



EUROPEAN CENTRAL BANK

EUROSYSTEM

## ĮVADINIS STRAIPSNIS

Veikdama pagal jai suteiktą įgaliojimą palaikyti kainų stabilumą, 2014 m. birželio 5 d. posėdyje Valdančioji taryba priėmė sprendimą dėl priemonių, stiprinančių skatinamąją pinigų politiką ir skatinančių skolinimą realiajai ekonomikai. Tarp šių priemonių – tolesnis ECB pagrindinių palūkanų normų mažinimas, tikslinės ilgesnės trukmės refinansavimo operacijos, parengiamasis darbas, susijęs su turtu užtikrintų vertybinių popierių vienakrypčiais pirkimais, ir fiksuotųjų palūkanų normų konkursų paskirstant visą sumą pratęsimas. Be to, Valdančioji taryba nusprendė laikinai stabdyti kartą per savaitę vykdomas koreguojamąsias operacijas, skirtas likvidumo, suteikto vykdant vertybinių popierių rinkų programą, pertekliui naikinti.

Šie sprendimai priimti remiantis Valdančiosios tarybos ekonomine analize ir atsižvelgiant į Eurosistemos ekspertų naujausias makroekonominės prognozes bei pinigų analizės signalus. Visos šios priemonės kartu padės grąžinti infliacijos lygį iki 2 % artimo lygio. Euro zonos infliacijos lūkesčiai vidutiniu bei ilguoju laikotarpiu ir toliau visiškai atitinka Valdančiosios tarybos siekį palaikyti mažesnę kaip 2 %, bet jam artimą infliacijos lygį. Vertinant ateities perspektyvas, pasakytina, kad Valdančioji taryba tvirtai nusiteikusi ir toliau siekti šio tikslo. Kalbant apie ateities gaires, pažymėtina, kad, vertinant pagal dabartines infliacijos prognozes, ECB palūkanų normos dar kurį laiką nesikeis. Šį lūkestį dar labiau sustiprina 2014 m. birželio 5 d. Valdančiosios tarybos priimti sprendimai. Be to, prireikus Valdančioji taryba nedelsdama toliau švelnins pinigų politiką. Valdančiosios tarybos nariai vieningai sutaria, jog Valdančioji taryba pagal savo kompetenciją gali taikyti ir specialiąsias priemones, kad sėkmingai kontroliuotų pernelyg ilgai užsitęsusios mažos infliacijos keliamą riziką.

Kalbant apie 2014 m. birželio 5 d. paskelbtas priemones atskirai, pirmiausia Valdančioji taryba nusprendė sumažinti Eurosistemos pagrindinių refinansavimo operacijų palūkanų normą 10 bazinių punktų (iki 0,15 %), o palūkanų normą už naudojimąsi ribinio skolinimo galimybe – 35 baziniais punktais (iki 0,40 %). Palūkanų norma už naudojimąsi indėlių galimybe sumažinta 10 bazinių punktų (iki –0,10 %). Naujosios palūkanų normos įsigaliojo 2014 m. birželio 11 d. Neigiama palūkanų norma taikoma ir privalomosioms atsargoms, viršijančioms minimalias privalomąsias atsargas, bei tam tikriems kitiems Eurosistemoje laikomiems indėliams.

Antra, siekdama paskatinti bankus skolinti namų ūkiams ir ne finansų bendrovėms (išskyrus būsto paskolas namų ūkiams), Valdančioji taryba nusprendė, kad Eurosistema vykdys tikslines ilgesnės trukmės refinansavimo operacijas (TITRO). Visų TITRO terminas – 2018 m. rugsėjo mėn., t. y. maždaug po ketverių metų. Iš pradžių sandorio šalys galės pasiskolinti 7 % visos sumos, kurią jos bus paskolinusios euro zonos nefinansiniam privačiajam sektoriui, išskyrus namų ūkiams suteiktas būsto paskolas, ir kuri 2014 m. balandžio 30 d. dar bus negražinta. Viešajam sektoriui suteiktos paskolos į šią sumą neįskaičiuojamos. Visa pradinė suma, kurią bus galima pasiskolinti, iš viso sudarys apie 400 mlrd. eurų. Iš pradžių bus atliktos dvi TITRO – 2014 m. rugsėjo ir gruodžio mėn. Vėliau, nuo 2015 m. kovo mėn. iki 2016 m. birželio mėn., visos sandorio šalys

galės kas ketvirtį skolintis sumą, ne daugiau kaip tris kartus didesnę už jų grynąjį skolinimą tam tikrą nustatytą laikotarpį euro zonos nefinansiniam privačiajam sektoriui, išskyrus namų ūkiams suteiktas būsto paskolas, viršijantį nustatytą ribinę sumą. Grynasis skolinimas bus skaičiuojamas kaip naujos paskolos minus gražintos paskolos. Į parduotas, vertybiniais popieriais pakeistas ir nurašytas paskolas apskaičiuojant grynąjį skolinimą nebus atsižvelgiama. Visų TITRO palūkanų norma bus fiksuota visą atitinkamos operacijos trukmę ir bus lygi jos pasirašymo metu galiojančiai Eurosistemos pagrindinių refinansavimo operacijų (PRO) palūkanų normai, pridėjus fiksuotą 10 bazinių punktų dydžio skirtumą. Pasiskolintą sumą sandorio šalys galės gražinti praėjus 24 mėnesiams po atitinkamos TITRO. Bus taikomos tam tikros nuostatos, skirtos užtikrinti, kad šiomis lėšomis būtų remiama realioji ekonomika. Tam tikrų sąlygų dėl grynojo skolinimo realiajai ekonomikai apimties neįvykdžiusios sandorio šalys privalės pasiskolintą sumą gražinti 2016 m. rugsėjo mėn.

Be to, Valdančioji taryba nusprendė bent iki 2018 m. rugsėjo mėn. pratęsti šiuo metu galiojančias nuostatas dėl papildomo turto tinkamumo būti įkaitu, visų pirma pagal papildomų kredito reikalavimų sistemą.

Trečia, siekdama pagerinti pinigų politikos poveikio perdavimo mechanizmo veikimą, Valdančioji taryba nusprendė intensyvuoti parengiamąjį darbą, susijusį su vienakrypčiais pirkimais turtu užtikrintų vertybinių popierių (TUVP) rinkoje. Pagal šią iniciatyvą Eurosistema, atsižvelgdama į pageidautinus reguliavimo aplinkos pokyčius, svarstys galimybę pirkti paprastus ir skaidrius TUVP, kuriems užtikrinti naudojamas turtas – tai reikalavimai euro zonos nefinansiniam privačiajam sektoriui, ir šiuo klausimu dirbs su kitomis atitinkamomis institucijomis.

Ketvirta, veikdama pagal savo ateities gaires ir būdama pasiryžusi palaikyti aukštą skatinamosios pinigų politikos lygį bei suvaldyti svyravimus pinigų rinkose, Valdančioji taryba nusprendė toliau, tol, kol reikės, bet ne trumpiau negu iki atsargų laikymo laikotarpio pabaigos – 2016 m. gruodžio mėn., vykdyti PRO fiksuotųjų palūkanų konkursų būdu paskirstant visą sumą. Be to, ji nusprendė 3 mėnesių ilgesnės trukmės refinansavimo operacijas (ITRO), kurių suma bus paskirstyta iki atsargų laikymo laikotarpio pabaigos – 2016 m. gruodžio mėn., vykdyti kaip fiksuotųjų palūkanų konkursus, paskirstant visą sumą. Šių 3 mėn. trukmės operacijų palūkanų norma bus fiksuota ir bus lygi vidutinei PRO palūkanų normai visą atitinkamos ITRO trukmę. Be to, Valdančioji taryba nusprendė laikinai stabdyti kartą per savaitę vykdomas koreguojamąsias operacijas, skirtas likvidumo, suteikto vykdant vertybinių popierių rinkų programą, pertekliui naikinti.

Kalbant apie ekonominę analizę, pažymėtina, kad šių metų pirmąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, euro zonos realusis BVP padidėjo 0,2 %. Tai patvirtina, kad ekonomika ir toliau pamažu atsigauna, nors šiek tiek lėčiau, negu tikėtasi. Naujausi apklausų rezultatai rodo, kad ir 2014 m. antrąjį ketvirtį ekonomika po truputį augo. Vertinant ateities perspektyvas, pasakytina, kad vidaus paklausa ir toliau turėtų palaikyti įvairūs veiksniai, įskaitant skatinamąją pinigų politikos poziciją, toliau gerėjančias finansavimo sąlygas (pradedama reikštis jų poveikis realiajai ekonomikai), pažangą fiskalinės konsolidacijos ir struktūrinių reformų srityse ir energijos kainų mažėjimo nulemtą realiųjų disponuojamųjų pajamų padidėjimą. Tačiau, nors darbo rinkose toliau buvo matyti gerėjimo ženklų, nedarbo euro zonoje ir bendras nepanaudotų gamybos pajėgumų lygis

tebėra aukštas. Be to, privačiajam sektoriui suteiktų PFĮ paskolų metinis augimo tempas balandžio mėn. tebebuvo neigiamas, o ekonomikos atsigavimą, ko gero, ir toliau lėtins būtinas viešojo ir privatačio sektorių balansų koregavimas.

Šią lėto atsigavimo tikimybę rodo ir 2014 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai. Jose numatoma, kad 2014 m. metinis realusis BVP padidės 1,0 %, 2015 m. – 1,7 %, o 2016 m. – 1,8 %. Palyginti su 2014 m. kovo mėn. ECB ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, realiojo BVP augimo prognozė 2014 m. sumažinta, o prognozė 2015 m. – padidinta.

Euro zonos ekonomikos perspektyva toliau siejama su lėtesnio, negu prognozuojamas, ekonomikos augimo rizika. Neigiamą poveikį ekonominei aplinkai gali daryti geopolitinė rizika, taip pat besiformuojančios rinkos ekonomikos šalių ir pasaulio finansų rinkų raida. Rizika taip pat susijusi su tikimybe, kad mažiau, nei numatyta, didės vidaus paklausa, euro zonos šalyse bus nepakankamai įgyvendinamos struktūrinės reformos, mažiau didės eksportas.

Pagal išankstinį Eurostato įvertį 2014 m. gegužės mėn. metinė infliacija pagal SVKI euro zonoje buvo 0,5 % (balandžio mėn. – 0,7 %). Šis rodiklis buvo mažesnis, negu tikėtasi. Remiantis informacija, kurią Valdančioji taryba turėjo per 2014 m. birželio 5 d. posėdį, ateinančius mėnesius metinė infliacija pagal SVKI ir toliau turėtų būti nedidelė, o 2015 ir 2016 m. turėtų didėti labai nedaug, o tai tik sustiprina argumentus, kuriais remiantis buvo priimti minėti sprendimai. Kol kas euro zonos infliacijos lūkesčiai vidutiniu bei ilguoju laikotarpiu ir toliau visiškai atitinka Valdančiosios tarybos siekį palaikyti mažesnę kaip 2 %, bet jam artimą infliacijos lygį. Vertinant ateities perspektyvas, pasakytina, kad Valdančioji taryba tvirtai nusiteikusi ir toliau siekti šio tikslo.

Šį Valdančiosios tarybos vertinimą patvirtina ir 2014 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai. Prognozuojama, kad metinė infliacija pagal SVKI 2014 m. bus 0,7 %, 2015 m. – 1,1 %, o 2016 m. – 1,4 %. Numatoma, kad 2016 m. paskutinį ketvirtį metinė infliacija pagal SVKI bus 1,5 %. Palyginti su 2014 m. kovo mėn. ECB ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, infliacijos prognozės 2014, 2015 ir 2016 m. buvo sumažintos. Reikia pabrėžti, kad prognozės priklauso nuo tam tikrų techninių prielaidų, pavyzdžiui, nuo valiutų kursų ir naftos kainų, ir kad ilgėjant prognozuojamam laikotarpiui didėja prognozių neapibrėžtumas.

Valdančiosios tarybos vertinimu, su kainų raida susijusi rizika vidutiniu laikotarpiu yra nedidelė ir iš esmės subalansuota. Todėl ji atidžiai stebės galimą geopolitinės rizikos ir valiutų kursų pokyčių poveikį.

Analizuojant pinigų raidą, pažymėtina, kad 2014 m. balandžio mėn. duomenys toliau rodo nedidelį plačiųjų pinigų (P3) augimą. P3 metinis augimas balandžio mėn. sulėtėjo iki 0,8 % (kovo mėn. buvo 1,0 %). Siaurojo pinigų junginio (P1) augimas, kovo mėn. sudaręs 5,6 %, balandžio mėn. sumažėjo iki 5,2 %. Pastaruoju metu metinį P3 augimą labiausiai skatino didėjantis PFĮ grynasis išorės turtas, o tai iš dalies rodė tolesnį tarptautinių investuotojų susidomėjimą euro zonos turtu.

Paskolų ne finansų bendrovėms metinis augimo tempas, pakoreguotas atsižvelgiant į paskolų pardavimą ir paskolų pakeitimą vertybiniais popieriais, 2014 m. balandžio mėn. buvo –2,7 %

(kovo mėn. sudarė –3,1 %). Silpna paskolų ne finansų bendrovėms kaita vis dar rodo jos uždelstą ryšį su ekonominiu ciklu, kredito rizika ir tebevykstančiu finansų ir ne finansų sektorių balansų koregavimu. Paskolų namų ūkiams metinis augimo tempas, pakoreguotas atsižvelgiant į paskolų pardavimą ir paskolų pakeitimą vertybiniais popieriais, nuo 2013 m. pradžios iš esmės nesikeitė ir 2014 m. balandžio mėn. buvo 0,4 %.

Apibendrinant galima sakyti, kad ekonominės analizės rezultatų ir pinigų analizės signalų palyginimo rezultatai paskatino Valdančiąją tarybą priimti sprendimą dėl priemonių, stiprinančių skatinamąją pinigų politiką ir paremiančių skolinimą realiajai ekonomikai.

Norėdami sustiprinti ekonomikos atsigavimą, euro zonos bankai ir politikai turi dėti daugiau pastangų. Silpno kreditų augimo aplinkybėmis itin didelė svarba teks šiuo metu vykdomam išsamiam bankų balansų vertinimui. Bankai turėtų pasinaudoti visomis šio vertinimo teikiamomis galimybėmis ir pagerinti savo padėtį kapitalo ir mokumo klausimais, taip prisidėdami prie kredito pasiūlos apribojimų, galinčių lėtinti ekonomikos atsigavimą, mažinimo, o euro zonos politikai turėtų siekti didesnės pažangos fiskalinės politikos ir struktūrinių reformų srityse.

Kalbant apie fiskalinę politiką, pasakytina, kad, remiantis 2014 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, toliau bus daroma pažanga euro zonoje atkuriant viešųjų finansų patikimumą. Numatoma, kad bendras euro zonos valdžios sektoriaus deficitas pamažu mažės ir 2014 m. sudarys 2,5 % BVP (2013 m. jis sudarė 3,0 % BVP). Prognozuojama, kad jis mažės ir 2015 bei 2016 m. – atitinkamai iki 2,3 ir 1,9 %. Šiais metais valdžios sektoriaus skola turėtų pasiekti aukščiausią lygį – 93,4 % BVP. Vėliau ji mažės ir 2016 m. sudarys apie 91 %. Kalbant apie struktūrines reformas, pabrėžtina, kad buvo imtasi svarbių priemonių, skirtų konkurencingumui ir šalių darbo ir produktų rinkų gebėjimui prisitaikyti didinti, nors pažanga buvo nevienoda ir toli gražu ne pakankama. Atsižvelgdama į tai, Valdančioji taryba atkreipia dėmesį į 2014 m. birželio 2 d. paskelbtas Europos Komisijos rekomendacijas dėl fiskalinės ir struktūrinės politikos, kuriose raginama toliau mažinti biudžeto ir makroekonominis disbalansus. ES Tarybos rekomendacija keturioms euro zonos šalims panaikinti perviršinio deficito procedūrą rodo, kad ir toliau daroma pažanga viešųjų finansų patikimumo didinimo klausimu. Tačiau euro zonos šalys turėtų nemažinti fiskalinės konsolidacijos srityje padarytos pažangos. Visapusiškas ir nuoseklus euro zonos makroekonominės priežiūros sistemos įgyvendinimas ir būtini politikos veiksmai euro zonos šalyse padidintų potencialų ekonomikos augimą, sustiprintų euro zonos atsparumą sukrėtimams ir sudarytų palankesnes sąlygas naujų darbo vietų kūrimui.

Šiame mėnesinio biuletenio numeryje yra vienas straipsnis – „2014 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai“.

# 2014 M. BIRŽELIO MĖN. ECB MĖNESINIO BIULETENIO SKYRIŲ SANTRAUKOS

## EKONOMINĖ IR PINIGŲ APLINKOS RAIDA

### 1. EURO ZONOS IŠORĖS APLINKA

Pasaulio ekonomika toliau nuosekliai atsigauja, nors jos augimo tempas šiek tiek sulėtėjo 2014 m. pirmąjį ketvirtį dėl trumpalaikių veiksnių, darančių didžiausią įtaką JAV ir Kinijai. Nuosekliai mažėjant neigiamam šių veiksnių poveikiui, pasaulinis aktyvumas artimiausiu laikotarpiu turėtų didėti sparčiau, palaikomas tiek išsivysčiusios, tiek besiformuojančios rinkos ekonomikos šalių. Vis dėlto pagrindinės tendencijos toliau rodo augimo dinamikos pasikeitimą išsivysčiusios ekonomikos šalių naudai, pasaulio ekonomikos atsigavimui ir toliau esant apskritai nuosaikiam. Pasaulinės prekybos augimo tempas nuo metų pradžios lėtėja, tai atitinka lėtėjantį aktyvumą. Pirmąjį ketvirtį truputį padidėjo infliacija pasaulyje, bet ji ir toliau yra maža, tai susiję su prislopusia energijos kainų raida ir tebesitęsiančiu ekonomikos sąstingiu.

### 2. PINIGŲ IR FINANSŲ RAIDA

#### 2.1. PINIGAI IR PFĮ KREDITAI

Turima 2014 m. pirmojo ketvirčio ir balandžio mėn. informacija patvirtina menką pinigų ir kredito didėjimą. Metinis P3 augimas toliau mažėjo, tai buvo susiję su tuo, kad pinigų turėtojai teikė mažesnę pirmenybę pinigų likvidumui, nes lėšos yra perkeliamos į didesnę grąžą duodantį turtą, neįeinantį į plačiuosius pinigus. 2014 m. pirmus keturis mėnesius ne finansų privačiajam sektoriui skolinama ir toliau buvo nedaug, paskolų namų ūkiams augimas ir grynasis grąžinimas ne finansų bendrovėms toliau buvo stabilūs, bet vangūs. PFĮ grynojo išorės turto kaupimas ir toliau buvo pagrindinis pinigų kūrimo šaltinis euro zonoje 2014 m. pirmąjį ketvirtį, o balandžio mėn. piniginės įplaukos buvo nedidelės. Nėra aiškių ženklų, kad bendra finansinio įsiskolinimo mažinimo tendencija būtų pradėjusi nykti, nes PFĮ pagrindinis turtas per 2014 m. pirmus keturis mėnesius toliau menko iš esmės tokiu pat tempu, kaip ir netolimoje praeityje.

#### 2.2. NE FINANSŲ SEKTORIŲ IR INSTITUCINIŲ INVESTUOTOJŲ FINANSINĖS INVESTICIJOS

2013 m. ketvirtąjį ketvirtį ne finansų sektorių finansinių investicijų metinis augimo tempas truputį sulėtėjo, pratęsdamas nuo 2011 m. pradžios stebimą lėtėjimo tendenciją. Tam turėjo įtakos prastos ekonominės sąlygos ir vangūs disponuojamųjų pajamų raida. Padidėjusį draudimo korporacijų ir pensijų fondų finansinių investicijų metinį augimo tempą tą patį ketvirtį lėmė investicijos į skolos vertybinius popierius ir savitarpio fondų akcijas.

### 2.3. PINIGŲ RINKOS PALŪKANŲ NORMOS

2014 m. vasario pabaigoje–birželio pradžioje pinigų rinkos palūkanų normos padidėjo labai nedaug ir rodė tam tikrą kintamumą, tai daugiausia buvo susiję su perteklinio likvidumo svyravimais ir mėnesio pabaigos efektais. Dėl grąžinimų anksčiau termino kitos sandorio šalys dabar grąžino 557 mlrd eurų grynojo likvidumo injekcijos, padarytos atlikus dvi (2011 m. gruodžio mėn. ir 2012 m. vasario mėn.) 3 m. ilgesnės trukmės refinansavimo operacijas (ITRO).

### 2.4. OBLIGACIJŲ RINKOS

2014 m. vasario pabaigoje–birželio pradžioje sumažėjo euro zonos ir JAV vyriausybės obligacijų pajamingumas. Gegužės antrąją pusę jų pajamingumas dar labiau sumažėjo, o birželio pradžioje iš dalies padidėjo. Sumažėjusiam vyriausybės obligacijų pajamingumui įtakos turėjo nevienareikšmiai ekonominiai duomenys ir padidėjusi įtampa, kurią juto rinkos dalyviai dėl geopolitinių neramumų. Federalinio atvirosios rinkos komiteto (FARK) pranešimai apie kiekybinio skatinimo programą JAV nagrinėjamo laikotarpio pirmąją pusę taip pat galėjo daryti mažinantį spaudimą pajamingumui. Euro zonos šalių vyriausybės obligacijų pajamingumo ir vienos nakties indekso apsikeitimo sandorių normos skirtumai sumažėjo aplinkoje, kuriai buvo būdingas grįžtantis pasitikėjimas ir iš esmės stabilūs lūkesčiai dėl obligacijų rinkos netikrumo. Ilgalaikių infliacijos lūkesčių euro zonoje finansiniai rodikliai reikšmingai nepakito ir toliau visiškai atitiko kainų stabilumo siekį.

### 2.5. AKCIJŲ RINKOS

2014 m. vasario pabaigoje–birželio pradžioje akcijų kainos pakilo ir euro zonoje, ir JAV. Tam įtakos turėjo bendrai teigiami pajamų duomenys ir ekonominio aktyvumo atsigavimo ženklai, nors nagrinėjamu laikotarpiu skelbti duomenys buvo gana nevienareikšmiai. Tačiau padidėjusi geopolitinė įtampa, ypač per nagrinėjamo laikotarpio pirmus du mėnesius, ir Federalinio atvirosios rinkos komiteto (FARK) sprendimas JAV mažinti turto įsigijimą toliau darė įtaką akcijų kainoms.

### 2.6. NE FINANSŲ BENDROVIŲ FINANSAVIMAS IR FINANSINĖ POZICIJA

2013 m. gruodžio mėn.–2014 m. balandžio mėn. ne finansų bendrovių finansavimo realiosios sąnaudos euro zonoje truputį padidėjo. Tai susiję su didėjusiomis realiosiomis tiek akcijų, tiek bankų paskolų sąnaudomis, kurias iš dalies kompensavo mažėjusios skolinimosi rinkoje sąnaudos. Kalbant apie kapitalo judėjimą, pažymėtina, kad 2014 m. pirmus keturis mėnesius toliau mažėjo bankų skolinimas ne finansų bendrovėms. Vis dar trapus ekonomikos atsigavimas 2014 m. pirmąjį ketvirtį toliau darė tam tikrą paskolų paklausą mažinantį spaudimą. Kalbant apie pasiūlą, pabrėžtina, kad bankų poreikis gerinti savo kapitalo grąžos rodiklius riboja jų galimybes teikti kreditą ne finansų bendrovėms. Tokiomis aplinkybėmis 2014 m. pirmojo ketvirčio apklausų



duomenys rodo, kad, vertinant atsakymų procentų skirtumą, bankų skolinimo ne finansų bendrovėms sąlygos ir toliau buvo griežtos, iš esmės jos nepakito, palyginti su ankstesnį ketvirtį fiksuotais lygiais. Vis dėlto skolos vertybinių popierių ir – mažesniu mastu – kotiruojamųjų akcijų išleidimas toliau palaikė euro zonos ne finansų bendrovių finansavimą išorės lėšomis. 2014 m. pirmąjį ketvirtį euro zonos įmonės ir toliau buvo grynieji skoliniojai.

## 2.7. NAMŲ ŪKIŲ SEKTORIAUS FINANSAVIMAS IR FINANSINĖ POZICIJA

2014 m. pirmąjį ketvirtį euro zonos namų ūkių finansavimo sąlygoms buvo būdingos stabilios bankų paskolų palūkanų normos, vis dar esant ir toliau dideliems įvairių šalių ir priemonių skirtumams. Nuolatinę vangią namų ūkių skolinimosi raidą lėmė įvairūs veiksniai, įskaitant lėtą namų ūkių disponuojamųjų pajamų raidą, aukštą nedarbo lygį, silpną būsto rinką ir netikrumą dėl ekonomikos perspektyvų. 2014 m. pirmojo ketvirčio vertinimai rodo, kad visų paskolų namų ūkiams metinis augimas tą ketvirtį toliau buvo neigiamas. Vertinama, kad namų ūkių skolos ir bendrųjų disponuojamųjų pajamų santykis 2014 m. pirmąjį ketvirtį truputį sumažėjo.

## 3. KAINOS IR SĄNAUDOS

Pagal Eurostato išankstinį įvertį, 2014 m. gegužės mėn. metinė infliacija pagal SVKI euro zonoje buvo 0,5 % (balandžio mėn. – 0,7 %). Šis rezultatas buvo mažesnis, negu tikėtasi. Infliacijos sumažėjimui turėjo įtakos mažesnis paslaugų, maisto ir pramonės prekių, neįskaitant energijos, sudėtinių dalių metinis pokyčio tempas, kurį tik iš dalies atsvėrė paspartėjęs energijos sudedamosios dalies metinis pokyčio tempas dėl didinančio bazės efekto. Remiantis dabartine informacija, metinė infliacija pagal SVKI artimiausiais mėnesiais turėtų ir toliau būti žemo lygio, o 2015 ir 2016 m. jos lygis turėtų laipsniškai didėti. Tuo metu lūkesčiai dėl infliacijos euro zonoje vidutiniu ir ilguoju laikotarpiu ir toliau visiškai atitinka ECB tikslą palaikyti infliaciją mažesnę negu 2 %, tačiau artimą 2 %.

Toks vertinimas yra ir 2014 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse euro zonai. Jose numatyta, kad metinė infliacija pagal SVKI 2014 m. bus 0,7 %, 2015 m. – 1,1 %, o 2016 m. – 1,4 %. Numatoma, kad 2016 m. paskutinį ketvirtį metinė infliacija pagal SVKI sudarys 1,5 %. Palyginti su 2014 m. kovo mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, 2014, 2015 ir 2016 m. infliacijos prognozės patikslinus šiek tiek sumažintos ir joms įtaką daro daug techninių prielaidų, įskaitant valiutų kursus ir naftos kainas, taip pat didėjantis netikrumas dėl kiekvienos prognozės priklausomai nuo prognozės laikotarpio ilgumo.

Tiek kainų raidos perspektyvą bloginanti rizika, tiek ją gerinanti rizika vertinama kaip ribota, o vidutiniu laikotarpiu laikoma iš esmės subalansuota.

#### 4. PRODUKCIJA, PAKLAUSA IR DARBO RINKA

Šių metų pirmąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, euro zonos realusis BVP padidėjo 0,2 %. Tai patvirtino tebesitęsiantį laipsnišką atsigavimą, nors rezultatas buvo šiek tiek menkesnis, nei tikėtasi. Naujausi apklausų rezultatai rodo nuosaikų augimą ir 2014 m. antrąjį ketvirtį. Vidaus paklausą ateityje turėtų ir toliau palaikyti įvairūs veiksniai, įskaitant skatinamosios pinigų politikos poziciją, nuolatinį finansinių sąlygų gerėjimą, persiduodantį realiajai ekonomikai, padarytą pažangą fiskalinės konsolidacijos ir struktūrinių reformų srityje, taip pat realiųjų disponuojamųjų pajamų prieaugį, kurį lems mažėjančios energijos kainos. Tuo pat metu, nors darbo rinkos rodo tam tikrus tolesnio padėties gerėjimo ženklus, nedarbas euro zonoje vis dar yra didelis ir apskritai tebėra daug nepanaudotų pajėgumų. Be to, PFĮ paskolų privačiam sektoriui metinis pokyčio tempas balandžio mėn. ir toliau buvo neigiamas, todėl būtini balanso koregavimai viešajame ir privačiame sektoriuose turėtų ir toliau daryti įtaką ekonominio atsigavimo tempui.

Toks nuosaikaus atsigavimo vertinimas yra ir 2014 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse euro zonai. Jose numatyta, kad 2014 m. metinis realusis BVP padidės 1,0 %, 2015 m. – 1,7 %, o 2016 m. – 1,8 %. Palyginti su 2014 m. kovo mėn. ECB ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, ši 2014 m. realiojo BVP augimo prognozė patikslinus sumažinta, o 2015 m. prognozė patikslinus padidinta. Vis dar yra euro zonos ekonomikos perspektyvas bloginanti rizika.

#### 5. FISKALINĖ RAIDA

2014 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse numatyta, kad euro zonos fiskalinis deficitas toliau mažės, nors ir manoma, kad struktūrinio fiskalinio koregavimo tempas sulėtės. Prognozuojama, kad 2014 m. euro zonos valdžios sektoriaus skolos santykis toliau didės, prieš sumažėdamas 2015 m. – pirmą kartą nuo ekonomikos ir finansų krizės pradžios. Pastaraisiais metais vykdoma didelio masto fiskalinė konsolidacija duoda vis geresnių rezultatų. Tai rodo Europos Komisijos 2014 m. birželio 2 d. rekomendacija panaikinti perviršinio deficito procedūras (PDF) Belgijai, Nyderlandams, Austrijai ir Slovakijai. Nepaisant šių teigiamų poslinkių, keletas šalių, kurioms vis dar taikoma PDF procedūra, rizikuoja nespėti pakoreguoti savo perviršinio deficito iki nustatytos galutinės datos ir turi koregavimą paspartinti, kad visiškai įvykdytų atitinkamas rekomendacijas. Ateityje, vis daugiau šalių pereinant nuo Stabilumo ir augimo pakto korekcinės dalies prie prevencinės dalies, bus svarbu užtikrinti tolesnę pažangą siekiant vidutinio laikotarpio biudžeto tikslo ir saugesnių skolos lygių. Šiuo atžvilgiu įsteigtoms naujoms fiskalinėms taryboms gali tekti svarbus vaidmuo skatinant Europos fiskalinių taisyklių įtvirtinimą atskirose euro zonos šalyse.



## 2014 M. BIRŽELIO MĖN. EUROSISTEMOS EKSPERTŲ MAKROEKONOMINĖS PROGNOZĖS EURO ZONAI<sup>1</sup>

Numatoma, kad prognozuojamu laikotarpiu euro zonos ekonomikos atsigavimas pamažu stiprės. Tai lems vidaus ir – šiek tiek mažiau – išorės paklausos didėjimas. Vidaus paklausai teigiamą poveikį daro skatinamoji pinigų politika, grįžimas prie iš esmės neutralios fiskalinės pozicijos, gerėjančios finansavimo sąlygos ir didėjantis pasitikėjimas sumažėjusio neapibrėžtumo sąlygomis. Be to, pamažu didėjantis darbo užmokesčio augimas ir mažėjančios energijos kainos palankiai veikia realiąsias disponuojamas pajamas. Kartu neigiama įtaka augimo perspektyvai, pasireiškianti dėl poreikio toliau koreguoti balansus ir aukšto nedarbo lygio, prognozuojamu laikotarpiu turėtų tik palaipsniui mažėti. Išorės paklausai teigiamą poveikį turėtų daryti laipsniškas pasaulinis atsigavimas, nors iš pradžių jo teigiamą poveikį euro zonos eksportui iš dalies neutralizuos stipresnio euro keitimo kurso poveikis. Prognozuojama, kad 2014 m. realusis BVP padidės 1,0 %, 2015 m. – 1,7 %, o 2016 m. – 1,8 %. Šis augimas yra didesnis už įvertintą potencialų augimą, tad tai lems pamažu mažėsiantį neigiamą gamybos atotrūkį ir nedarbo lygį.

Numatoma, kad prognozuojamą laikotarpį infliacija pagal SVKI euro zonoje pamažu didės, bet ir toliau bus maža. Numatoma, kad bendra infliacija, 2014 m. pirmąjį ketvirtį buvusi 0,7 %, 2016 m. paskutinį ketvirtį padidės iki 1,5 %, 2014 m. ji vidutiniškai sudarys apie 0,7 %, 2015 m. – 1,1 %, o 2016 m. – 1,4 %. Numatomas bendros infliacijos pagal SVKI didėjimas rodo, kad ekonomikos augimas nors pamažu, bet vis labiau atsigauja ir lemia didesnį vidaus darbo užmokesčio ir pelno augimą. Prielaida, kad didės žaliavų, išskyrus energiją, ir importuojamų pramonės gaminių kainos, taip pat reiškia, kad poveikis infliacijai bus didesnis. Tačiau prognozuojamą infliacijos didėjimą turėtų riboti numatomas naftos kainų mažėjimas, vėluojantis euro brangimo nuo 2012 m. vidurio poveikis ir dar nevisiškai panaikintas ekonomikos sąstingis. Prognozuojama, kad infliacija pagal SVKI, neįskaitant maisto ir energijos kainų, turėtų pamažu didėti nuo 1,0 % (2014 m.) iki 1,2 % (2015 m.) ir 1,5 % (2016 m.), o 2016 m. pabaigoje siekti 1,7 %.

Palyginti su 2014 m. kovo mėn. ECB mėnesiniame biuletenyje paskelbtomis makroekonominėmis prognozėmis, numatomas realiojo BVP augimas 2014 m. sumažintas nuo 1,2 iki 1,0 %, atsižvelgiant į mažesnę, negu tikėtasi, augimą pirmąjį ketvirtį. Tačiau prognozė 2015 m. padidinta nuo 1,5 iki 1,7 %, nes tikimasi didesnio realiųjų disponuojamųjų pajamų augimo. 2014 m. infliacijos pagal SVKI prognozė sumažinta nuo 1,0 iki 0,7 % – daugiausia dėl pastaraisiais mėnesiais fiksuotų mažesnių, negu tikėtasi, infliacijos pagal SVKI rodiklių. 2015 ir 2016 m. infliacijos pagal SVKI prognozės sumažintos atitinkamai nuo 1,3 iki 1,1 % ir nuo 1,5 iki 1,4 %.

Šiame straipsnyje pateikiama 2014–2016 m. makroekonominių prognozių euro zonai santrauka. Tačiau tokį ilgą laikotarpį apimančioms prognozėms būdingas labai didelis neapibrėžtumas<sup>2</sup>. Todėl jas vertinant, būtina į tai atsižvelgti.

<sup>1</sup> Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės – Valdančiajai tarybai rengiama informacija ekonomikos pokyčiams ir rizikai kainų stabilumui įvertinti. Informacijos apie taikomas procedūras ir metodus pateikta 2001 m. birželio mėn. ECB leidinyje „A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises“. Ji galima rasti ECB interneto svetainėje. Paskutinė šiose prognozėse panaudotos informacijos pateikimo diena buvo 2014 m. gegužės 21 d.

<sup>2</sup> Žr. 2013 m. gegužės mėn. ECB mėnesinio biuletenio straipsnį „An assessment of Eurosystem staff macroeconomic projections“.

## TARPTAUTINĖ APLINKA

Numatoma, kad prognozuojamu laikotarpiu pasaulio (išskyrus euro zoną) realiojo BVP augimas palaipsniui didės – nuo 3,6 % (2014 m.) iki 4,0 % (2015 m.) ir 4,1 % (2016 m.). Turimi paskelbti duomenys rodo, kad pirmąjį ketvirtį išsivysčiusios ekonomikos šalyse augimas lėtėjo – iš dalies dėl tokių laikinų veiksnių kaip, pavyzdžiui, Šiaurės Amerikoje fiksuotos itin žema oro temperatūra. Vis dėlto, neatsižvelgiant į trumpalaikius svyravimus, apklausos rodo, kad augimas bus gana užtikrintas. Besiformuojančios rinkos ekonomikos šalyse augimas sulėtėjo dėl mažos vidaus paklausos, kapitalo įplaukų nukreipimo iš šių šalių ir ribotų palaikančios vidaus politikos galimybių daryti poveikį. Po nemažų svyravimų 2014 m. pradžioje besiformuojančios rinkos ekonomikos šalyse finansų rinkos stabilizavosi, tačiau nuo 2013 m. vidurio daugelyje šalių labai pablogėjo finansinės sąlygos ir tai darė neigiamą įtaką ekonominiam aktyvumui. Vertinant ateities perspektyvas, tikimasi, kad pasaulinis ekonominis aktyvumas stiprės. Slopstantis privačiojo sektoriaus įsiskolinimo mažinimas ir mažesnė fiskalinė konsolidacija kartu su gerėjančia padėtimi darbo rinkose turėtų skatinti vidaus paklausą išsivysčiusios ekonomikos šalyse. O didesnė paklausa išsivysčiusios ekonomikos šalyse turėtų daryti teigiamą įtaką likusiam pasauliui. Tačiau tikėtina, kad kai kuriose besiformuojančios rinkos ekonomikos šalyse augimą slopins struktūriniai veiksniai, įskaitant infrastruktūros ir pajėgumų suvaržymą, o kitose šalyse, kuriose augimą daugiausia lėmė kapitalo įplaukos ir didelis kredito augimas, ekonominis aktyvumas turėtų slopti, jų ekonomikai persiorientuojant ir prisitaikant prie kintančios JAV pinigų politikos pozicijos.

Nuo praėjusių metų pabaigos pasaulinės prekybos augimas šiek tiek sulėtėjo. Vertinant ateities perspektyvas, numatoma, kad išsivysčiusios ekonomikos šalyse ekonominio aktyvumo, ypač investicijų, kurių didelę dalį sudaro importas, didėjimas turėtų paskatinti sparčiau augti pasaulinę prekybą prognozuojamu laikotarpiu. Tačiau prognozuojama, kad pasaulinė prekyba neturėtų didėti tokiu pačiu tempu kaip praėjusio amžiaus paskutinį dešimtmetį ir šio amžiaus pirmąjį dešimtmetį, kai didelės besiformuojančios rinkos ekonomikos šalys buvo integruojamos į pasaulio ekonomiką. Tad, palyginti su ankstesne prognoze, šioje pagrindinėje prognozėje daroma prielaida, kad ilgalaikis pasaulinės prekybos elastingumas pasaulinio ekonominio aktyvumo atžvilgiu bus mažesnis negu iki pasaulinės finansų krizės. Numatoma, kad pasaulinė (išskyrus euro zoną) prekyba 2014 m. padidės 4,3 %, 2015 m. – 5,7 %, o 2016 m. – 5,9 %. Kadangi numatoma, kad pagrindinių euro zonos prekybos partnerių importo paklausa didės lėčiau negu kitų pasaulio šalių, euro zonos užsienio paklausa turėtų augti šiek tiek lėčiau negu pasaulinė prekyba (žr. 1 lentelę).

## 1 lentelė. Tarptautinė aplinka

(metiniai pokyčiai, procentais)

	2014 m. birželio mėn.				2014 m. kovo mėn.			Patikslinimai po 2014 m. kovo mėn.		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Pasaulio (išskyrus euro zoną) realusis BVP	3,4	3,6	4,0	4,1	3,9	4,0	4,1	-0,3	0,0	0,0
Pasaulinė (išskyrus euro zoną) prekyba <sup>1</sup>	3,5	4,3	5,7	5,9	5,1	6,2	6,2	-0,8	-0,5	-0,3
Euro zonos užsienio paklausa <sup>2</sup>	3,0	3,7	5,2	5,6	4,5	5,6	5,8	-0,7	-0,4	-0,2

1) Apskaičiuota kaip svertinis importo vidurkis.

2) Apskaičiuota kaip euro zonos prekybos partnerių importo svertinis vidurkis.

Patikslinimai skaičiuojami remiantis nesuapvalintais skaičiais.

Palyginti su 2014 m. kovo mėn. ECB mėnesiniame biuletenyje paskelbtomis makroekonominėmis prognozėmis, pasaulio realiojo BVP augimo prognozė 2014 m. sumažinta nuo 3,9 iki 3,6 %. Euro zonos užsienio paklausos prognozė sumažinta visam prognozuojamam laikotarpiui.

## 1 intarpas

### TECHNINĖS PRIELAIDOS DĖL PALŪKANŲ NORMŲ, VALIUTŲ KURSŲ, ŽALIAVŲ KAINŲ IR FISKALINĖS POLITIKOS

Techninės prielaidos dėl palūkanų normų ir žaliavų kainų grindžiamos rinkos lūkesčiais (galutinė duomenų įtraukimo data – 2014 m. gegužės 14 d.). Trumpalaikės palūkanų normos grindžiamos 3 mėn. EURIBOR, o rinkos lūkesčiai apskaičiuojami pagal ateities sandorių palūkanų normas. Pagal šią metodiką apskaičiuota vidutinė trumpalaikių palūkanų norma 2014 m. turėtų būti 0,3 %, 2015 m. – 0,3 %, o 2016 m. – 0,4 %. Rinkos lūkesčiai dėl euro zonos 10 m. vyriausybės obligacijų nominaliojo pajamingumo leidžia tikėtis, kad 2014 m. pajamingumas vidutiniškai bus 2,4 %, 2015 m. – 2,6 %, o 2016 m. – 3,0 %<sup>1</sup>. Numatoma, kad atitinkamos išankstinių sandorių rinkos palūkanų normų pokyčius ir rinkos palūkanų normų pokyčių laipsnišką poveikį skolinimo palūkanų normoms bankų paskolų euro zonos ne finansų privačiam sektoriui palūkanų normos 2014 ir 2015 m. iš esmės nesikeis, o vėliau pradės pamažu kilti.

Kalbant apie žaliavų kainas, pažymėtina, kad, sprendžiant pagal ateities sandorių rinką 2 savaitių laikotarpiu iki galutinės duomenų įtraukimo datos, Brent žalios naftos kaina turėtų sumažėti nuo 108,8 (2013 m.) iki 98,2 JAV dol. už barelį (2016 m.). Daroma prielaida, kad žaliavų, neįskaitant energijos, kainos JAV doleriais 2014 m. šiek tiek pakils, o 2015 ir 2016 m. kils dar šiek tiek sparčiau<sup>2</sup>.

Daroma prielaida, kad dvišaliai valiutų kursai prognozuojamu laikotarpiu nesikeis ir bus tokie, kokie vidutiniškai buvo dvi savaites iki galutinės duomenų įtraukimo datos – 2014 m. gegužės 14 d. Tai rodo, kad 2014–2016 m. JAV dolerio ir euro kursas bus 1,38, t. y. 4,2 % didesnis negu 2013 m. Numatoma, kad prognozuojamu laikotarpiu euro efektyvusis kursas bus 2,7 % didesnis negu 2013 m.

## Techninės prielaidos

	2014 m. birželio mėn.				2014 m. kovo mėn.			Patikslinimai po 2014 m. kovo mėn. <sup>1</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
3 mėn. EURIBOR (% per metus)	0,2	0,3	0,3	0,4	0,3	0,4	0,8	0,0	-0,1	-0,3
10 m. vyriausybės obligacijų pajamingumas (% per metus)	2,9	2,4	2,6	3,0	2,8	3,2	3,6	-0,5	-0,6	-0,6
Naftos kaina (JAV dol. už barelį)	108,8	107,2	102,2	98,2	105,8	101,1	96,9	1,3	1,2	1,3
Žaliavų, neįskaitant energijos, kainos (JAV dol.; metiniai pokyčiai, %)	-5,2	0,3	1,7	4,6	-2,5	3,1	4,8	2,8	-1,4	-0,2
JAV dol. ir euro keitimo kursas	1,33	1,38	1,38	1,38	1,36	1,36	1,36	1,7	2,0	2,0
Euro nominalusis efektyvusis keitimo kursas (EK20) (metiniai pokyčiai, %)	3,8	2,6	0,1	0,0	1,6	0,0	0,0	1,0	0,1	0,0

<sup>1</sup> Patikslinimai išreikšti taip: lygis – procentais, augimo tempas – skirtumu, o palūkanų normos ir obligacijų pajamingumas – procentiniais punktais. Patikslinimai skaičiuojami remiantis nesuapvalintais skaičiais.

Fiskalinės politikos prielaidos pagrįstos euro zonos šalių patvirtintais biudžeto įstatymais, jų vidutinio laikotarpio biudžetų planais ir aiškiai apibrėžtomis priemonėmis, numatytomis iki 2014 m. gegužės 21 d. gautose atnaujintose stabilumo programose. Jos apima visas politikos priemones, kurias jau patvirtino nacionaliniai parlamentai arba kurios jau yra pakankamai išsamiai apibrėžtos vyriausybių ir greičiausiai bus patvirtintos. Apskritai šios prielaidos (pagrįstos 2014 m. biudžeto planais ir ribota informacija apie 2015 ir 2016 m.) rodo, kad prognozuojamu laikotarpiu fiskalinė konsolidacija vidutiniškai bus nedidelė. Daroma prielaida, kad prognozuojamu laikotarpiu fiskalinė konsolidacija bus daug mažesnė, negu vykdyta pastaraisiais metais.

Palyginti su 2014 m. kovo mėn. ECB mėnesiniu biuleteniu, svarbiausi techninių prielaidų pakeitimai – mažesnės trumpalaikės ir ilgalaikės palūkanų normos euro zonoje. Be to, numatomos truputį didesnės negu kovo mėn. JAV doleriais išreikštos naftos kainos ir šiek tiek brangesnis euras.

- 1 Prielaida dėl euro zonos 10 m. vyriausybės obligacijų nominaliojo pajamingumo pagrįsta šalių 10 m. lyginamųjų obligacijų pajamingumo svertiniu vidurkiu pagal metinius BVP duomenis ir papildyta būsima raida, numatyta pagal ECB euro zonos visų obligacijų 10 m. nominalųjį pajamingumą, visu prognozuojamu laikotarpiu taikant pradinį šių dviejų duomenų grupių neatitikimą. Vertinama, kad prognozuojamu laikotarpiu nesikeičia konkrečių šalių vyriausybės obligacijų pajamingumo skirtumai nuo atitinkamo euro zonos vidurkio.
- 2 Prielaidos dėl naftos ir maisto žaliavų kainų pagrįstos ateities sandorių kainomis iki prognozuojamo laikotarpio pabaigos. Daroma prielaida, kad „kietųjų“ žaliavų, neįskaitant energijos, kainos atitiks ateities sandorių kainas iki 2015 m. antrojo ketvirčio, o vėliau kis pagal pasaulio ekonomikos raidą. ES supirkimo kainos eurais, kurios naudojamos prognozuojant maisto vartotojų kainas, nustatomos pagal ekonometrinį modelį, kuriame atsižvelgiama į tarptautinių maisto žaliavų kainų pokyčius.

## NUMATOMAS REALIOJO BVP AUGIMAS

2014 m. pirmąjį ketvirtį euro zonos realusis BVP padidėjo 0,2 %, taigi, didėjo jau keturis ketvirčius iš eilės. Apklausų duomenys rodo, kad pastaraisiais mėnesiais visuose sektoriuose ir visose šalyse verslo pasitikėjimas stabilizavosi ir buvo lygus arba didesnis negu ilgalaikis vidurkis, o tai rodo tolesnį ekonominio aktyvumo didėjimą 2014 m. antrąjį ketvirtį. Prognozuojama, kad augimo tempas didės, ypač kai kuriose sunkumų patiriančiose šalyse. Prognozuojamą ekonominio

aktyvumo didėjimą daugiausia turėtų lemti atsigaunanti vidaus paklausa, teigiamai veikiama skatinamosios pinigų politikos, grįžimo prie iš esmės neutralios fiskalinės pozicijos po ilgo didelių fiskalinių suvaržymų laikotarpio ir prie neutralių kredito pasiūlos sąlygų ir dėl mažėjančio neapibrėžtumo didėjančio verslo ir namų ūkių pasitikėjimo. Pastebėtina, kad dėl spartėjančio darbo užmokesčio augimo ir mažėjančių energijos kainų teigiamo poveikio realiosioms disponuojamosioms pajamoms turėtų didėti privatus vartojimas. Be to, tikimasi, kad ekonominį aktyvumą vis labiau skatins pamažu didėjanti išorės paklausa, nors iš pradžių eksporto augimą šiek tiek slopins euro efektyviojo kurso stiprėjimas. Tačiau neigiama įtaka vidaus paklausai, pasireiškianti dėl poreikio tęsti viešojo ir privačiojo sektorių balansų koregavimą, o ypač dėl kai kuriose šalyse didelio nedarbo lygio, prognozuojamu laikotarpiu turėtų mažėti tik labai nedaug, o kai kuriose šalyse gali atsirasti darbo pasiūlos suvaržymų. Numatoma, kad vidutinis metinis realusis BVP 2014 m. didės 1,0 %, 2015 m. – 1,7 %, o 2016 m. – 1,8 %. Tokia augimo raida rodo nuolat didėjančią vidaus paklausos poveikį, kartu su nedideliu teigiamu grynojo eksporto poveikiu. Tikėtina, kad faktinis augimas viršys potencialų augimo tempą, o gamybos atotrūkis mažės, bet prognozuojamo laikotarpio pabaigoje vis dar bus neigiamas.

Išsamiau vertinant paklausos sudedamąsias dalis, manoma, kad euro zonos eksporto, išskyrus eksportą euro zonos viduje, augimas 2014 ir 2015 m. paspartės, o kartu pamažu didės ir euro zonos užsienio paklausa, mažės neigiamas euro brangimo pastaruoju metu poveikis. Numatoma, kad euro zonos eksporto rinkos dalis prognozuojamu laikotarpiu šiek tiek sumažės, tačiau skirtingose euro zonos šalyse mažės skirtingai, nes nevienodai kils konkurencingumas. Numatoma, kad eksportas euro zonos viduje didės lėčiau negu eksportas už euro zonos ribų. Tai susiję su vis dar santykinai nedidele vidaus paklausa euro zonoje.

Numatoma, kad verslo investicijos prognozuojamu laikotarpiu pamažu pradės didėti. Jų augimą turėtų skatinti numatomas vidaus ir išorės paklausos didėjimas išaugus bendram investicijų poreikiui atnaujinti gamybos priemones, labai mažos palūkanų normos, didėjantis pelnas, sumažėjęs neapibrėžtumas ir sumažėjęs nepalankių kredito pasiūlos sąlygų poveikis. Vis dėlto vertinama, kad prognozuojamu laikotarpiu bendras mažesnio augimo tendencijų ir būtinybės kai kuriose euro zonos šalyse toliau restruktūrizuoti įmonių balansus neigiamas poveikis slopins verslo investicijų atsigavimą.

Prognozuojama, kad dėl mažų būsto paskolų palūkanų normų didėjant ekonominiam aktyvumui pamažu didės investicijos į gyvenamąjį būstą. Tačiau kelis ateinančius ketvirčius perspektyvą ir toliau blogins būtinybė kai kuriose šalyse toliau koreguoti būsto rinką bei nedidelis realiųjų disponuojamųjų pajamų augimas. Atsižvelgiant į tai, kad kai kuriose euro zonos šalyse planuojama taikyti fiskalinės konsolidacijos priemones, kurios nusvers kitose šalyse vykdomą

labiau ekspansinę viešųjų investicijų politiką, vertinama, kad prognozuojamu laikotarpiu valstybės investicijos ir toliau turėtų būti nedidelės.

2013 m. antrąjį pusmetį stabilizavęsis užimtumo lygis, vertinant pagal dirbančiųjų skaičių, turėtų po truputį didėti. Vangiai didėjantis užimtumas rodo lėtai didėjantį ekonominį aktyvumą, uždelstą užimtumo reakciją į gamybos augimą ir toliau kai kuriose šalyse vykdomą viešojo sektoriaus darbuotojų skaičiaus mažinimą. Tikėtina, kad šie veiksniai nusvers teigiamą darbo rinkos reformų, dėl kurių kai kuriose sunkumų patiriančiose šalyse padidėjo lankstumas ir suaktyvėjo naujų darbo vietų kūrimas privačiame sektoriuje, poveikį. Numatoma, kad prognozuojamu laikotarpiu darbo jėga truputį padidės – tam įtakos turės imigracija ir tam tikros visuomenės dalies grįžimas į darbo rinką gerėjant padėčiai darbo rinkoje. Pastaraisiais mėnesiais nedarbo lygis sumažėjo ir prognozuojamu laikotarpiu turėtų mažėti toliau, tačiau vis dar bus didesnis negu iki krizės. Prognozuojama, kad darbo našumas (apskaičiuotas kaip vienam dirbančiajam tenkanti gamybos dalis) kils, nes didės realiojo BVP augimas, o užimtumo lygio reakcija į aktyvumo pokyčius bus uždelsta.



## 2 lentelė. Makroekonominės prognozės euro zonai<sup>1</sup>

(metiniai pokyčiai, %)

	2014 m. birželio mėn.				2014 m. kovo mėn.			Patikslinimai po 2014 m. kovo mėn. <sup>2</sup>		
	2013	2014	2015	2016	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Realusis BVP <sup>3</sup>	-0,4	1,0	1,7	1,8	1,2	1,5	1,8	-0,1	0,2	0,0
		[0,6–1,4] <sup>4)</sup>	[0,6–2,8] <sup>4)</sup>	[0,5–3,1] <sup>4)</sup>	[0,8–1,6] <sup>4)</sup>	[0,4–2,6] <sup>4)</sup>	[0,7–2,9] <sup>4)</sup>			
Privatus vartojimas	-0,6	0,7	1,5	1,6	0,7	1,2	1,4	0,0	0,2	0,2
Valdžios sektoriaus vartojimas	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,7	0,0	0,0	-0,3
Bendrojo pagrindinio kapitalo formavimas	-2,7	1,7	3,1	3,5	2,1	2,7	3,7	-0,4	0,4	-0,2
Eksportas <sup>5</sup>	1,7	3,6	4,8	5,3	3,6	4,7	5,1	0,1	0,1	0,2
Importas <sup>5</sup>	0,5	3,6	4,8	5,5	3,5	4,7	5,2	0,1	0,1	0,3
Užimtumas	-0,8	0,3	0,5	0,7	0,2	0,5	0,7	0,1	0,1	0,0
Nedarbo lygis (procentais, palyginti su darbo jėga)	12,0	11,8	11,5	11,0	11,9	11,7	11,4	-0,2	-0,3	-0,4
SVKI	1,4	0,7	1,1	1,4	1,0	1,3	1,5	-0,3	-0,1	-0,1
		[0,6–0,8] <sup>4)</sup>	[0,5–1,7] <sup>4)</sup>	[0,6–2,2] <sup>4)</sup>	[0,7–1,3] <sup>4)</sup>	[0,6–2,0] <sup>4)</sup>	[0,7–2,3] <sup>4)</sup>			
SVKI, neįskaitant energijos	1,4	1,0	1,3	1,6	1,2	1,5	1,7	-0,2	-0,1	-0,1
SVKI, neįskaitant energijos ir maisto	1,1	1,0	1,2	1,5	1,1	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,1
SVKI, neįskaitant energijos, maisto ir netiesioginių mokesčių pokyčių <sup>6</sup>	1,0	0,9	1,2	1,5	1,0	1,4	1,7	-0,1	-0,2	-0,2
Vienetinės darbo sąnaudos	1,2	0,9	0,7	1,1	0,8	1,0	1,2	0,1	-0,3	-0,1
Atlygis vienam darbuotojui	1,7	1,6	1,9	2,2	1,7	2,0	2,3	-0,1	-0,1	-0,1
Darbo našumas	0,5	0,7	1,1	1,0	0,9	1,0	1,1	-0,2	0,1	-0,1
Valdžios sektoriaus biudžeto balansas (procentais, palyginti su BVP)	-3,0	-2,5	-2,3	-1,9	-2,7	-2,5	-2,1	0,2	0,2	0,2
Struktūrinis biudžeto balansas (procentais, palyginti su BVP) <sup>7</sup>	-2,2	-2,0	-2,0	-1,9	-2,2	-2,2	-2,0	0,3	0,2	0,1
Valdžios sektoriaus bendroji skola (procentais, palyginti su BVP)	92,6	93,4	92,6	91,1	93,5	93,2	92,2	0,0	-0,7	-1,1
Einamosios sąskaitos balansas (procentais, palyginti su BVP)	2,4	2,6	2,6	2,8	2,4	2,6	2,7	0,2	0,0	0,1

<sup>1</sup> Duomenys apima euro zoną, įskaitant Latviją, išskyrus 2013 m. SVKI duomenis. 2014 m. vidutiniai metiniai SVKI pokyčiai (procentais) apskaičiuoti imant 2013 m. euro zoną, į kurią įtraukta ir Latvija.

<sup>2</sup> Patikslinimai skaičiuojami remiantis nesuapvalintais skaičiais.

<sup>3</sup> Dėl darbo dienų skaičiaus pakoreguoti duomenys.

<sup>4</sup> Prognozių ribos pagrįstos skirtumu tarp faktinių rezultatų ir ankstesnių prognozių. Ribos yra dvigubai platesnės už šių skirtumų vidutinę absoliučiąją vertę. Ši ribų skaičiavimo metodika, apimanti koregavimą dėl išskirtinių įvykių, aprašyta 2009 m. gruodžio mėn. ECB leidinyje „New procedure for constructing ECB staff projection ranges“, paskelbtame ECB interneto svetainėje.

<sup>5</sup> Įskaitant prekybą euro zonoje.

<sup>6</sup> Subindeksas pagrįstas netiesioginių mokesčių faktinio poveikio įverčiais. Rezultatas gali skirtis nuo Eurostato duomenų, kurie pagrįsti prielaida, kad mokesčių poveikis SVKI persiduoda visas ir iškart.

<sup>7</sup> Apskaičiuotas iš valdžios sektoriaus balanso atimant trumpalaikį ekonomikos ciklo poveikį ir laikinas vyriausybės priemones. Apskaičiavimai atlikti vadovaujantis ECBS metodika, vertinant dėl cikliško pakoreguotus biudžeto balansas (žr. Bouthevillain C. et al. „Cyclically adjusted budget balances: an alternative approach“, Darbo straipsnių serija Nr. 77, ECB, 2001 m. rugsėjo mėn.) ir ECBS parengtą laikinų priemonių apibrėžimu (žr. Kremer J. et al. „A disaggregated framework for the analysis of structural developments in public finances“, Darbo straipsnių serija Nr. 579, ECB, 2006 m. sausio mėn.). Struktūrinio balanso prognozė neskaičiuojama pagal agreguotą gamybos atotrūkio vertinimą. Pagal ECBS metodiką ciklinės komponentės skaičiuojamos atskirai skirtingiems pajamų ir išlaidų straipsniams. Daugiau informacijos apie diskusiją, taip pat ir dėl Komisijos metodikos žr. 2012 m. kovo mėn. ECB mėnesinio biuletenio interą „Cyclical adjustment of the government budget balance“.

Numatoma, kad, didėjant realiosioms disponuojamosioms pajamoms, bet taupymo lygiui nesikeičiant, 2014 m. privatus vartojimas pradės didėti ir toliau didės 2015 bei 2016 m. Prognozuojama, kad realiųjų disponuojamųjų pajamų augimą skatins darbo pajamų augimas, kurį

lems didėjantis užimtumas ir didesnis darbo užmokesčio augimas, mažesnis neigiamas fiskalinės konsolidacijos poveikis ir maža infliacija. Valdžios sektoriaus vartojimo išlaidos prognozuojamu laikotarpiu turėtų didėti nedaug.

Prognozuojamu laikotarpiu importo iš ne euro zonos augimas, nors ir tebevaržomas euro zonoje mažos bendros paklausos, turėtų šiek tiek padidėti. Numatoma, kad prognozuojamu laikotarpiu grynosios prekybos indėlis į realiojo BVP augimą bus nedidelis. Einamosios sąskaitos perviršis turėtų šiek tiek padidėti ir 2016 m. sudaryti 2,8 % BVP.

Palyginti su 2014 m. kovo mėn. ECB mėnesiniame biuletenyje paskelbtomis makroekonominėmis prognozėmis, realiojo BVP augimo prognozė 2014 m. sumažinta nuo 1,2 iki 1,0 %, atsižvelgiant į mažesnę, negu tikėtasi, augimą pirmąjį ketvirtį. Realiojo BVP augimo prognozė 2015 m. padidinta nuo 1,5 iki 1,7 %, nes darytos prielaidos, kad mažės palūkanų normos ir bus mažesnis realiosioms pajamoms palankus žaliavų kainų didėjimas. Prognozė 2016 m. beveik nesikeitė.

#### **NUMATOMA KAINŲ IR SAŃAUDŲ RAIDA**

Pagal Eurostato išankstinį įvertį 2014 m. gegužės mėn. bendroji infliacija pagal SVKI buvo 0,5 %. Dabartinį nedidelį infliacijos lygį lėmė energijos, maisto ir pramonės prekių, neįskaitant energijos, kainų sąstingis bei vangi paslaugų kainų raida.

Numatoma, kad bendra infliacija pagal SVKI vis dar bus maža iki 2014 m. trečiojo ketvirčio. Tada ji turėtų pradėti pamažu didėti ir prognozuojamo laikotarpio pabaigoje sudaryti 1,5 %. Prognozuojamą laipsnišką bendros infliacijos pagal SVKI didėjimą lems pamažu spartėjantis ekonomikos atsigavimas ir dėl jo mažėjantis neigiamas gamybos atotrūkis bei didėjantis darbo užmokesčio ir pelno augimas. Prielaida, kad, didės žaliavų, išskyrus energiją, ir importuojamų pramonės gaminių kainos, taip pat reiškia, kad poveikis infliacijai bus didesnis. Tačiau numatomas mažas infliacijos didėjimas: infliacijai didėti, visų pirma, neleis numatomas naftos kainų mažėjimas ateities sandorių rinkose, vėluojantis euro brangimo nuo 2012 m. vidurio poveikis ir tai, kad, nepaisant mažėjančio gamybos atotrūkio, ekonomikos sąstingis užsitęs iki 2016 m.

Kalbant konkrečiau, tikimasi, kad energijos kainų augimas padidės, palyginti su 2014 m. pradžioje fiksuotu labai neigiamu lygiu, tačiau beveik visą prognozuojamą laikotarpį vis dar bus šiek tiek neigiamas. Ši tendencija atitiks naftos ateities sandorių kainų mažėjimo tendenciją. Prognozuojamu laikotarpiu energijos kainos darys šiek tiek neigiamą poveikį infliacijai pagal SVKI, kuris nedaug skirsis nuo poveikio 1999–2013 m., kai vidutiniškai jis sudarė 0,5 procentinio punkto. Tai iš esmės paaiškina nedidelės infliacijos prognozę.

Numatoma, kad iki 2014 m. trečiojo ketvirčio toliau mažiau didės maisto kainos dėl vėluojančio praeityje kritusių maisto žaliavų kainų poveikio ir dėl mažinančio bazės poveikio. Jei ES galiojančios supirkimo kainos kils, kaip prognozuojama, o ekonomika pamažu atsigaus, maisto

kainos turėtų nuolat didėti visą prognozuojamą laikotarpį ir 2016 m. tas didėjimas vidutiniškai turėtų sudaryti 1,9 %. Vidutinis maisto kainų didėjimo poveikis bendrai infliacijai prognozuojamu laikotarpiu turėtų siekti 0,3 procentinio punkto (nuo 1999 m. – apie 0,5 procentinio punkto).

Manoma, kad infliacija pagal SVKI, neįskaitant maisto ir energijos, 2013 m. ketvirtąjį ketvirtį ir 2014 m. pirmuosius kelis mėnesius pasiekė žemiausią lygį ir nebemažės. Prognozuojama, kad atsigaunant ekonomikai prognozuojamu laikotarpiu infliacija didės ir lems darbo užmokesčio ir pelno augimo spartėjimą, o 2016 m. paskutinį ketvirtį pasieks 1,7 %. Tikimasi, kad prognozuojamu laikotarpiu vidutinis infliacijos pagal SVKI, neįskaitant maisto ir energijos, poveikis bendrai infliacijai sudarys 0,9 procentinio punkto, o tai yra tik šiek tiek mažiau negu vidurkis nuo 1999 m.

Fiskalinės konsolidacijos planuose numatytas netiesioginių mokesčių padidinimas turėtų daryti nedidelį poveikį infliacijos pagal SVKI didėjimui 2014 m. (apie 0,1 procentinio punkto). Šio poveikio mastas bus šiek tiek mažesnis, negu fiksuotas 2013 m. Šiuo metu numatoma, kad 2015 ir 2016 m. šis poveikis bus nereikšmingas, nes trūksta išsamios informacijos apie tais metais numatytas patvirtinti fiskalines priemones.

2013 m. dėl vangaus pasaulinio augimo poveikio pasaulinėms kainoms, euro pabrangimo ir sumažėjusių naftos ir ne naftos žaliavų kainų išorinis kainų spaudimas labai sumažėjo. Vertinant ateities perspektyvas, numatoma, kad prognozuojamu laikotarpiu importo defliatoriaus metinis augimas turėtų pamažu didėti ir 2015 m. pradžioje jau būti teigiamas. Prognozuojama, kad 2016 m. metinis augimo tempas vidutiniškai sudarys 1,2 %, t. y. bus artimas ilgalaikiam vidutiniam augimo tempui. Importo defliatoriaus augimo tempo didėjimas rodytų numatomą pasaulinio augimo didėjimą ir su tuo susijusį pasaulinių apdirbamosios gamybos kainų kilimą, prognozuojamą žaliavų, neįskaitant energijos, kainų didėjimą ir mažėjantį anksčiau pabrangusio euro poveikį.

Vertinant vidaus kainų spaudimą, tikimasi, kad, pamažu gerėjant sąlygoms euro zonos darbo rinkoje, didės atlygis vienam darbuotojui. Tačiau numatoma, kad prognozuojamo laikotarpio pirmais dvejais metais vienetinių darbo sąnaudų augimą slopins nominalųjį darbo užmokesčio augimą lenkiantis darbo našumo kilimas, rodantis ciklinį darbo našumo atsigavimą. 2016 m., toliau sparčiau kylant darbo užmokesčiui ir kartu lėčiau didėjant darbo našumui, vienetinių darbo sąnaudų augimas turėtų šiek tiek padidėti.

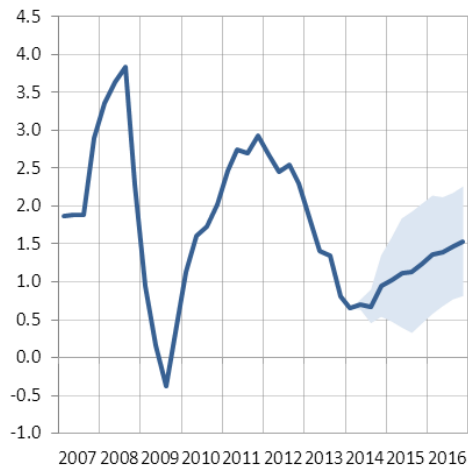
Tikimasi, kad prognozuojamu laikotarpiu pelno maržos (apskaičiuojamos kaip BVP defliatoriaus bazinėmis kainomis ir vienetinių darbo sąnaudų augimo skirtumas) didės. Jas didėti skatins ciklinis ekonomikos atsigavimas.

## 1 pav. Makroekonominės prognozės<sup>1</sup>

(ketvirtiniai duomenys)

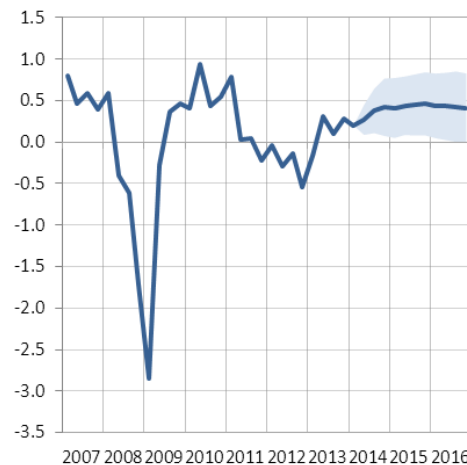
### Euro zonos SVKI

(procentiniai pokyčiai, palyginti su ankstesniais metais)



### Euro zonos realusis BVP<sup>2</sup>

(procentiniai pokyčiai, palyginti su ankstesniu ketvirčiu)



<sup>1</sup> Pagrindinių prognozių ribos pagrįstos skirtumu tarp faktinių rezultatų ir ankstesnių prognozių. Ribos yra dvigubai platesnės už šių skirtumų vidutinę absoliučiąją vertę. Ši ribų skaičiavimo metodika, apimanti koregavimą dėl išskirtinių įvykių, aprašyta 2009 m. gruodžio mėn. ECB leidinyje „New procedure for constructing ECB staff projection ranges“, paskelbtame ECB interneto svetainėje.

<sup>2</sup> Dėl darbo dienų skaičiaus pakoreguoti duomenys.

Palyginti su 2014 m. kovo mėn. ECB mėnesiniame biuletenyje paskelbtomis makroekonominėmis prognozėmis, bendros infliacijos pagal SVKI prognozė 2014 m. sumažinta nuo 1,0 iki 0,7 % – daugiausia dėl pastaraisiais mėnesiais mažesnių, negu tikėtasi, rodiklių. Infliacijos pagal SVKI prognozės 2015 ir 2016 m. sumažintos atitinkamai nuo 1,3 iki 1,1 % ir nuo 1,5 iki 1,4 % – daugiausia dėl mažesnio vienetinių darbo sąnaudų augimo.

## FISKALINĖ PERSPEKTYVA

Remiantis 1 intarpe išdėstytomis prielaidomis, numatoma, kad euro zonos valdžios sektoriaus deficito ir BVP santykis 2014 m. sumažės iki 2,5 % (2013 m. buvo 3,0 %), o 2016 m. dar sumažės – iki 1,9 %. Šį sumažėjimą daugiausia lems pagerėjusi ciklinė komponentė. Be to, numatoma, kad dėl kai kuriose euro zonos šalyse vykdomos fiskalinės konsolidacijos ir tik labai nedidelio vyriausybės pagalbos finansų sektoriui lygio pagerės dėl cikliško pakoreguotas pirminis balansas. Prognozuojamu laikotarpiu turėtų šiek tiek pagerėti ir struktūrinis biudžeto balansas, nors jis gerės lėčiau negu pastaruosius kelerius metus. Šį pagerėjimą daugiausia lems numatomas tolesnis nedidelis valdžios sektoriaus išlaidų augimas. Prognozuojama, kad euro zonos valdžios sektoriaus skolos ir BVP santykis 2014 m. pasieks aukščiausią lygį – 93,4%, o 2016 m. nukris iki 91,1%.

Toliau intarpuose pateikiama jautrumo analizė (žr. 2 intarpą), krizės Ukrainoje poveikio euro zonai komentaras (žr. 3 intarpą) ir palyginimas su kitomis prognozėmis (žr. 4 intarpą).

**JAUTRUMO ANALIZĖ**

Prognozės yra glaudžiai susijusios su techninėmis prielaidomis dėl tam tikrų pagrindinių kintamųjų kitimo. Turint omenyje tai, kad kai kurie iš šių kintamųjų gali daryti didelę įtaką euro zonos prognozėms, jų jautrumas, susijęs su šių prielaidų galimos raidos alternatyvomis, gali padėti analizuojant prognozių scenarijui keliamą riziką. Šiame intarpe aptariamas neapibrėžtumas, susijęs su trimis pagrindinėmis prielaidomis ir prognozių jautrumu dėl minėtų prielaidų<sup>1</sup>.

**1) ALTERNATYVI NAFTOS KAINOS RAIDA**

Šiose Eurosistemos ekspertų prognozėse daromos prielaidos dėl naftos kainų pagrįstos rinkos lūkesčiais, įvertintais pagal naftos ateities sandorių kainas. Jie rodo, kad prognozuojamu laikotarpiu naftos kainos mažės (žr. 1 intarpą). Vis dėlto šioje srityje tebevyrauja neapibrėžtumas. Šis neapibrėžtumas susijęs su paklausos ir pasiūlos raidos kaita.

Numatomą naftos kainų kritimą gali lemti rinkos lūkestis, kad pastaruoju metu dėl politinio nestabilumo ar geopolitinės įtampos kai kuriose OPEC šalyse sumažėjusi naftos gavyba iš dalies atsigaus ir (arba) išaugs skalūninės naftos gavyba JAV. Tačiau jei kurioje nors pagrindinių naftą išgaunančių šalių netikėtai kiltų geopolitinė įtampa arba jei vidutiniu laikotarpiu pasaulio ekonomika atsigautų sparčiau, naftos kainos galėtų pakilti.

Apskritai, atsigauant pasaulio ekonomikai, visai tikėtina, kad naftos kaina gali būti didesnė, negu manyta iš pradžių. Todėl, atliekant šią jautrumo analizę, įvertintas naftos ateities sandorių kainos didėjimas<sup>2</sup>. Pagal alternatyvią kainų raidą 2014, 2015 ir 2016 m., naftos kainos būtų atitinkamai 1 %, 7 % ir 13 % didesnės negu ateities sandorių kainos. Remiantis Eurosistemos ekspertų makroekonominiais modeliais, dėl didesnės naftos kainos infliacija pagal SVKI 2015 ir 2016 m. būtų 0,2 procentinio punkto didesnė, negu numatyta pagrindinėse prognozėse. Be to, didesnės naftos kainos slopintų ir realiojo BVP augimą: 2015 ir 2016 m. jis būtų 0,1 procentinio punkto mažesnis.

**2) MAŽESNĖ UŽSIENIO PAKLAUSA**

Pastaraisiais metais, regis, pasikeitė pasaulinės prekybos ir pasaulio BVP augimo santykis. Iki finansų krizės pasaulinis importas paprastai didėjo daug sparčiau negu ekonominis aktyvumas (istorinis prekybos elastingumas ekonominio aktyvumo augimo atžvilgiu 1982–2007 m. buvo 1,8). Tačiau nuo 2011 m. pasaulio BVP ir pasaulinis importas didėjo panašiu tempu (2011–2013 m. elastingumo vidurkis buvo 1,1). Šis santykinai mažai augančios prekybos laikotarpis tęsiasi – 2014 m. pradžioje pasaulinės prekybos augimas šiek tiek sulėtėjo.

Pagrindinėse prognozėse daroma prielaida, kad prognozuojamu laikotarpiu pasaulinės prekybos augimas pamažu paspartės, tačiau jos ilgalaikis elastingumas ekonominio aktyvumo atžvilgiu bus šiek tiek mažesnis negu iki finansų krizės. Šioje jautrumo analizėje įvertintos mažesnio pasaulinio importo ir euro zonos užsienio paklausos pasekmės. Daroma prielaida, kad pasaulinės prekybos elastingumas bus panašus kaip pastaruoju metu, t. y. 1,1. Tai reiškia, kad 2014 m. euro zonos užsienio paklausos augimas mažės 0,3, o 2015 ir 2016 m. – po 1,4 procentinio punkto.

Eurosistemos ekspertų makroekonominių modelių rezultatai rodo mažesnę realiojo BVP augimą (–0,2 procentinio punkto 2015 ir 2016 m.) ir 2016 m. mažesnę infliaciją pagal SVKI (–0,1 procentinio punkto).

### 3) PAPILDOMA FISKALINĖ KONSOLIDACIJA

Kaip minėta 1 intarpe, fiskalinės politikos prielaidos apima visas politikos priemones, kurias jau patvirtino nacionaliniai parlamentai arba kurios jau išsamiai apibrėžtos vyriausybių ir greičiausiai bus patvirtintos. Daugelio šalių atveju į pagrindines prognozes įtrauktų priemonių nepakanka, kad būtų įvykdyti fiskalinės konsolidacijos reikalavimai, numatyti Stabilumo ir augimo pakto korekcinėje ir prevencinėje dalyse. Įsipareigojimas vykdyti šiuos reikalavimus iš esmės įtrauktas į 2014 m. stabilumo programas ir ES bei TVF programos dokumentus. Tačiau priemonės šiems tikslams pasiekti arba nenumatytos, arba jos nepakankamai gerai apibūdintos. Todėl, rengiant pagrindines prognozes, į jas neatsižvelgta, ypač 2015–2016 m., nes daugumoje šalių šie metai neįtraukti į dabartinius biudžeto planus. Todėl ne tik būtina, bet ir tikėtina, kad, be jau įtrauktų į pagrindines prognozes fiskalinės konsolidacijos priemonių, iki 2016 m. dauguma vyriausybių imsis papildomų priemonių.

#### Prielaidos, kuriomis pagrįsta fiskalinio jautrumo analizė

Fiskalinio jautrumo analizės atspirties taškas yra „fiskalinis atotrūkis“ tarp vyriausybės biudžeto tikslų ir pagrindinių biudžeto prognozių. Tikėtinai papildomai fiskalinei konsolidacijai įvertinti taikomos tik tam tikrai konkrečiai šaliai būdingos sąlygos ir informacija apie dydį bei struktūrą. Rengiant informaciją apie konkrečią šalį, siekiama nustatyti su fiskaliniais tikslais susijusį neapibrėžtumą, papildomų fiskalinės konsolidacijos priemonių taikymo tikimybę ir makroekonominio grįžtamojo ryšio poveikį.

Remiantis tokiu vertinimu, numatoma, kad 2014 m. papildoma konsolidacija euro zonoje sudarys apie 0,1 % BVP, o 2015 m. galima tikėtis daugiau papildomų priemonių (jos sudarytų apie 0,4 % BVP), o 2016 m. – truputį mažiau (apie 0,2 % BVP). Taigi bendras papildomos konsolidacijos dydis iki 2016 m. pabaigos siektų apie 0,7 % BVP. Kalbant apie fiskalinių priemonių struktūrą, pažymėtina, kad, atliekant jautrumo analizę, stengiamasi perteikti papildomų konsolidacijos



priemonių, kurios yra labiausiai tikėtinos, specifiką šalies ir laikotarpio atžvilgiais. Pagal šią analizę vertinama, kad fiskalinė konsolidacija, kalbant apie euro zoną bendrai, yra labiau orientuota į biudžeto išlaidų pusę, tačiau įtraukiami ir netiesioginių bei tiesioginių mokesčių ir socialinio draudimo įmokų padidėjimai.

#### **Papildomos fiskalinės konsolidacijos makroekonominis poveikis**

Toliau lentelėje pateikti apibendrinti fiskalinio jautrumo analizės poveikio euro zonos realiojo BVP augimui ir infliacijai pagal SVKI (taikant ECB *New Area-Wide Model*, NAWM<sup>3</sup>) imitavimo rezultatai. Papildomos fiskalinės konsolidacijos poveikis realiajam BVP 2014 m. bus menkas, tačiau numatoma, kad 2015 m. jis sudarys apie –0,3, o 2016 m. – apie –0,2 procentinio punkto. Poveikis infliacijai pagal SVKI 2015 m. turėtų būti apie 0,1 procentinio punkto.

Taigi, atlikus šią analizę, matyti, kad realiojo BVP augimas, ypač 2015 ir 2016 m., gali būti šiek tiek mažesnis, negu prognozuota, nes į pagrindines prognozes nebuvo įtrauktos visos numatomos fiskalinės konsolidacijos priemonės. Taip pat yra nedidelė tikimybė, kad infliacija bus didesnė, negu prognozuota, nes manoma, kad tam tikrą papildomos konsolidacijos dalį nulems padidinti netiesioginiai mokesčiai.

Pažymėtina, kad, atliekant fiskalinio jautrumo analizę, daugiausia dėmesio skiriama tikėtinos papildomos fiskalinės konsolidacijos galimam poveikiui trumpuoju laikotarpiu. Net ir gerai parengtos fiskalinės konsolidacijos priemonės trumpuoju laikotarpiu dažnai daro neigiamą poveikį realiojo BVP augimui, tačiau ilgesniu laikotarpiu pasireiškia teigiamas poveikis ekonominiam aktyvumui. Tik jis nespėja pasireikšti per analizės rezultatams aktualų laikotarpį<sup>4</sup>. Todėl šios analizės rezultatų nereikėtų suprasti kaip raginimo suabejoti papildomos fiskalinės konsolidacijos pastangų prognozuojamu laikotarpiu būtinumu. Papildomos konsolidacijos pastangos yra būtinos siekiant euro zonoje išsaugoti patikimus viešuosius finansus. Jei nebūtų šios konsolidacijos, kiltų neigiamo poveikio rizika vyriausybės skolos vertybinių popierių kainų nustatymui. Be to, galėtų pasireikšti neigiamas poveikis pasitikėjimui, o tai stabdytų ekonomikos atsigavimą.

Ivertintas makroekonominis papildomos fiskalinės konsolidacijos poveikis euro zonos realiojo BVP augimui ir infliacijai pagal SVKI

(%, palyginti su BVP)	2014	2015	2016
Valdžios sektoriaus biudžeto tikslai <sup>1</sup>	-2,5	-1,8	-1,2
Pagrindinės fiskalinės prognozės	-2,5	-2,3	-1,9
Papildoma (kumuliatyvinė) fiskalinė konsolidacija <sup>2</sup>	0,1	0,5	0,7
Papildomos fiskalinės konsolidacijos poveikis (procentiniais punktais) <sup>3</sup>			
Realiojo BVP augimas	-0,1	-0,3	-0,2
Infliacija pagal SVKI	0,0	0,1	0,0

<sup>1</sup> Nominalūs tikslai, įtraukti į atitinkamoms šalims skirtus naujausius ES ir TVF programos dokumentus ir atnaujintas kitų šalių 2014 m. stabilumo programas.

<sup>2</sup> Eurosistemos ekspertų vertinimu pagrįsta jautrumo analizė.

<sup>3</sup> Nuokrypis (procentiniais punktais) nuo realiojo BVP augimo ir infliacijos pagal SVKI pagrindinės prognozės (abiem atvejais – metiniai dydžiai). Makroekonominis poveikis modeliuojamas taikant ECB *New Area-Wide Model*.

1 Visas modeliavimas atliktas darant prielaidą, kad nebus nei jokių politikos pokyčių, nei bet kokio kito kintamojo, susijusio su techninėmis prielaidomis ir euro zonos tarptautine aplinka, pokyčių.

2 Daugiau informacijos apie modelį, taikytą skaičiuojant didesnes vertes žr. Pagano P., Pisani M. "Risk-adjusted forecasts of oil prices", *The B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 9, Issue 1, Art. 24, 2009.

3 *New Area-Wide Model* aprašytas šiame šaltinyje: Christoffel K., Coenen G. and Warne A. „The New Area-Wide Model of the euro area: a micro-founded open-economy model for forecasting and policy analysis“, Darbo straipsnių serija Nr. 944, ECB, 2008 m. spalio mėn.

4 Fiskalinės konsolidacijos makroekonominio poveikio analizė išsamiai aprašyta 2014 m. balandžio mėn. ECB mėnesinio biuletenio straipsnyje „Fiscal multipliers and the timing of consolidation“.

### 3 intarpas

#### KRIZĖS UKRAINOJE POVEIKIS EURO ZONAI

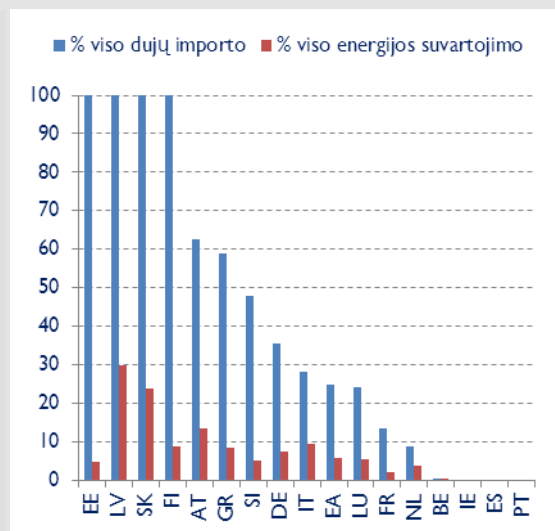
Pastaruoju metu sustiprėjo nuogąstavimai, kad įtampa tarp Ukrainos ir Rusijos gali didėti. Šiame intarpe apžvelgiama, kaip Rusijos ir Ukrainos santykiai gali paveikti euro zoną, ir aprašomi pagrindiniai šio poveikio perdavimo kanalai, jei, nustačius papildomų sankcijų Rusijai, krizė toliau gilėtų.

Kol kas ši krizė darė didelę neigiamą įtaką Ukrainos ir Rusijos ekonomikai, tačiau jos poveikis euro zonos ekonomikai buvo nedidelis. Nors, regis, dėl krizės euro zonos oficialūs duomenys iš esmės nepakito, esama įrodymų (nors jie neturi tvirto pagrindo), kad dėl krizės gali padidėti neapibrėžtumas. Tačiau kol kas nuosavybės ir žaliavų kainos santykinai stabilios.

Pagrindiniai kanalai, kuriais į euro zoną gali išplisti neigiami krizės padariniai, yra prekyba ir finansiniai ryšiai labiau su Rusija negu su Ukraina. Iš Rusijos į euro zoną importuojama daug energijos: iš šios šalies importuojama apie 25 % viso euro zonos importuojamo dujų kiekio ir beveik 30 % importuojamos naftos kiekio (žr. A ir B pav.). Kai kurios euro zonos šalys dujas importuoja beveik vien tik iš Rusijos. Rusija ir – mažesniu mastu – Ukraina taip pat yra euro zonos eksporto šalys. Prekių eksportas į Rusiją sudaro apie 5 % viso eksporto į ne euro zonos valstybes, o į Ukrainą – apie 1 % (žr. C pav.). Kalbant apie finansinę riziką, pasakytina, kad euro zonos šalių bankų reikalavimai Rusijai sudaro apie 1 % euro zonos BVP (žr. D pav.). Tačiau

atskirų euro zonos šalių prekybos ir finansinių ryšių su šiomis šalimis intensyvumas labai skirtingas.

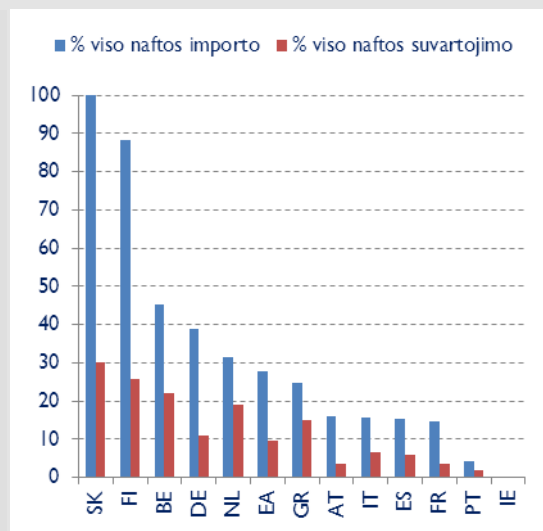
**A pav. Dujų importas iš Rusijos (2011 m.)**



Šaltinis. Eurostatas.

Pastabos: Kipro ir Maltos duomenų nėra. Šalys surikiuotos pagal tai, kokią procentinę dalį visoje jų dujų importo struktūroje sudaro dujų importas iš Rusijos.

**B pav. Naftos importas iš Rusijos (2011 m.)**

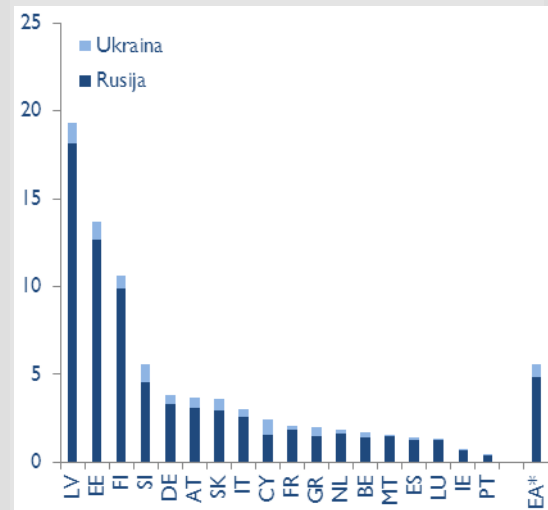


Šaltinis. Eurostatas.

Pastabos: Estijos, Kipro, Latvijos, Liuksemburgo, Maltos ir Slovėnijos duomenų nėra. Šalys surikiuotos pagal tai, kokią procentinę dalį visoje jų naftos importo struktūroje sudaro naftos importas iš Rusijos.

**C pav. Prekių eksportas į Rusiją ir Ukrainą (2013 m. trečiasis ketvirtis)**

(%, palyginti su visu prekių eksportu)



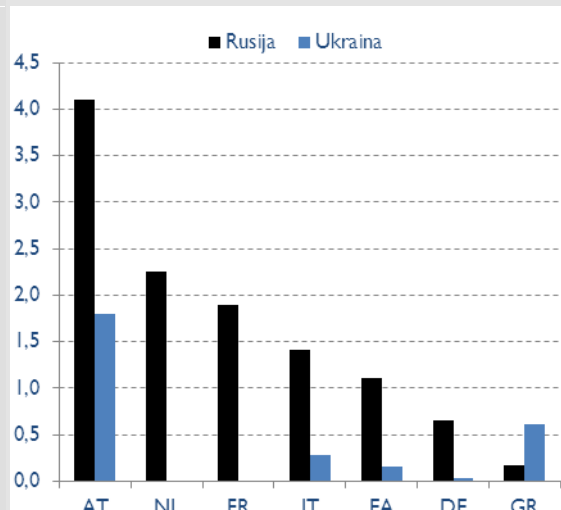
Šaltiniai: TVF ir ECB skaičiavimai.

\*atėmus prekių eksportą euro zonos viduje.

Pastabos: šalys surikiuotos pagal tai, kokią procentinę dalį visoje jų prekių eksporto struktūroje sudaro prekių eksportas į Rusiją ir Ukrainą.

**D pav. Atrinktų euro zonos šalių bankų užsienio reikalavimai Ukrainai ir Rusijai (pagal šalį)**

(%, palyginti su BVP)



Šaltiniai: TAB konsoliduoti bankų statistiniai duomenys ir ECB.

Pastabos: šalys surikiuotos pagal tai, kokią procentinę dalį, palyginti su 2013 m. BVP, sudaro euro zonos šalių bankų užsienio reikalavimai Rusijai. Dauguma panaudotų duomenų – 2013 m. ketvirtojo ketvirčio duomenys; parodytos tik tos euro zonos šalys, kurios teikia duomenis apie jų bankų užsienio reikalavimus Rusijai ir Ukrainai; Prancūzija ir Nyderlandai duomenų apie reikalavimus Ukrainai nepateikė; iš Austrijos gauti tik 2012 m. trečiojo ketvirčio duomenys. Euro zonos rodiklis yra tik orientacinis, nes jam apskaičiuoti naudoti skirtingu laiku fiksuoti pavienių šalių duomenys.

Galimas neigiamas konflikto paaštrėjimo poveikis euro zonos ekonomikai priklausu nuo to, kokias sankcijas Europos Sąjunga ir Jungtinės Amerikos Valstijos pritaikys Rusijai ir kokių atsakomųjų priemonių imsis Rusija. Nors, kokios konkrečiai tai bus sankcijos, dar neaišku, dėl jų vis tiek gali kilti naftos kainos, mažėti Rusijos eksportas į euro zoną, o tai gali neigiamai paveikti ekonominį aktyvumą Rusijoje ir lemti kapitalo nutekėjimą ir rublio nuvertėjimą. Neigiamą poveikį euro zonai galėtų padaryti ir nuosavybės vertybinių popierių kainų kritimas bei pasitikėjimo sumažėjimas, tarpininkams nuogaustaujant dėl krizės intensyvumo ir jos padarinių.

Euro zonoje dėl šių padarinių, o konkrečiai dėl poveikio prekybai ir naftos kainoms, galėtų sulėtėti BVP augimas. Tačiau, kita vertus, didesnės naftos kainos galėtų lemti didesnę už pagrindinėse prognozėse numatytą infliaciją pagal SVKI euro zonoje.

Kadangi euro zonos šalių prekybos ir finansiniai ryšiai su Rusija ir Ukraina yra skirtingi, tai ir krizės poveikis būtų skirtingas: didžiausią neigiamą poveikį pajustų tos šalys, kurios turi daugiausia sąsajų su Rusija ir Ukraina, pavyzdžiui, Baltijos valstybės.

Kai kurios euro zonos šalys neigiamą poveikį galėtų pajusti ir dėl netiesioginių neigiamų padarinių trečiosioms šalims, pavyzdžiui, Rytų Europos šalims. Jei krizė užsitęstų arba paaštrėtų, galėtų nukentėti kai kurioms euro zonoms šalims labai svarbūs sektoriai ir pramonės šakos, pavyzdžiui, žemės ūkio, maisto, nekilnojamojo turto, turizmo ir kai kurie bankų sektoriai. Ir galiausiai, jei būtų nutrauktas energijos išteklių tiekimas iš Rusijos, itin didelį neigiamą poveikį pajustų tos euro zonos šalys, kurios didelę dalį dujų ir naftos importuoja būtent iš šios šalies.

#### 4 interpas

### KITŲ INSTITUCIJŲ PROGNOZĖS

Euro zonos prognozes rengia ir kitos tarptautinės organizacijos bei privačiojo sektoriaus institucijos. Tačiau jos nėra visiškai palyginamos tarpusavyje ar su Eurosystemos ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, nes jos parengtos skirtingu metu. Be to, taikomi nevienodi (iš dalies neapibrėžti) metodai fiskalinių, finansinių ir išorinių kintamųjų, įskaitant naftos ir kitų žaliavų kainas, prielaidoms parengti. Skiriasi ir įvairioms prognozėms rengti taikomi dėl darbo dienų atliekamų koregavimų metodai (žr. toliau pateiktą lentelę).

## Euro zonos realiojo BVP augimo ir infliacijos pagal SVKI prognozių palyginimas

(metiniai pokyčiai, %)

	Paskelbta	BVP augimas			Infliacija pagal SVKI		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
Eurosistemos ekspertų prognozės	2014 m. birželio mėn.	1,0	1,7	1,8	0,7	1,1	1,4
		[0,6–1,4]	[0,6–2,8]	[0,5–3,1]	[0,6–0,8]	[0,5–1,7]	[0,6–2,2]
Europos Komisija	2014 m. gegužės mėn.	1,2	1,7	–	0,8	1,2	–
EBPO	2014 m. gegužės mėn.	1,2	1,7	–	0,7	1,1	–
<i>Euro Zone Barometer</i>	2014 m. gegužės mėn.	1,2	1,6	1,6	0,8	1,2	1,7
<i>Consensus Economics Forecasts</i>	2014 m. gegužės mėn.	1,1	1,4	1,6	0,8	1,3	1,5
<i>Survey of Professional Forecasters</i>	2014 m. gegužės mėn.	1,1	1,5	1,7	0,9	1,3	1,5
TVF	2014 m. balandžio mėn.	1,2	1,5	1,5	0,9	1,2	1,3

Šaltiniai: *European Commission's European Economic Forecast, Spring 2014; IMF World Economic Outlook, April 2014; OECD Economic Outlook, May 2014; Consensus Economics Forecasts; MJEconomics; and the ECB's Survey of Professional Forecasters.*

Pastabos: Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse ir EBPO prognozėse pateikti dėl darbo dienų pakoreguoti metiniai augimo tempai, o Europos Komisija ir TVF skelbia dėl darbo dienų skaičiaus per metus nekoreguotus metinio augimo tempus. Kitose prognozėse nenurodoma, ar pateikti duomenys dėl darbo dienų pakoreguoti, ar ne.

Šiuo metu turimų kitų institucijų parengtose prognozėse numatoma, kad 2014 m. euro zonos realiojo BVP augimas bus šiek tiek didesnis, negu numatomas Eurosistemos ekspertų prognozėse. Realiojo BVP augimo prognozės 2015 ir 2016 m. panašios arba šiek tiek mažesnės negu Eurosistemos ekspertų prognozės. Kalbant apie infliaciją, pasakytina, kad daugumoje turimų kitų institucijų prognozių numatoma 2014 ir 2015 m. vidutinė metinė infliacija pagal SVKI yra artima arba šiek tiek didesnė, negu numatyta Eurosistemos ekspertų prognozėse. Remiantis kitomis turimomis prognozėmis, 2016 m. vidutinė infliacija pagal SVKI turėtų svyruoti apie 1,3–1,7 %, o pagal Eurosistemos ekspertų prognozes sudarytų 1,4 %. Šiuo metu visos turimos prognozės patenka į lentelėje nurodytas Eurosistemos prognozių ribas.