dependence of monetary policy transmission](#)", *Staff Working Papers*, No 1045, Bank of England, October 2023; de Vette, N., Klaus, B., Kordel, S. and Sowiński, A., "[Why market and funding liquidity matter and how they interact](#)", *Financial Stability Review*, ECB, May 2023, Special Feature A, Section 2; un Adrian, T. and Shin, H.S., "[Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles](#)", *Current Issues in Economics and Finance*, Vol. 14, No 1, Federal Reserve Bank of New York, January/February 2008.

⁹ Aplēses norāda uz 2 gadu Valsts kases vērtspapīru ienesīguma pieaugumu aptuveni par 12 bāzes punktiem kā reakciju uz monetārās politikas šoku, ja fondu ar finanšu sviras izmantošanu neto īsās pozīcijas ir būtiskas, salīdzinājumā ar pieaugumu aptuveni par 9 bāzes punktiem, ja šīs īsās pozīcijas ir samērā ierobežotas.

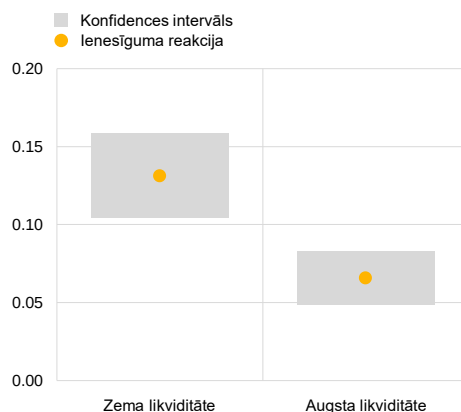
C attēls

ASV monetārās politikas šoka ietekme atkarībā no ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus apstākļiem

2 gadu ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīguma aplēstā reakcija atkarībā no:

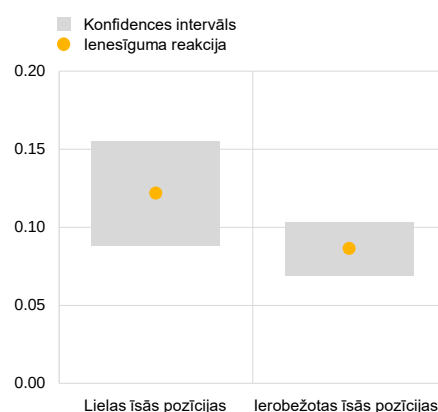
a) ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus likviditātes

(procentu punktos)



b) ASV Valsts kases vērtspapīru neto īsajām pozīcijām

(procentu punktos)



Avoti: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Dzeltenie punkti atspoguļo vidējo aplēsi par 2 gadu ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīguma reakciju uz monetārās politikas šoku. Šoks atbilst 10 gadu ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīguma samazinājumam aptuveni par 10 bāzes punktiem vienas nedēļas laikā un ir aplēsts dienas BVAR modeli, izmantojot zīmju un relatīvā mēroga ierobežojumu kombināciju. Impulsa reakcijas attēlotas ietekmes brīdī, un tās ir aplēstas, izmantojot lokālās prognozes, kurās ņemta vērā atkarība no stāvokļa, atbilstoši Ramey, V. and Zubairy, S., "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data", *Journal of Political Economy*, Vol. 126(2), April 2018, pp. 850–901, pieņemot, ka stāvokļa pārejas parametrs gamma ir 2. Aplēsē izmantoti nedēļas dati laikposmā no 2010. gada līdz 2023. gadam, ņemot vērā ekonomisko aktivitāti, finansēšanas nosacījumus, procentu likmes un tirgus nenoteiktību (ko mēra ar Citigroup ekonomiskā pārsteiguma indeksu, 10 gadu un 2 gadu ASV Valsts kases vērtspapīru procentu likmju starpību, finanšu nosacījumu indeksu, VIX indeksu un MOVE indeksu), un tā ietver krīzes fiktīvo mainīgo, kurš attiecas uz pandēmijas sākumu no 2020. gada februāra līdz maijam. Stāvokļus definē, pamatojoties uz ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus likviditāti (a) panelis) un fondu ar finanšu sviras izmantošanu neto pozīcijām ASV Valsts kases vērtspapīru biržā tirgotajos nākotnes līgumos (b) panelis). Iekrāsotie laukumi attiecas uz 68 % konfidences intervāliem, balstoties uz Ņūija un Vesta standartklūdu aprēķinu (*Newey-West standard errors*).

Jaunākie dati: 2023. gada septembris.

Rezultāti arī sniedz zināmus pierādījumus tam, ka ASV Valsts kases

vērtspapīru tirgus apstākļi var pastiprināt citu valstu obligāciju tirgu reakcijas

uz ASV monetāro politiku. Konstatēts, ka ASV monetārās politikas šoka ietekme uz

obligāciju tirgiem citās attīstītajās valstīs ir nedaudz lielāka, ja ASV Valsts kases

vērtspapīru tirgu likviditāte ir zemāka nekā parasti (D att. a) un b) panelis).¹⁰ Tas

varētu būt saistīts ar ASV Valsts kases vērtspapīru būtisko nozīmi dažādās

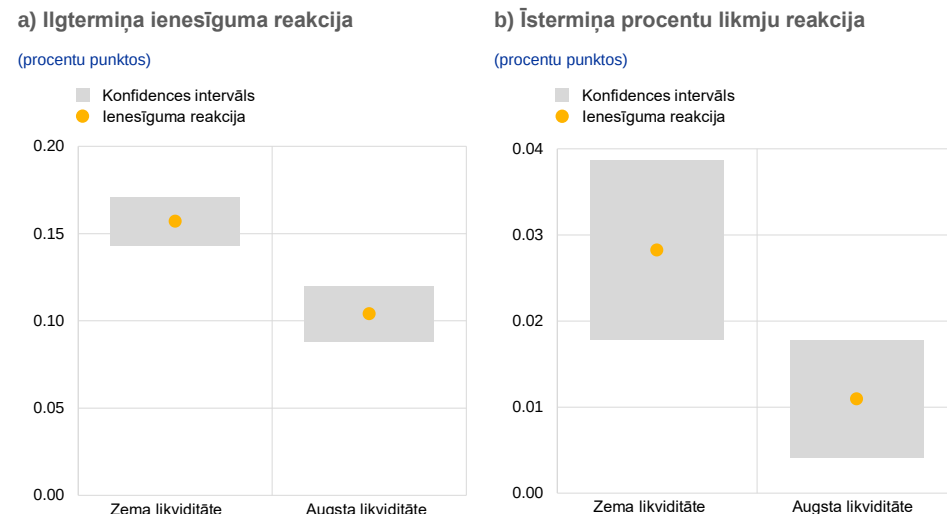
tirdzniecības stratēģijās un etaloncenu noteikšanā, kā arī ar to, ka ASV tirgu

likviditātes pasliktināšanās varētu būt saistīta arī ar globālā tirgus likviditātes kritumu.

¹⁰ ASV monetārās politikas šoks ir saistīts ar ārvalstu vērtspapīru ilgtermiņa ienesīguma pieaugumu aptuveni par 16 bāzes punktiem un ārvalstu vērtspapīru īstermiņa procentu likmju pieaugumu aptuveni par 3 bāzes punktiem, kad ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus likviditāte ir zemāka nekā parasti, salīdzinājumā ar attiecīgi aptuveni 10 bāzes punktiem un 1 bāzes punktu normālas likviditātes apstākļos.

D attēls

Citu attīstīto valstu aplēstā ienesīguma reakcija uz ASV monetārās politikas šoku atkarībā no ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus likviditātes



Avoti: Bloomberg Finance L.P., Refinitiv un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Dzeltēnie punkti atspoguļo vidējo aplēsi par attīstīto valstu ilgtermiņa ienesīguma (a) panelis) un īstermiņa procentu likmju (b) panelis) reakciju uz ASV monetārās politikas šoku. Šoks atbilst 10 gadu ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīguma samazinājumam aptuveni par 10 bāzes punktiem vienas nedēļas laikā un ir aplēsts dienas BVAR modelī, izmantojot zīmju un relatīvā mēroga ierobežojumu kombināciju. Atspoguļotās impulsa reakcijas ir impulsa reakcijas pēc vienas nedēļas, un tās ir aplēstas laikposmā no 2010. gada līdz 2023. gadam, izmantojot lokālās prognozes, kurās ņemta vērā atkarība no stāvokļa. Lokālo prognožu koeficientu novērtējumi ir norādīti atkarībā no ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus stāvokļa. ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus likviditātes stāvokli definē, izmantojot aizstājējradītāju, kas balstīts uz ASV Valsts kases obligāciju vidējām ienesīguma kļūdām no izlīdzinātās Valsts kases vērtspapīru līknes. Tiek ņemts vērā arī VIX kapitāla vērtspapīru tirgus svārstīguma indekss, ASV un globālais Citigroup ekonomiskā pārsteiguma indekss un atkarīgā mainīgā nobīdes. Iekrāsotie laukumi attiecas uz 68 % konfidences intervāliem, balstoties uz Ņūija un Vesta standartkļūdu aprēķinu (Newey-West standard errors). Jaunākie dati: 2023. gada septembris.

Kopumā empīriskā analīze liecina, ka iekšzemes un globālā obligāciju tirgus reakcija uz ASV monetāro politiku varētu būt spēcīgāka noteiktos ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus apstākļos. Šie konstatējumi varētu palīdzēt izskaidrot daļu no ASV Valsts kases vērtspapīru ienesīguma samērā lielajām korekcijām 2023. gada laikā, jo sarūkošā Valsts kases vērtspapīru tirgus likviditāte varētu būt viens no faktoriem, kuri veicina augstāku ienesīguma jutīgumu. Empīriskie rezultāti arī paskaidro saikni starp ASV Valsts kases vērtspapīru tirgus apstākļiem un obligāciju tirgus lielāko jutīgumu pret monetāro politiku.

2.

Ģeopolitiskais risks un naftas cenas

Sagatavojuši Masimo Ferari Mineso (*Massimo Ferrari Minesso*), Marija Sofija Lapē (*Marie-Sophie Lappe*) un Denīze Rēslere (*Denise Rößler*)

Sakarība starp ģeopolitiskajām norisēm un naftas cenām nav viennozīmīga.

Vēsturiski sakarība starp ģeopolitiskajām norisēm – tādām kā jauni saspīlējumi starp valstīm vai terora akti – un naftas cenām nav bijusi viennozīmīga. Piemēram, uzreiz pēc 11. septembra uzbrukumiem *Brent* cenas palielinājās par 5 %. Tas aptuveni piecas reizes pārsniedz *Brent* cenas vidējās dienas pārmaiņas no 2000. gada līdz 2023. gadam. Tomēr 14 dienu laikā cena saruka aptuveni par 25 % saistībā ar bažām par naftas pieprasījuma vājināšanos. Pirmajās divās nedēļās pēc tam, kad Krievija 2022. gada februārī iebruka Ukrainā, *Brent* cenas pieauga gandrīz par 30 %. Tomēr pēc tam cenas atkal samazinājās un aptuveni pēc astoņām nedēļām atgriezās līmenī, kāds bija pirms iebrukuma. Vēl pavisam nesen, pēc teroristu uzbrukumiem Izraēlā 2023. gada 7. oktobrī, *Brent* cenas pieauga aptuveni par 4 %, bet vēlāk tās atkal stabilizējās.¹ *Caldara* un *Iacoviello* (2022) izstrādātais globālā ģeopolitiskā riska (GPR) indekss A attēlā atspoguļots plašākā skatījumā – salīdzinājumā ar *Brent* jēlnaftas cenu vēsturi.² Indekss ir veidots, piemērojot teksta analīzes metodes laikrakstos publicētajiem rakstiem, kuri skar notikumus saistībā ar globāliem ģeopolitiskiem saspīlējumiem.³ Strauja indeksa kāpuma periodi, kas atspoguļo nozīmīgus ģeopolitiskus notikumus, nav sistemātiski saistīti ar augstākām vai svārstīgākām naftas cenām. Gluži pretēji, naftas cenu dinamika ir vāja vairākus mēnešus pēc daudziem šādiem notikumiem.

¹ *Brent* cena mēnesi vēlāk bija 79 ASV dolāri par barelu – zemāka par to, kāda tā bija vienu dienu pirms uzbrukumiem.

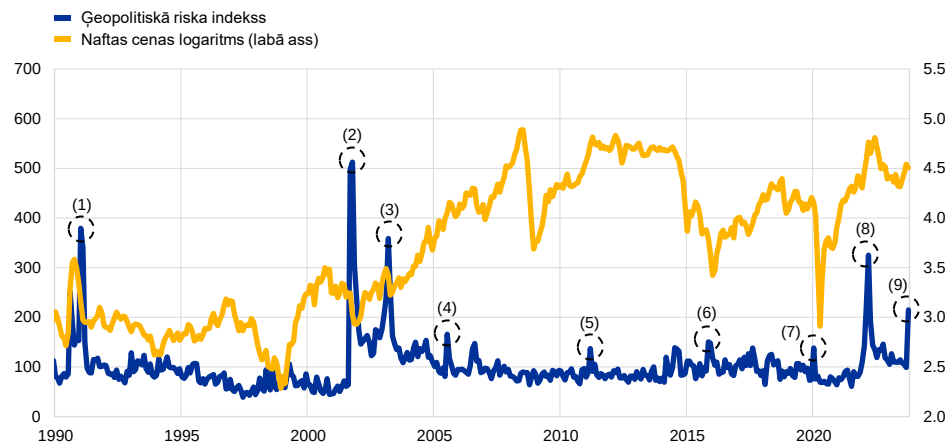
² Caldara, D. and Iacoviello, M., "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, American Economic Association, Vol. 112, No 4, 2022, pp. 1194-1225.

³ Indeksa pamatā ir desmit laikrakstu (*Chicago Tribune*, *The Daily Telegraph*, *Financial Times*, *The Globe and Mail*, *The Guardian*, *Los Angeles Times*, *The New York Times*, *USA Today*, *The Wall Street Journal* un *The Washington Post*), un tas veidots, saskaitot katrā laikrakstā katru mēnesi publicētos rakstus, kas saistīti ar negatīviem ģeopolitiskiem notikumiem (kā īpatsvaru kopējā rakstu skaitā). Indekss tiek izstrādāts atsevišķi par globālo tautsaimniecību un 44 valstīm.

A attēls

Naftas cenas un ģeopolitiskie riski kopš 1990. gada

(kreisā ass: indekss, labā ass: Brent jēlnaftas cenas logaritms)



Avoti: Haver, Caldara un Iacoviello (2022) un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada oktobrī. Numurētie augstākie punkti apzīmē šādus ģeopolitiskos notikumus:

1) Līča karš, 2) 11. septembra teroristu uzbrukumi, 3) iebrukums Irākā, 4) teroristu uzbrukumi Londonā, 5) Arābu pavasaris un pilsotņu karš Lībijā, 6) teroristu uzbrukumi Parīzē, 7) uzbrukums ASV vēstniecībai Irākā, 8) Krievijas iebrukums Ukrainā un 9) Izraēlas un "Hamās" karš.

Ģeopolitiskie šoki var ietekmēt naftas cenas, ierobežojot ekonomisko aktivitāti vai palielinot ar izejvielu piedāvājumu saistīto risku. Būtībā ģeopolitisks risks var ietekmēt izejvielu un naftas cenas pa diviem galvenajiem kanāliem. Pirmkārt, ģeopolitisko saspīlējumu pieaugums izraisa negatīvu globālā pieprasījuma šoku, jo šie saspīlējumi vairo ekonomiskās perspektīvas nenoteiktību, negatīvi ietekmējot patēriņu un ieguldījumus un, iespējams, radot traucējumus starptautiskajā tirdzniecībā. Visi šie faktori ierobežo globālās tautsaimniecības aktivitāti un samazina globālo naftas pieprasījumu un cenas. Šis ir ekonomiskās aktivitātes kanāls. Otrkārt, finanšu tirgiem potenciāli iecenojot lielāku nākotnes naftas piedāvājuma risku papildus attiecīgā brīža ģeopolitisks šoka radītai ietekmei, veidojas riska kanāls. Tādējādi pieaug naftas līgumu turēšanas naudas vērtība, tā sauktais ienākums no īpašumtiesībām, radot augšupvērstu spiedienu uz *Brent* cenām.⁴ Katram no šiem kanāliem ir pretēja ietekme uz naftas tirgu, un tas, kurš no kanāliem attiecīgajā gadījumā ir spēcīgāks, ir empīriski atbildams jautājums. Viens no papildu faktoriem, kas var radīt neskaidrības, ir iespējamais naftas ražotāju lēmums koriģēt naftas ražošanas apjomu, lai stabilizētu cenas.

Globāls ģeopolitisks šoks kopumā rada lejupvērstu spiedienu uz naftas

cenu. Naftas cenu (ko nosaka, pamatojoties uz *Brent* jēlnaftas cenām) reakciju uz globāliem ģeopolitiskiem šokiem var noskaidrot, izmantojot VAR modeli, neietverot naftas ražotāju reakciju un ņemot vērā globālās aktivitātes un finanšu cikla faktorus.⁵ Modelis aptver periodu no 2000. gada janvāra līdz 2023. gada oktobrim, un tā

⁴ Sk. Szymanowska, M., de Roon, F., Nijman, T. and van den Goorbergh, R., "An Anatomy of Commodity Futures Risk Premia", *Journal of Finance*, American Finance Association, Vol. 69, No 1, 2014, pp. 453-482.

⁵ Šoki tiek identificēti ar Šoleskī (*Cholesky*) metodi, GPR indeksu ierindojot pirmo; sk. citēto Caldara un Iacoviello darbu. Šī metode nozīmē, ka jebkāda vienlaicīga ekonomisko mainīgo un GPR indeksa korelācija atspoguļo ģeopolitisko notikumu ietekmi uz ekonomiskajiem mainīgajiem, nevis otrādi. Caldara un Iacoviello detalizēti pamato šo eksogenitātes pieņēmumu.

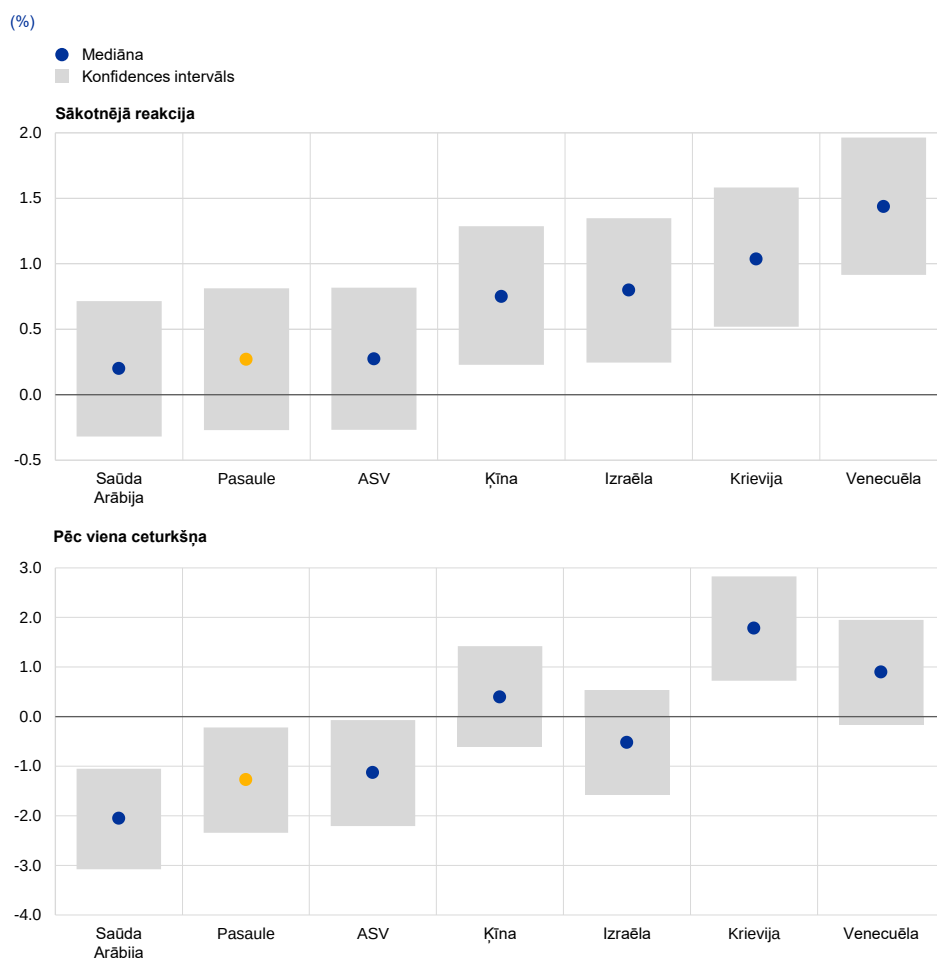
aplēses veiktas, izmantojot Beijesa metodes.⁶ B attēlā atspoguļota aplēstā *Brent* cenas sākotnējā un trīs mēnešu reakcija uz vienas standarta novirzes ģeopolitisko šoku, kas atbilst aptuveni vienai desmitdaļai no indeksa pieņemtās vērtības pēc 11. septembra uzbrukumiem (attēlā dzeltens punkts apzīmē globālu ģeopolitiskā riska šoku). Aplēstais elastīgums norāda uz to, ka pāriet laiks, kamēr globālie ģeopolitiskie šoki ietekmē *Brent* cenas, kas sākotnēji saglabājas stabilas (elastīgums būtiski neatšķiras no nulles), un tikai ceturksni vēlāk tās pazeminās aptuveni par 1.2 %. Tas liecina, ka naftas tirgus reakcijā dominē ekonomiskās aktivitātes kanāls – augstākas nenoteiktības izraisītā ķēdes reakcija pieprasījumā.⁷ Citiem vārdiem, globālie ģeopolitiskie šoki parasti nozīmē lejupvērstus naftas cenas riskus.

⁶ Konkrēti, lai atspoguļotu globālo finanšu ciklu, VAR modelis ietver piecu mēneša mainīgo – GPR indeksa, *Brent* naftas cenu (log), pasaules rūpnieciskās ražošanas (log), ASV akciju tirgus cenu (log) un valdības obligāciju divu gadu ienesīguma likmju – 12 nobīdes. Modelis tiek aplēsts, izmantojot Beijesa metodes un standarta Minesotas aprioros sadalījumus. Rezultātus neietekmē Covid-19 pandēmija; sk. Lenza, M. and Primiceri, G.E., "[How to estimate a vector autoregression after March 2020](#)", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, No 4, 2022, pp. 688-699. Izlase attiecas uz periodu no 2000. gada janvāra līdz 2023. gada oktobrim.

⁷ Globālā rūpnieciskā ražošana samazinājusies aptuveni par 0.1 % un akciju cenas – par 0.5 % tajā pašā periodā.

B attēls

Aplēstā naftas cenu reakcija uz valsts līmeņa un globāliem ģeopolitiskiem šokiem



Avoti: Haver, Caldara un Iacoviello (2022) un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Attēlā atspoguļota *Brent* naftas cenu reakcija uz vienu ģeopolitiskā riska šoka standarta novirzi. Šoki identificēti saskaņā ar Caldara un Iacoviello (2022) pētījumu, valsts līmeņa VAR modeļu aplēsēs piemērojot Šoleski metodi un GPR indeksu ierindojošo pirmo. Katrs VAR modelis ietver valsts līmeņa GPR indeksu, globālās rūpnieciskās ražošanas datus, *Brent* naftas cenu, iekšzemes akciju tirgus indeksu un ASV valdības obligāciju divu gadu ienesīguma likmi. Visi mainīgie, izņemot indeksu un valdības obligāciju divu gadu ienesīguma likmi, tiek ievadīti logarītmos. Izlase attiecas uz periodu no 2000. gada janvāra līdz 2023. gada oktobrim. Valstis tiek kārtotas secībā pēc to sākotnējās reakcijas apmēra.

Tomēr atkarībā no ģeopolitisko šoku izcelsmes to ietekme dažādās valstīs ir atšķirīga. Saspīlējumi svarīgākajās naftas ražotājvalstīs vai valstīs ar stratēģisku

nozīmi naftas pārstrādes produktu izplatīšanā var ietekmēt naftas tirgu atšķirīgi.

Ģeopolitiskos saspīlējumos iesaistītās valstis, kas veido nelielu globālās tautsaimniecības daļu, visticamāk, būtiski neietekmēs globālo izaugsmi; šis apstāklis mazina ģeopolitiskā šoka ietekmi pa ekonomiskās aktivitātes kanālu. Tomēr, ja iesaistītās valstis ir svarīgākās ražotājvalstis pasaules naftas tirgos, naftas piedāvājuma risks var radīt būtisku augšupvērstu spiedienu uz naftas cenām. Šo hipotēzi var pārbaudīt, salīdzinot *Brent* cenas reakciju uz valsts un globāla līmeņa ģeopolitiskajiem šokiem. Šajā nolūkā B attēlā atspoguļots aplēstais naftas cenas elastīgums, tai reaģējot uz dažu lielāko naftas ražotājvalstu (ASV, Saūda Arābijas, Krievijas un Ķīnas), Venecuēlas (kam ir vislielākās naftas rezerves) un Izraēlas (kas pati nav naftas ražotājvalsts, bet tai ir nozīmīga loma Tuvo Austrumu politikā)

ģeopolitiskiem šokiem.⁸ Aplēses liecina par būtiskām atšķirībām valsts līmeņa šoku reakcijā, un tas liek secināt, ka visi ģeopolitiskie šoki nav vienādi. Reakcija uz ASV šokiem ir līdzīga reakcijai uz globāliem šokiem: sākotnēji tā ir nenožīmīga, bet pēc viena ceturkšņa vērojams kritums par 1.1 %. Šis novērojums nepārsteidz, ņemot vērā ASV būtisko lomu globālajā tautsaimniecībā. Reakcijas uz citu valstu izraisītajiem šokiem ir atšķirīgas. Saūda Arābijas šokiem ir ierobežojoša ietekme. Tas liecina, ka šīs valsts ģeopolitisko norišu ietekme līdzinās globālajai ģeopolitisko norišu dinamikai.⁹ Savukārt ar Ķīnu, Izraēlu, Krieviju un Venecuēlu saistītie ģeopolitiskie saspīlējumi izraisa augšupvērstu spiedienu uz *Brent* naftas cenu, kas uzreiz palielinās par 0.8 %–1.5 %.¹⁰ Šo valstu ietekmi nepārprotami lielākoties nosaka riska kanāls: naftas cenas pieaug, jo tirgotāji paredz naftas piegādes traucējumus.

Negatīvu ģeopolitisko šoku izraisītais naftas cenu spiediens parasti ir īslaicīgs, un vairumā valstu elastīgums kļūst nenožīmīgs pēc viena ceturkšņa.¹¹

Ģeopolitisko šoku izraisītais cenu spiediens vairākumā valstu ir īslaicīgs, jo bažas par nākotnes naftas piedāvājumu nākotnē izzūd.¹² Tomēr atkarībā no attiecīgās datu izlases ģeopolitisko saspīlējumu ilguma vai valsts līmeņa faktoriem ietekme uz cenu var turpināties ilgāk. Kopumā empīriskie pierādījumi liecina, ka ģeopolitiskajiem šokiem var būt atšķirīga ietekme atkarībā no iesaistītās valsts. Ņemot vērā nesen paaugstināto ģeopolitisko nenoteiktību, jāuzsver, ka nepieciešams identificēt ģeopolitisko šoku raksturu, lai izprastu to ietekmi uz naftas cenām un inflāciju.

⁸ Irāna un Irāka – vēl divas svarīgas naftas ražotājvalstis – nav iekļautas, jo par tām nav pieejami valsts līmeņa indeksi. Tā vietā iekļauta Izraēla kā Irānai ģeopolitiski tuvākā kaimiņvalsts, jo Izraēlas saspīlējumos bieži iesaistīta arī Irāna. Šajā gadījumā elastīgums tiek aprēķināts, aizstājot globālo indeksu ar kādu no valsts līmeņa indeksiem. VAR modelī ņemtas vērā vietēja līmeņa un globālās makroekonomiskās norises, izmantojot indeksu kā iekšēju instrumentu valsts līmeņa ģeopolitisko šoku noteikšanai.

⁹ Globālajiem un Saūda Arābijas GPR indeksiem ir spēcīga korelācija.

¹⁰ Izraēlas rezultāti, iespējams, atspoguļo Irānas – nozīmīgas naftas ražotājvalsts – potenciālo iesaisti ģeopolitiskos saspīlējumos.

¹¹ Krievijas ģeopolitiskie šoki turpina ietekmēt naftas tirgus arī pēc viena ceturkšņa, jo cenu līmenis saglabājas par 2 % augstāks. Tas, iespējams, atspoguļo embargo noteikšanu naftas importam no Krievijas saistībā ar tās iebrukumu Ukrainā 2022. gadā.

¹² Tas, iespējams, saistīts ar to, ka ģeopolitiskie saspīlējumi ir īslaicīgi vai attiecīgo naftas piedāvājumu kompensē citas naftas ražotājvalstis. Dati, šķiet, neapstiprina alternatīvo skaidrojumu, ka pēc reģionāliem ģeopolitiskajiem šokiem globālais pieprasījums samazinās, jo globālās produkcijas izlaides reakcija valsts līmeņa VAR modeļos parasti ir nebūtiska.

3. Potenciālā izlaide īslaicīgu piedāvājuma šoku apstākļos

Sagatavojuši Gusmans Gonsaless-Torress (*Guzmán González-Torres*),
Hosē Emilio Gumjels (*José Emilio Gumiel*) un Bēla Serfi (*Béla Szörfi*)

Nozīmīgāko starptautisko iestāžu aplēses liecina, ka, neraugoties uz eurozonas pamatinflācijas kāpumu, eurozonas izlaides starpība pēdējos gados saglabājusies negatīva vai ļoti tuva nullei.¹ Pamatojoties uz politikas apsvērumiem, kuri saistīti ar fiskālo, finansiālo un ārējo ilgtspēju, tādu starptautisko iestāžu kā Starptautiskā Valūtas fonda (SVF), Ekonomiskās sadarbības un attīstības organizācijas (OECD) un Eiropas Komisijas sagatavotās potenciālās izlaides aplēses tiek aprēķinātas, pieņemot, ka potenciālā izlaide galvenokārt svārstās, tikai reaģējot uz vidēja termiņa – t. i., vai nu pastāvīgiem, vai ļoti ilgstošiem – strukturāliem šokiem.² Šī pieeja tika saglabāta pandēmijas un ar to saistītā piedāvājuma šoka laikā, kuru daudzi, ņemot vērā ierobežojošo pasākumu atcelšanu un makroekonomikas politikas atbalstu, uzskatīja par īslaicīgu.³

Vienkāršs kopējā pieprasījuma un kopējā piedāvājuma modelis rāda, ka īslaicīgi piedāvājuma šoki, kuri nemaina potenciālo izlaidi, rada izlaides starpību, kura negatīvi korelē ar inflāciju.⁴ Modelis prognozē, ka pozitīvi kopējā pieprasījuma šoki radīs pozitīvu izlaides starpību, palielinot gan izlaidi, gan inflāciju (A att. a) panelis). Vienlaikus īslaicīgi negatīvi piedāvājuma šoki – proti, piedāvājuma šoki, kuri izraisa inflāciju, bet nemaina potenciālo izlaidi – samazina izlaidi zem potenciālā līmeņa. Citiem vārdiem sakot, šie šoki rada negatīvu izlaides starpību (A att. b) panelis). Situāciju, kad vienlaicīgs izlaides sarukums un inflācijas pieaugums nerada negatīvu izlaides starpību, var sasniegt vien tad, ja potenciālā izlaide samazinās vismaz tikpat lielā apmērā kā izlaide. Ja potenciālā izlaide netiek ietekmēta un pieņemot, ka darba samaksas palielināšana nerada būtisku sekundāro ietekmi, inflācija atgriezīsies sākotnējā līmenī. Pirmajā gadījumā izlaides starpība

¹ Sk. "Autumn 2023 Economic Forecast: A modest recovery ahead after a challenging year", European Commission, Brussels, November 2023, "World Economic Outlook: Navigating Global Divergences" IMF, Washington D.C., October 2023, un "Economic Outlook: Restoring growth", OECD, Paris, November 2023.

² Sk. Chaux, T. and Guillemette, Y., "The OECD Potential Output Estimation Methodology", *Economics Department Working Papers*, No 1563, OECD, Paris, 2019, Havik, K. et al., "The Production Function Methodology for Calculating Potential Growth Rates and Output Gaps", *Economic Papers*, 535, European Commission, Brussels, November 2014, un De Resende, C., "IEO Evaluation Report", *IMF Forecasts*, Independent Evaluation Office of the International Monetary Fund, Washington D.C., April 2014, Chapter 5.

³ Sīkāku informāciju sk. ECB 2020. gada "Tautsaimniecības Biljetena" Nr. 7 rakstā "The impact of COVID-19 on potential output in the euro area" ("Covid-19 ietekme uz eurozonas potenciālo izlaidi").

⁴ Makroekonomikas teorija aptver dažādus potenciālās izlaides jēdzienus, kuri atšķiras pēc apmēra, kādā tie līdzsvaro relatīvi stabilā ilgtermiņa ražošanas līmeņa atspoguļošanu un signalizēšanu par inflācijas spiedienu tautsaimniecības ražošanas jaudas īslaicīgu šoku apstākļos. Sk., piemēram, Vetlov, I., Hlédik, T., Jonsson, M., Kucsera, H. and Pisani, M., "Potential Output in DSGE Models", *Working Paper Series*, No 1351, ECB, Frankfurt am Main, 2011. Starptautiskās iestādes parasti mēra potenciālo izlaidi kā ekonomiskās aktivitātes augstāko līmeni, kuru var uzturēt ilgtermiņā. Tādējādi šie potenciālās izlaides rādītāji atspoguļo vidēja termiņa līdz ilgtermiņa skatu uz izlaidi, kuras pieauguma temps laika gaitā ir samērā lēns. Faktiskās un potenciālās izlaides atšķirība tiek dēvēta par izlaides starpību, kas atspoguļo tautsaimniecības ciklisko stāvokli. Normālos apstākļos, t. i., kad pieprasījuma šoki nosaka ekonomiskās aktivitātes cikla fāzi, tiek uzskatīts, ka izlaides starpība norāda uz īstermiņa inflācijas spiedienu.

tuvosies nullei no pozitīva līmeņa, bet otrajā gadījumā tā atgriezīsies nulles līmenī no negatīva līmeņa.

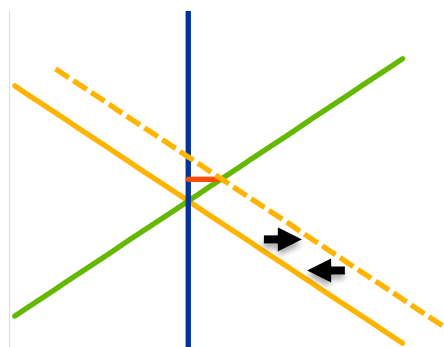
A attēls

Vienkāršs kopējā pieprasījuma un kopējā piedāvājuma modelis

a) Kopējā pieprasījuma šoks

(x ass: izlaide; y ass: inflācija)

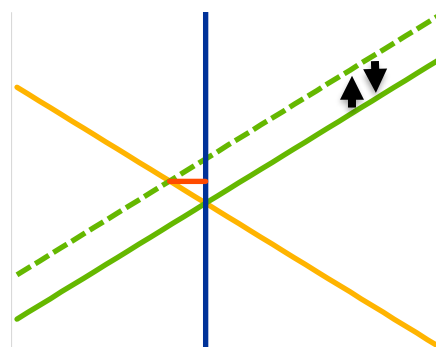
- Sākotnējais kopējais pieprasījums
- Sākotnējais kopējais piedāvājums
- Potenciālā izlaide
- Izlaides starpība
- Kopējā pieprasījuma šoks



b) Īslaicīgs kopējā piedāvājuma šoks

(x ass: izlaide; y ass: inflācija)

- Sākotnējais kopējais pieprasījums
- Sākotnējais kopējais piedāvājums
- Potenciālā izlaide
- Izlaides starpība
- Īslaicīgs piedāvājuma šoks



Avots: ECB speciālisti.

Piezīmes. Attēls ilustrē kopējā piedāvājuma un kopējā pieprasījuma modeli⁵, izlaidi norādot uz x ass, bet inflāciju – uz y ass. Kopējā piedāvājuma grafiks attēlo inflācijas līmeni, kas īstermiņā tiktu sasniegts uzņēmumu cenu noteikšanas lēmumu rezultātā attiecīgajā ražošanas līmenī. Kopējā piedāvājuma grafika virzība mainās uz augšu (uz leju), reaģējot uz uzņēmumu izmaksu struktūras pārmaiņām, piemēram uz resursu cenu pieaugumu (samazinājumu), lielāku (mazāku) resursu pieejamību un ražošanas samazinājumu (pieaugumu), kā arī uz uzņēmumu inflācijas gaidu pieaugumu (samazinājumu). Kopējā pieprasījuma grafiks attēlo preču un pakalpojumu apjomu, kuru attiecīgā inflācijas līmeņa apstākļos īstermiņā pieprasa mājāsaimniecības, uzņēmumi, valdības un ārējais sektors. Kopējā pieprasījuma grafika virzība mainās uz āru (uz iekšu), reaģējot uz dažādiem pieprasījuma šokiem, piemēram, mājāsaimniecību ienākumu pieaugumu (samazinājumu), investīciju izmaksu kāpumu (kritumu), valdības izdevumu pieaugumu (samazinājumu) vai valūtas kursa kritumu (kāpumu). Pieņēmums, ka attēlotie šoki ir īslaicīgi, mudina attiecīgos grafikus vispirms virzīties uz āru (uz augšu) un pēc tam atgriezties sākotnējās pozīcijās. Izlaides starpību mēra kā horizontālo attālumu starp izlaides līdzsvara līmeni un potenciālo izlaidi. Pieņemts, ka potenciālā izlaide laika gaitā nemainās.

Strukturālie modeļi, piemēram, Jaunais eurozonas modelis (*New Area-Wide Model; NAWM*), var palīdzēt ilustrēt piedāvājuma šoku ietekmi uz potenciālo izlaidi.⁶ NAWM izmanto, lai nodrošinātu Eiropas Komisijas izlaides starpības dekompozīciju, kuru piemēro kā novēroto mainīgo. Šajā struktūrā līdz ar citiem faktoriem atsevišķi nosaka piedāvājuma un pieprasījuma noteicējfaktorus (B att.).

Dekompozīcija rāda, kā atbilstoši uzskatam, ka potenciālā izlaide ir samērā vienkārīga, modelis identificē nesen novērotos piedāvājuma šokus kā izlaides starpības samazināšanās veicinātājus. Tas arī liecina, ka piedāvājuma šokiem bija nebūtiska loma laikā pirms pandēmijas, kad dominēja pieprasījuma šoki. Kopumā piedāvājuma šoku pārsvars vēsturiskā skatījumā šķietami būtu ārkārtējs notikums.

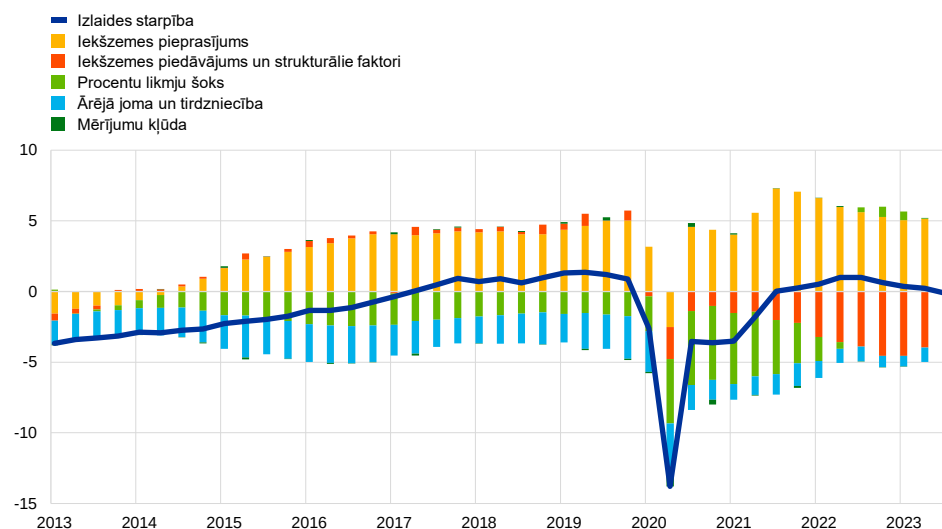
⁵ Sk., piemēram, Robert, F., Bernanke, B., Antonovics, K. and Heffetz, O., "Principles of Economics", Eight Edition, McGraw-Hill Education, New York, NY, 2022.

⁶ NAWM ir dinamisks stohastisks vispārējā līdzsvara modelis, kuru izmanto ECB iespēju aplēšu sagatavošanā. Sk. Coenen, G., Karadi, P., Schmidt, S. and Warne, A., "The New Area-Wide Model II: an extended version of the ECB's micro-founded model for forecasting and policy analysis with a financial sector", *Working Paper Series*, No 2200, ECB, Frankfurt am Main, November 2018.

B attēls

Eiropas Komisijas interpolētās izlaides starpības aplēses uz NAWM balstītā šoku dekompozīcija

(x ass: ceturkšņi; y ass: % no potenciālās izlaides un devums, %)



Avoti: Eiropas Komisijas 2023. gada rudens ekonomiskā prognoze un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Eiropas Komisija nesniedz ceturkšņu izlaides starpības aplēses. Tāpēc ECB speciālisti ir veikuši Eiropas Komisijas gada izlaides starpības aplēšu interpolāciju, lai iegūtu ceturkšņu datus. Kategorija "Iekšzemes piedāvājums un strukturālie faktori" ietver sākotnējā stāvokļa devumu, modeļa diskonta likmes šoku, pastāvīgo tehnoloģiju šoku, īslaicīgos un investīcijām raksturīgos tehnoloģiju šokus, kā arī darba samaksas pieaugumu un uzcenojumu. Kategorija "Procentu likmju šoks" ietver īstermiņa procentu likmju šoku un banku cenošanas šoku. Kategorija "Iekšzemes pieprasījums" ietver iekšzemes riska prēmiju šoku un valdības izdevumu šoku. Kategorija "Ārējā joma un tirdzniecība" ietver ārējā pieprasījuma, ārvalstu cenu, ASV 3 mēnešu un 10 gadu procentu likmju, konkurentu eksporta cenu, naftas cenu, importa pieprasījuma un eksporta preferenču šokus, eksporta un importa uzcenojuma šokus un ārējo riska prēmiju šoku.

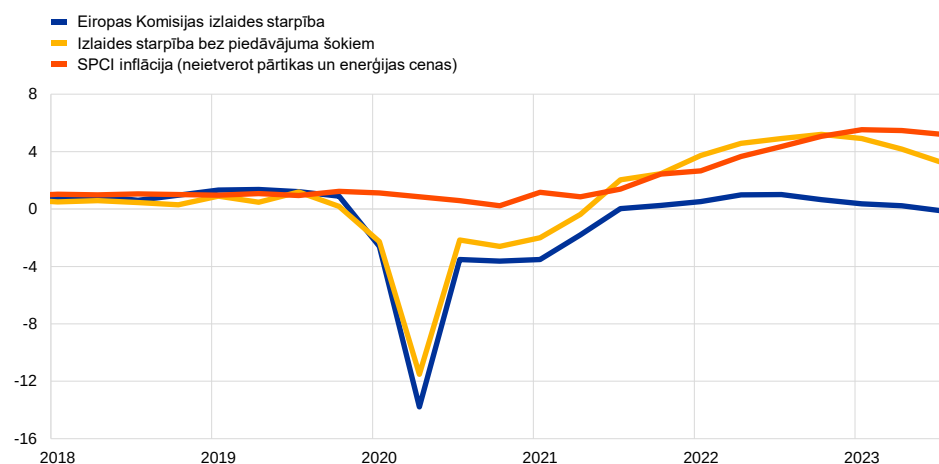
Izlaides starpības aplēšu koriģēšana, ņemot vērā iepriekš identificētos piedāvājuma šokus, nozīmētu pozitīvākas izlaides starpības aplēses 2021.–2023. gadam, lai gan potenciālās izlaides aplēse tādējādi būtu svārstīgāka. Tās būtu tiešas sekas pieņemumam, ka NAWM identificētie piedāvājuma šoki bija pastāvīgāki, nekā netieši norāda iepriekš minētā dekompozīcija, un tādējādi tos galvenokārt absorbē potenciālās izlaides līmenis, nevis izlaides starpība (C att. a) panelis). Šā pārdomu eksperimenta rezultātā iegūtā potenciālās izlaides aplēse samazinās 2020. gadā un 2022. gadā. Samazinājumu izraisa īslaicīgi piedāvājuma šoki, kuri būtiski palielina tās svārstīgumu (C att. b) panelis).

C attēls

Īslaicīgu piedāvājuma šoku ietveršana Eiropas Komisijas potenciālās izlaides aplēsē

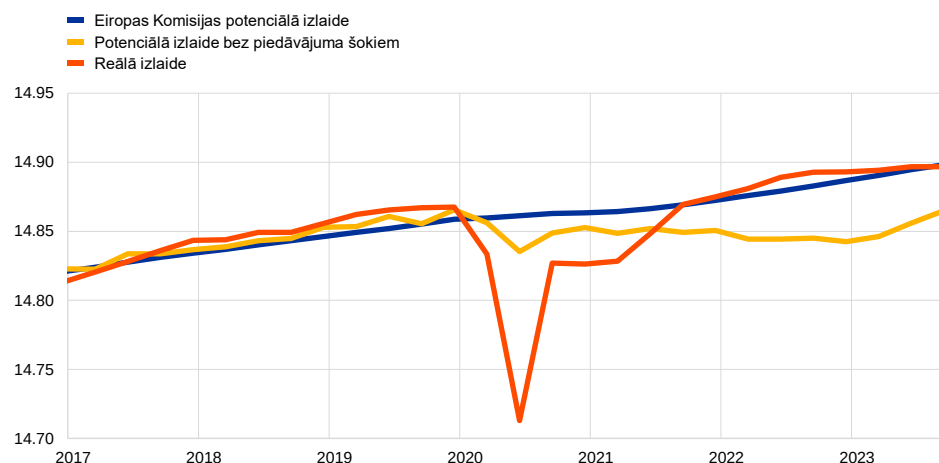
a) Alternatīvas izlaides starpības aplēses un SPCIX inflācija

(x ass: ceturkšņi; y ass: % no potenciālās izlaides, pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu, %)



b) Alternatīvās potenciālās izlaides aplēses un reālais IKP

(x ass: ceturkšņi; y ass: logaritma līmenis)



Avoti: Eiropas Komisijas 2023. gada rudens ekonomiskā prognoze un ECB speciālistu aprēķini.

Piezīmes. Laikrinda "Izlaides starpība bez piedāvājuma šokiem" attēlo Eiropas Komisijas izlaides starpību, no kuras atņemti B attēlā parādītie NAWM identificētie piedāvājuma šoki. Laikrinda "Potenciālā izlaide ar piedāvājuma šokiem" attēlo iepriekš minētās izlaides starpības aplēses rezultātā iegūto netiešo potenciālās izlaides aplēsi.

Uz apsekojumiem balstīti neizmantoto resursu apjoma rādītāji attēlo jaudu izmantošanu vai pieprasījuma relatīvo spēku bez ekonomiskā modeļa nepieciešamības.

Šādi rādītāji sniedz empīriskas norādes par apmēru, kādā uzņēmumu līmeņa ražošanas jaudas īslaicīgas pārmaiņas ietekmē ar inflāciju saistīto potenciālās izlaides līmeni. Apsekojumi, kuros uzdoti jautājumi par uzņēmumu jaudu izmantošanas pakāpi, liecina, ka apstrādes rūpniecības, pakalpojumu un būvniecības nozares uzņēmumos ražošanas jauda pandēmijas sākumā bija samērā augsta, savukārt pandēmijas laikā jaudu izmantošana tajos bija

mazāka, nekā norādīts standarta izlaides starpības aplēsēs.⁷ Jaudu izmantošana strauji pieauga 2021. gadā un līdz 2022. gada sākumam sasniedza vēsturiski augstāko līmeni. 2022.–2023. gadā tā būtiski mazinājās apstrādes rūpniecībā (lai gan joprojām pārsniedza vēsturisko vidējo līmeni), bet saglabājās spēcīga pakalpojumu un būvniecības nozarē.

Uzņēmumu līmeņa apsekojumos iegūtie neizmantoto resursu apjoma rādītāji labāk atspoguļo pēdējo gadu inflācijas dinamiku, taču to rezultātā iegūtie dati par potenciālo izlaidi ir svārstīgāki. Jaudu izmantošana ir samērā spēcīgi saistīta ar SPCI inflāciju (neietverot pārtikas un enerģijas cenas). Tas liecina par pastāvīgu augšupvērstu spiedienu uz pamatinflāciju, kurš gan daļēji samazinās (D att. a) panelis). Ekonometriskā analīze, kurā izmantota reducētas formas Filipsa līkne, apliecina, ka uz apsekojumiem balstītais neizmantoto resursu apjoma rādītājs rada nedaudz mazākas īstermiņa inflācijas prognožu kļūdas nesenajā augstās inflācijas periodā. Tomēr uz uzņēmumu līmeņa apsekojumiem balstītie neizmantoto resursu apjoma rādītāji uzrāda vēl svārstīgāku potenciālās izlaides tendenci pandēmijas laikā nekā neizmantoto resursu rādītājs, kurš iegūts, izmantojot NAWM (D att. b) panelis). Tas liecina, ka šie rādītāji var nebūt piemēroti vidēja termiņa potenciālās izlaides aplēšu nodrošināšanai.

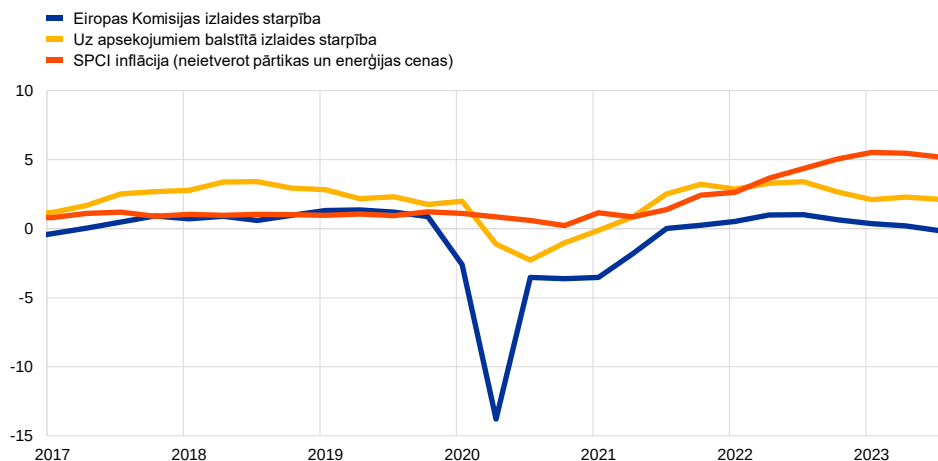
⁷ Eiropas Komisijas uzņēmumu apsekojumi mēra uzņēmumu jaudu izmantošanas vidējo līmeni, kā arī galvenos ekonomiskos faktorus, kuri ierobežo ražošanu: pieprasījumu, darbaspēku, citus resursus (materiālus, aprīkojumu un telpu), finansiālos ierobežojumus, laikapstākļus un citus faktorus vai nevienu no minētajiem faktoriem. Lai gan dati par jaudu izmantošanu apstrādes rūpniecības un pakalpojumu nozarē pieejami tikai kopš 2011. gada, dažu ierobežojošo faktoru laikrindas par abām nozarēm un būvniecības nozari ir pieejamas kopš 2003. gada. Minēto faktoru vidū pieprasījumam kā ierobežojošam ražošanas faktoram ir spēcīga korelācija ar jaudu izmantošanu. Tādējādi jaudu izmantošana darbojas kā neizmantoto resursu apjoma mērīšanas aizstājējradītājs.

D attēls

Uz apsekojumiem balstītā neizmantoto resursu apjoma rādītāja un Eiropas Komisijas izlaides starpības aplēses salīdzinājums

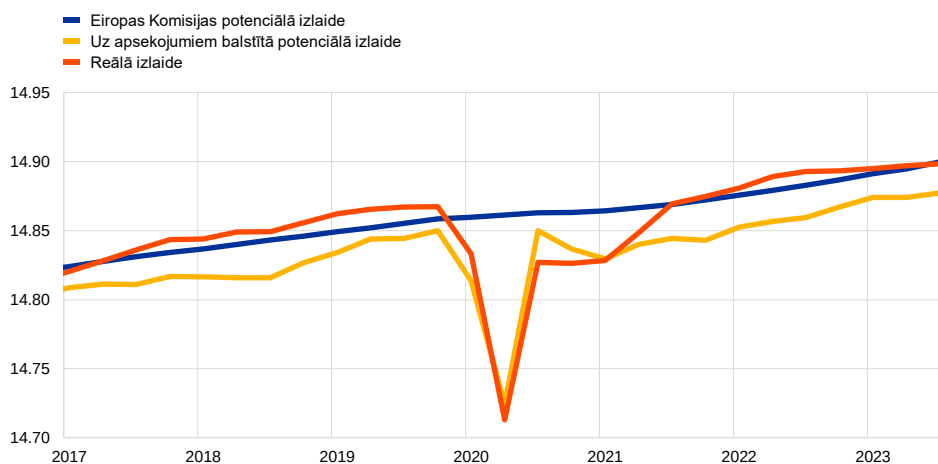
a) Alternatīvi izlaides starpības rādītāji un SPCIX inflācija

(x ass: ceturkšņi; y ass: % no potenciālās izlaides, pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu, %)



b) Alternatīvi potenciālās izlaides rādītāji un reālais IKP

(x ass: ceturkšņi; y ass: logaritma līmenis)



Avoti: Eiropas Komisijas 2023. gada rudens ekonomiskā prognoze, ECB speciālistu aprēķini un Eiropas Komisijas uzņēmumu apsekojumi.

Visbeidzot, potenciālās izlaides un izlaides starpības alternatīvās aplēses attiecīgos brīžos var papildināt nozīmīgāko starptautisko iestāžu vidējā termiņa aplēses. Šķiet, ka piedāvāto neizmantoto resursu apjoma papildrādītāju nodrošinātās inflācijas īstermiņa prognozes īslaicīgu piedāvājuma šoku apstākļos ir labākas nekā izlaides starpības aplēse, kura balstīta uz izlīdzinātu potenciālās izlaides jēdzienu. Tomēr, uz neizmantoto resursu apjomu balstītās aplēses interpretējot kā ekonomiskās attīstības cikla fāzes rādītājus, vajadzētu būt piesardzīgiem, jo iegūtās potenciālās izlaides aplēses ir svārstīgākas, potenciāli sniedzot mazāk informācijas par tautsaimniecības vidējā termiņa izaugsmes perspektīvām.

4. Monetārā politika un nesena apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitātes kritums

Sagatavojuši Nikolo Batistini (*Niccolò Battistini*) un Johanness Gareiss (*Johannes Gareis*)

Eurozonas ekonomiskā aktivitāte palēninājusies gan apstrādes rūpniecības, gan pakalpojumu nozarē.¹ Kopš 2021. gada beigām ekonomiskā aktivitāte, ko nosaka, pamatojoties uz reālo kopējo pievienoto vērtību, tirgus pakalpojumu nozarē (t. i., pakalpojumi, neietverot valsts pārvaldi, izglītību, veselību un sociālos pakalpojumus) palielinājusies daudz straujāk nekā pārstrādes rūpniecības nozarē (A att.). Tas, no vienas puses, atspoguļo salīdzinoši spēcīgu pieprasījumu pēc kontaktintensīviem pakalpojumiem, ko veicina tautsaimniecības atkalatvēršanās pēc pandēmijas, un, no otras puses, zemu pieprasījumu pēc precēm, globālās piegādes problēmas un – vēlāk – finansēšanas nosacījumu stingrības palielināšanu, ko noteica monetārās politikas reakcija uz straujo un spēcīgo inflācijas kāpumu.² Tomēr pakalpojumu aktivitāte, kas ekonomiskās attīstības ciklā parasti seko apstrādes rūpniecības aktivitātei, pēdējā laikā arī samazinājusies.³ Šajā ielikumā eurozonas apstrādes rūpniecības aktivitātes apsteidzošo rādītāju īpašības attiecībā uz tirgus pakalpojumiem aplūkotas, pievēršoties monetārās politikas nozīmei.

¹ Apstrādes rūpniecības rādītājs attiecas uz eurozonas kopējo rādītāju, neietverot Īriju, jo Īrijas intelektuālā īpašuma produktiem piemīt būtisks svārstīgums. Sk. ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 3 ielikumu *Intangible assets of multinational enterprises in Ireland and their euro area GDP* ("Īrijas starptautisko uzņēmumu nemateriālie aktīvi un to ietekme uz eurozonas IKP").

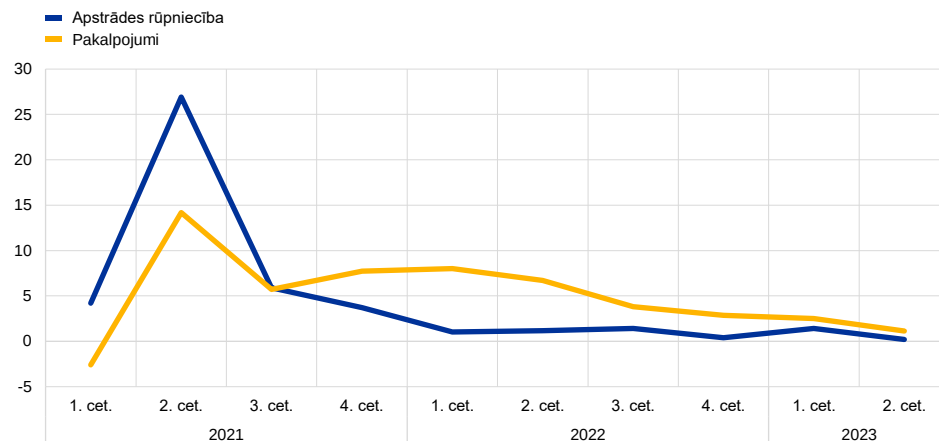
² Sk. ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 ielikumu *Kāda ir tautsaimniecības atkalatvēršanās ietekmes loma dažādās valstīs un nozarēs?*, ECB 2022. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 8 ielikumu *Augstāku enerģijas cenu ietekme uz pakalpojumu un preču patēriņu euro zonā*, kā arī ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 rakstu *The role of supply and demand in the post-pandemic recovery in the euro area* ("Piedāvājuma un pieprasījuma nozīme eurozonas atveseļošanās procesā pēc pandēmijas").

³ Uz apsekojumiem balstītu analīzi sk. ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 7 ielikumā *The drivers of recent developments in business activity expectations across sectors* ("Uzņēmējdarbības aktivitātes gaidu jaunāko tendenču virzītājspēki dažādās nozarēs").

A attēls

Apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitāte eurozonā

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Apstrādes rūpniecība attiecas uz reālo kopējo pievienoto vērtību NACE 2. red. klasifikācijas nozarē C (neietverot Īriju). Pakalpojumi attiecas uz reālo kopējo pievienoto vērtību NACE 2. red. klasifikācijas nozarē G–N un R–U (tirgus pakalpojumi).

Apsteidzošo un atpaliekošo rādītāju analīze liecina, ka apstrādes rūpniecības aktivitāte ekonomiskās attīstības ciklā apstādz pakalpojumu aktivitāti.

Analīzē vērtēta koeficientu korelācija dažādos apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitātes apsteigšanas un atpalikšanas periodos laikposmā no 1999. gada 1. ceturkšņa līdz 2023. gada 2. ceturksnim gan pilnas izlases, gan piecu gadu slīdošo laikrindu gadījumā. Rezultāti liecina, ka apstrādes rūpniecība apstādz pakalpojumus, lai gan pēdējā laikā tas vērojams mazāk, savukārt pretējā virzienā nav iespējams noteikt skaidru apsteidzošu saistību (B att.). Šie rezultāti attiecas uz dažādiem periodiem, un tos apstiprina Grendžera cēloņsakarības testi, kuri liecina, ka apstrādes rūpniecības aktivitāte labāk prognozē pakalpojumu aktivitāti, nevis otrādi. Šī apstrādes rūpniecības īpašība skaidrojama ar vairākām preču iezīmēm, kas nepiemīt pakalpojumiem, piemēram, lielāka atkarība no ārējā pieprasījuma pa tirdzniecības un konkurētspējas kanāliem, garākas piegādes ķēdes un preču ražošanai nepieciešamais apgrozāmais kapitāls, kā arī lielāka preču izturība. Turklāt ielaides un izlaides saiknes starp abām nozarēm rada tālāku ietekmi, kas vidēji pastāv virzienā no apstrādes rūpniecības uz pakalpojumiem.⁴ Šīs iezīmes nozīmē, ka apstrādes rūpniecības aktivitātes reakcija uz konkrētiem tautsaimniecības šokiem, piemēram, procentu likmju pārmaiņām, parasti ir spēcīgāka un ātrāka.⁵ Kopumā rezultāti liecina, ka apstrādes rūpniecības dinamika ietver informāciju par pakalpojumu īstermiņa dinamiku un tādējādi par pārējo tautsaimniecību. Tomēr

⁴ Pakalpojumu nozarē šī tālākā ietekme ir īpaši svarīga saimniecisko pakalpojumu jomā. Sk., piemēram, ECB 2019. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 7 ielikumu [Developments in the services sector and its relationship with manufacturing](#) ("Norises pakalpojumu nozarē un tās saistība ar apstrādes rūpniecību"). Tomēr gadījumos, kad jāsaikā ar lieliem pakalpojumiem raksturīgiem šokiem (piemēram, mobilitātes ierobežojumiem un tautsaimniecības atkalvērsanos, kas vērojami kopš pandēmijas sākuma), ietekme var izpausties arī pretējā virzienā, t. i., no pakalpojumiem uz apstrādes rūpniecību.

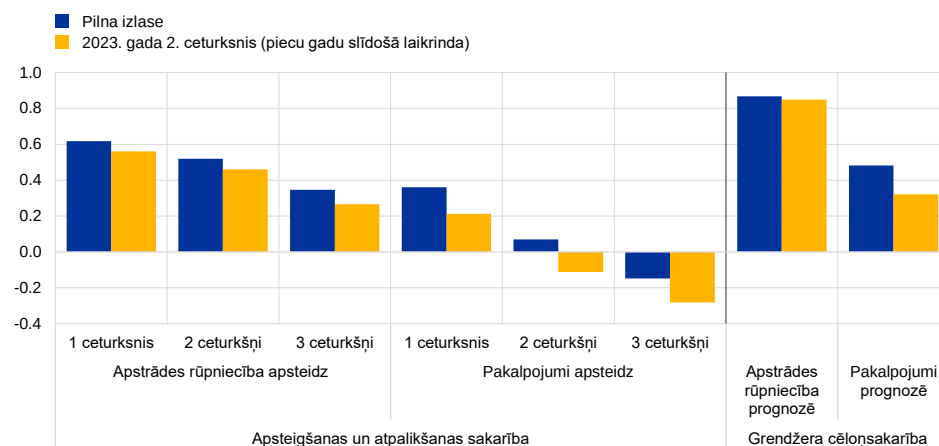
⁵ Sk., piemēram, Dedola, L. and Lippi, F., "The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries", *European Economic Review*, Vol. 49, No 6, 2005, pp. 1543–1569; Peersman, G. and Smets, F., "The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area", *The Economic Journal*, Vol. 115, No 503, 2005, pp. 319–342; un Hahn, E., "The impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area", *Working Paper Series*, No 796, ECB, 2007.

pašreizējos apstākļos tas vēl var nebūt skaidri redzams, jo tautsaimniecības atkalatvēršanās ietekme veicinājusi pakalpojumu nozares aktivitāti.⁶

B attēls

Apsteigšanas sakarība starp apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitāti

(apsteigšanas un atpaušanas sakarība: korelācijas koeficients; Grendžera cēloņsakarība: viens minuss p-vērtība)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīmes. Grendžera cēloņsakarības testi balstīti uz vektoru autoregresijas modeļiem ar trijiem mainīgajiem, proti, reālo kopējo pievienoto vērtību apstrādes rūpniecībā, pakalpojumos un pārējā tautsaimniecībā laikposmā no 1999. gada 1. ceturkšņa līdz 2023. gada 2. ceturksnim. Rādītājs viens minuss p-vērtība attiecas uz iespējamību, ka hipotēzi par to, ka Grendžera cēloņsakarība nepastāv, var noraidīt.

Empīriskais modelis apstiprina, ka monetārās politikas šoki apstrādes rūpniecību ietekmē vairāk nekā pakalpojumus. Beijesa strukturālais vektoru autoregresijas (BSVAR) modelis ietver reālus monetārās politikas pārstēģumus, kā tas atspoguļots viena gada uz nakti izsniegto kredītu indeksa mijmaiņas darījumu (OIS) bezriskā procentu likmes pārmaiņās tuvu ECB monetārās politikas paziņojumiem, lai palīdzētu identificēt monetārās politikas šokus (t. i., negaidītas procentu likmju pārmaiņas). Tas ietver arī valdības viena gada obligāciju ienesīgumu, apstrādes rūpniecības, pakalpojumu un pārējās tautsaimniecības ekonomisko aktivitāti, kā arī citus iekšzemes un ārvalstu mainīgos.⁷ Tiek pieņemts, ka monetārās politikas šoki palielina OIS procentu likmju un valdības obligāciju ienesīguma svārstības un samazina ekonomisko aktivitāti nākamajā gadā. Rezultāti

⁶ Sk. ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 6 ielikumu "Kāda ir tautsaimniecības atkalatvēršanās ietekmes loma dažādās valstīs un nozarēs?".

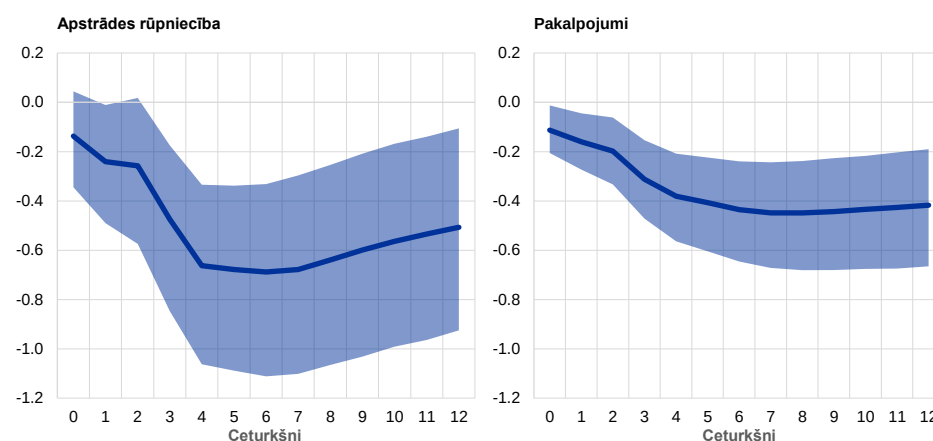
⁷ BSVAR modelī tiek izmantoti eurozonas dati, kas aptver laikposmu no 1999. gada 1. ceturkšņa līdz 2023. gada 2. ceturksnim. Papildus īstiem monetārās politikas pārstēģumiem, valdības viena gada obligāciju ienesīgumam un reālās aktivitātes mainīgajiem tas ietver privātā patēriņa deflatoru, efektīvo valūtas kursu, ārējo pieprasījumu un Ņujorkas Federālo rezervju bankas *Global Supply Chain Pressure* indeksu. Modelī ņemts vērā būtiskais makroekonomisko datu svārstīgums 2020. gadā, izmantojot pandēmijas heteroskedastiskitātes korekciju. Sk. Lenza, M. and Primiceri, G., "How to estimate a vector autoregression after March 2020", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, Issue 4, June/July 2022, pp. 688–699. Reālos monetārās politikas pārstēģumus identificē ar zīmju ierobežojumiem, izmantojot viena gada OIS procentu likmju un akciju cenu pārmaiņas tuvu monetārās politikas notikumiem, kas pieejamas eurozonas monetārās politikas datubāzē. Tiek pieņemts, ka negaidīta monetārās politikas stingrības palielināšana paaugstina OIS procentu likmes un samazina akciju cenas šaurā spektrā ap monetārās politikas paziņojumu, savukārt pretējs apgalvojums attiecas uz negaidītu stimulējošo monetārās politikas pasākumu ieviešanu. Pēc tam šie pārstēģumi par attiecīgo ceturksni tiek apkopotī, lai iegūtu tādu pašu ceturkšņa bāzi kā reālās aktivitātes mainīgajiem. Sk. Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R., Motto, R. and Ragusa, G., "Measuring euro area monetary policy", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 108, December 2019, pp. 162–179; un Jarociński, M. and Karadi, P., "Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 12, No 2, April 2020, pp. 1–43.

liecina, ka monetārās politikas šoku ietekme uz apstrādes rūpniecību ir gandrīz divreiz stiprāka un vērojama aptuveni par diviem ceturkšņiem ātrāk nekā to ietekme uz pakalpojumiem, kas kopumā atbilst jaunākajiem datiem, kuri iegūti no dažādiem empīriskiem instrumentiem (C att.).⁸ Šī apstrādes rūpniecības spēcīgākā un ātrākā reakcija uz negaidītām procentu likmju pārmaiņām palīdz izskaidrot tās apsteidzošo īpašību ekonomiskās attīstības ciklā un liecina, ka monetārās politikas stingrības palielināšana var citstarp nozīmīgi ietekmēt apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitātes sarukuma ātrumu.

C attēls

Monetārās politikas stingrības palielināšanas šoku vidējā ietekme uz apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitāti

(pārmaiņas; %)



Avoti: Eurostat, Eurosistēma, citētais Altavilla et al. darbs un ECB aprēķini.

Piezīmes. Attēlā redzamas apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitātes funkcijas, kuras atspoguļo uz BSVAR balstītā impulsa reakciju uz vienas standartnovirzes monetārās politikas stingrības palielināšanas šoku. Nepārtrauktās līnijas attēlo reakciju mediānu, bet iekrāsotie laukumi – 68 % uzticamības diapazonus (reakcija ir būtiska arī 90 % uzticamības līmenī). Monetārās politikas šokus identificē ar zīmju ierobežojumiem, izmantojot īstos monetārās politikas pārsteigumus, kā attēlots viena gada OIS procentu likmju pārmaiņas tuvu ECB monetārās politikas paziņojumiem kā instrumentiem. Tiek pieņemts, ka monetārās politikas šoki palielina OIS procentu likmju un attiecīgā termiņa valdības obligāciju ienesīguma svārstības un samazina ekonomisko aktivitāti nākamajā gadā. Tiek pieņemts, ka pārējo modeļi ietvertu šoku absolūtā ietekme uz OIS procentu likmju svārstībām ir mazāka nekā monetārās politikas šoku absolūtā ietekme.

Nesen veiktā monetārās politikas stingrības palielināšana arvien vairāk negatīvi ietekmējusi ekonomisko aktivitāti 2023. gadā.

Saskaņā ar modeli monetārās politikas šoku radītā stingrības palielināšana sāka ietekmēt ekonomisko aktivitāti 2022. gada 3. ceturksnī, kad ECB pirmo reizi palielināja procentu likmes dažus ceturkšņus pēc pirmā paziņojuma par monetārās politikas normalizēšanu 2021. gada beigās (D att.). Procentu likmēm joprojām palielinoties un iepriekšējo šoku ietekmei laika gaitā uzkrājoties, monetārās politikas stingrības palielināšanas negatīvā ietekme 2023. gada 1. pusgadā pastiprinājās, ātrāk un vairāk skarot apstrādes rūpniecību, nevis pakalpojumus. Modelis ļauj secināt, ka monetārās politikas ietekme 2023. gada 2. pusgadā, visticamāk, arī turpinājusi pieaugt, caurvijot tautsaimniecību, ko daļēji noteikusi pakalpojumu nozares ļoti novēlotā reakcija.

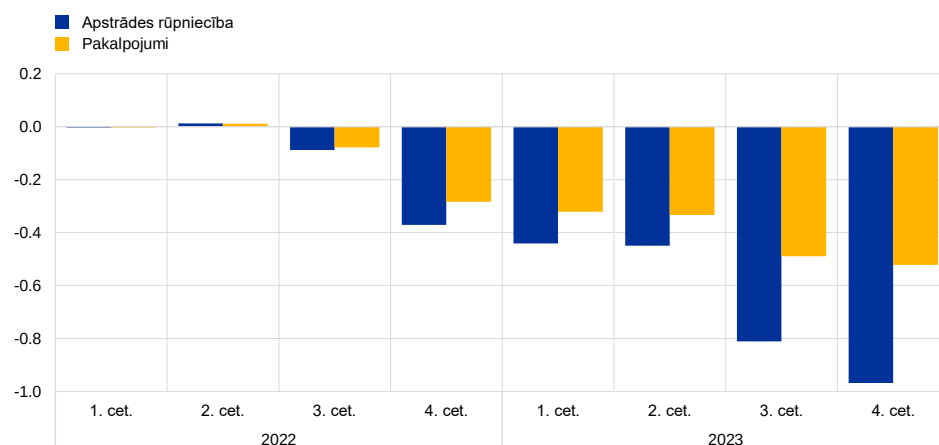
⁸ Šie rezultāti kvalitatīvi un kvantitatīvi atbilst iepriekšējiem pētījumiem, norādot, ka monetārās politikas ietekme uz apstrādes rūpniecību ir spēcīgāka, bet uz pakalpojumiem – nedaudz ilglaicīgāka. Sk. Hauptmeier, S., Holm-Hadulla, F. and Nikalixi, K., "Monetary policy and regional inequality", Working Paper Series, No 2385, ECB, 2020. Sk. arī ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 7 ielikumu *Industry structure and the real effects of monetary policy* ("Nozaru struktūra un monetārās politikas reālā ietekme").

Svarīgi ir tas, ka šie rezultāti atspoguļo tikai monetārās politikas šoku ietekmi, nevis procentu likmju plašāku kāpumu, atainojot monetārās politikas sistēmisko reakciju uz inflācijas palielināšanos. Monetārās politikas sistēmiskai reakcijai vajadzētu liecināt par lielāku nesen veiktās monetārās politikas stingrības palielināšanas ietekmi uz aktivitāti, neaprobežojoties ar identificēto monetārās politikas šoku ietekmi.⁹

D attēls

Monetārās politikas šoku faktiskā ietekme uz apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitāti

(pārmaiņas kopš 2021. gada 4. ceturkšņa; %)



Avoti: Eurostat, Eurosistēma, citētais Altavilla et al. darbs un ECB aprēķini.

Piezīmes. Attēlā redzami monetārās politikas šoku uz BSVAR balstīta ietekme uz apstrādes rūpniecības un pakalpojumu aktivitāti laikposmā no 2022. gada 1. ceturkšņa līdz 2023. gada 4. ceturksnim. Ietekme 2023. gada 3. un 4. ceturksnī balstīta uz lēsto monetārās politikas šoku prognozēto ietekmi līdz 2023. gada 2. ceturksnim. Sīkāk par monetārās politikas šoku identificēšanu sk. C attēla piezīmes.

⁹ ECB nesen veiktās monetārās politikas stingrības palielināšanas makroekonomiskās ietekmes novērtējumu, kas balstīts uz dažādu modeļu kompleksu, sk. ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 3 ielikumā [A model-based assessment of the macroeconomic impact of the ECB's monetary policy tightening since December 2021](#) ("ECB kopš 2021. gada decembra veiktās monetārās politikas stingrības palielināšanas makroekonomiskās ietekmes uz modeli balstīts novērtējums").

5. Mājsaimniecību ienākumu mērīšanas pamati

Sagatavojuši Johanness Gareiss (*Johannes Gareis*), Omirs Kuvavs (*Omiros Kouvavas*) un Pedru Nevišs (*Pedro Neves*)

Nemot vērā jaunāko apsekojumu rezultātus, šajā ielikumā aplūkotas nesenās mājsaimniecību rīcībā esošo ienākumu norises, pievērsoties dažiem konceptuāliem un mērījumu jautājumiem. ECB 2023. gada septembra beigās veiktā "Apsekojuma par patērētāju gaidām" (CES) dati liecina, ka aptuveni 21 % eurozonas mājsaimniecību ienākumi pēdējos 12 mēnešos pieauguši, pārsniedzot inflācijas rādītāju, vai bijuši vienādi ar inflācijas rādītāju, savukārt 54 % respondentu ienākumi nav pārsnieguši inflācijas līmeni un 25 % respondentu ienākumi ir samazinājušies (A att. a) panelis). Šis samērā negatīvais nesenās reālo ienākumu dinamikas novērtējums bija diezgan vienmērīgi atspoguļots ienākumu sadalījumā.¹ Turklāt šis novērtējums atbilst Eiropas Komisijas apsekojuma rezultātiem, kuri liecina, ka patērētāju izpratne par finansiālo situāciju, kādā viņi atradušies pēdējos 12 mēnešos, nesen mainījies, būtiski noslīdot zem ilgtermiņa vidējā rādītāja, īpaši kopš inflācijas straujā kāpuma, sākoties karam Ukrainā (A att. b) panelis). Tomēr tā ir pretrunā ar mājsaimniecību rīcībā esošo ienākumu pozitīvo virzību, kā redzams nacionālajos kontos, kas 2023. gada 1. pusgadā palielinājās vidēji par 8.6 % salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu (B att.). Tas atbilst reālo rīcībā esošo ienākumu kāpumam par 1.1 % tajā pašā periodā.² Šī atšķirība starp apsekojumu rezultātiem un nacionālo kontu datiem liek pievērst lielāku uzmanību nesenajām mājsaimniecību rīcībā esošo ienākumu tendencēm un to ietekmei uz privātā patēriņa perspektīvu.

¹ Lai gan mājsaimniecību ar zemiem ienākumiem, kuras ziņo par ienākumu samazināšanos, īpatsvars ir lielāks nekā citās grupās esošām mājsaimniecībām, to respondentu īpatsvars, kuri ziņo par reālo ienākumu pieaugumu, ienākumu dalījumā ir relatīvi mazs un stabils.

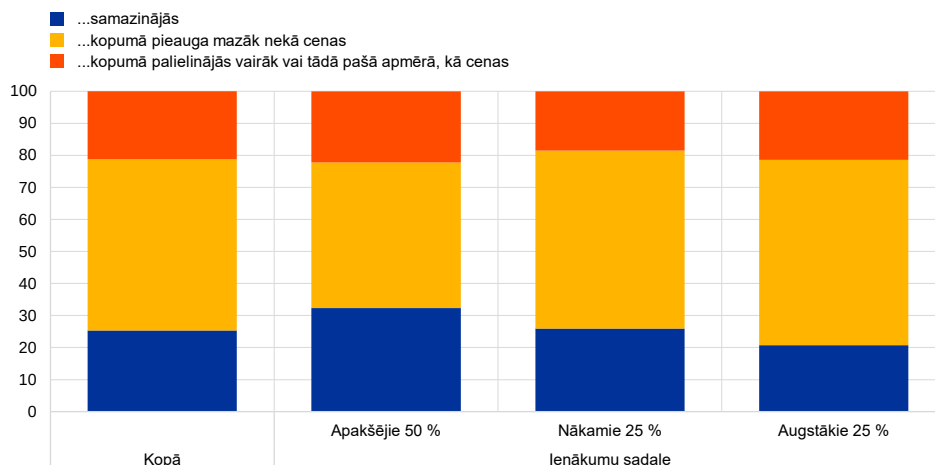
² Konkrēti, mājsaimniecību rīcībā esošos ienākumus oficiālajā statistikā novērtē tā dēvētajos nozaru kontos, kuros ietverti detalizēti nacionālo kontu dati institucionālo sektoru dalījumā, t. sk. mājsaimniecības un mājsaimniecības apkalpojošās bezpeļņas organizācijas, kā arī finanšu un nefinanšu sabiedrības. Šajā ielikumā termins "nacionālie konti" lietots, atsaucoties uz oficiāliem datiem par rīcībā esošajiem ienākumiem.

A attēls

Patērētāju izpratne par savu ienākumu un finansiālā stāvokļa norisēm

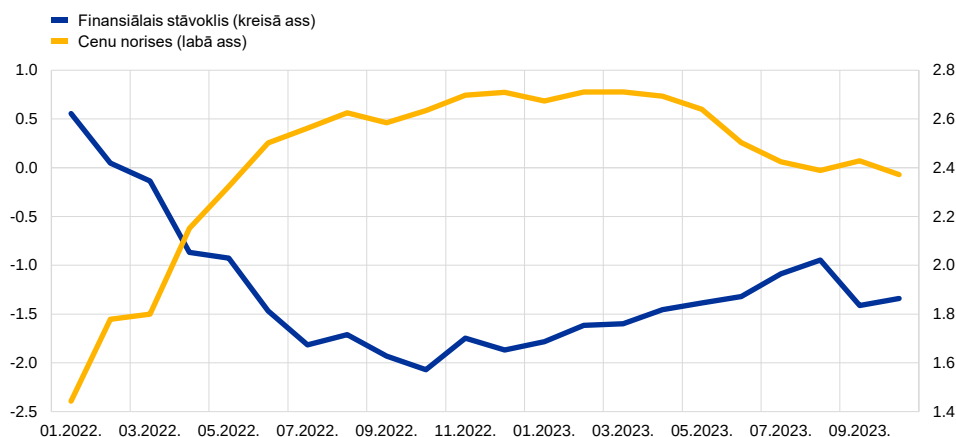
a) Izpratne par ienākumiem pēdējos 12 mēnešos salīdzinājumā ar cenām

(% no patērētājiem)



b) Izpratne par iepriekšējo finansiālo stāvokli un cenu norisēm

(standartizēti procentuālie rādītāji)



Avoti: CES, Eiropas Komisija un ECB aprēķini.

Piezīmes. a) paneļa gadījumā CES respondentiem 2023. gada beigās tika lūgts norādīt, vai viņu kopējie tiešie ienākumi pēdējo 12 mēnešu laikā kopumā bija pieauguši vairāk nekā cenas, kopumā pieauguši mazāk nekā cenas vai kopumā bija mainījušies aptuveni par tādu pašu summu kā cenas. b) paneļa gadījumā mājsaimniecību izpratne par savu finansiālo stāvokli un cenu norisēm standartizēta no 2000. gada līdz 2019. gadam.

Mājsaimniecību rīcībā esošos ienākumus pozitīvi ietekmēja darba ienākumu palielināšanās un pastāvīgs spēcīgs ar darba samaksu nesaistīto ienākumu kāpums. Gan atlīdzība nodarbinātajiem, gan visi pārējie mājsaimniecību ienākumu komponenti (neietverot tīros fiskālos ienākumus) 2023. gada 1. pusgadā gada izteiksmē turpināja būtiski pieaugt. Atlīdzība nodarbinātajiem šajā periodā palielinājās vidēji par 7.1 % un ar darba samaksu nesaistītie ienākumi (neietverot tīros fiskālos ienākumus) – par 8.3 %, abiem komponentiem būtiski veicinot rīcībā esošo ienākumu kāpumu (B att.). Tīrie fiskālie ienākumi 2022. gada 2. pusgadā un 2023. gada 1. pusgadā būtiski neietekmēja mājsaimniecību ienākumu dinamiku, savukārt 2022. gada 1. pusgadā to ietekme uz mājsaimniecību ienākumiem bija

negatīva.³ Rūpīgi izvērtējot citus (ar darba samaksu nesaistītus) mājsaimniecību ienākumus, neietverot tīros fiskālos ienākumus, redzams, ka 2023. gada 1. pusgadā visi galvenie komponenti būtiski palielinājās. Jauktie (no pašnodarbinātības gūtie) ienākumi pieauga par 6.8 %, bruto darbības ieņēmumi – par 9.6 % un tīrie īpašuma ienākumi – par 8.8 %.⁴ Lai gan jaukto ienākumu kāpums bijis relatīvi nemainīgs, bruto darbības ieņēmumu pieaugums būtiski paātrinājies, un 2023. gada 1. pusgadā tie sasniedza augstāko kāpuma tempu kopš datu laikrindu apkopošanas sākuma 1999. gadā. Tīros īpašuma ienākumus (neietverot netieši novērtētus finanšu starpniecības pakalpojumus (FISIM)) veicināja būtisks dividendžu pieaugums 2022. gadā.⁵ Pēc tam 2023. gada 1. pusgadā FISIM strauji palielinājās un, neraugoties uz nelielu kopējo ienākumu daļu, ko tie veidoja, to devums mājsaimniecību rīcībā esošo ienākumu pieaugumā 2023. gada 1. pusgadā bija 0.6 procentu punkti.

³ Šī negatīvā tīro fiskālo ienākumu ietekme 2022. gada 1. pusgadā bija saistīta ar koronavīrusa (Covid-19) atbalsta pasākumu atcelšanu, kas kopš 2021. gada 2. ceturkšņa bija negatīvi ietekmējusi mājsaimniecību rīcībā esošo ienākumu gada kāpumu.

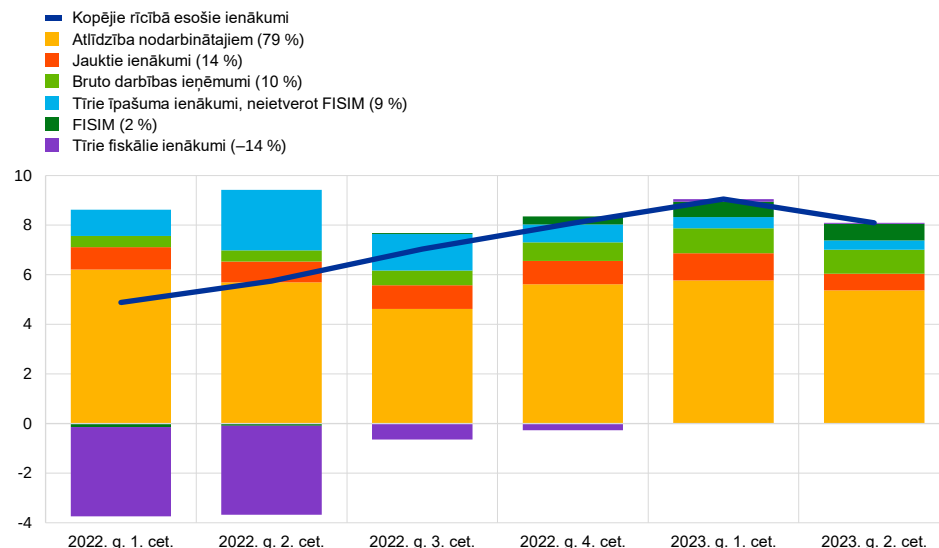
⁴ Jauktie ienākumi cieši saistīti ar pašnodarbinātības ienākumiem, novērtējot pārsniegumu (vai deficītu), kas veidojas no ražošanas, ko nodrošina mājsaimniecību īpašumā esoši uzņēmumi bez juridiskās personas statusa. Īpašuma ienākumi atbilst ienākumiem no īpašumā esošiem finanšu aktīviem vai materiāliem neražotiem aktīviem (konkrēti, zeme ir materiāls neražots aktīvs, tādējādi zemes nomas maksa veido daļu īpašuma ienākumu, savukārt mājokļa (materiāls ražots aktīvs) īres maksa veido daļu no jauktajiem ienākumiem. Bruto darbības ieņēmumi ir galvenokārt imputētā plūsma, jo tā vairākumā gadījumu ietver imputētās īres maksas – ienākumus, kurus īpašnieka apdzīvotās mājsaimniecības būtu saņēmušas, izīrējot savu mājokli.

⁵ Netieši novērtētus finanšu starpniecības pakalpojumus (FISIM) nacionālajos kontos izmanto, lai aprēķinātu finanšu starpnieku (piemēram, banku) pievienoto vērtību par finanšu pakalpojumiem, kas sniegti bez precīzi noteiktas apkalpošanas maksas. Tāpēc tīros īpašuma ienākumus (neietverot FISIM) nosaka, citstarp izmantojot mājsaimniecību faktiskos tīro procentu ienākumus papildus sabiedrību sadalītajiem ienākumiem (t. i., dividendēm). Diskusiju par jaunākajām norisēm mājsaimniecību un sabiedrību tīro procentu ienākumu jomā sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" ielikumā "Mājsaimniecību un sabiedrību tīrie procentu ienākumi". Diskusiju par eurozonas uzņēmumu peļņas dinamiku uzņēmumu skatījumā sk. ECB 2023. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 ielikumā "[Telekonferences par uzņēmuma finanšu rezultātiem: jauni dati par uzņēmumu peļņu, ieguldījumiem un finansēšanas nosacījumiem](#)".

B attēls

Norises nominālajos mājsaimniecību ienākumos

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



Avoti: ECB un Eurostat nozaru ceturkšņa konti un ECB aprēķini.

Piezīme. Iekavās ietvertie skaitļi norāda to rīcībā esošo ienākumu īpatsvaru, kuri attiecināmi uz uzskaitītajiem ienākumu posteņiem par 2022. gadu.

Ne visi mājsaimniecību rīcībā esošo ienākumu komponenti mājsaimniecībām ir pieejami kā pozitīva skaidrās naudas plūsma. Nacionālajos kontos ietvertais mājsaimniecību rīcībā esošo ienākumu novērtējums konceptuālu iemeslu dēļ atšķiras no mājsaimniecību skaidrās naudas plūsmām, jo nacionālo kontu mērķis ir pēc iespējas plašāk un precīzāk novērtēt ekonomisko aktivitāti, t. sk. mājsaimniecību ienākumus. Tas nozīmē, ka no daudziem dažādiem avotiem iegūtie dati jāapvieno un jāaplēš mainīgie, par kuriem tieši dati nav pieejami.⁶ Tādējādi ne visi nacionālajos kontos novērtētie mājsaimniecību rīcībā esošo ienākumu komponenti mājsaimniecībām pieejami kā pozitīva skaidrās naudas plūsma, un tāpēc tie var neatspoguļoties mājsaimniecību izpratnē par saviem ienākumiem (A tabula). Tas galvenokārt attiecas uz ienākumiem, kas nav saistīti ar darba samaksu (neietverot tīros fiskālos ienākumus), kuri 2023. gada 1. pusgadā salīdzinājumā ar 2022. gada 2. pusgadu palielinājās. To galvenokārt noteica spēcīgs bruto darbības ieņēmumu un FISIM pieaugums, bet neviens no tiem neradīja pozitīvu skaidrās naudas plūsmu mājsaimniecībām (B att.).

⁶ Diskusiju par to, kā ES statistikas datu par ienākumiem un dzīves apstākļiem (EU-SILC) kontekstā saskaņojami nacionālo kontu dati par ienākumiem ar apsekojumu datiem sk. Törmälehto, V., "Reconciliation of EU statistics on income and living conditions (EU-SILC) data and national accounts", *Statistical working papers*, Eurostat, 2019.

A tabula

Ienākumu komponenti un to pieejamība naudas plūsmu izteiksmē

Ienākumu komponents		Nacionālie konti	Vai rada naudas plūsmu?
Darba ienākumi	Atlīdzība nodarbinātajiem	Algas (skaidrā naudā un natūrā)	Jā
		Darba devēju faktiskās sociālās iemaksas	Nē
		Darba devēju imputētās sociālās iemaksas	Nē
Ar darba samaksu nesaistīti ienākumi (neietverot tīros fiskālos ienākumus)	Pašnodarbinātības ienākumi	Jaukti ienākumi	Jā
	Ienākumi no mājokļu īpašumu un nedzīvojamo īpašumu īres maksas	Jaukti ienākumi	Jā
	Imputētās īres maksas	Bruto darbības ieņēmumi	Nē
	Saņemtie procenti pirms FISIM iedalīšanas	Saņemtie īpašuma ienākumi	Jā
	Samaksātie procenti pirms FISIM iedalīšanas	Samaksātie īpašuma ienākumi	Jā
	FISIM	Jauktie ienākumi, bruto darbības ieņēmumi, tīrie īpašuma ienākumi	Nē
	Saņemtie citi ieguldījumu ienākumi (piemēram, dividendes) un nomas maksa (par zemi un zemes dzīļu resursiem)	Saņemtie īpašuma ienākumi	Jā
Tīrie fiskālie ienākumi	Uz apdrošinājumaņēmējiem attiecināmie īpašuma ienākumi	Saņemtie īpašuma ienākumi	Nē
		Saņemtie sociālie pabalsti (neietverot sociālos pārvedumus natūrā), samaksātās sociālās iemaksas (t.sk. darba devēju sociālās iemaksas) un ienākuma nodokļi, samaksātie īpašuma nodokļi	Jā
		Saņemtie sociālie pārvedumi natūrā	Nē

Avoti: Eurostat un ECB speciālistu vērtējums.

Piezīme. Darba devēju (faktiskās un imputētās) sociālās apdrošināšanas iemaksas neietekmē mājāsaimniecību rīcībā esošos ienākumus, jo tās ir gan daļa no darbinieku atalgojuma, gan daļa no tīrajiem fiskālajiem ienākumiem, un tās palielina ienākumus kā daļa no darbinieku atalgojuma un tos samazina kā daļa no tīrajiem fiskālajiem ienākumiem.

FISIM ir finanšu starpniecības pakalpojumi, kurus sniedz finanšu iestādes, par kuriem rēķinus nesaņem tiešā veidā, bet kuri ir svarīgi banku darbības rezultātu novērtēšanai, un tādējādi var ietekmēt IKP un valsts ienākumus.⁷

Mājāsaimniecību veiktie procentu maksājumi par patēriņa kredītiem un hipotekārajiem kredītiem un procentu ienākumi no noguldījumiem tiek reģistrēti nacionālajos kontos, piemērojot starpbanku refinansēšanas operāciju procentu likmi.⁸ Tomēr šī likme atšķiras no procentu likmēm, ar kādām faktiski saskaras mājāsaimniecības, jo kredītu procentu likmes parasti ir augstākas un noguldījumu procentu likmes – zemākas nekā starpbanku procentu likme. Starpību starp samaksātajiem un saņemtajiem procentiem, kas uzrādīti nacionālajos kontos, un faktiskajām summām reģistrē kā faktisko pakalpojuma maksu, ko mājāsaimniecības maksā finanšu sektoram un ko nacionālajos kontos uzrāda kā FISIM. Tādējādi FISIM izmanto nacionālajos kontos finanšu starpnieku (piemēram, banku) pievienotās vērtības aprēķināšanai par finanšu pakalpojumiem, kas sniegti bez precīzi noteiktas apkalpošanas maksas. Mājāsaimniecību sektoram šo netieši novērtēto maržu iedala gan kā patēriņu (kā finanšu pakalpojumu mājāsaimniecībām), gan kā rīcībā esošos ienākumus (lai atlīdzinātu ienākumu netiešo zaudējumu, kas izriet no mazāk labvēlīgām procentu

⁷ FISIM koncepciju un traktējumu nacionālajos kontos sk. Eiropas Kontu sistēmas (EKS 2010) 14. nodaļā.

⁸ Tiek pieņemts, ka, izmantojot šo procentu likmi, gan mājāsaimniecība kā aizdevējs, gan mājāsaimniecība kā aizņēmējs gribētu noslēgt darījumu.

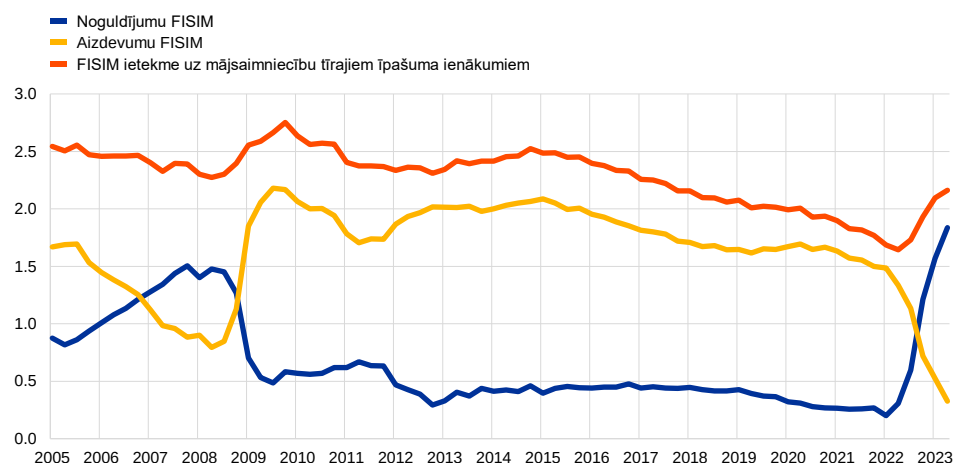
likmēm, ar kurām faktiski saskaras mājsaimniecības), nekādi neietekmējot mājsaimniecību uzkrājumus.

Pašreizējā strauji augošo procentu likmju kontekstā FISIM ir īpaši liela nozīme mājsaimniecību ienākumu un patēriņa novērtējumā.⁹ FISIM būtiski ietekmē mājsaimniecību rīcībā esošo ienākumu dinamiku laikā, kad procentu likmes strauji mainās, piemēram, pašreizējā monetārās politikas stingrības palielināšanas posmā (C att.) Tā kā izsniegto aizdevumu atlikuma un mājsaimniecību noguldījumu procentu likmes parasti tiek koriģētas lēni, starpbanku procentu likmes pieaugums, ko izraisījusi monetārās politikas stingrības palielināšana kopš 2022. gada vasaras, krasi palielinājis noguldījumu FISIM un strauji samazinājis aizdevumu FISIM. Mājsaimniecību noguldījumu apjoms salīdzinājumā ar aizdevumu apjomu galā pozitīvi ietekmējis mājsaimniecību tīros īpašuma ienākumus, FISIM pieaugot vidēji no 1.7 % no mājsaimniecību rīcībā esošajiem ienākumiem 2022. gada 1. pusgadā līdz 2.1 % 2023. gada 1. pusgadā.

C attēls

Finanšu starpniecības pakalpojumu netiešais novērtējums

(% no mājsaimniecību rīcībā esošajiem ienākumiem)



Avoti: ECB un Eurostat nozaru ceturkšņa konti un ECB aprēķini.

Piezīmes. Noguldījumu FISIM aprēķina kā starpību starp mājsaimniecību saņemtajiem procentu maksājumiem pēc FISIM iedalīšanas un faktiski saņemtajiem procentu maksājumiem, savukārt aizdevumu FISIM ir starpība starp faktiski samaksātajiem procentu maksājumiem un procentu maksājumiem pēc FISIM iedalīšanas. FISIM tīrā ietekme uz mājsaimniecību tīrajiem procentu ienākumiem un tādējādi uz mājsaimniecību tīrajiem īpašuma ienākumiem ir noguldījumu un aizdevumu FISIM summa. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 2. ceturksnī.

Mājsaimniecību rīcībā esošie ienākumi ietver arī imputētās īres maksas, kuras ietekmē mājsaimniecību bruto darbības ieņēmumus. Nacionālajos kontos atspoguļotos mājsaimniecību bruto darbības ieņēmumus aprēķina, no mājokļa pakalpojumiem mājsaimniecību pašu patēriņam atņemot starppatēriņu šā rezultāta (piemēram, hipotekāro kredītu FISIM) un nodokļu nodrošināšanai. Mājokļa pakalpojumu mājsaimniecību pašu patēriņam rezultāts ir imputētās īres maksas, ko

⁹ FISIM ietekmes novērtējumu Francijas gadījumā, īpašu uzmanību pievēršot patēriņa cenām, sk. INSEE, "Economic Outlook – Cooling", *Conjoncture in France*, December 2022.

mājsaimniecības būtu saņēmušas, ja tās būtu izīrējušas savu īpašnieka apdzīvoto mājokli.¹⁰

Ārkārtīgi straujais bruto darbības ieņēmumu kāpums 2023. gada 1. pusgadā saistīts gan ar augstākām imputētajām īres maksām, gan zemākiem hipotekāro kredītu FISIM. Imputētās īres maksas, visticamāk, pozitīvi ietekmējis īres maksas inflācijas kāpums, kurš saskaņā ar īres cenu indeksu, kas saskaņotā patēriņa cenu indeksa kontekstā mēra īrnieku faktiski samaksāto īres maksu, palielinājās vidēji no 2 % 2022. gada 2. pusgadā līdz 2.6 % 2023. gada 1. pusgadā, sasniedzot vēsturiski augstāko līmeni (D att.). Vienlaikus hipotekāro kredītu FISIM, visticamāk, būtiski samazinājies līdztekus kopējo aizdevumu FISIM sarukumam 2023. gada 1. pusgadā (C att.). Būtiskais mājsaimniecību bruto darbības ieņēmumu kāpums 2023. gada 1. pusgadā skaidrojams ar abiem faktoriem, t. i., imputēto īres maksu pieaugumu un hipotekāro kredītu FISIM samazināšanos.¹¹

D attēls

Īres maksas inflācija

(gada pārmaiņas; %; vidējie ceturkšņa rādītāji)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 3. ceturksnī un attiecas uz 2023. gada oktobri.

Privātā patēriņa mērenā perspektīva atbilst patērētāju negatīvajam vērtējumam par nesenažām norisēm reālo ienākumu jomā. Lai gan FISIM un imputētās īres maksas nacionālajos kontos pievienotas mājsaimniecību rīcībā esošajiem ienākumiem, tās neveicina mājsaimniecību skaidrās naudas plūsmu un tāpēc tās nevar ņemt vērā mājsaimniecību izpratnē par ienākumiem. Šiem ienākumu avotiem

¹⁰ Lai pilnībā atspoguļotu operācijas ar nekustamo īpašumu (īrnieki un īpašnieka apdzīvoti mājokļi), ir svarīgi nacionālajos kontos ietvert imputēto īres maksu. Tādējādi tiek nodrošināta IKP un nacionālā ienākuma starptautiskā salīdzināmība, jo mājokļu īpašumtiesību īpatsvars dažādās valstīs var būtiski atšķirties. Tomēr, ņemot vērā to, ka imputētās īres maksas nevar novērot, jāizmanto aplēses.

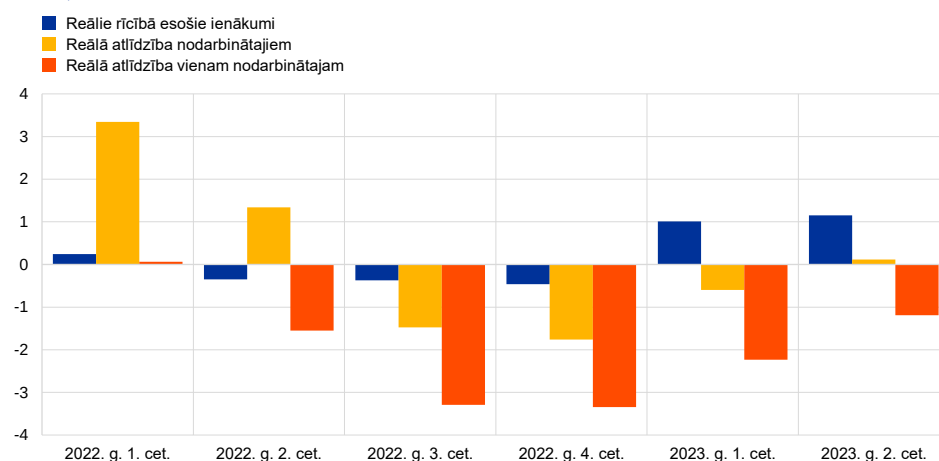
¹¹ Tas, ka hipotekāro kredītu FISIM pievienots mājsaimniecību rīcībā esošajiem ienākumiem, izmantojot tīros īpašuma ienākumus, un atņemts no mājsaimniecību ienākumiem, izmantojot bruto darbības ieņēmumus (un izmantojot mājsaimniecību, kuras faktiski ir īpašnieki, jauktos ienākumus), nozīmē, ka tas neietekmē mājsaimniecību rīcībā esošos ienākumus, tādējādi mājsaimniecību rīcībā esošo ienākumu FISIM kopējo ietekmi efektīvi nosaka uzkrājumu un patēriņa kredītu FISIM. Šī ietekme neatbilst FISIM, kas atspoguļots B un C attēlā, kuros redzama FISIM ietekme uz mājsaimniecību tīrajiem īpašuma ienākumiem, par kuriem oficiāli dati nav pieejami.

kā tādiem, visticamāk, nebūs liela nozīme privātā patēriņa norisēs.¹² Darba ienākumi ir viens no mājsaimniecību ienākumu kāpuma rādītājiem, kuram vajadzētu būt tuvam tam, ko mājsaimniecības faktiski uztver kā ienākumus. Atlīdzības nodarbinātajiem un atlīdzības vienam nodarbinātajam deflācija ar privātā patēriņa cenu deflatoru tiešām liecina, ka reālo ienākumu kāpums, kā to, visticamāk, uztver mājsaimniecības, bija vājāks nekā reālo rīcībā esošo ienākumu pieaugums, kas redzams nacionālajos kontos (E att.). Tas savukārt atbilst patērētāju pesimistiskajam vērtējumam par neseno reālo ienākumu norisēm, kas pausts apsekojumos (kā redzams A att.), un tādējādi arī privātā patēriņa pieauguma pieticīgajai perspektīvai.¹³

E attēls

Reālo mājsaimniecību ienākumu norises

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu, %)



Avoti: Eurostat un ECB aprēķini.

Piezīme. Lai veiktu nominālo ienākumu deflāciju, reālo ienākumu norises atvasinātas, izmantojot privātā patēriņa cenu deflatoru.

¹² Tas atbilst secinājumam, ka tieksme patērēt ir visaugstākā attiecībā uz vislikvīdākajiem ienākumu posteņiem (piemēram, darba ienākumiem) un otrādi. Sk. de Bondt, G., Gieseck, A., Herrero, P. and Zekaite, Z., "Disaggregate income and wealth effects in the largest euro area countries", *Working Paper Series*, No 2343, ECB, December 2019.

¹³ Privātā patēriņa perspektīvas novērtējumu sk. šā "Tautsaimniecības Biļetena" iedaļā par ekonomiskās aktivitātes norisēm.

6. Likviditāte un monetārās politikas operācijas (2023. gada 2. augusts–31. oktobris)

Sagatavojuši Deniss Lungu (*Denis Lungu*) un Kristians Totermans (*Kristian Tötterman*)

Šajā ielikumā aplūkota likviditāte un Eurosistēmas monetārās politikas operācijas 2023. gada piektajā un sestajā rezervju prasību izpildes periodā. Šie divi rezervju prasību izpildes periodi kopā ilga no 2023. gada 2. augusta līdz 31. oktobrim (aplūkojamais periods).

ECB Padome katrā sanāksmē (2023. gada 27. jūlijā un 2023. gada 14. septembrī) paaugstināja trīs galvenās monetārās politikas procentu likmes par 25 bāzes punktiem. Šie paaugstinājumi stājās spēkā attiecīgi 2023. gada piektajā un sestajā rezervju prasību izpildes periodā. Padome 27. jūlija sanāksmē arī pieņēma lēmumu samazināt atlīdzību par obligātajām rezervēm, kas bankām jātur Eurosistēmas nacionālo centrālo banku kontos, piemērojot 0 % likmi. Šis samazinājums stājās spēkā sestā rezervju prasību izpildes perioda sākumā.

Eurozonas banku sistēmas likviditātes pārpalikums aplūkojamā periodā turpināja samazināties. To galvenokārt noteica trešā ilgāka termiņa refinansēšanas mērķoperāciju kopuma (ITRMO III) ietvaros veiktās piektās operācijas dzēšanas termiņa iestāšanās un banku veiktā pirmstermiņa citu ITRMO līdzekļu atmaksa 2023. gada 27. septembrī. To zināmā mērā noteica arī aktīvu iegādes programmas (AIP) portfeļa apmēra samazināšana pēc tam, kad Eurosistēma ar 1. jūliju pārtrauca atkārtotu ieguldīšanu programmas ietvaros. Tomēr likviditātes pārpalikuma samazinājumu daļēji kompensēja neto autonomo faktoru pastāvīgs apjoma sarukums, kas bija sācies kopš negatīvo procentu likmju vides beigām 2022. gada jūlijā galvenokārt valdības noguldījumu samazināšanās ietekmē.

Likviditātes vajadzības

Aplūkojamā periodā vidējais banku sistēmas dienas likviditātes vajadzību apjoms, ko definē kā neto autonomo faktoru un rezervju prasību summu, samazinājās par 101.3 mljrd. euro (līdz 1735.0 mljrd. euro). Salīdzinājumā ar 2023. gada trešo un ceturto rezervju prasību izpildes periodu šo samazinājumu pilnībā noteica neto autonomo faktoru apjoma kritums par 101.3 mljrd. euro līdz 1570.0 mljrd. euro (sk. A tabulas iedaļu "Cita ar likviditāti saistīta informācija"); to savukārt veicināja likviditāti samazinošo autonomo faktoru apjoma sarukums un likviditāti palielinošo autonomo faktoru apjoma pieaugums. Obligāto rezervju prasību apjoms nav mainījies (165 mljrd. euro).

Likviditāti samazinošo autonomo faktoru apjoms aplūkojamā periodā saruka par 83.0 mljrd. euro (līdz 2720.6 mljrd. euro). To galvenokārt noteica valdības noguldījumu un citu autonomo faktoru apjoma samazināšanās. Valdības noguldījumu apjoms (sk. A tabulas iedaļu "Pasīvi") aplūkojamā periodā saruka vidēji

par 32.8 mljrd. euro (līdz 222.6 mljrd. euro); šis kritums galvenokārt bija vērojams piektajā rezervju prasību izpildes periodā. Minētais kritums atspoguļo valsts kasu naudas līdzekļu drošības rezervju kopējā apjoma nepārtrauktu normalizāciju un to naudas līdzekļu pārvaldības stratēģiju pielāgošanu šo rezervju ietvaros saistībā ar atlīdzības par Eurosistēmas turējumā esošajiem valdības noguldījumiem pārmaiņām, kas līdzekļu izvietojumu tirgū padarīja finansiāli pievilcīgāku.

Konkrētāk, ECB ar 2023. gada 1. maiju noteica zemāku maksimālo robežu atlīdzībai par Eurosistēmas turējumā esošajiem valdības noguldījumiem, piemērojot euro īstermiņa procentu likmi (€STR) mīnus 20 bāzes punkti.

Saskaņā ar maksimālās robežas koncepciju Eurosistēmas nacionālās centrālās bankas var pieņemt lēmumu novirzīties no tās un valdības noguldījumu atlīdzībai piemērot procentu likmi, kas ir zemāka par maksimālo robežu. Piemēram, *Deutsche Bundesbank* ar 2023. gada 1. oktobri atlīdzībai par iekšzemes valdības noguldījumiem piemēroja 0 % procentu likmi. Tomēr šo pārmaiņu leņķu pārvērsto ietekmi uz attiecīgajiem valdības noguldījumiem kompensēja citu valdības noguldījumu augšupvērstas ar sezonālītāti saistītas pārmaiņas. Arī repo darījumu tirgus nosacījumu normalizācija un augstākas repo darījumu procentu likmes salīdzinājumā ar €STR ir padarījušas ieguldījumus tirgū par pievilcīgāku iespēju nekā noguldījumi Eurosistēmā. Vidējā apgrozībā esošo banknošu vērtība aplūkojamā periodā samazinājās par 5.5 mljrd. euro (līdz 1559.8 mljrd. euro), atspoguļojot kopš ECB monetārās politikas procentu likmju vides beigām vērojamās banknošu turējumu apjoma samazināšanās turpināšanos. Arī citi autonomie faktori saruka vidēji par 44.7 mljrd. euro. Kritums atspoguļo vairākas citu dažādu aktīvu un pārvērtēšanas konta pārmaiņas.

Likviditāti palielinošo autonomo faktoru apjoms pieauga par 18 mljrd. euro (līdz 1150.8 mljrd. euro). Euro denominētie tīrie aktīvi aplūkojamā periodā palielinājās par 28.5 mljrd. euro. Šo pieaugumu galvenokārt noteica saistību euro pret ārpus eurozonas esošo valstu rezidentiem nepārtraukts kritums. Tas savukārt atspoguļo Eurosistēmas rezervju pārvaldīšanas pakalpojumu (ERPP) sistēmas klientu naudas līdzekļu pārvaldības stratēģiju pielāgošanu, jo atlīdzība par ERPP sistēmā turētajiem noguldījumiem ar 2023. gada 1. maiju arī tika koriģēta. Tīrie ārējie aktīvi samazinājās par 10.5 mljrd. euro, daļēji kompensējot citu autonomo faktoru iepriekš minēto samazinājumu.

A tabulā sniegts apskats par Eurosistēmas likviditāti, t. sk. par iepriekš iztirzātajām autonomo faktoru pārmaiņām.¹

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

A tabula

Eurosistēmas likviditāte

Saistības

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2023. gada 2. augusts– 2023. gada 31. oktobris						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2023. gada 10. maijs– 2023. gada 1. augusts	
	Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods		Piektais rezervju prasību izpildes periods: 2. augusts– 19. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 20. septembris– 31. oktobris		Trešais un ceturtais rezervju prasību izpildes periods	
Likviditāti samazinošie autonomie faktori	2 720.6	(–83.0)	2 735.5	(–48.0)	2 703.3	(–32.1)	2 803.6	(–128.3)
Banknotes apgrozībā	1 559.8	(–5.5)	1 564.2	(–2.8)	1 554.7	(–9.5)	1 565.4	(+8.2)
Valdības noguldījumi	222.6	(–32.8)	222.5	(–31.9)	222.7	(+0.3)	255.4	(–114.3)
Citi autonomie faktori (neto) ¹⁾	938.2	(–44.7)	948.8	(–13.3)	925.8	(–23.0)	982.9	(–22.3)
Pieprasījuma noguldījumu kontu atlikums, kas pārsniedz obligāto rezervju prasības	9.5	(–5.1)	9.0	(–3.3)	10.0	(+1.0)	14.5	(–6.8)
Obligāto rezervju prasības ²⁾	165.0	(–0.0)	165.3	(+0.2)	164.5	(–0.7)	165.0	(–0.3)
Noguldījumu iespēja	3 615.1	(–300.3)	3 647.4	(–57.0)	3 577.4	(–70.1)	3 915.4	(–130.0)
Likviditāti samazinošās precizējošās operācijas	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)

Avots: ECB.

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

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

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

Aktīvi

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2023. gada 2. augusts–2023. gada 31. oktobris						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2023. gada 10. maijs–2023. gada 1. augusts
	Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods		Piektais rezervju prasību izpildes periods: 2. augusts–19. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 20. septembris–31. oktobris		Trešais un ceturtais rezervju prasību izpildes periods
Likviditāti palielinošie autonomie faktori	1 150.8	(+18.0)	1 139.5	(+19.6)	1 164.0	(+24.5)	1 132.8 (+61.8)
Tīrie ārējie aktīvi	927.5	(–10.5)	924.3	(–3.4)	931.2	(+6.9)	938.0 (+6.1)
Euro denominētie tīrie aktīvi	223.3	(+28.5)	215.2	(+23.1)	232.8	(+17.7)	194.8 (+55.8)
Monetārās politikas instrumenti	5 359.5	(–406.7)	5 417.9	(–128.1)	5 291.5	(–126.4)	5 766.2 (–327.1)
Atklātā tirgus operācijas	5 359.4	(–406.7)	5 417.8	(–128.1)	5 291.4	(–126.4)	5 766.1 (–327.2)
Kredītooperācijas	568.2	(–329.3)	606.6	(–86.3)	523.5	(–83.1)	897.5 (–274.7)
GRO	6.8	(+0.5)	5.6	(–5.3)	8.1	(+2.6)	6.3 (+5.0)
ITRO ar termiņu 3 mēneši	8.2	(+4.3)	8.9	(+3.4)	7.4	(–1.5)	3.8 (+1.4)
ITRMO III	553.3	(–334.2)	592.2	(–84.4)	508.0	(–84.1)	887.5 (–281.1)
Tiešo darījumu portfeļi ¹⁾	4 791.2	(–77.3)	4 811.2	(–41.8)	4 767.9	(–43.3)	4 868.6 (–52.5)
Aizdevumu iespēja uz nakti	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0	(+0.0)	0.0 (+0.0)

Avots: ECB.

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

1) Tā kā neto aktīvu iegādes ir pārtrauktas, tiešo darījumu portfeļu atsevišķais dalījums vairs netiek atspoguļots.

Cita ar likviditāti saistīta informācija

(vidējie rādītāji; mljrd. euro)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2023. gada 2. augusts–2023. gada 31. oktobris						Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2023. gada 10. maijs–2023. gada 1. augusts
	Piektais un sestais rezervju prasību izpildes periods		Piektais rezervju prasību izpildes periods: 2. augusts–19. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 20. septembris–31. oktobris		Trešais un ceturtais rezervju prasību izpildes periods
Kopējās likviditātes vajadzības ¹⁾	1 735.0	(–101.3)	1 761.4	(–67.8)	1 704.1	(–57.3)	1 836.3 (–190.4)
Neto autonomie faktori ²⁾	1 570.0	(–101.3)	1 596.1	(–68.0)	1 539.6	(–56.6)	1 671.3 (–190.1)
Likviditātes pārpalikums ³⁾	3 624.5	(–305.3)	3 656.4	(–60.2)	3 587.3	(–69.0)	3 929.8 (–136.8)

Avots: ECB.

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

1) Aprēķina kā neto autonomo faktoru un obligāto rezervju prasību summu.

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

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

Procentu likmju norises

(vidējie rādītāji; % un procentu punktos)

	Pašreizējais aplūkojamais periods: 2023. gada 2. augusts–2023. gada 31. oktobris				Iepriekšējais aplūkojamais periods: 2023. gada 10. maijs–2023. gada 1. augusts			
	Piektais rezervju prasību izpildes periods: 2. augusts– 19. septembris		Sestais rezervju prasību izpildes periods: 20. septembris– 31. oktobris		Trešais rezervju prasību izpildes periods		Ceturtais rezervju prasību izpildes periods	
GRO	4.37	(+0.49)	4.25	(+0.25)	4.50	(+0.25)	3.88	(+0.61)
Aizdevumu iespēja uz nakti	4.62	(+0.49)	4.50	(+0.25)	4.75	(+0.25)	4.13	(+0.61)
Noguldījumu iespēja	3.87	(+0.49)	3.75	(+0.25)	4.00	(+0.25)	3.38	(+0.61)
€STR	3.767	(+0.492)	3.652	(+0.251)	3.901	(+0.249)	3.275	(+0.607)
RepoFunds Rate Euro	3.797	(+0.529)	3.687	(+0.286)	3.926	(+0.239)	3.267	(+0.607)

Avoti: ECB, CME Group un Bloomberg.

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

Ar monetārās politikas instrumentiem nodrošinātā likviditāte

Vidējais likviditātes apjoms, kas nodrošināts ar monetārās politikas instrumentiem, samazinājās par 406.7 mljrd. euro, aplūkojamā periodā sasniedzot 5359.5 mljrd. euro (A att.). Likviditātes samazinājumu pamatā noteica kredītooperāciju kritums.

Ar kredītooperāciju starpniecību nodrošinātais vidējais likviditātes apjoms aplūkojamā periodā samazinājās par 329.3 mljrd. euro (līdz 568.2 mljrd. euro).

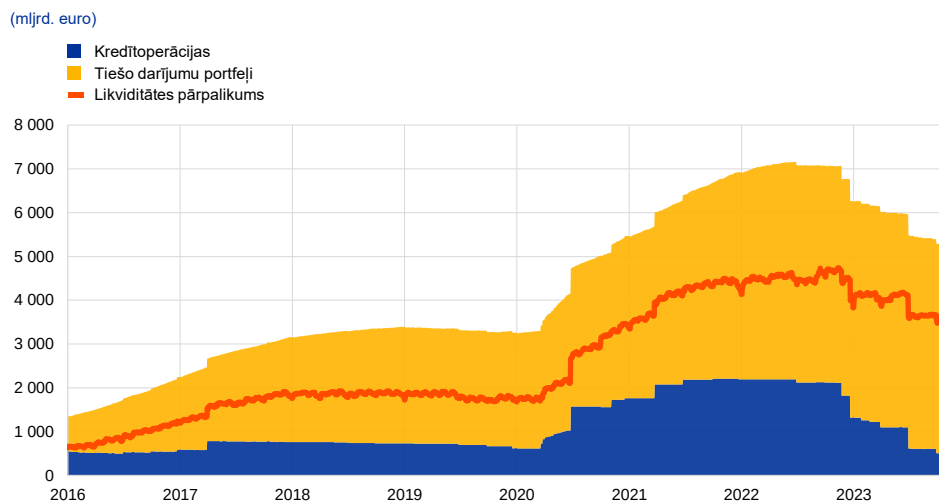
Šis samazinājums galvenokārt atspoguļo ITRMO III atlikuma samazināšanos, ko nosaka 1) ITRMO III ietvaros veiktās piektās operācijas dzēšanas termiņa iestāšanās (66.7 mljrd. euro) un pirmstermiņa citu ITRMO līdzekļu (34.2 mljrd. euro) atmaksa 27. septembrī un 2) ITRMO III ietvaros veiktās ceturktās operācijas dzēšanas termiņa iestāšanās (476.8 mljrd. euro) un pirmstermiņa citu ITRMO līdzekļu (29.5 mljrd. euro) atmaksa 28. jūnijā, kas iepriekšējā aplūkojamā periodā joprojām ietekmēja kredītooperāciju vidējo līmeni. Galvenās refinansēšanas operācijas un trīs mēnešu ilgāka termiņa refinansēšanas operācijas, kas vidēji pieauga attiecīgi par 0.5 mljrd. euro un 4.3 mljrd. euro, kompensēja tikai nelielu daļu likviditātes, kuru samazināja ITRMO III atmaksa. Šo operāciju apjoma ierobežotais pieaugums atspoguļo banku pietiekamo likviditātes līmeni un alternatīvu finansējuma avotu pieejamību.

Ar tiešo darījumu portfeļu turējumu starpniecību nodrošinātais vidējais likviditātes apjoms aplūkojamā periodā samazinājās par 77.3 mljrd. euro. Šo sarukumu noteica dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumu atkārtotās ieguldīšanas pārtraukšana AIP ietvaros ar 2023. gada 1. jūliju. Dzēšanas termiņu sasniegušo vērtspapīru pamatsummas maksājumi ārkārtas aktīvu

iegādes programmas ietvaros tika pilnībā atkārtoti ieguldīti, jo neto iegādes tika pārtrauktas 2022. gada marta beigās.²

A attēls

Atklātā tirgus operācijās nodrošinātās likviditātes un likviditātes pārpalikuma pārmaiņas



Avots: ECB.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 31. oktobrī.

Likviditātes pārpalikums

Vidējais likviditātes pārpalikums samazinājās par 305.8 mljrd. euro (līdz 3624.5 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 obligāto rezervju segšanai. Pēc maksimālās vērtības (4748 mljrd. euro) sasniegšanas 2022. gada novembrī vidējais likviditātes pārpalikums pakāpeniski samazinājies. To galvenokārt noteikusi operāciju dzēšanas un pirmstermiņa atmaksas ITRMO III ietvaros. Šo sarukumu veicinājuši arī AIP ietvaros veiktās atkārtotās ieguldīšanas pārtraukšana ar 2023. gada 1. jūliju.

Procentu likmju norises

€STR pieauga par 47.8 bāzes punktiem – no 3.404 % 1. augustā (iepriekšējā aplūkojamā perioda pēdējā dienā) līdz 3.882 % 31. oktobrī (pašreizējā aplūkojamā perioda pēdējā dienā) –, atspoguļojot ECB monetārās politikas procentu likmju kāpumu.³ 2023. gada augustā un septembrī vērojamā monetārās

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

³ Procentu likmi 31. oktobrī ietekmēja mēneša beigu ietekme tajā mēnesī.

politikas procentu likmju kāpuma ietekme uz nenodrošināto darījumu uz nakti naudas tirgus procentu likmēm bija pilnīga un tūlītēja. Ceturkšņa un mēneša beigu ietekme uz €STR septembrī un oktobrī bija nedaudz lielāka. Tas skaidrojams ar banku centieniem optimizēt savu obligāto rezervju bāzi, lai attiecīgi 2023. gada septītajā un astotajā rezervju prasību izpildes periodā samazinātu savas rezervju prasības. Septembra un oktobra beigās €STR vidēji bija attiecīgi par 12 un 11.8 bāzes punktiem zemāka nekā noguldījumu iespējas procentu likme, kas bija nedaudz augstāka par 2023. gada ceturkšņu un mēnešu beigās vēroto vidējo rādītāju.

Eurozonas repo procentu likme, ko mēra ar *RepoFunds Rate Euro* indeksu, palielinājās par 49.6 bāzes punktiem – no 3.438 % 1. augustā līdz 3.934 % 31. oktobrī. Līdzīgi kā nenodrošināto darījumu naudas tirgus gadījumā ECB monetārās politikas procentu likmju kāpuma ietekme uz nodrošināto darījumu naudas tirgu bija tūlītēja un pilnīga. Repo darījumu tirgus darbība saglabājās sakārtota vairāku faktoru ietekmē, t. sk. lielāka neto emisija kopš gada sākuma un mobilizētā nodrošinājuma atbrīvošana ITRMO dzēšanas termiņa iestāšanās apstākļos, kā arī AIP turējumu atlikuma sarukums.

7. Mājsaimniecību un uzņēmumu tīrie procentu ienākumi¹

Sagatavojuši Gabe de Bonts (*Gabe de Bondt*), Georgijs Krustevs (*Georgi Krustev*), Mihals Slaviks (*Michal Slavik*) un Mika Tujula (*Mika Tujula*)

Šajā ielikumā lielāka uzmanība pievērsta mājsaimniecību un uzņēmumu tīro procentu ienākumu dinamikai augošu procentu likmju apstākļos. ECB pēc zemo procentu likmju desmitgades 2022. gada jūlijā uzsāka monetārās politikas procentu likmju paaugstināšanas sēriju. Monetārās politikas procentu likmju pārmaiņas ietekmē par procentus pelnošiem aktīviem, piemēram, banku noguldījumiem, saņemtās procentu likmes un par procentus pelnošām saistībām, piemēram, aizdevumiem un obligācijām, maksātās procentu likmes. Tas savukārt, tāpat kā procentus pelnošo aktīvu un saistību vērtība, atlikušais termiņš un pārcenošanas laiks, ietekmē mājsaimniecību un uzņēmumu procentu ienākumus un izdevumus. Tīrie procentu ienākumi (t. i., saņemtie procenti, no kuriem atskaitīti maksātie procenti) ietver tiešo kanālu, pa kuru ECB monetārās politikas procentu likmju pārmaiņas ietekmē noguldītāju un aizņēmēju turēto aktīvu un saistību procentu likmes.² Papildus tam ir arī stimuli, kurus rada piedāvātās jauno aizdevumu un uzkrāšanas instrumentu procentu likmes, kā arī citi mājsaimniecības un uzņēmumus ietekmējošie transmisijas kanāli, kas nav šā ielikuma mērķis.³

Eurozonas kopējā līmenī mājsaimniecību un uzņēmumu tīrie procentu ienākumi pēdējos gados bijuši negatīvi. Līdzīgi negatīvi tīrie procentu ienākumi reģistrēti arī tādiem sektoriem kā vispārējās valdības sektors un (daudz mazāk) pārējā pasaule. Tas ir krasā pretstatā finanšu sabiedrībām, kuras guvušas lielus pozitīvus tīros procentu ienākumus. Eurozonas mājsaimniecību kopš 2007. gada maksāto procentu līmenis ir kompensējis to saņemto procentu līmeni gandrīz par 1 % no IKP, savukārt uzņēmumu gadījumā – gandrīz par 2.5 % no IKP (A att.). Mājsaimniecību un uzņēmumu tīro procentu ienākumu korekcija ECB pēdējās procentu likmju paaugstināšanas ciklā atšķiras. Eurozonas uzņēmumu tīrie procentu ienākumi (daļa no IKP) kopš 2021. gada beigām ir samazinājušies par 0.3 procentu punktiem, savukārt mājsaimniecību tīrie procentu ienākumi ir palielinājušies par

¹ Šis teksts ir aktualizēts 2024. gada 30. janvārī, svītrotot ar Spānijas mājsaimniecību tīro procentu ienākumu dinamiku saistīto tekstu. Iepriekšējās versijas C attēlā bija kļūda saistībā ar Spānijas mājsaimniecībām, un tās dēļ Spānijas mājsaimniecību tīro procentu ienākumu dinamika tika pārspīlēta.

² Šajā ielikumā galvenā uzmanība pievērsta tīriem procentu ienākumiem pirms netieši novērtētu finanšu starpniecības pakalpojumu (FISIM) iedalīšanas, tādējādi precīzāk atspoguļojot aizdevumu un noguldījumu efektīvās procentu likmes. Tas atšķiras no tīro procentu ienākumu novērtēšanas nacionālo kontu sistēmā, ko reģistrē pēc FISIM iedalīšanas, un tas nozīmē, ka maksātie un saņemtie procenti tiek aprēķināti tā, it kā noguldījumi un aizdevumi būtu izmaksāti, piemērojot atsaucē procentu likmi vai starpbanku refinansēšanas operāciju procentu likmi. FISIM nacionālo kontu sistēmā izmanto, lai aprēķinātu to finanšu iestāžu sniegto starpniecības pakalpojumu vērtību, kurām nav skaidri noteiktas pakalpojumu maksas. Sīkāku informāciju sk. [Eiropas Parlamenta un Padomes 2013. gada 21. maija Regulas \(ES\) Nr. 549/2013 par Eiropas nacionālo un reģionālo kontu sistēmu Eiropas Savienībā](#) 14. nodaļā (OV L 174, 26.06.2013., 1. lpp.) un "[Household Income](#)", *Economic Outlook*, INSEE, 15 December 2022.

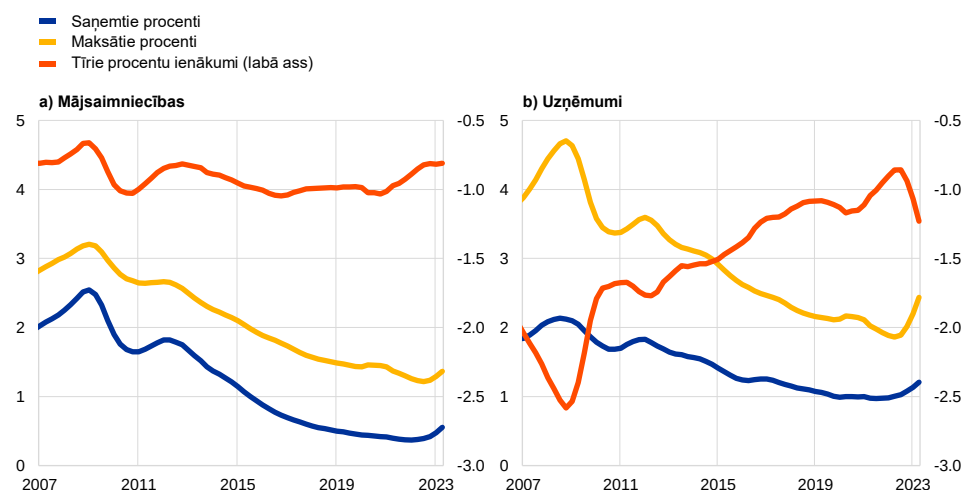
³ Plašāku informāciju par šo tēmu sk. ECB 2016. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 4 ielikumā "[Zemas procentu likmes un mājsaimniecību tīrie procentu ienākumi](#)". Aprakstu par galvenajiem monetārās politikas transmisijas kanāliem sk. Lane, P. R., "[The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#)", paneldiskusijas par banku maksātspēju un monetāro politiku piezīmes, *NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop*, 2023. gada 12. jūlijs.

0.1 procentu punktu. Salīdzinājumā ar uzņēmumiem šī pretrunīgā tendence atspoguļo to procentu pakāpeniskāku pārcenošanu, ko mājsaimniecības maksā par savu neatmaksāto parādu, un tas galvenokārt saistīts ar to, ka mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu ar fiksētu procentu likmi īpatsvars ir lielāks.⁴

A attēls

Eurozonas mājsaimniecību un uzņēmumu saņemtie procenti, maksātie procenti un tīrie procentu ienākumi

(četrus ceturkšņu plūsmas procentos no nominālā iekšzemes kopprodukta)



Avoti: Eurostat, ECB sektora ceturkšņa kontu (SCK) dati un autoru aprēķini.
Piezīme: Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 2. ceturksnī.

Par aktīviem saņemto procentu likmju un par saistībām maksāto procentu likmju starpība ir svarīgs tīro ienākumu noteicošais faktors.

Neraugoties uz pozitīvu nominālo tīro aktīvu pozīciju, mājsaimniecību negatīvie tīrie procentu ienākumi eurozonas kopējā līmenī liecina, ka par parāda atlikumu maksātā vidējā procentu likme finanšu sabiedrību sniegto termiņu pārveidošanas pakalpojumu un ar to saistīto finanšu starpniecības uzcenojuma dēļ ir augstāka nekā par noguldījumu atlikumu saņemtā vidējā procentu likme (B att.). Pakāpeniskā hipotekāro kredītu atlikuma procentu likmju korekcija to ilgākā termiņa dēļ kopš 2021. gada beigām dinamika ziņā ir veicinājusi eurozonas mājsaimniecību tīro procentu ienākumu pieaugumu. Tā tas ir, neraugoties uz jauno darījumu hipotekāro kredītu procentu likmju straujo kāpumu. Lai gan mājsaimniecības aktīvi pārbalansē savus aktīvu portfeļus, ietverot tajos termiņnoguldījumus un parāda vērtspapīrus, saņemto procentu pieaugumu ir mazinājis to uzkrājumu lielais īpatsvars, kas tiek ieguldīti noguldījumos uz nakti. Tiem parasti ir zemāka atlīdzība, un tie mazāk reaģē uz monetārās politikas procentu likmju pārmaiņām. Tās procentu likmes, kura aprēķināta no mājsaimniecību saņemtajiem procentu ienākumiem, dinamika ir līdzīga mājsaimniecību noguldījumu atlikuma kopējās procentu likmes dinamikai. Līdzīgu ainu iezīmē uzņēmumu maksātās un to saņemtās procentu likmes, lai gan salīdzinājumā ar noguldījumu atlikuma kopējo procentu likmi daudz augstāku procentu likmi aprēķina no saņemtajiem procentu ienākumiem. Šādi noguldījumi

⁴ Aprakstu pa eurozonas mājsaimniecībām un uzņēmumiem izsniegto aizdevumu ar fiksētu procentu likmi īpatsvaru sk. citētajā Lane, P. R., darbā.

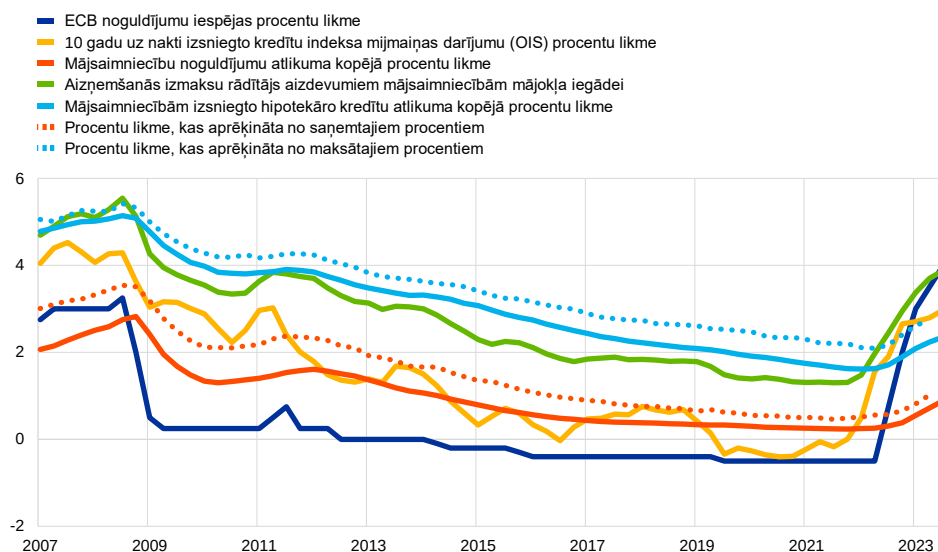
veido aptuveni tikai vienu trešdaļu no uzņēmumu procentus pelnošo aktīvu apjoma, un to lielākā daļa attiecas uz augstāka ienesīguma uzņēmumu savstarpējiem aizdevumiem.

B attēls

Eurozonas mājsaimniecībām un uzņēmumiem izsniegto noguldījumu un aizdevumu procentu likmes

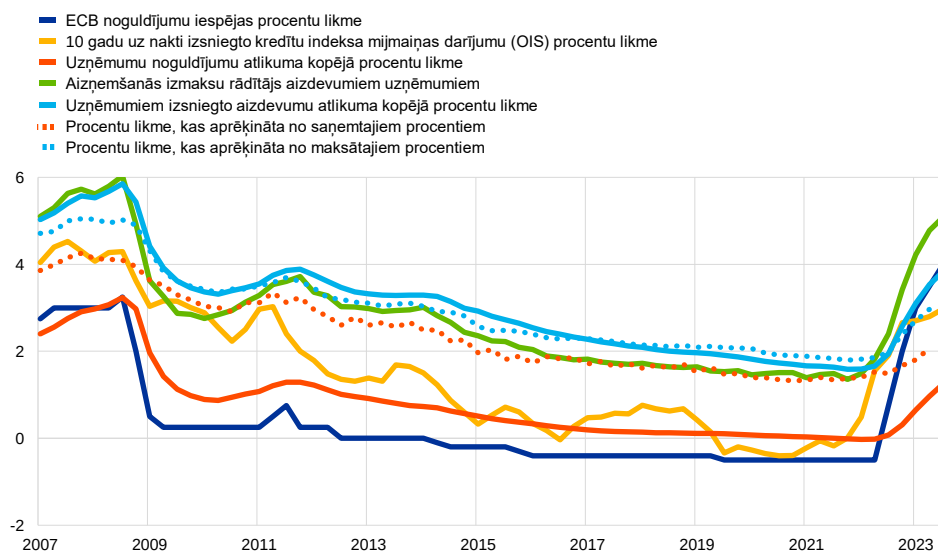
a) Mājsaimniecības

(gadā; %)



b) Uzņēmumi

(gadā; %)



Avoti: Eurostat un ECB SCK dati, MFI procentu likmju dati, BSI dati un autoru aprēķini.

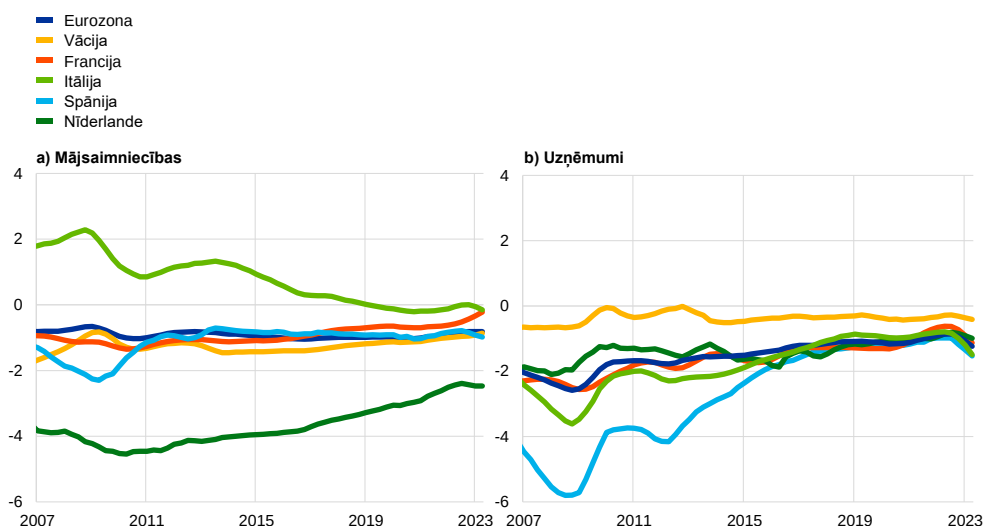
Piezīmes. Jaunākie dati par aprēķinātajām procentu likmēm atbilst stāvoklim 2023. gada 2. ceturksnī, bet dati par citiem posteņiem – stāvoklim 2023. gada 3. ceturksnī. Mājsaimniecību noguldījumu kopējā procentu likme ir noguldījumu uz nakti, noguldījumu ar noteiktu termiņu un noguldījumu ar brīdinājuma termiņu par izņemšanu procentu likmju vidējais svērtais rādītājs. Uzņēmumu noguldījumu kopējā procentu likme ir noguldījumu uz nakti, noguldījumu ar noteiktu termiņu un atpiršanas līgumu ar tiem atbilstošajiem svāriem vidējais svērtais rādītājs.

Tīrie procentu ienākumi eurozonas līmenī neatklāj ārkārtīgi lielas atšķirības starp valstīm. Tās galvenokārt atspoguļo atšķirīgu dažādu sektoru tīro aktīvu pozīciju. Aplūkojot piecu lielāko eurozonas valstu mājsaimniecību tīros procentu ienākumus, redzams, ka Nīderlandē tie ir ievērojami negatīvāki (C att.). 2023. gadā Nīderlandes mājsaimniecību tīrie procentu ienākumi bija aptuveni –2 % no IKP, savukārt pārējās lielajās eurozonas valstīs procentuālais īpatsvars bija tuvu nullei. Spektra pretējā pusē ir Itālijas mājsaimniecības ar ilgstoši pozitīviem tīrajiem procentu ienākumiem, kas tikai 2020. gadā kļuva nedaudz negatīvi. Aplūkojot pēdējo ceturkšņu datus, redzams, ka visu lielāko eurozonas valstu mājsaimniecību tīrie procentu ienākumi bijuši samērā nemainīgi. Visu valstu uzņēmumu tīrie procentu ienākumi ir samazinājušies kopš procentu likmju paaugstināšanas cikla sākuma 2022. gadā, kopumā atspoguļojot uzņēmumu lielo parādu ar īsu termiņu vai mainīgām procentu likmēm, lai gan starp valstīm ir vērojamas būtiskas atšķirības.

C attēls

Tīrie procentu ienākumi lielākajās eurozonas valstīs

(četrus ceturkšņu plūsmas procentos no nominālā iekšzemes kopprodukta)



Avoti: Eurostat, ECB SCK dati un autoru aprēķini.
Piezīme: Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 2. ceturksnī.

Arī tīrie procentus pelnošie aktīvi ir bijuši galvenais tīro procentu ienākumu dinamikas virzītājspēks, un tie atklāj būtiskas atšķirības starp valstīm. Visu lielāko eurozonas valstu (izņemot Nīderlandi) mājsaimniecību procentus pelnošie aktīvi kompensē saistības (D att.).⁵ Itālijā tīro procentus pelnošo aktīvu apjoms ir pastāvīgi bijis lielāks nekā pārējās lielajās eurozonas valstīs, atspoguļojot zemāku parāda līmeni un lielāku procentus pelnošo aktīvu, īpaši valdības emitēto parāda vērtspapīru, turējumu apjomu. Tomēr Itālijā tīro procentus pelnošo aktīvu apjoms (% no IKP) ir samazinājies kopš 2009. gada beigām. Tas atspoguļoja parāda vērtspapīru turējumu apjoma sarukumu, kas izskaidro tīro procentu ienākumu

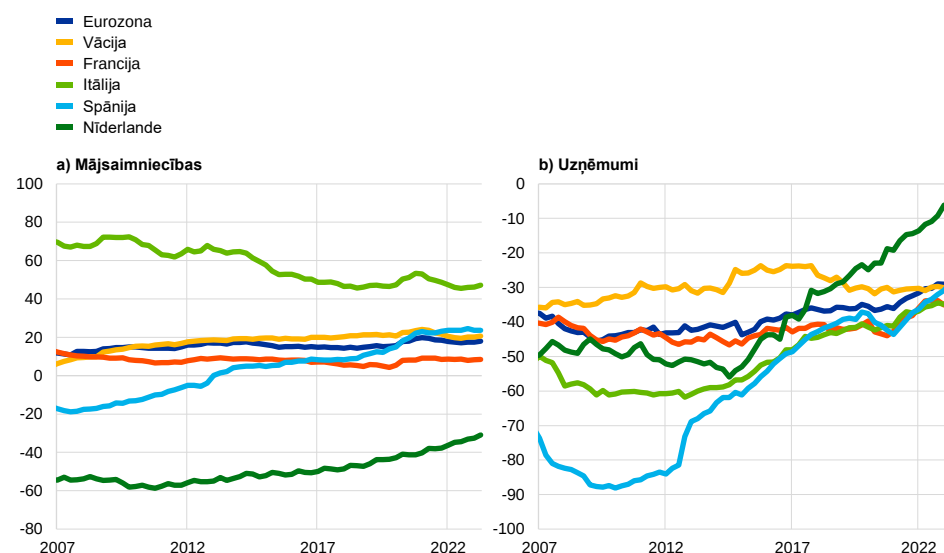
⁵ Papildus noguldījumiem un parāda vērtspapīriem mājsaimniecības var uzkrāt, arī pērkot akcijas, ieguldījumu fondu akcijas, dzīvības apdrošināšanu, pensiju produktus un nekustamo īpašumu. Mājsaimniecību tīro aktīvu pozīcija, t. i., kopējo aktīvu turējumu un kopējo parādsaistību starpība, piecās lielākajās eurozonas valstīs 2023. gada 2. ceturksnī bija 420 %–607 % no IKP.

konvergenci uz kopējo eurozonas līmeni. Nīderlandē iepriekš plaši novērotā tendence maksāt tikai procentus par hipotekārajiem kredītiem izskaidro, kāpēc saistības pārsniedz procentus pelnošos aktīvus un kāpēc tīrie procentu ienākumi ir zemāki nekā kopējais eurozonas līmenis. Spānijā tīro procentus pelnošo aktīvu apjoms ir palielinājies kopš globālās finanšu krīzes, atspoguļojot parāda līmeņa samazināšanos, kas kopā ar aizdevumu ar mainīgo procentu likmi lielo īpatsvaru un procentu likmju kritumu veicināja tīro procentu ienākumu pieaugumu. Visu lielāko eurozonas valstu uzņēmumu procentus pelnošās saistības kompensē aktīvus. Vācijā un Francijā tīro procentus pelnošo aktīvu apjoms (% no IKP) pēdējos 10 gados saglabājies samērā nemainīgs, bet Spānijā, Itālijā un Nīderlandē tas stabili pieaudzis. Spānijā un Itālijā kopš 2012. gada vēroto tīro procentu ienākumu pieaugumu galvenokārt var skaidrot ar parāda līmeņa sarukumu, lielu mainīgās procentu likmes kredītu īpatsvaru un zemākām procentu likmēm.

D attēls

Tīrie procentus pelnošie aktīvi eurozonā un lielākajās eurozonas valstīs

(attikumi procentos no nominālā iekšzemes kopprodukta četru ceturkšņu plūsmām)



Avoti: Eurostat, ECB SCK dati un autoru aprēķini.

Piezīmes. Tīrie procentus pelnošie aktīvi ir institucionālā sektora kopējie procentus pelnošie aktīvi, no kuriem atskaitītas parādsaistības. Procentus pelnošie aktīvi ietver noguldījumu turējumus, parāda vērtspapīru tiešos turējumus un izsniegtos aizdevumus. Mājsaimniecību gadījumā parādsaistības ietver no visiem institucionālajiem sektoriem saņemtos aizdevumus. Uzņēmumu parādsaistības ietver arī emitētos parāda vērtspapīrus. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 2. ceturksnī.

Kopsavilkumā jāatzīmē, ka procentu likmju kāpuma ietekme uz tīrajiem procentu ienākumiem ir atkarīga no tā, vai institucionālais sektors kopumā darbojas kā aizdevējs vai aizņēmējs. Augošās procentu likmes negatīvi ietekmē tos institucionālos sektorus, kuriem augstāku finansēšanas izmaksu ietekmē jāaizņemas līdzekļi. Turpretī neto noguldītāji pelna vairāk, jo tie var gūt peļņu no augstākām savu aktīvu procentu likmēm. Turklāt par aktīvu un saistību apjomu saņemto un maksāto procentu likmju pārmaiņas notiek tikai pakāpeniski, jo instrumenti ar mainīgo procentu likmi tiek pārceļoti un beidzas instrumentu ar fiksēto procentu likmi termiņš. Eurozonas mājsaimniecību tīrie procentu ienākumi kopš 2021. gada beigām palielinājušies par 0.1 % no IKP un, pastiprinot patēriņa robežtieksmi patērēt no procentu ienākumiem, nedaudz veicinājuši privātā patēriņa

izdevumu pieaugumu. Tomēr to pozitīvā ietekme uz patēriņu ir bijusi mazāka nekā augstāku procentu likmju negatīvā ietekme, kas izpaužas pa citiem kanāliem. Turpretī uzņēmumu tīrie procentu ienākumi kopš 2021. gada beigām samazinājušies par 0.3 % no IKP, naudas plūsmas jutīguma ietekmē veicinot ieguldījumu sarukumu.

8. Monetāro rādītāju dinamika stingrākas monetārās politikas cikla laikā

Sagatavojuši Ramons Adalids (*Ramón Adalid*), Makss Lampe (*Max Lampe*) un Silvija Skopela (*Silvia Scope*)

Monetārās politikas procentu likmju paaugstināšanas cikls, kas sākās 2022. gada vidū, līcis bankām paaugstināt to piedāvātās noguldījumu procentu likmes. Līdz dim stingrākas monetārās politikas cikla laikā ECB ir paaugstinājusi trīs galvenās procentu likmes par 450 bāzes punktiem. Salīdzinājumā ar līmeni, kas vērots 2022. gada maija beigās – īsi pirms tam, kad jūnija preses konferencē tika paziņots par nodomu paaugstināt procentu likmes –, jauno termiņnoguldījumu procentu likmes palielinājušās par 372 bāzes punktiem, savukārt noguldījumu uz nakti procentu likmes – par 50 bāzes punktiem.

Tomēr salīdzinājumā ar monetārās politikas procentu likmēm noguldījumu procentu likmes joprojām ir nedaudz zemākas par vēsturisko normu, sevišķi mājāsaimniecībām un galvenokārt attiecībā uz to veiktajiem noguldījumiem uz nakti. Ja procentu likmes ir pozitīvas, atlīdzība par termiņnoguldījumiem mēdz būt cieši saistīta ar monetārās politikas procentu likmi.¹ 2023. gada oktobrī eurozonas uzņēmumiem un mājāsaimniecībām piedāvātās vidējās gada procentu likmes jauniem termiņnoguldījumiem ar termiņu līdz diviem gadiem bija attiecīgi 3.70 % un 3.27 %. Tas nozīmē, ka starpība ar monetārās politikas procentu likmi bija attiecīgi –30 un –73 bāzes punkti. Oktobrī uzņēmumu termiņnoguldījumu procentu likmju starpība bija vēsturiskā diapazona robežās, savukārt mājāsaimniecību termiņnoguldījumu procentu likmju starpība bija nedaudz lielāka, taču tas nebija nekas nepieredzēts – tā kopumā bija līdzīga 2001. gada sākumā – 2000.–2001. gada stingrākas monetārās politikas cikla augstākajā punktā – vērotajai starpībai. Ja procentu likmes būtiski pārsniedz nulli, atlīdzība par noguldījumiem uz nakti pretstatā atlīdzībai par termiņnoguldījumiem parasti ir daudz zemāka par monetārās politikas likmi. Tas atspoguļo kopā ar pieprasījuma noguldījumiem piedāvātos maksājumu, likviditātes un ērtuma pakalpojumus (A att. a) panelis).² Arī atlīdzība par šiem noguldījumiem pieaug lēni. Tas nozīmē, ka attiecīgā starpība ar monetārās politikas likmi stingrākas monetārās politikas ciklu laikā mēdz palielināties. Šī palielināšanās atbilst uzskatam, ka augstas banku maiņas izmaksas bankām piešķir ietekmi tirgū, īpaši pieprasījuma noguldījumu tirgū.³ 2023. gada oktobrī šo noguldījumu negatīvā starpība bija daudz lielāka nekā 2007.–2008. gadā, kad paaugstināšanas cikla augstākajā punktā

¹ Monetārās politikas procentu likme ir procentu likme, kuru centrālā banka izmanto, lai paustu monetārās politikas nostāju. Galveno refinansēšanas likmi izmantoja kā atsauces likmi, lai aprēķinātu starpības salīdzinājumā ar noguldījumu procentu likmēm euro pirmajā desmitgadē, jo ļoti zema likviditātes pārpalikuma apstākļos galveno refinansēšanas operāciju procentu likme bija galvenā atsauce tirgus procentu likmēm. Turpretī gandrīz visu pēdējo desmitgadi noguldījumu iespējas procentu likme dominējošajos liela likviditātes pārpalikuma apstākļos bijusi tirgus procentu likmju galvenais balsts. Tādējādi šī likme tikusi izmantota, lai aprēķinātu šim periodam raksturīgās starpības salīdzinājumā ar noguldījumu procentu likmēm.

² Sk. Drechsler, I., Savov, A. and Schnabl, P., "[The deposits channel of monetary policy](#)", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 132, No 4, 2017, pp. 1819–1876.

³ Sk. Polo, A., "[Imperfect pass-through to deposit rates and monetary policy transmission](#)", *Staff Working Paper*, No 933, Bank of England, 2021.

procentu likmes stabilizējās, taču ne tik liela kā 2000. gada cikla procentu likmju stabilizācijas laikā. Tomēr būtu jāņem vērā, ka atlīdzību par noguldījumiem 2007.–2008. gadā līdz ar globālās finanšu krīzes sākumu, iespējams, daļēji balstīja banku likviditātes vajadzības. Tāpat šķiet, ka pašreizējā cikla dinamiku daļēji ietekmē arī banku zemās finansējuma vajadzības vājas kreditēšanas un zemākas konkurences apstākļos dažos noguldījumu tirgus segmentos.⁴

Noguldījumu procentu likmju kumulatīvās pārmaiņas bijušas samērā vājas. To daļēji noteica fakts, ka laikā, kad pirms pašreizējā cikla procentu likmes bija negatīvas, noguldījumu procentu likmes pārsniedza monetārās politikas procentu likmi, kā arī patiešām vājāka transmisija uz mājāsaimniecību noguldījumu uz nakti procentu likmēm. Noguldījumu procentu likmju un monetārās politikas procentu likmju pieauguma attiecība ir rādītājs, kuru plaši izmanto, lai salīdzinātu, cik spēcīga ir procentu likmju ietekme uz noguldījumu procentu likmēm stingrākas monetārās politikas ciklu laikā. Šo attiecību parasti dēvē par noguldījumu beta rādītāju. Tomēr šis rādītājs ir jutīgs pret sākumpunktu, īpaši tad, ja noguldījumu procentu likmes un monetārās politikas procentu likmes starpība šajā punktā atšķiras no vēsturiskās normas. Tā notika pašreizējā stingrākas monetārās politikas cikla sākumā, jo 2022. gada vidū noguldījumu procentu likmes un monetārās politikas procentu likmes starpība bija negatīva (A att. a) panelis, labais grafiks). Šī apvērsta noguldījumu starpība parāda, ka bankas nevēlējās pārnest negatīvās procentu likmes uz mazo klientu noguldījumiem, jo bija juridiskie šķēršļi un tiesvedības riski vai bažas par noguldījumu izņemšanu.⁵ Negatīvo un ļoti zemo procentu likmju perioda beigas ļāva monetārās politikas procentu likmes un noguldījumu procentu likmju starpībai atgriezties vēsturisko tendenču līmenī, iezīmējot periodu, kurā līdzās monetārās politikas procentu likmju pieaugumam bija vērojams vien neliels noguldījumu procentu likmju kāpums. Šā iemesla dēļ, izmantojot noguldījumu beta rādītājus, lai salīdzinātu, cik spēcīga bijusi noguldījumu procentu likmes ietekme attiecībā pret ietekmi iepriekšējās epizodēs, ir svarīgi izslēgt zemu monetārās politikas procentu likmju periodu. Būtu iespējams, piemēram, izslēgt periodu, kad monetārās politikas procentu likme bija zemāka par 2 % – līmeni iepriekšējā cikla sākumā. Šādi rīkojoties, noguldījumu beta rādītāji palielinās attiecībā uz visiem noguldījumiem uz nakti, kā arī mājāsaimniecību termiņnoguldījumiem. Tas, ka pašreizējais uzņēmumu un mājāsaimniecību noguldījumu uz nakti īpatsvars ir lielāks nekā agrāk, ir vēl viens faktors, kas ietekmē kopējos noguldījumu beta rādītājus, t. i., rādītājus, kas norāda uz noguldījumu procentu likmju pieauguma attiecību dažādos noguldījumu veidos, balstoties uz to atlikumu (B att. b) panelis). Izmantojot 2005.–2007. gada stingrākas monetārās politikas cikla noguldījumu īpatsvara (nevis pašreizējā īpatsvara) rādītājus, lai apvienotu atlīdzību par noguldījumiem uz nakti un termiņnoguldījumiem, iegūtais noguldījumu beta rādītājs tuvojas iepriekšējo paaugstināšanas ciklu rādītājiem, taču joprojām ir nedaudz zemāks (A att. b) panelis). To galvenokārt nosaka monetārās

⁴ Sk. Mayordomo, S. and Roibás, I., "The pass-through of market interest rates to bank interest rates", *Documentos Ocasionales*, No 2312, Banco de España, 2023.

⁵ Sk. ECB 2020. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 3 rakstu "Negative rates and the transmission of monetary policy" ("Negatīvās procentu likmes un monetārās politikas transmisija").

politikas procentu likmju paaugstināšanas patiešām vājāka transmisija uz mājssaimniecību noguldījumiem uz nakti.

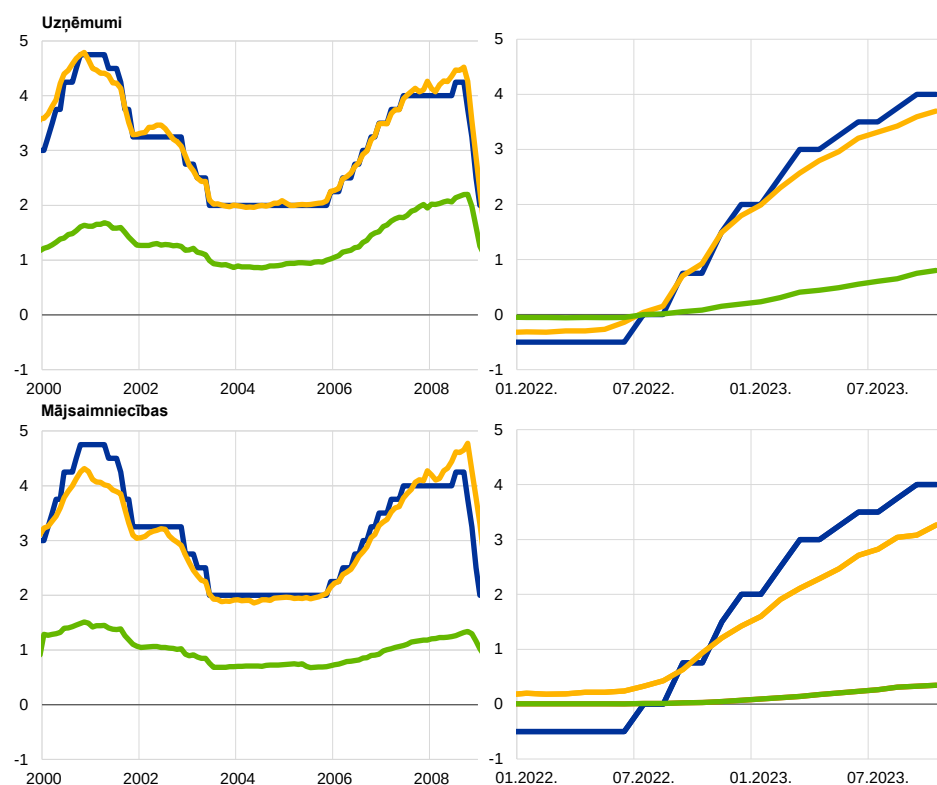
A attēls

Procentu likmju ietekme eurozonā

a) Procentu likmju līmenis

(gadā; %)

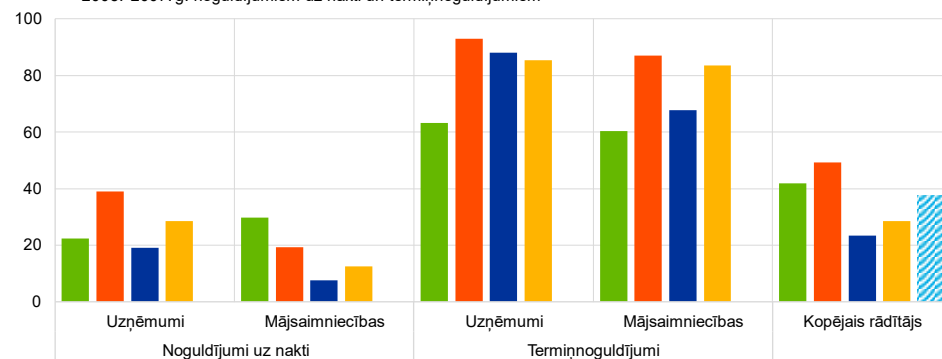
- Attiecīgā ECB monetārās politikas procentu likme
- Termiņnoguldījumi
- Noguldījumi uz nakti



b) Noguldījumu beta rādītāji

(%)

- 1999.–2000. g. cikls
- 2005.–2007. g. cikls
- Pašreizējais cikls
- Pašreizējais cikls (no brīža, kad monetārās politikas procentu likme sasniedza 2%)
- Pašreizējais cikls (no brīža, kad monetārās politikas procentu likme sasniedza 2%) ar svariem, kuri balstīti uz 2005.–2007. g. noguldījumiem uz nakti un termiņnoguldījumiem



Avots: ECB.

Piezīmes. Termiņnoguldījumi ir likmes jaunajiem līgumiem ar termiņu līdz diviem gadiem. Noguldījumu beta rādītāji ir noguldījumu procentu likmju un monetārās politikas procentu likmju pieauguma attiecība. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada oktobrī.

Palielinātā atlīdzība par termiņnoguldījumiem un obligācijām pēc ilga zemu vai negatīvu procentu likmju perioda ir stimulējusi pāreju uz šiem instrumentiem no noguldījumiem uz nakti un citiem noguldījumiem ar zemu atlīdzību. Zemo procentu likmju perioda laikā noguldījumu uz nakti turēšanas alternatīvās izmaksas bija ļoti zemas, tādējādi mājsaimniecības un uzņēmumi gandrīz visu jauniegūto naudu uzkrāja noguldījumos uz nakti (B att. a) panelis). Pašreizējā stingrākā monetārā politika un tās transmisija uz noguldījumu procentu likmēm un citu finanšu aktīvu ienesīgumu ir palielinājusi noguldījumu uz nakti turēšanas alternatīvās izmaksas līdz līmenim, kas ir līdzīgs iepriekšējos paaugstināšanas ciklos vērotajiem. Tādējādi uzņēmumi un mājsaimniecības būtisku daļu no to neparasti lielā noguldījumu uz nakti apjoma pārvirzījuši uz termiņnoguldījumiem un obligācijām. Šis apjoms salīdzinājumā ar 2022. gada vidu ir samazinājies, taču saskaņā ar vēsturiskajiem standartiem joprojām ir augsts. Mājsaimniecībām tas raksturīgs vairāk nekā uzņēmumiem (B att. b) panelis)⁶. Tas varētu izskaidrot uzņēmumu noguldījumu pārvirzīšanas palēnināšanos pēdējos divos ceturkšņos.

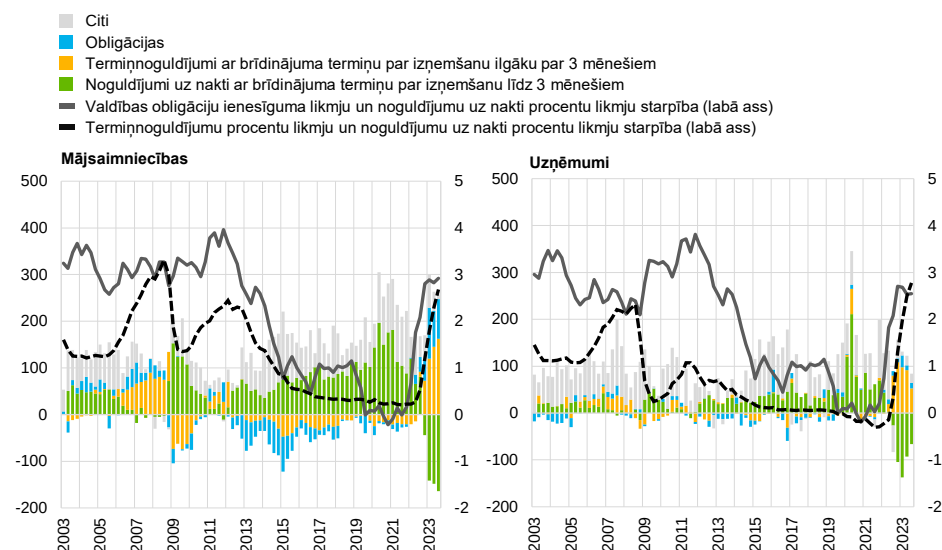
⁶ Laika periods "2005. g. 4. cet." ir salīdzinājumam nozīmīga atsauce, jo tas ir 2005. gada stingrākas monetārās politikas cikla sākums. Ilgāka perioda vidējā rādītāja (piemēram, A attēla a) paneļa labajā grafikā lietotā rādītāja) izmantošana par etalonu nemainītu secinājumu, ka noguldījumu uz nakti svars joprojām ir būtiski augstāks nekā iepriekš, īpaši mājsaimniecību sektorā.

B attēls

Portfeļu pārbalansēšana

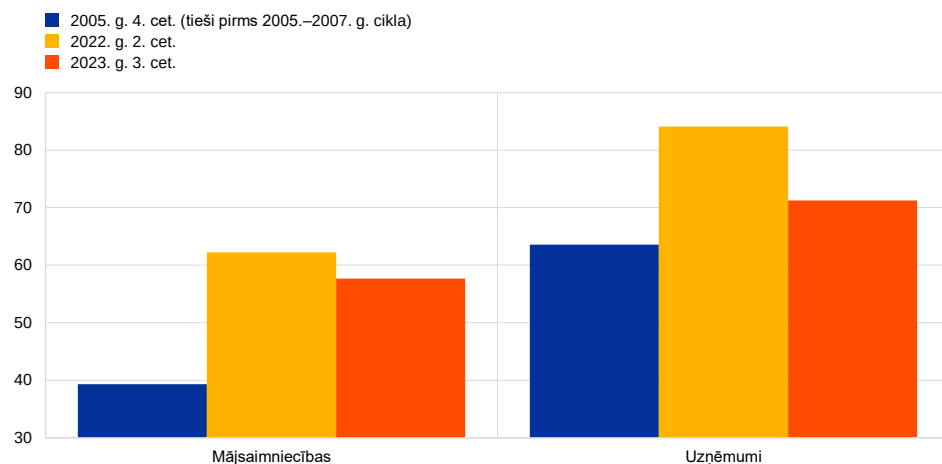
a) Uzņēmumu un mājsaimniecību finanšu ieguldījumi

(kreisā ass: ceturkšņu plūsmas, miljrd. euro; labā ass: procentu punktos)



b) Noguldījumi uz nakti

(ipatsvars kopējos noguldījumu turējumos, %)



Avots: ECB.

Papildus ietekmei uz mājsaimniecību un uzņēmumu lēmumiem par to portfeļu sastāvu monetārās politikas pārmaiņas kopumā ietekmē naudas piedāvājumu vairākos veidos. Pirmkārt, tas notiek ar kredītu izsniegšanas starpniecību. Kad bankas izsniedz kredītus, nekavējoties pieaug aizņēmēju noguldījumu atlikums, kuru tās tādējādi var izmantot maksājumiem un citiem darījumiem.⁷ Otrkārt, līdzīgā veidā plašās naudas atlikums palielinās, kad centrālā banka iegūst aktīvus no eurozonas rezidentiem, kas nav bankas, un arī kad nerezidenti iegūst preces, pakalpojumus un

⁷ Tas nenozīmē, ka bankas var veidot neierobežotus noguldījumus. Pirmkārt, izveidotie noguldījumi var nonākt citās bankās. Otrkārt, lai piešķirtu kredītus, bankām citstarp jāņem vērā vispārīgie finansēšanas un maksāspējas rādītāji, riska darījumiem piemērotais risks un tiesiskajā regulējumā noteiktie ierobežojumi.

finanšu aktīvus no eurozonas rezidentiem, kas nav bankas.⁸ Visbeidzot, centrālās bankas kredīti bankām arī var izraisīt naudas piedāvājuma kāpumu tiktāl, ka to aizstāj ar obligāciju finansējumu, tādējādi atbrīvojot naudas līdzekļus, kurus noguldītāji var turēt savos kontos.

Pašreizējā stingrākā monetārā politika ir vājinājusi plašās naudas piedāvājumu – tas ir kļuvis negatīvs un sasniedzis vēsturiski zemāko rādītāju.

Kopš pašreizējā stingrākas monetārās politikas cikla sākuma augstākas procentu likmes ir būtiski samazinājušas gan aizdevumu pieprasījumu, gan to piedāvājumu. Tas ir krasi mazinājis kredītu apjomu – ierastu naudas piedāvājuma kāpuma avotu. Turklāt Eurosistēmas bilances sarukums ir vēl vairāk pastiprinājis kredītu piedāvājuma kritumu un tieši mazinājis M3 pa diviem kanāliem: 1) ITRMO atmaksas, kas stimulē bankas emitēt ilgtermiņa obligācijas, tādā veidā mazinot naudas atlikumu, jo noguldītāji iegādājas šīs obligācijas; un 2) aktīvu iegādes programmas portfeļa pakāpeniska dzēšana, kuras rezultātā naudu izņem no apgrozības.⁹ Tādējādi uzņēmumiem un mājsaimniecībām izsniegto aizdevumu devums M3 gada pārmaiņās saruka no 4 procentu punktiem 2022. gada vidū līdz aptuveni nullei 2023. gada oktobrī, savukārt banku obligāciju emisija pašlaik ir vāja un ir aptuveni 1.5 procentu punktu apmērā no M3 gada pārmaiņām. Eurosistēmas iegāžu tiešais devums ir kļuvis negatīvs – no gandrīz 6 procentu punktiem 2022. gada sākumā līdz –1 procentu punktam 2023. gada oktobrī. To gan kopumā kompensējušas ārvalstu investoru veiktās valdības obligāciju iegādes, neraugoties uz to, ka mājsaimniecību veiktās obligāciju iegādes pašlaik nedaudz palēnina monetāro rādītāju dinamiku. Tekošā konta un kapitāla konta pārpalikuma pieaugums, kas arī atspoguļo ārvalstu preču iekšzemes pieprasījuma vājināšanos, kopš 2022. gada beigām arī ir turpinājis veicināt neto naudas līdzekļu ieplūdes no ārvalstīm (C att. a) panelis).

⁸ Plašā nauda (M3) galvenokārt ietver monetārajām finanšu iestādēm piederošas un naudas līdzekļu turētāju sektora turētas īstermiņa un likvīdas saistības.

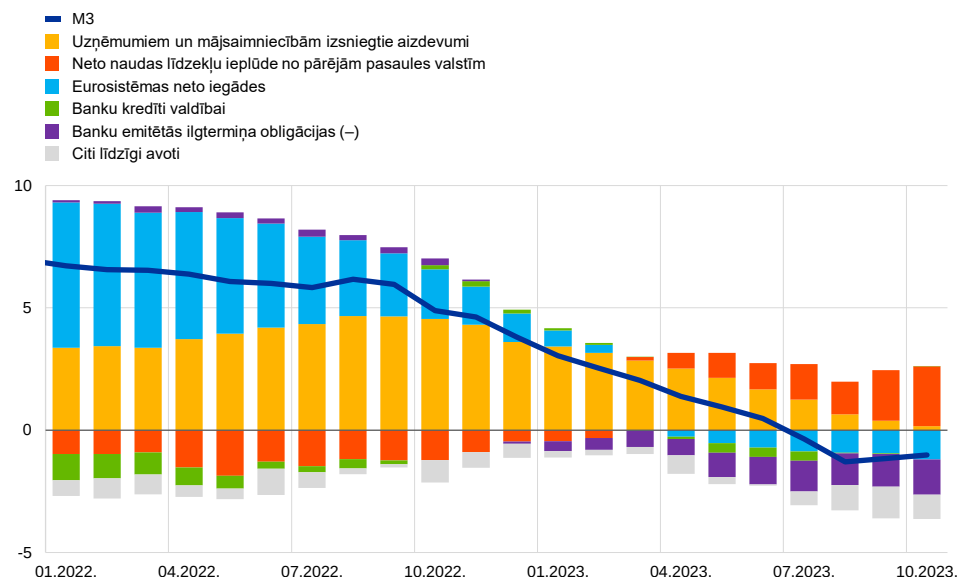
⁹ Sk. Lane, P., "The banking channel tightening in the euro area", paneldiskusijas par banku maksātspēju un monetāro politiku piezīmes, *NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop*, 2023. gada 12. jūlijs.

C attēls

Naudas rādītāji

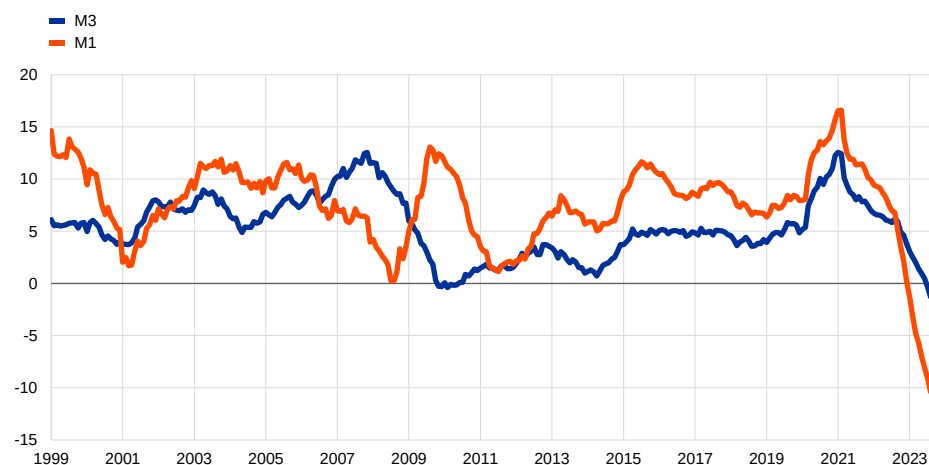
a) Naudas piedāvājuma kāpuma avoti

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



b) Naudas rādītāji

(pārmaiņas salīdzinājumā ar iepriekšējā gada atbilstošo periodu; %)



Avots: ECB.

Piezīme. Jaunākie dati atbilst stāvoklim 2023. gada oktobrī.

Noguldījumu pārvirzīšana un plašās naudas rādītāja samazināšanās ir izraisījusi šaurās naudas rādītāja M1 negatīvu pieaugumu nepieredzētā apjomā. Tā kā noguldījumi uz nakti ir M1 galvenais komponents; līdzekļu

pārvirzīšana citur ir izraisījusi šā kopējā rādītāja nepieredzētu kritumu (kopš vasaras par aptuveni par 10 %; C att. b) panelis). Tā kā ar M1 pieaugumu vēsturiski izdevies veiksmīgi prognozēt reālā IKP kāpumu, tas radījis bažas par turpmāku ekonomiskās aktivitātes lejupslīdi.¹⁰ Šī saistība daļēji izpaužas ar lēmumiem par patēriņu,

¹⁰ Sk. ECB 2019. gada "Tautsaimniecības Biļetena" Nr. 3 ielikumu "The predictive power of real M1 for real economic activity in the euro area" ("Reālā M1 prognozēšanas spēja attiecībā uz reālo ekonomisko aktivitāti eurozonā").

izdevumiem un ieguldījumiem, jo M1 ir atbilstīgs tautsaimniecības likviditātes pakāpes rādītājs. Tomēr pašreizējā situācijā pastāvīgā naudas līdzekļu pārvirzīšana prom no noguldījumiem uz nakti un iepriekšējais spēcīgais M1 pieaugums kopš 2015. gada, kurš galvenokārt bija saistīts ar neto aktīvu iegādēm un zemām procentu likmēm, iespējams, slāpē ierasto signālu. Citiem vārdiem sakot, M1 samazinājumam, kuru izraisījušas portfeļa sastāva pārmaiņas, kas ietver naudas līdzekļu pārvirzīšanu prom no noguldījumiem uz nakti, būtībā vajadzētu radīt ierobežotāku ietekmi uz tautsaimniecības dalībnieku pirktspēju. Tādējādi tam būtu jārada tāda negatīva ietekme uz IKP, kas ir mazāka par M1 tipiska samazinājuma ietekmi, īpaši ņemot vērā to, ka noguldījumu uz nakti apjoms saskaņā ar vēsturiskajiem standartiem joprojām ir samērā augsts. Tomēr tas nenozīmē, ka M1 būtu pilnībā jāignorē, īpaši tad, ja to papildina spriedze finanšu tirgos un pastiprināts likviditātes pieprasījums.

Statistika

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

© Eiropas Centrālā banka, 2024

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

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

Konkrētu terminu skaidrojumu sk. [ECB glossary](#) (pieejams tikai angļu valodā).

Šajā numurā iekļautie statistiskie dati atbilst stāvoklim 2023. gada 13. decembrī.

ISSN 2363-3506 (PDF)

ES kataloga numurs QB-BP-23-012-LV-N (PDF)